

Elos Medtech

Motiverat värde: SEK 155

Ortopedkirurgernas robotar lyfter tillväxten

Aktiekurs: SEK 103.50

Trots pandemin växer ortopedisk robotkirurgi fram som ett viktigt område. Elos har redan betydande försäljning och vi tror att marknaden kommer mångdubblas närmaste åren. Bolaget lanserar dentala produkter i USA och våra förväntningar överträffades i Q3. Vi höjer motiverade värdet till SEK 155 (100).

Dags för investerare att blicka bortom pandemin

Liksom för Elos kunder föll försäljningen i Q2 och återhämtade sig i Q3. Den positiva trenden fortsatte in i Q4, även om den ökade smittspridningen kan leda till en svag avslutning. Men även om det är fascinerande att följa utvecklingen månadsvis bör investerare lyfta blicken och se längre fram.

Robotkirurgi inom ortopedi och USA-lanseringar inom dental

Det pågår intensiv aktivitet om robotkirurgi bland ortopedibolagen. Elos tillverkar redan produkter för de bolagen och ser en mycket god efterfrågan inom robotkirurgi som vi tror kommer mångdubblas närmaste åren. Inom Dental lanserar Elos produkter i USA och trots pandemin överträffade bolaget våra estimat betydligt inom det området.

Estimathöjningar lyfter motiverade värdet till SEK 155 (100)

Den starka efterfrågan inom robotkirurgi är den främsta anledningen till att vi höjer estimaten, men vi höjer estimaten även inom Dental och Life Science trots negativa valutaeffekter. Det lyfter även vårt motiverade värde till SEK 155 (100), vilket motsvarar ca 50% uppsida i aktien. Nivån är i linje med vårt DCF-värde och understöds även av Elos historiska multiplar.

Key figures (SEK)

Year end: December	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Sales	645	689	576	708	825
EBIT	47	65	57	71	94
EBITDA	100	126	119	133	157
PTP	37	51	40	63	87
EPS adj	3.64	4.77	4.09	6.05	8.45
DPS	1.00	0.00	1.60	2.40	3.40
Sales growth	11.6%	6.9%	-16.5%	22.9%	16.6%
EBIT margin	7.4%	9.5%	10.0%	10.0%	11.4%
EBITDA margin	15.5%	18.2%	20.7%	18.7%	19.0%
EPS adj. growth	-2.4%	31.0%	-14.3%	48.0%	39.7%
Net debt	287	331	297	295	220
Net debt/Equity	57%	61%	53%	49%	34%
Net debt/EBITDA	2.9	2.6	2.5	2.2	1.4
EV/S	1.3	1.7	2.0	1.6	1.3
EV/EBIT	18.0	18.2	19.7	16.0	11.2
EV/EBITDA	8.5	9.5	9.5	8.5	6.7
P/E adj.	19.2	22.3	25.3	17.1	12.2
P/BV	1.1	1.6	1.5	1.4	1.3
Dividend yield	1.4%	0.0%	1.5%	2.3%	3.3%
FCFE-yield	-2.9%	1.5%	4.9%	2.3%	2.9%

Source: Company data and Murgata

Analyst

Björn Olander
bjorn.olander@murgata.se

Key facts

No. of shares (m)	8.1
Market cap (SEKm)	835
Net debt (SEKm)	331
EV (SEKm)	1,167

Free float	68%
Reuters	ELOSSb.ST
Bloomberg	ELOSS SS
Listing	NASDAQ Stockholm

CEO	Jan Wahlström
CFO	Ewa Linsäter
Chairman	Yvonne Mårtensson

Homepage	elosmedtech.com
Next report	24 February 2021

Estimate revisions

(%)	2020E	2021E	2022E
Net sales	6.7%	11.5%	12.2%
EBIT	34.4%	39.7%	28.6%
EBITDA	30.1%	35.9%	26.9%
EPS adj.	64.4%	54.7%	34.7%



Investment case

Robotkirurgi inom ortopedi tar fart och trots det tidiga skedet har Elos redan en betydande försäljning på en marknad som sannolikt kommer mångdubblas under de närmaste åren. Inom Dental lanserar bolaget egna produkter i USA samtidigt som produkter inom digital tandvård blir alltmer efterfrågade. Pandemin sänkte försäljningen i Q2 rejält, men återhämtningen var stark i Q3. Vi höjer estimaten och ser ca 50% uppsida till vårt motiverade värde SEK 155 (100) per aktie.

Elos Medtech är en kontraktstillverkare av medtech-produkter och har ett nära samarbete med globala bolag inom exempelvis ortopedi och dentala implantat

Produktionspartner till ledande medtech-bolag

Elos Medtech tillverkar produkter och komponenter inom medicinsk teknik och många av kunderna hör till de allra största globala företagen inom respektive segment. De har höga krav på kvalitet och uppskattar även Elos omfattande erfarenhet och kompetens inom området. Elos har två produktionsanläggningar i Sverige och en per land i Danmark, Kina och USA. Elos är främst specialiserat på metallbearbetning, men tillverkar även plastprodukter med högt ställda krav för exempelvis diagnostik. Just nu expanderar produktionen i Skara och under 2019 fördubblades produktionsytan i Memphis, USA.

Robotkirurgi inom ortopedi växer fram...

Robotassisterad ortopedisk kirurgi tar fart och Elos hänger med från början

Just nu växer robotkirurgi fram som ett nytt område inom ortopedimarknaden. Trots att området befinner sig i ett tidigt skede har Elos redan en betydande försäljning till ledande aktörer. Elos är välpositionerat och har sedan länge kontakt med de viktigaste aktörerna.

...och trots det tidiga skedet har Elos redan betydande försäljning...

Efterfrågan på Elos tjänster är mycket stor och i början av november fattade styrelsen beslut om en betydande investering som redan nästa år ska lyfta försäljningen till SEK 100m och inom ett par år väntas hälften av försäljningen inom Orthopedics vara relaterad till robotkirurgi. Vi tror att det kommer vara Elos produktionskapacitet snarare än marknadens efterfrågan som kommer begränsa potentialen för Elos.

...på en marknad med potential att mångdubblas under de närmaste åren.

Elos är ett mycket intressant investeringsalternativ för den som vill ha exponering mot det här segmentet som vi tror kommer mångdubblas från dagens låga nivå. Eftersom Elos har flera kunder spelar det inte så stor roll hur marknadsandelarna fördelas mellan dem. Om det uppstår priskonkurrens på systemen när marknaden mognar är det snarare positivt för Elos eftersom det ökar användandet och höjer volymerna av produkterna som produceras.

Digital tandvård växer fram...

USA-lansering av egna produkter inom Dental lyfter försäljningen

Elos Medtech har fått FDA-godkännande av sina produkter som är anpassade för så kallad digital tandvård som växer fram hos tandläkare som sätter in dentala implantat.

...som ett viktigt område som Elos är välpositionerat inom...

Mycket talar för att pandemin kommer påskynda övergången till digital tandvård (med exempelvis 3D-scanning av munhålan) eftersom personalen haft tid att vidareutbilda sig och lära sig mer om vilka möjligheter som finns. Inom det området är Elos mycket välpositionerat och bolaget har samarbeten med de flesta stora aktörerna inom området.

...och just nu håller Elos på att lansera egna produkter i USA efter att ha fått produkter godkända av FDA.

Dessutom håller Elos på att tillsammans med sin partner lansera sina produkter i USA. Det är en tuff marknad, men med stor potential. Elos har en högkvalitativ produktportfölj och vi räknar med att en allt större andel av försäljningen från egna produkter. Det kommer lyfta både försäljning och marginaler. Pandemin gör det dock svårt att utvärdera hur pass väl erbjudandet mottas på marknaden, men vi försäljningen i Q3 överträffade våra förväntningar rejält. Elos är redan idag en mycket väletablerad aktör inom produktion av dentala implantat.

Alla tre affärsområden återhämtar sig efter pandemin

Under 2019 upphörde Elos Medtech i samförstånd med en kund att tillverka vissa produkter som inte var relaterade till medtech. Det gav en positiv engångseffekt i Q1 2019 (lagerförsäljning till kunden). Vi tror även att nettoeffekten kan ha varit positiv i Q2 2019, men intäktsbortfallet tyngde försäljningen under resten av året även om det inte hade någon större resultatpåverkan. Under andra halvåret 2019 var det även vissa fördröjningar av projekt inom ortopedi som höll nere försäljningen.

2020 har präglats av pandemin och Elos Medtech påverkades tidigt med tanke på att de hade fabrik i Kina. Nedstängningen blev dock begränsad till ett antal veckor eftersom verksamheten prioriterades av myndigheterna. Fabriken tillverkar bland annat kritiska komponenter för en produkt som används av diabetiker och de behöver ta insulin även under pandemin.

Elos Medtech har tre affärsområden som drabbats på olika sätt och vi tar upp mer detaljer i separata avsnitt om respektive affärsområde. Redan i Q1 2020 föll den totala försäljningen med 16% (Orthopedics -16%, Dental +8, Life Science -37%) och det stora fallet kom i Q2 då försäljningen minskade med 36% (Orthopedics -34%, Dental -52%, Life Science -24%). Den sekventiella återhämtningen i Q3 blev betydande och försäljningen minskade bara med -6% jämfört med föregående år (Orthopedics -24%, Dental +8%, Life Science +1%). Vi räknar med att försäljningen minskar med 4.9% i Q4, vilket motsvarar 0.8% lägre försäljning justerat för negativa valutaeffekter.

Affärsområdet Dental drabbades hårt av nedstängningar av kliniker, men återhämtningen har gått snabbare än de stora dentalbolagen vågade hoppas på i somras. Den andra vågen ökar osäkerheten, men vi tror inte att påverkan inom dentalområdet kommer bli lika kraftigt som i våras. Elos lanserar också sina egna produkter och även om det inte är idealiskt under pandemin räknar vi med att det kommer få en allt större betydelse för Elos försäljning och dessutom till högre marginaler än de kontakttillverkade produkterna.

Affärsområdet Orthopedics har också påverkats också av pandemin. Akut ortopedi har klarat sig bättre än den elektiva vården, men det har ändå varit en rejäl nedgång på marknaden oavsett segment. Det har påverkat även Elos negativt, men det finns en betydligt viktigare trend som pågår även under pandemin. Elos har kommit att bli en betydande tillverkare av produkter som används vid ortopedisk robotkirurgi. Det är en marknad som befinner sig i ett tidigt skede, men som de stora ortopedibolagen satsar mycket på. Det förväntas blir hög tillväxt från dagens förhållandevis låga nivåer, men redan har Elos en betydande försäljning inom området. I början av november meddelade bolaget att det investerar SEK 70m på grund av den stora efterfrågan från kunderna och redan under 2021 förväntar sig bolaget en årlig försäljning på ca SEK 100m. Vi tror att det kommer vara Elos produktionskapacitet snarare än marknadens efterfrågan som kommer begränsa försäljningstillväxten under de närmaste åren.

Affärsområdet Life Science är ganska heterogent och har drabbats på olika sätt. En kategori som drabbats negativt är diagnostiska test (som inte är relaterade till covid-19), medan diabetesprodukterna som hör till det här affärsområdet alltså inte drabbats i någon större utsträckning. Ett exempel på tillverkning som medfört ökade försäljning på grund av pandemin är plastkomponenter som används i Getinges ventilatorer. Det är en viktig insats, även om betydelsen för Elos totala försäljning inte är så dramatisk. Efterfrågan på framför allt plastprodukter är god och därför pågår en utbyggnad av fabriken i Skara som kommer vara klar under Q2 2021.

Mer detaljer om de tre affärsområdena inklusive estimat finns i ett separat avsnitt.

2019 upphörde Elos med tillverkning som inte var medtech-relaterad och det tyngde försäljningen, men inte resultatet.

Kina drabbades tidigt, men inte så länge

Dramatiskt fall i Q2, sekventiell återhämtning i Q3 och vi räknar med att Q4 nästan når upp till 2019 års nivå justerat för negativa valutaeffekter

Dental har bottnat och lyfts av egna produkter

Orthopedics lyfts av robotkirurgi och vi tror att Elos produktionskapacitet snarare än marknadens efterfrågan begränsar tillväxten under de närmaste åren.

Life Science har drabbats på olika sätt och delar som gått sämre återhämtar sig samtidigt som produktionskapaciteten byggs ut

Estimat, värdering och aktie

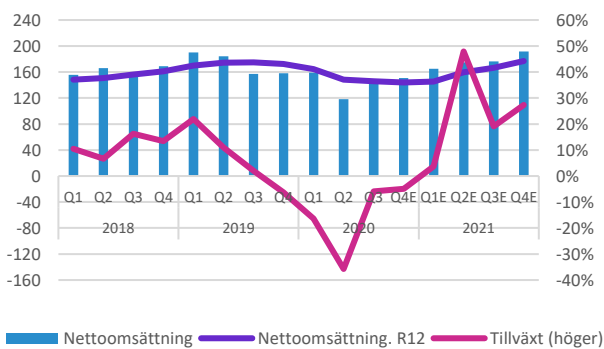
Andra vågen höjer den kortsiktiga osäkerheten...

...vilket vi tagit höjd för med relativt försiktiga estimat som även är negativt påverkade av valuta.

Försäljningen bottnade i Q2 och återhämtade sig starkt i Q3. En del av återhämtningen kan ha varit på grund av uppdämt behov från Q2. Samtidigt ser vi just nu en andra våg i delar av världen som höjer osäkerheten. Vi är dock övertygade om att vi lagt det värsta bakom oss, inte minst eftersom de som är verksamma inom dental och ortopedi har bättre skyddsutrustning och har anpassat rutinerna efter covid-19.

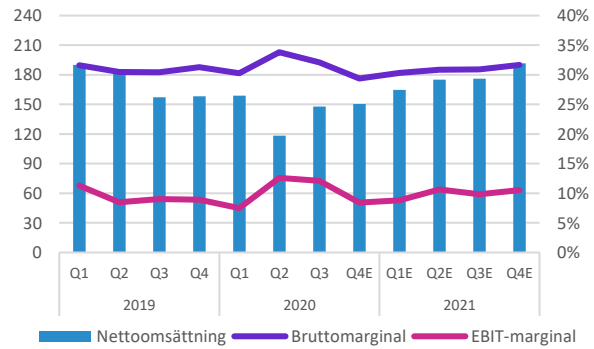
Kombinationen av relativt försiktiga estimat inför Q4 och en tilltagande motvind från valutor gör att vi räknar med -4.9% tillväxt i Q4 (-0.8% tillväxt valutajusterat). Det summerar 2020E till -16.5% tillväxt. Inför 2021E så är det mycket enkla jämförelsetal i Q2 som trots negativa valutaeffekter lyfter den rapporterade tillväxten markant. För 2021E räknar vi med försäljning som bara är marginellt högre än 2019.

Nettoomsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Nettoomsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Stödprogram har hållit upppe resultatet...

Under Q2 och Q3 har bolaget tagit del av stödprogram inklusive korttidspermitteringar och andra åtgärder för att tillfälligt sänka kostnaderna. Det innebär att resultatet hållits upppe relativt väl trots att försäljningen påverkats kraftigt negativt.

...vilket i kombination med låg försäljning rent matematiskt ger höga marginaler...

Rent matematiskt innebär låg försäljning i förhållande till resultatet att marginalerna är höga. Bolaget är föredömligt transparent med hur mycket stöd som mottagits, men varken bolaget eller vi justerar de redovisade siffrorna. Det kommer förmodligen bli väldigt begränsade stöd under Q4, så resultatmässigt går bolaget mot en normalisering.

...men vi tror att det även finns en underliggande marginalexpansion som består efter pandemin.

Elos var redan före pandemin på väg att genomföra ambitiösa effektiviseringsåtgärder inom organisationen. Det arbetet har rimligen fortgått under pandemin och kanske till och med underlättats av den. Dessutom tror vi att Elos liksom många andra bolag hittat arbetssätt som effektiviserar på ett bestående sätt även efter pandemin.

Resultaträkning i sammanfattning

[SEKm]	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
Försäljning	503.7	552.0	577.9	644.7	689.4	575.7	707.6
EBIT	30.5	42.7	42.7	47.4	65.3	57.4	70.6
EBITDA	79.3	97.3	94.0	99.7	125.6	118.9	132.6
EPS, justerad	2.66	4.38	3.73	3.64	4.77	4.09	6.05
Bruttomarginal	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	31.0%	31.2%	31.0%
EBIT-marginal	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	9.5%	10.0%	10.0%
EBITDA-marginal	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.2%	20.7%	18.7%
Försäljningstillväxt	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-16.5%	22.9%
EBIT-tillväxt	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	37.8%	-12.2%	23.1%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Två förlorade år på grund av pandemin...

Pandemin har gjort 2020 till vad som brukar kallas "ett mellanår" och med tanke på att vi räknar med ungefär samma nivå på försäljningen 2021E som 2019 skulle man kunna se det som att försäljningen skjutits två år på framtiden på grund av covid-19.

...men vi räknar med god tillväxt...

Samtidigt har bolaget fortsatt att utvecklas. Tillbyggnaden i Skara blir klar första halvåret 2021 (Life Science), bolaget gör betydande investeringar för att möta den stora efterfrågan inom robotkirurgi (Orthopedics) och lanseringen av egna produkter i USA (Dental) talar för god tillväxt under de närmaste åren. Bolagets mål är att växa organiskt med minst 10% per år.

...expanderande marginaler som...

Med ett bättre kapacitetsutnyttjande, skalfördelar, effektiviseringar och en högre andel egna produkter räknar vi med fortsatt marginalexpansion mot målet som är minst 13% EBIT-marginal.

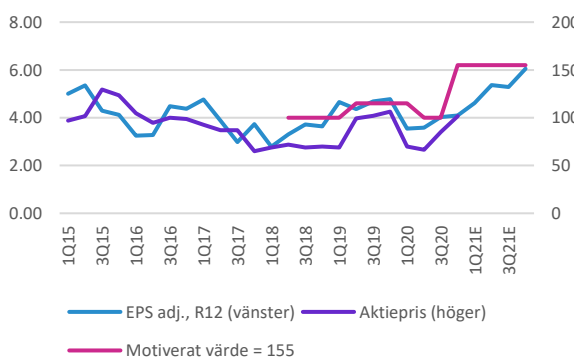
...driver vinsttillväxt och motiverar höga multiplar.

Kombinationen av försäljningstillväxt och marginalexpansion driver vinsttillväxten. Det i sin tur motiverar högre värderingsmultiplar. I det separata värderingsavsnittet resonerar vi mer i om värderingen.

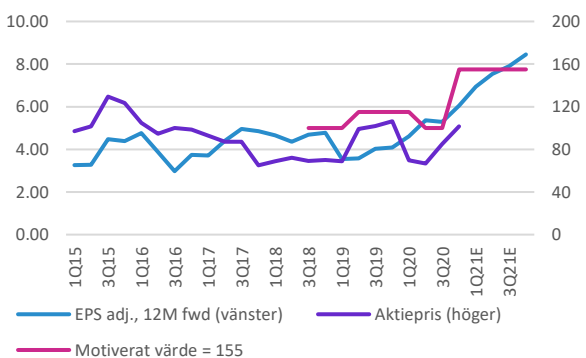
Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 155 (100)

Nu höjer vi vårt motiverade värde till SEK 155 (100) per aktie, vilket främst beror på höjda estimat inom framför allt Orthopedics relaterat till robotkirurgin. Vi har flera värderingsansatser, men ett enkelt sätt att illustrera sambandet mellan vinst och aktiekurs framgår nedan. I den vänstra figuren är vinsten per aktie (EPS) baserad på de fyra senaste rapporterade kvartalen ("trailing") och i det högra baseras EPS på de kommande fyra kvartalen ("forward").

Aktiekurs, motiverat värde och EPS (trailing)



Aktiekurs, motiverat värde och EPS (forward)



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Vi inledde bevakning av Elos Medtech med ett motiverat värde på SEK 100 när aktien stod i SEK 70.40. Senare höjde vi motiverade värdet till SEK 115, men sänkte det till SEK 100 i våras.

Drygt 50% uppsida från fredagens stängningskurs

Vi ser ca 50% uppsida från gårdagens stängningskurs på SEK 103.50 till vårt motiverade värde på SEK 155. Det understöds av såväl vår DCF-modell som historiska multiplar. Med tanke på pandemins effekter anser vi att jämförelser mellan olika bolag riskerar att bli missvisande oavsett om de baseras på rapporterade eller prognosticerade siffror.

Konservativa estimat och värdering, men osäkerhet i marknaden på grund av pandemin

Enligt vår uppfattning skulle aktien kunna handlas kring de nivåerna redan idag utan att värderingen vore ansträngd. Anledningarna till att den inte redan gör det tror vi är att marknaden inte tagit till sig potentialen med robotar och att det finns en överdriven oro över hur pandemin kommer påverka Elos verksamhet. Vi betraktar både estimat och värdering som konservativa, men samtidigt är det just nu en förhöjd osäkerhet kring hur pandemin kommer påverka enskilda bolag, ekonomin som helhet och aktiemarknaden generellt.

Tre affärsområden med olika exponering

Affärsområdena Orthopedics och Dental är distinkt olika och har olika exponering, men båda har drabbats av pandemin på ett relativt likartat sätt. Affärsområdet Life Science var tidigare tre separata marknadssegment. Vissa produktkategorier har påverkats positivt och andra negativt.

Alla affärsområden tillfrisknar efter covid-19

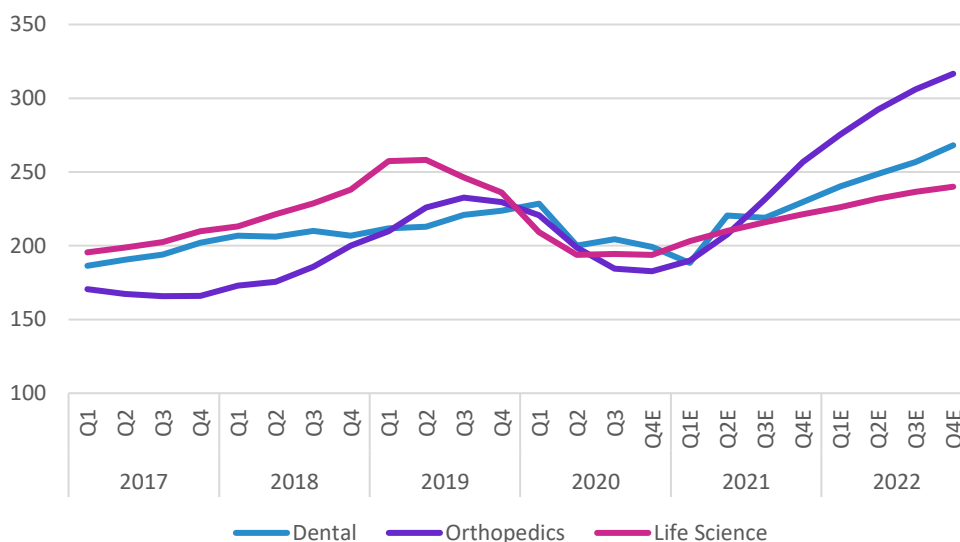
De tre affärsområdena har försäljning i samma storleksordning. Dental och Orthopedics var mindre än Life Science fram till 2018, men vi tror att de kommer ha en högre tillväxt än Life Science närmaste åren. Life Science har dessutom upphört med en viss verksamhet som inte var relaterad till medtech och det hade en positiv inverkan i början av 2019 och sedan dess negativ.

Tre ungefär lika stora affärsområden...

...men vi räknar med högst tillväxt i Orthopedics och Dental framöver.

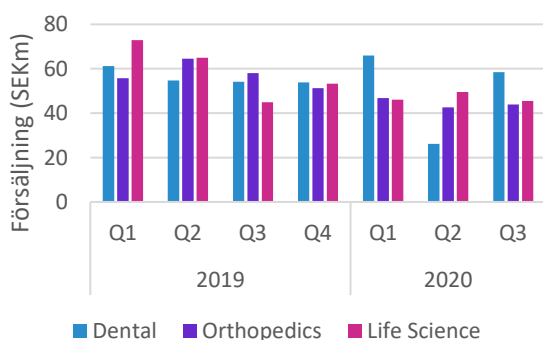
Vi är övertygade om att försäljningen bottnade i Q2 för samtliga tre affärsområden och vi såg en återhämtning i Q3. En del av den drevs förmodligen av patienter som inte fick vård i Q2 behandlades i Q3. Inför Q4 är inte den draghjälp lika tydlig och dessutom har smittspridningen tilltagit under den senaste tiden. Vården är bättre förberedd nu än i våras och vi tror därför att återhämtningen kommer fortsätta, även om Q4 är ett osäkert kvartal.

Alla affärsområden lyfts från botten av olika faktorer (försäljning i årstakt)



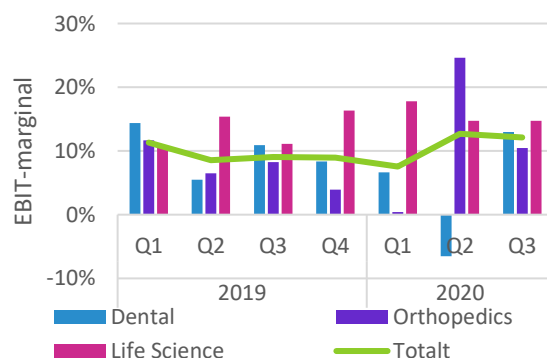
Källa: Murgata och bolagsdata

Försäljning per affärsområde



Källa: Murgata och bolagsdata

EBIT-marginal per affärsområde



Källa: Murgata och bolagsdata

Affärsområde Orthopedics

Affärsområdet Orthopedics har påverkats också av pandemin. Generellt har de olika undersegmenten inom ortopedi påverkats i olika utsträckning.

De olika ortopedisegmenten på marknaden har påverkats i olika utsträckning

Akut ortopedi har klarat sig bättre än den elektiva vården. Det kan till exempel bli något färre benbrott när länder stängts ned, men patienter som trots allt råkar illa ut måste behandlas. Däremot har elektiv vård påverkats av att operationer ställts in. En anledning är att sjukvården ställts om till behandling av covid-patienter. En annan är att många ingrepp som normalt utförs på äldre patienter skjuts upp på grund av att de tillhör riskgrupperna.

Hur har det gått för de stora ortopedibolagen som är kunder till Elos?

De stora ortopedibolagen är Elos kunder...

Elos Medtech har de flesta stora ortopedibolagen som sina kunder, men får inte uppge vilka på grund av sekretessavtal. Tillväxten för Elos affärsområde Orthopedics minskade redan i slutet av 2019. Det beror dels på att produktionen var mellan två lanseringar (den nya fördröjdes), men framför allt på utmanande jämförelsetal från slutet av 2018.

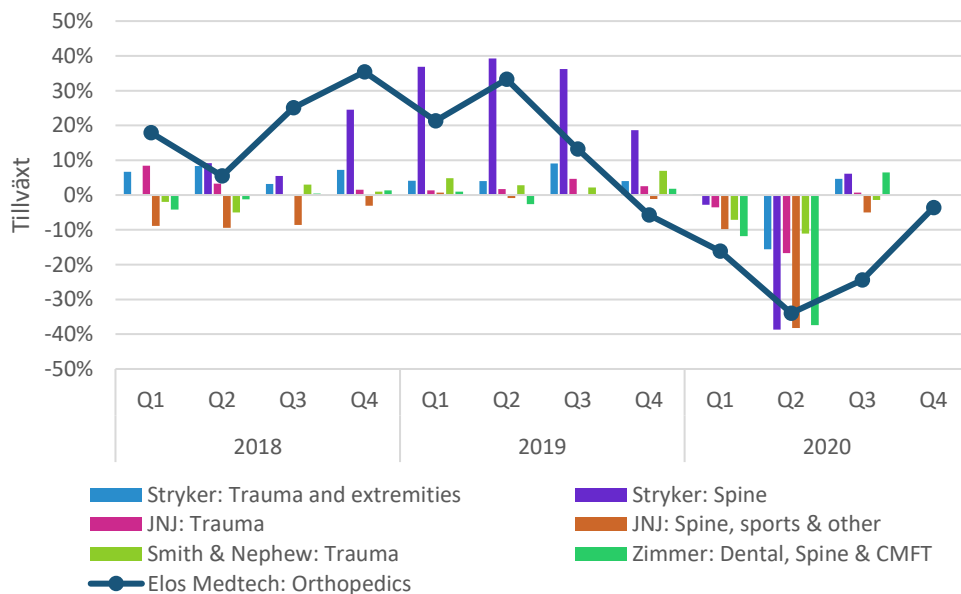
...och Elos försäljning har påverkats ungefär i samma utsträckning.

Med tanke på att Elos är en underleverantör till de stora bolagen har det inte varit självklart att kvartalsdynamiken skulle ha varit likartad. Det hade kunnat vara betydligt kraftigare initial nedgång för Elos, men utvecklingen har i stort sett följt den som de större bolagen rapporterat. Därför har det också varit särskilt intressant att följa vad de bolagen sagt i samband med kvartalsrapporter och andra presentationer.

Indragen guidance men ökad transparens

Intressant nog har de dragit tillbaka sin guidance på grund av osäkerheten, men de har blivit extra transparenta med hur olika kategorier påverkats under pandemin och framför allt varit ganska öppna med vad de tror om framtiden och varför.

Nedgång och återhämtning för Elos och de stora ortopedibolagen



Källa: Murgata och bolagsdata

Elektiv kirurgi minskade med 35-40% i Q2, medan de mer akuta fallen bara minskade med ca 15%.

Tittar vi på Q2 så har de tre bolagen/divisioner som gått allra sämst (minskat 35-40%) haft exponering mot ryggradskirurgi ("Spine"). Det är typiskt elektiv kirurgi som inte är akut och som sköts upp initialt. Samtidigt är det kirurgi som kan förväntas utföras senare. Elos Medtech har produkter inom det området och det är därför logiskt att även Elos påverkats markant.

De bolag/divisioner med exponering mot trauma backade däremot "bara" cirka 15%, eftersom olyckor som trots allt inträffar och behöver behandlas. Elos har även produkter som används vid mer akuta ingrepp.

Medvind sedan botten – men den bör inte extrapoleras alltför lättvindigt

I samband med Q2-rapporterna hade bolagen generellt låga förväntningar inför det andra halvåret, men var tydliga mer att det i alla fall bottnat. När Q3 presenterades hade återhämtningen gått betydligt snabbare än de trodde bara någon månad tidigare. Den generella bilden var att varje månad sedan april blivit bättre (även om olika regioner återhämtat sig olika snabbt) och det gällde även Q3-månaderna juli-augusti.

Den gradvisa förbättringen månad för månad under Q2 och Q3...

...fortsatta in i Q4, men "andra vågen" gör återhämtningen osäker.

Stark återhämtning i Q3 berodde delvis på förskjutningar från Q2

Vi tror att marknaden kommer fortsätta förbättras närmaste kvartalen, men att Q4 kommer avslutas svagare än det inleddes

Trots osäkerhet just nu kommer läget förbättras...

...och just ortopedi är viktigt intäktskälla för sjukhus i USA.

Ortopedkirurger gör mer nytta inom ortopedi än inom intensivvård...

...och de är också vana vid att arbeta med viss skyddsutrustning.

Rapporterna släpptes i månadsskiftet oktober-november och bolagen uppgav att återhämtningen fortsatt in i oktober. Samtidigt blev det då allt tydligare att antalet fall av covid-19 ökat i många länder. Bolagen uttryckte därför stor försiktighet kring Q4 trots att en tredjedel redan avverkats med positiv utveckling.

På telefonkonferenserna förekom det även en del diskussioner om hur mycket den kraftiga återhämtningen i Q3 berodde på att de underliggande marknaderna normaliserats eller om det mer berodde på att det uppdämda behovet ("vårdskulden") efter de inställda operationerna i Q2 betats av.

Vår tolkning är att den underliggande marknaden förbättrats, men att den inte var så normal som siffrorna antyder (ungefär samma nivå som Q3 förra året). En stor del av "vårdskulden" betades av och därmed tror vi inte att Q4 kommer lyftas på samma sätt av de effekterna. Den sekventiella återhämtningen som trots allt sker talar för förbättring, men samtidigt ser vi nu att den andra vågen av pandemin påverkar sjukvården. I förra veckan var det till exempel ett femtiotal sjukhus i USA som ställt in eller senarelagt olika typer av elektiva ingrepp på grund av pandemin. Så trots att den positiva månadstrenden fortsatte in i Q4 bedömer vi att den inte kommer fortsätta hela kvartalet eller åtminstone mattas av.

Vi blickar bortom pandemin

Samtidigt är det viktigt att inte fokusera för mycket på enskilda månader, utan snarare lyfta blicken mot åtminstone 2021. Då kommer den andra vågen ebba ut samtidigt som befolkningen blir alltmer resistent på grund av att smittats eller vaccinerats. Det talar för att en eventuell tredje vågen kommer blir betydligt mildare.

En stor del av ingreppen som ställs in idag kommer utföras närmaste kvartalen. Det gör att det rent finansiellt nästan skulle kunna betraktas som en periodisering av intäkterna. En faktor som talar för att just ortopedi kommer återhämtas sig kraftigt är att det är en viktig intäktskälla för sjukhusen i USA. Påfrestningarna som covid-19 haft på sjukvården även finansiellt talar alltså faktiskt för att just ortopedi kommer återhämta sig snabbt.

Ortopedkirurger är inte de första som man tänker på när man behöver tillföra personal för behandling av covid-patienter. Däremot kan läkare och sjuksköterskor inom exempelvis anestesi behövas inom både ortopedisk kirurgi och intensivvård.

På grund av infektionsrisken bedrivs ortopedkirurgi med skyddsutrustning och vi tror därför att omställningen till den högre nivån som kommer ske inom många områden kan genomföras utan alltför negativa konsekvenser på produktivitet med mera. Den stora frågan under pandemin har varit om 2021 kommer bli bättre eller sämre än 2019. Tros att den andra vågen tar fart nu på många ställen tror vi att försäljningen 2021, med viss hjälp från uppdämt behov från 2020, kommer kunna överträffa 2019 års försäljning.

Robotar lyfter Elos försäljning rejält

Flera av de stora bolagen inom robotkirurgi är sedan tidigare kunder till Elos...

Elos Medtech är tillverkar produkter för ortopedisk robotkirurgi. Det är ett område som de största ortopedibolagen satsar hårt på och de har förvärvat mindre innovativa aktörer under de senaste åren. Många av de stora bolagen är sedan lång tid kunder till Elos Medtech. Nu finns det en efterfrågan på produkter som är särskilt anpassade till robotar och det inkluderar bland annat ortopediska borrar.

...och det pågår en febril aktivitet med lanseringar och produktutveckling.

Även om teknologin är avancerad är marknaden än så länge omogen. Med tanke på att dagens försäljning är så liten är det svårt att resonera i termer av tillväxt, men helt klart är att marknaden kommer bli avsevärt större under de närmaste åren och decenniet. Med tanke på alla aktörer som ger sig in i marknaden kommer det troligen ske betydande produktutveckling inom området och det är därför svårt att bedöma vilka produkter och bolag som kommer bli vinnare.

Oavsett vilka av Elos kunder som blir vinnare på längre sikt...

Oavsett vilka bolag som blir mest framgångsrika kommer produkter som borrar behöva produceras av någon och där ligger Elos Medtech väldigt bra till idag och, enligt vår bedömning, även i framtiden. Det ligger nära tillhands att konkurrensen sätter en viss press på priserna för de robotkirurgiska systemen, men förbrukningsvarorna som Elos tillverkar gynnas av att marknaden kommer igång ordentligt. Eftersom Elos redan har en stark ställning hos flera av de stora aktörerna spelar det inte så stor roll hur marknadsandelarna kommer fördelas mellan dem.

...spelar det inte så stor roll för Elos så länge användandet ökar.

Det viktiga för Elos är att användandet av kirurgiska robotar kommer igång ordentligt. I förra veckan, den 19 november, höll Johnson & Johnson en presentation om bland annat robotkirurgi. I presentationen refererade de (utan att ange den ursprungliga källan) en bedömning om att kirurgi som byter ut leder ("joint replacement") till 27.5% kommer genomföras med hjälp av robotkirurgi år 2027. Den siffran är nära noll idag.

Jämförelse utanför ortopedi: Roboten "da Vinci" från Intuitive Surgery

Erfarenhet från andra typer av robotar visar...

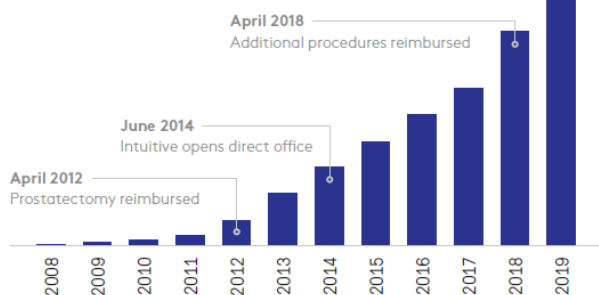
Den dominerande aktören inom robotkirurgi är det börsnoterade amerikanska bolaget Intuitive Surgery. Det grundades år 1995 och det första robotinstrumentet blev godkänt av FDA år 2000. Sedan dess har robotkirurgi vuxit kraftigt i takt med att tekniken blivit bättre, men framför allt på grund av att det kommit att bli alltmer accepterat och etablerat kliniskt.

...att tillväxten kan vara mycket kraftig under väldigt lång tid.

Deras da Vinci-robot är etablerade metoder att avlägsna prostata vid cancer, men de används inte vid ortopedkirurgi. Det tar tid att etablera nya tekniker inom sjukvården, men vi tror att marknaden är mer mottaglig för nya robotar nu. Vår bedömning är att vi befinner oss långt ut till vänster på en kurva som skulle kunna utveckla sig ungefär som i nedanstående exempel.

Jämförelse med annan robotkirurgi: Japan

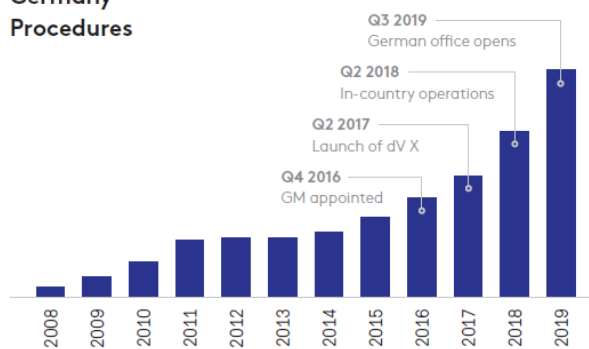
Intuitive Japan Procedures



Källa: Intuitive Surgery (Årsredovisning 2019)

Jämförelse med annan robotkirurgi: Tyskland

Intuitive Germany Procedures



Källa: Intuitive Surgery (Årsredovisning 2019)

Elos investerar för att möta den stora efterfrågan inom robotkirurgi

Förvärvet av Onyx 2015...

Elos tillverkar alltså produkter som används för robotkirurgi. Tillverkningen till det marknadssegmentet sker framför allt i den amerikanska anläggningen i Memphis. Förvärvet av det som nu heter Elos Medtech Onyx genomfördes 2015.

...följdes av fördubblad produktionsyta 2019.

I oktober 2019 slutförde Elos en fördubbling av produktionsytan som skulle möta den framtida efterfrågan. Det var en anledning till att bolaget genomförde en företrädesemission i början av 2018 som tillförde SEK 104.9m (vara rådgivarna fick SEK 4.5m).

Stort efterfrågan på robotkirurgi...

Trots den pågående pandemin finns det ett stort intresse från strategiskt viktiga kunder inom robotassisterad kirurgi. I normala fall sker produktionsökningen gradvis och man kan se det som att de initiala investeringarna i produktionsutrustning finansieras av kassaflöde från produkter som redan är i produktion.

...gör att det uppstår en investeringspuckel...

Med den kraftigt ökade efterfrågan kommer det krävas mer investeringar än normalt under den närmaste tiden. Eftersom Elos inte brukar investera utan att ha kundprojekt blir de höga initiala investeringarna i närtid betraktas som en ledande indikator på stark försäljningsökning när projekten väl kommer igång.

...på SEK 70m under de närmaste tre åren...

Den 2 november meddelade bolaget att styrelsen beviljat investeringar upp till cirka SEK 70m i maskiner, personal och annan utrustning i den amerikanska verksamheten under en treårsperiod. Vi har höjt vår CAPEX-prognos med SEK 20m redan i Q4 och SEK 50m under 2021, även om bolaget skrev att det skulle ske under en treårsperiod och allt inte är CAPEX.

...som ska lyfta försäljningen med SEK 100m redan under 2021.

I pressmeddelandet skriver bolaget att de redan under 2021 förväntar sig en årlig "ökad årlig försäljning" om cirka SEK 100m. Det är en betydande ökning jämfört med årstakten som uppgår till SEK 184.5m för Orthopedics och SEK 583.3m för den totala försäljningen. Utan att specificera det externt uppger bolaget att det "fått flerårsprognoser som bekräftar våra satsningar inom ortopedi".

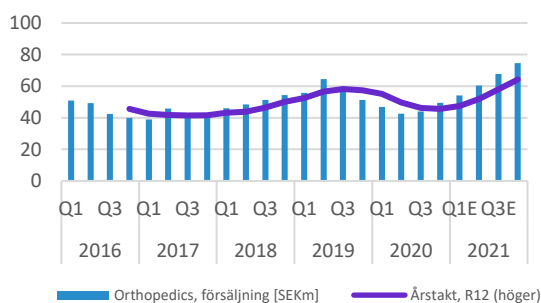
Vi har höjt estimaten rejält, men är ändå lite konservativa.

Vi har höjt estimaten, men inte lika mycket som bolaget indikerar. Vi räknar med en gradvis försäljningsökning under 2021, men ser en tilltagande valutamotvind för försäljning i USD. Elos har en historik av att vara tillförlitliga, eller konservativa, när bolaget är så tydligt med förväntningarna, men små förskjutningar har stor inverkan och vi väljer att vara försiktiga.

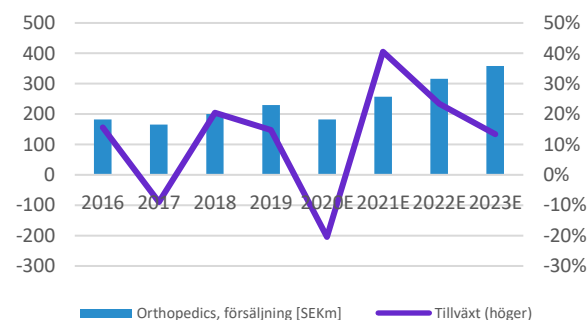
Vi hoppas att bolaget tillvaratar möjligheterna att växa med robotkirurgi under lång tid framöver

Vår bedömning är att det är bolagets förmåga att öka produktionskapaciteten snarare än marknadens efterfrågan som begränsar tillväxtpotentialerna om vi blickar framåt ett par år. Om finansiella restriktioner skulle hålla tillbaka nödvändiga investeringar bedömer vi att det finns goda möjligheter att ta in det kapitalet som behövs kapital via aktiemarknaden. Det verkar inte vara aktuellt just nu, men möjligheterna inom robotkirurgi bör tillvaratas.

Orthopedics: Kvartal



Orthopedics: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Källa: Murgata och bolagsdata

Affärsområde Dental

De flesta stora tandimplantatbolagen är kunder till Elos

Inom affärsområdet Dental har Elos Medtech framför allt produkter som är relaterade till tandimplantat. Implantatet fixeras i det underliggande benet, vilket sedan byggs upp av olika delar som avslutas med den konstgjorda tanden. De flesta av de stora globala tandimplantatbolagen är kunder till Elos.

Tandvård ställdes in i början av pandemin...

Hur har det gått för de stora dentalbolagen som är kunder till Elos?

Tandvård var ett område som snabbt drabbades väldigt hårt när pandemin kom. Eftersom det inte är ett akut ingrepp ställdes många ni eller bokades om till en senare tidpunkt. Vissa länder nedstängda periodvis och i andra var det krav på att tandvårdsklinikerna höll stängt.

...eftersom klinikerna saknade skyddsutrustning...

Klinikerna försåg även den vanliga sjukvården med skyddsutrustning, särskilt i det initiala skedet när det rådde stor brist. Personalen vid klinikerna har använt skyddsutrustning även före pandemin, men inte hållit den nivå som krävs under covid-19-pandemin. Visir och andningsskydd av klass N95 har till exempel inte använts.

...och patienterna inte kände sig bekväma med att gå till tandläkare.

Även kliniker som hållits öppna och vidtagit nödvändiga försiktighetsåtgärder upplevde en markant nedgång eftersom patienter inte känt sig bekväma med att besöka vårdinrättningar. Tandvård är särskilt utsatt eftersom vården förutsätter en fysisk närhet mellan patientens mun och tandläkaren.

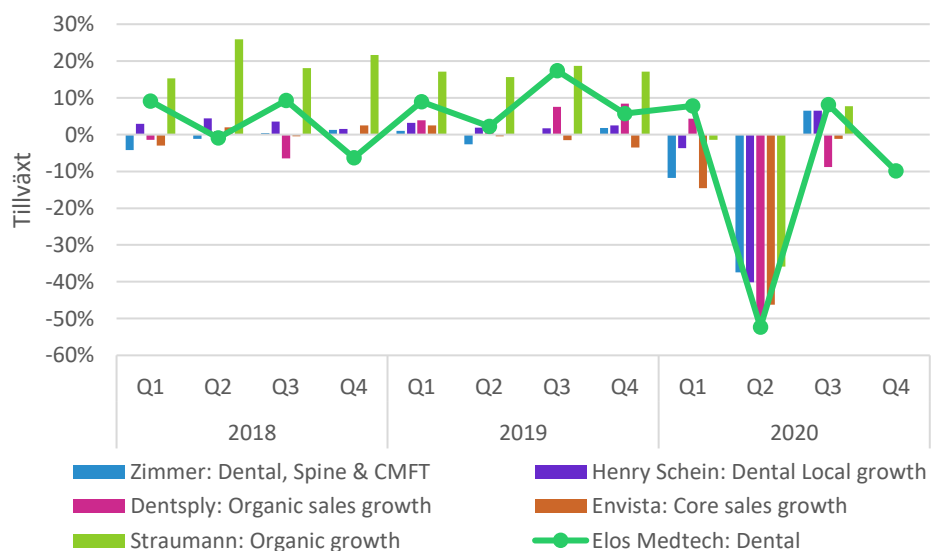
Försäljningen minskade med 35-50% men i vissa fall inkluderade det skyddsutrustning som hade god efterfrågan

Sammantaget minskade försäljningen i Q2 med cirka 35-50% jämfört med föregående år. Förutom tandimplantat har vissa även sålt skyddsutrustning och desinfektionsmedel, vilket i en liten utsträckning lindat den totala försäljningsminskningen. Notera även att Zimmer rapporterar Dental tillsammans med annan typ av kirurgi. Elos försäljning minskade med 52.3% i Q2, vilket bör vara ungefär samma nivå som övriga bolag om man justerar för deras försäljning av skyddsutrustning och desinfektionsmedel.

Elos försäljning halverades i Q2, men återhämtade sig i Q3

Återhämtningen under Q3 var markant och det förklaras till stor del av det uppdämda behovet som uppstått när patienterna bokats om. Klinikerna har en högre nivå på skyddsutrustning och rigorösa rutiner, så de är bättre på att hantera situationen idag.

Nedgång och återhämtning för Elos och de stora dentalbolagen



Källa: Murgata och bolagsdata

Q3 var starkt, men även om Q4 inleddes bra är resten av kvartalet mer osäkert

Klinikerna är bättre förberedda nu än i våras

Lansering av egna produkter i USA är kan sätta rejäl fart på försäljningen...

...men läget är än så länge svårbedömt.

Precis som för bolagen verksamma inom ortopedi har det skett en gradvis återhämtning sedan det bottnade i början av Q2. Även de här bolagen rapporterade i månadsskiftet oktober/november och såg positiva trender in i början av Q4 (oktober). Vid den tiden blev det alltmer uppenbart att smittspridningen ökade, vilket innebar att osäkerheten ökade jämfört med bara några veckor tidigare. Vi räknar med en viss sekventiell nedgång på grund av att Q3 bör ha lyfts av ett uppdämt behov som till stora delar betats av och för att läget med pandemin just nu förvärras på många håll.

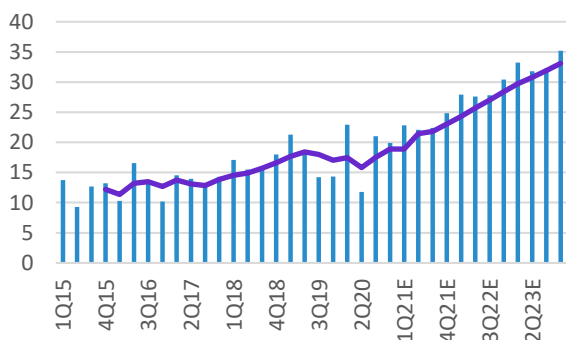
Oavsett hur den andra vågen utvecklar sig räknade bolagen med att det skulle bli avsevärt mildare effekter för dentalmarknaden. Inte minst eftersom klinikerna infört nya rutiner med allt från väntrum, till desinfektionsmedel och inte minst skyddsutrustning. En VD sade lite ironiskt under en telefonkonferens att klinikerna numera förmodligen hör till de säkraste ställena man kan besöka om man är orolig för att bli smittad av covid-19.

Lansering av egna produkter

Elos har fått 510(k)-godkännande för egna produkter och lanserar dem just nu i USA. Pandemin gör att lanseringen rimligen går trögare än den annars hade gjort, men det ser lovande ut och vi räknar med att de produkterna blir allt viktigare för Elos under de närmaste åren. Dessutom har de egna produkterna högre marginal än de som tillverkas för andra, även om de som säljs via distributör har lägre marginaler än dem som Elos säljer själva.

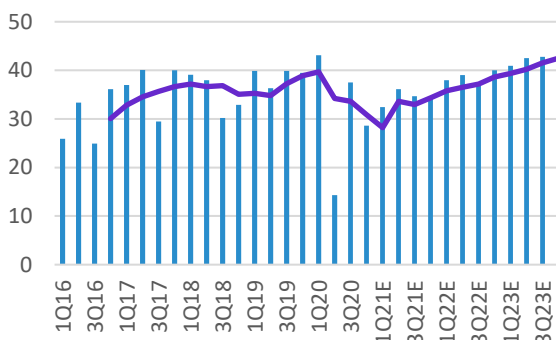
Vi har blivit mer optimistiska till de egna produkterna. Dels på grund av samarbetet med Nobel Biocare (Envista) och dels för att pandemin lyft den digital tandvård högre upp på agendan när tandläkarna tittat på nya tekniker. Lutningen på "hockeyklubban" i estimaten för egna produkter är osäker, men bortsett från den närliggande osäkerheten i marknaden är det nog troligare att estimaten ska höjas än sänkas. Men läget är än så länge svårbedömt.

Dental: Egna produkter



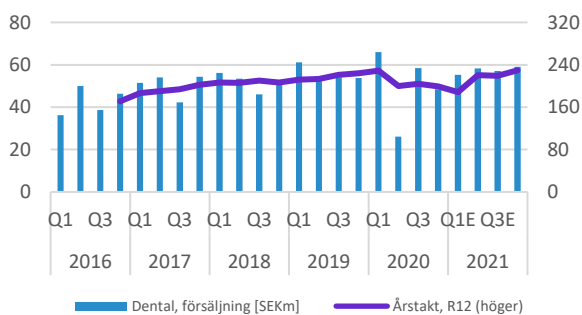
Källa: Murgata och bolagsdata

Dental: Exklusive egna produkter



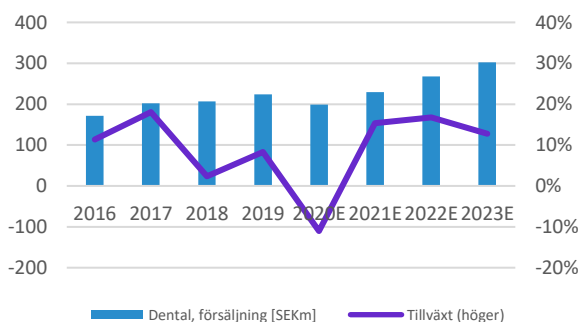
Källa: Murgata och bolagsdata

Dental: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Dental: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Affärsområde Life Science

Affärsområdet Life Science består av olika produktkategorier som påverkats på olika sätt av pandemin.

Fabriken i Skara byggs ut på grund av god efterfrågan på plastprodukter

Fabriken i Skara är den enda i koncernen som tillverkar plastprodukter. Försäljningen inom det området är inte så stor andel av försäljningen, men det är en verksamhet bra marginaler och stor efterfrågan. Just nu håller fabriken på att byggas ut och det senaste beskedet är att den väntas vara klar under Q2 2021. Fabriken kommer möjliggöra produktion i renrumsmiljö, vilket kan underlätta för vissa befintliga produkter, samtidigt som det rimligen kan öppna upp för tillverkning av nya produkter.

Ökad efterfrågan på Getinges produkter och minskad på Vitrolifes produkter

Elos tillverkar plastkomponenter som används av Getinge i deras ventilatorer och eftersom det varit en mycket stor efterfrågan på grund av pandemin har det lyft även Elos försäljning. Vitrolife som har produkter för IVF-behandling är också en av kunderna i Skara. Antalet IVF-behandlingar minskade kraftigt vid pandemins början, men är på väg att återhämta sig.

Minskad diagnostik pga färre läkarbesök

Diagnostik är ett område som påverkats negativt av att färre besöker läkare under pandemin. Elos säljer plastkomponenter som används vid diagnostik som inte är relaterat till covid-19 och efterfrågan på de produkterna har minskat.

Diabetiker behöver ta sitt insulin även under pandemin

Ett annat område är tillverkning av metallkomponenter till diabetespennor. Den tillverkningen sker i Kina och bortsett från en kortare nedstängning bedömer vi att efterfrågan hållit uppe väl. De som har diabetes har fortfarande ett lika stort behov av att ta insulin, även om det pågår en pandemi.

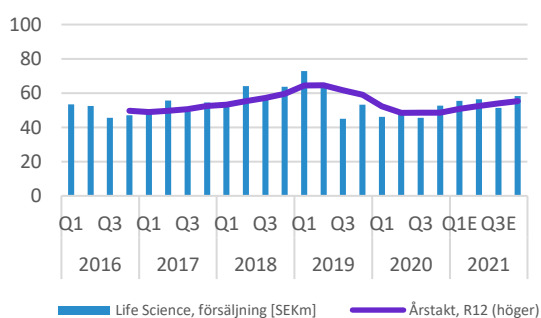
Omstrukturering sänkte försäljningen från och med andra halvåret 2019...

Under 2019 upphörde Elos Medtech i samförstånd med en kund i Danmark att upphöra med viss verksamhet som inte var relaterade till medtech. Det gav en positiv engångseffekt i Q1 2019 (lagerförsäljning till kunden) och nettoeffekten i Q2 kan ha varit positiv. Men från och med Q3 2019 var intäktsbortfallet påtagligt. Det innebär att nedgången under 2019 snarare har med en omstrukturering av verksamheten att göra.

...men det bör ha lyft marginalen för kvarvarande verksamhet.

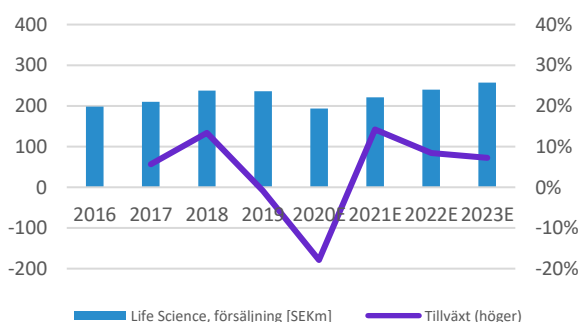
Lönsamheten var svag, så även om avyttringen medfört en lägre försäljning har det frigjort produktionsyta i Danmark (vilket minskat investeringsbehovet). Möjligen har den lägre försäljningen i kombination med ett svagt resultat inneburit att de rapporterade marginalerna är högre än de annars varit. Utan siffror på försäljning och resultat för de delarna är det dock svårt att bedöma vilken inverkan det kan tänkas ha för Elos som helhet, men det bör i alla fall ha en positiv inverkan på Elos marginal.

Life Science: Kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Life Science: År



Källa: Murgata och bolagsdata

Estimat

Här finns våra detaljerade estimat för försäljning och resultaträkning sammanfattade för såväl kvartal som år. I avsnitten om respektive affärsområde finns fylligare information med våra tolkningar av vad som har hänt historiskt och framför allt vilka förväntningar vi har på framtiden.

Försäljningsestimat

Vi räknar med att försäljningen i Q4 minskar med måttliga 0.8% justerat för valutaeffekter

Vi räknar med -0.8% tillväxt i lokala valutor i Q4 2020, men negativa valutaeffekter minskar den rapporterade tillväxten till 4.9%. Den generella bilden från såväl dental- som ortopedibolag är att försäljningen bottnade under början av Q2 och därefter förbättrats månad för månad.

För 2021E räknar vi med återhämtning och särskilt Q2 kommer ha enkla jämförelsetal som driver upp den rapporterade tillväxten. Vi räknar med att försäljningen 2021E blir något högre än försäljningen 2019.

Försäljning per segment								
[SEKm]	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
Orthopedics	55.8	64.5	58.1	51.2	46.8	42.6	43.9	49.4
Dental	61.2	54.7	54.1	53.8	66.0	26.1	58.5	48.5
Life Science	72.9	64.9	44.9	53.3	46.1	49.5	45.5	52.7
Totalt	189.9	184.1	157.1	158.3	158.9	118.2	147.9	150.6
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics	21.3%	33.3%	13.3%	-5.7%	-16.1%	-34.0%	-24.4%	-3.6%
Dental	8.9%	2.2%	17.4%	5.7%	7.8%	-52.3%	8.1%	-9.9%
Life Science	36.3%	1.2%	-20.8%	-16.3%	-36.8%	-23.7%	1.3%	-1.1%
Totalt	22.0%	10.9%	1.9%	-6.3%	-16.3%	-35.8%	-5.9%	-4.9%
Tillväxt lokala valutor	16.1%	7.3%	-1.4%	-9.7%	-18.9%	-36.4%	-1.6%	-0.8%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Försäljning per segment								
[SEKm]	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Orthopedics	182.3	166.0	200.0	229.6	182.7	256.7	316.6	358.9
Dental	171.1	202.0	206.7	223.8	199.1	229.6	268.1	302.4
Life Science	198.6	209.9	238.0	236.0	193.8	221.3	240.0	257.4
Totalt	552.0	577.9	644.7	689.4	575.6	707.6	824.7	918.7
<u>Tillväxt</u>								
Orthopedics		-8.9%	20.5%	14.8%	-20.4%	40.5%	23.4%	13.3%
Dental		18.1%	2.3%	8.3%	-11.0%	15.3%	16.8%	12.8%
Life Science		5.7%	13.4%	-0.8%	-17.9%	14.2%	8.4%	7.3%
Totalt	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-16.5%	22.9%	16.6%	11.4%
Tillväxt lokala valutor	10.1%	4.3%	8.0%	2.8%	-15.6%	26.6%	16.6%	11.4%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Resultaträkning

Resultaträkning per kvartal

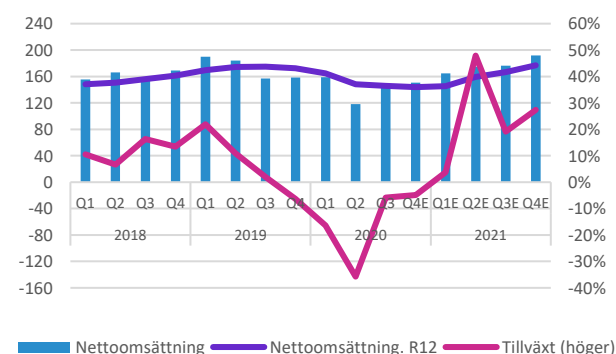
Resultatet har hållit upp värl med hjälp av statliga stöd, vilket i kombination med låg försäljning lyft de rapporterade marginalerna under Q2 och Q3 2020.

Elos hade en svag försäljningstillväxt redan i Q1 2020, även om en del berodde på att olönsam försäljning som inte var relaterad till medtech hade upphört. Försäljningsfallet blev brutalt i Q2, men det normalt säsongsmässigt svaga Q3 höll upp relativt väl. Elos har deltagit i statliga stödprogram som lyft resultatet. I Q1 var det bara SEK 0.8m, men i Q2 var det hela SEK 38.9m följt av mer måttliga SEK 4.4m i Q3. Den största delen har inkluderats i "kostnad för sålda varor" och i kombination med låg försäljning är de rapporterade marginalerna höga. Inför Q4 räknar vi med lägre försäljning än förra året (främst pga valuta) och har inte inkluderat några statliga stöd.

Resultaträkning								
[SEKm]	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E
Nettoomsättning	189.9	184.1	157.1	158.3	158.9	118.3	147.9	150.6
Kostnad för sålda varor	-129.9	-128.0	-109.3	-108.8	-110.8	-78.3	-100.4	-106.3
Bruttoresultat	60.0	56.1	47.8	49.5	48.1	40.0	47.5	44.2
Försäljningskostnader	-10.6	-10.3	-9.2	-9.9	-9.9	-5.1	-6.0	-7.2
Administrationskostnader	-23.7	-26.4	-21.9	-21.3	-22.1	-16.9	-20.1	-20.8
Utvecklingskostnader	-5.3	-4.4	-3.2	-4.3	-5.2	-2.8	-4.2	-3.8
Övriga rörelseint./kostn.	1.0	0.6	0.7	0.1	1.0	-0.3	0.7	0.2
Rörelseresultat	21.4	15.6	14.2	14.1	11.9	14.9	17.9	12.7
Finansiella intäkter	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-3.2	-3.1	-2.8	-6.4	-7.5	-3.3	-2.4	-2.3
Valutakursdifferenser	2.4	-3.9	0.0	2.2	2.2	-2.6	-1.3	0.0
Resultat efter fin. poster	20.6	8.6	11.4	10.0	6.6	9.1	14.2	10.4
Skatter	-5.3	-2.0	-2.4	-2.4	-1.2	-2.2	-1.6	-2.3
Resultat efter skatt	15.3	6.6	9.0	7.6	5.4	6.9	12.6	8.1
EPS, rapporterad	1.90	0.82	1.12	0.94	0.67	0.86	1.56	1.00
EPS, justerad	1.90	0.82	1.12	0.94	0.67	0.86	1.56	1.00
Tillväxt, Nettoomsättning	22.0%	10.9%	1.9%	-6.3%	-16.3%	-35.7%	-5.9%	-4.9%
Bruttomarginal	31.6%	30.5%	30.4%	31.3%	30.3%	33.8%	32.1%	29.4%
EBIT-marginal	11.3%	8.5%	9.0%	8.9%	7.5%	12.6%	12.1%	8.4%

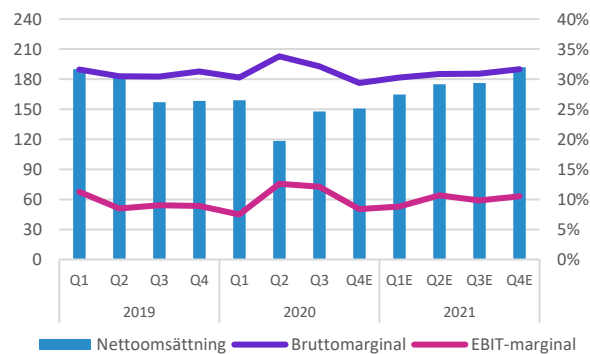
Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och marginaler per kvartal



Källa: Murgata och bolagsdata

Resultaträkning per år

De statliga stöden gjorde stor nytta under 2020E, men marginalerna bör tas med en nypa salt.

Våra estimat innebär att 2021E blir något bättre än 2019 och därefter fortsatt tillväxt och marginalexpansion

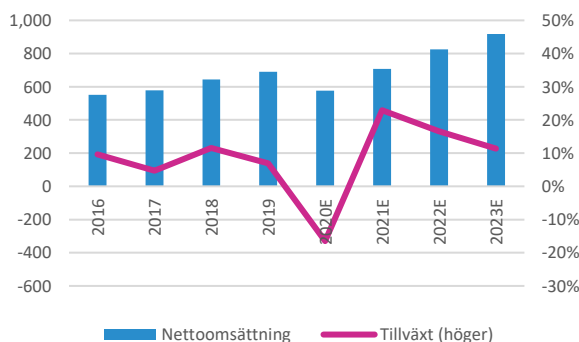
Med ett kvartal kvar på 2020E förväntar vi oss en försäljningsnedgång på 16.5% under året, men med en bruttomarginal på 31.2 (31.0) procent och en EBIT-marginal på 10.0 (9.5) procent. De statliga stödåtgärderna har gjort stor nytta och hållit uppe resultatet under året, vilket i kombination med låg försäljning lyfte marginalerna på ett artificiellt sätt. Under de första tre kvartalen uppgick stöden till SEK 44.1m, varav SEK 34.0m lyfte bruttoresultatet.

Vi räknar med att försäljningen återhämtar sig under 2021E till en nivå något högre än 2019 och med samma bruttomarginal, men något högre EBIT-marginal. Under de följande två åren räknar vi med god tillväxt och expanderande marginaler, främst drivet av robotar inom Orthopedics och egna produkter inom Dental (se separata avsnitt).

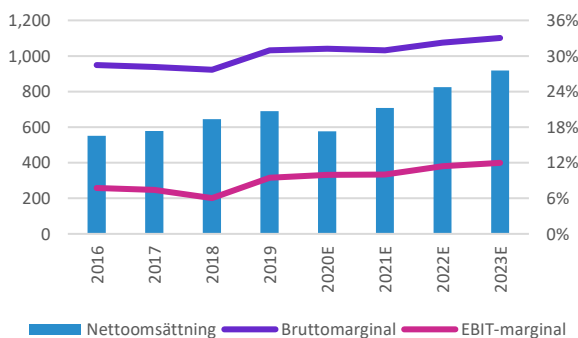
Resultaträkning

[SEKm]	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	552.0	577.9	644.7	689.4	575.7	707.6	824.7	918.7
Kostnad för sålda varor	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-395.8	-488.6	-558.8	-615.2
Bruttoresultat	157.0	162.5	178.4	213.4	179.8	219.0	265.9	303.5
Försäljningskostnader	-36.2	-38.0	-40.2	-40.0	-28.2	-38.5	-46.4	-53.3
Administrationskostnader	-65.0	-68.0	-80.6	-93.3	-79.9	-90.3	-100.6	-110.4
Utvecklingskostnader	-15.2	-13.8	-19.3	-17.2	-16.0	-20.4	-25.4	-30.1
Övriga rörelseint./kostn.	2.1	0.0	0.6	2.4	1.6	0.7	0.5	0.3
Rörelseresultat	42.7	42.7	38.9	65.3	57.4	70.6	94.0	110.0
Finansiella intäkter	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-10.4	-9.3	-11.0	-15.5	-15.5	-8.0	-6.5	-5.3
Valutakursdifferenser	5.4	-7.2	0.5	0.7	-1.7	0.0	0.0	0.0
Resultat efter fin. poster	37.9	26.4	28.5	50.6	40.3	62.6	87.4	104.7
Skatter	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-7.3	-13.8	-19.2	-23.0
Resultat efter skatt	26.5	22.6	20.9	38.5	33.0	48.8	68.2	81.6
EPS, rapporterad	4.38	3.73	2.75	4.77	4.09	6.05	8.45	10.12
EPS, justerad	4.38	3.73	2.75	4.77	4.09	6.05	8.45	10.12
Tillväxt, Nettoomsättning	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-16.5%	22.9%	16.6%	11.4%
Bruttomarginal	28.4%	28.1%	27.7%	31.0%	31.2%	31.0%	32.2%	33.0%
EBIT-marginal	7.7%	7.4%	6.0%	9.5%	10.0%	10.0%	11.4%	12.0%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Omsättning och tillväxt per år

Källa: Murgata och bolagsdata

Omsättning och marginaler per år

Källa: Murgata och bolagsdata

Estimatrevideringar

Vi höjer
försäljningsestimaten
med ca 12% 2021-22E...

Vi höjer estimaten för Orthopedics på grund av de omfattande satsningarna drivet av stark efterfrågan som bolaget nyligen meddelat. Vi har blivit mer optimistiska till lanseringen av egna produkter inom Dental, vilket vi anser blev alltmer uppenbart i Q3-rapporten. Life Science justeras upp marginellt. Höjningen av rapporterad försäljning (ca 12% 2021-22E) sker trots tilltagande motvind från valutor som det ser ut just nu.

...och lyfter EBIT-
marginalen med 1.5-2.0
procentenheter av flera
skäl.

Högre försäljning lyfter marginalerna på grund av den operationella hävstången, men även på grund av de målinriktade effektiviseringarna som Elos genomfört under de senaste åren. Liksom många andra bolag tror vi att Elos har hittat nya sätt att jobba under pandemin som fungerar så pass väl att de kommer ha en viss positiv inverkan även efter pandemin. De egna produkterna som vi blivit mer positiva till bidrar också till att höja marginalerna.

Estimatförändringar: Försäljning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Orthopedics	182.7	256.7	316.6	178.5	206.8	237.8	2.3%	24.1%	33.1%
Dental	199.1	229.6	268.1	167.4	212.8	261.9	18.9%	7.9%	2.4%
Life Science	193.8	221.3	240.0	193.6	215.2	235.4	0.1%	2.9%	2.0%
Totalt	575.6	707.6	824.7	539.5	634.8	735.1	6.7%	11.5%	12.2%
Tillväxt							Förändring (procentenh.)		
Orthopedics	-20.4%	40.5%	23.4%	-22.2%	15.8%	15.0%	1.8%	24.7%	8.4%
Dental	-11.0%	15.3%	16.8%	-25.2%	27.1%	23.1%	14.2%	-11.8%	-6.3%
Life Science	-17.9%	14.2%	8.4%	-18.0%	11.2%	9.4%	0.1%	3.1%	-1.0%
Totalt	-16.5%	22.9%	16.6%	-21.7%	17.7%	15.8%	5.2%	5.3%	0.7%

Källa: Murgata Equity Research

Estimatförändringar: Resultaträkning

[SEKm]	Nya estimat			Gamla estimat			Förändring (procent)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Net sales	575.7	707.6	824.7	539.6	634.8	735.1	6.7%	11.5%	12.2%
Gross profit	179.8	219.0	265.9	159.1	185.9	226.0	13.1%	17.8%	17.6%
EBIT	57.4	70.6	94.0	42.7	50.5	73.1	34.4%	39.7%	28.6%
EBITA	63.4	76.4	99.9	48.7	56.2	78.7	30.1%	35.9%	26.9%
EBITDA	118.9	132.6	156.6	100.9	109.4	130.8	17.8%	21.3%	19.7%
PTP	40.3	62.6	87.4	25.7	40.4	64.9	56.9%	54.7%	34.7%
Net profit	33.0	48.8	68.2	20.1	31.6	50.6	64.4%	54.7%	34.7%
Net profit to shareholders	33.0	48.8	68.2	20.1	31.6	50.6	64.4%	54.7%	34.7%
EPS, adjusted	4.09	6.05	8.45	2.49	3.91	6.27	64.4%	54.7%	34.7%
							Förändring (procentenh.)		
Sales growth	-16.5%	22.9%	16.6%	-21.7%	17.6%	15.8%	5.2%	5.3%	0.7%
Gross margin, adj.	31.2%	31.0%	32.2%	29.5%	29.3%	30.7%	1.8%	1.7%	1.5%
EBIT margin, adj.	10.0%	10.0%	11.4%	7.9%	8.0%	9.9%	2.1%	2.0%	1.5%
EBITDA margin, adj.	20.7%	18.7%	19.0%	18.7%	17.2%	17.8%	1.9%	1.5%	1.2%

Källa: Murgata Equity Research

Avvikelser i Q3-rapporten

Life Science och Orthopedics kom in nära våra förväntningar i Q3 (ca en miljon kronor lägre). Dental överträffade våra estimat rejält och rapporterade till och med högre försäljning än i jämförelsekvartalet. Vi förväntade oss låg aktivitet på grund av både pandemi och att det är ett säsongsmässigt svagt kvartal på grund av semestrar hos Elos, deras kunder och ute hos klinikerna. Det visade sig senare att även de globala dentalbolagen gått betydligt starkare än de själva förväntade sig när Q2-rapporterna presenterades. Högre försäljning och högre statliga stöd jämfört med våra förväntningar förklarar att resultatet överträffade våra estimat.

Bättre försäljning än väntat och EBIT helt i linje med våra estimat

Avvikelser: Försäljning per segment					
[SEKm]	3Q19	3Q20	Diff	Estimat	Diff
Orthopedics	58.1	43.9	-14.2	44.8	-0.9
Dental	54.1	58.5	4.4	33.8	24.7
Life Science	44.9	45.5	0.6	46.5	-1.0
Totalt	157.1	147.9	-9.2	125.1	22.8
Tillväxt					
Orthopedics	13.3%	-24.4%	-37.7%	-22.8%	-1.6%
Dental	17.4%	8.1%	-9.2%	-37.5%	45.7%
Life Science	-20.8%	1.3%	22.1%	3.5%	-2.1%
Totalt	1.9%	-5.9%	-7.8%	-20.4%	14.5%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Avvikelser: Resultaträkning					
[SEKm]	3Q19	3Q20	Diff	Estimat	Diff
Nettoomsättning	157.1	147.9	-9.2	125.1	22.8
Kostnad för sålda varor	-109.3	-100.4	8.9	-92.1	-8.3
Bruttoresultat	47.8	47.5	-0.3	33.0	14.5
Försäljningskostnader	-9.2	-6.0	3.2	-7.1	1.1
Administrationskostnader	-21.9	-20.1	1.8	-17.5	-2.6
Utvecklingskostnader	-3.2	-4.2	-1.0	-2.3	-1.9
Övriga rörelseint./kostn.	0.7	0.7	0.0	1.0	-0.3
Rörelseresultat	14.2	17.9	3.7	7.1	10.8
Finansiella intäkter	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Finansiella kostnader	-2.8	-2.4	0.4	-6.8	4.4
Valutakursdifferenser	0.0	-1.3	-1.3	0.0	-1.3
Resultat efter finansiella poster	11.4	14.2	2.8	0.4	13.8
Skatter	-2.4	-1.6	0.8	-0.1	-1.5
Resultat efter skatt	9.0	12.6	3.6	0.3	12.3
EPS, reported	1.12	1.56	0.44	0.04	1.52
EPS, adjusted	1.12	1.56	0.44	0.04	1.52
Tillväxt, Nettoomsättning	1.9%	-5.9%	-7.8%	-20.4%	14.5%
Bruttomarginal	30.4%	32.1%	1.7%	26.4%	5.7%
EBIT-marginal	9.0%	12.1%	3.1%	5.7%	6.4%

Källa: Murgata Equity Research och bolaget

Värdering och aktie

Vi höjer vårt motiverade värde till SEK 155 (100) per aktie (ca 50% uppsida), vilket är i linje med vårt DCF-värde och understöds av historiska multiplar applicerade på våra estimat. Aktien handlas marginellt över "Bear case" och vi anser att marknaden underskattar tillväxtpotentialen.

Motiverat värde i linje med DCF-värdet: SEK 155

Vi har använt oss av flera värderingsansatser för att bestämma vårt motiverade värde. Vår DCF-modell indikerar ett värde på SEK 155 i vårt grundscenario, vilket är samma som vårt motiverade värde. Vi har tidigare haft motiverade värden som varit lägre än DCF-värdet på grund av förhöjd osäkerhet. Även om läget är osäkert på kort sikt (närmaste kvartalen), anser vi att pusselbitarna håller på att falla på plats när vi blickar framåt och det är det viktigaste.

Bull case: SEK 233
Bear case: SEK 99

Vi har ett optimistiskt Bull case-scenario som indikerar ett värde på SEK 233 per aktie, medan vårt pessimistiska Bear case-scenario indikerar SEK 99 per aktie. Aktien handlas något över vårt Bear case vilket kan tolkas som att marknaden just nu prisar in nästan två procentenheter lägre tillväxt per år jämfört med våra estimat ända fram till 2040. Det anser vi är alldeles för pessimistiskt.

Historiska multiplar applicerade på 2023-estimatet implicerar ett aktievärde på SEK 146-163 idag

Vi har även applicerat Elos historiska multiplar för P/E och EV/EBIT på våra estimat under de närmaste åren och diskonterat värdena till vad det skulle motsvara för aktiekurs idag. De historiska genomsnitten applicerade på våra estimat för 2023E skulle motivera ett värde på SEK 146-163 per aktie idag, vilket är nära vårt motiverade värde.

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi tillämpar ett avkastningskrav på 8.9% för Elos och kommer fram till ett DCF-värde på SEK 155 per aktie

Vi räknar med en normaliserad riskfri ränta (2.8%) och en riskpremie på 5.5%. För Elos sätter vi riskkoefficienten (jämförbar med beta) till 1.0 och har ett sammanlagt tillägg på 1.9%.

Vi diskonterar kassaflöden under vår explicita prognosperiod som sträcker sig fram till 2040 plus terminalvärdet (2% tillväxt). Med en WACC på 8.9% blir DCF-värdet SEK 155 per aktie.

Med tanke på de låga marknadsräntorna och den låga inflationen överväger vi att sänka den riskfria räntan framöver, men vi behåller den oförändrad just nu. Lägre riskfri ränta sänker diskonteringsräntan (WACC), vilket skulle ha en positiv inverkan på aktiens DCF-värde.

DCF sammanfattning

Cost of equity		Cost of debt		Weighted cost	
Risk-free interest rate	2.8%	Risk-free interest rate	2.8%		
Risk coefficient	1.0				
Equity risk premium	5.5%				
Extra premium (mcap)	1.4%			Tax shield	22.0%
Extra premium (listing)	0.5%	Spread	0.7%	Equity ratio	82.7%
re	10.2%	rd	3.5%	WACC	8.9%
Period	SEKm	SEK/share	Sales CAGR	EBITDA-margin	
-2020	58	7	-0.1%	20.7%	
2021-2025	183	23	13.8%	19.5%	
2026-2030	276	34	6.8%	20.8%	
2031-2035	275	34	4.6%	21.0%	
2035-2040	228	28	3.5%	21.2%	
Terminal	563	70	2.0%		
Total	1,583	196			
Net debt	331	41			
DCF value	1,251	155			

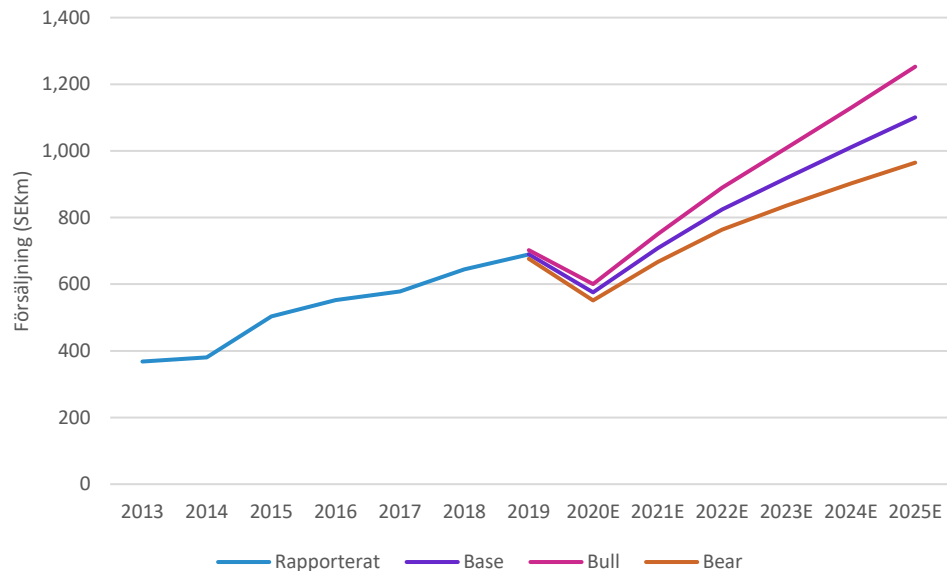
Källa: Murgata Equity Research

Scenarier

Våra Bear- och Bull case representerar betydligt bättre respektive sämre utfall än vår prognos

I vårt optimistiska scenario (Bull case) räknar vi med 2% högre tillväxt än i vårt grundscenario (Base case). På motsvarande sätt bygger vårt pessimistiska scenario (Bear case) på 2% lägre tillväxt. I båda fallen används samma DCF-modell som i vårt Base case, vilket bland annat innebär att vi modellmässigt blickar ända fram till 2040E.

Försäljningsantaganden per scenario: Base, Bull och Bear

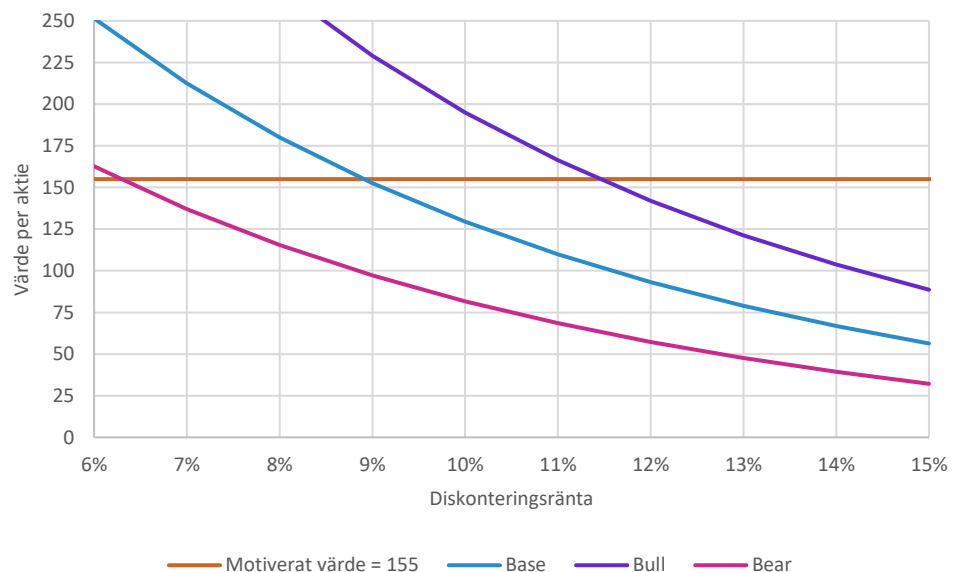


Källa: Murgata och bolagsdata

Aktien handlas under vårt Bear case och vi anser att marknaden prisar in ett alldeles för pessimistiskt scenario

Vårt DCF-värde i grundscenariot är alltså SEK 155 per aktie. Vårt Bull case ger ett värde på SEK 233 per aktie och vårt Bear case pekar på SEK 99 per aktie. Aktien handlas marginellt över vårt Bear case, vilket kan tolkas som att marknaden prisar in nästan två procentenheter lägre tillväxt jämfört med våra estimat ända till år 2040. Vi anser att marknads förväntningar är alltför låga och ser en rejäl uppsida i aktien. Diskonteringsräntans inverkan på Base, Bull och Bear case framgår av nedanstående graf.

DCF känslighetsanalys: Base/Bull/Bear och diskonteringsränta



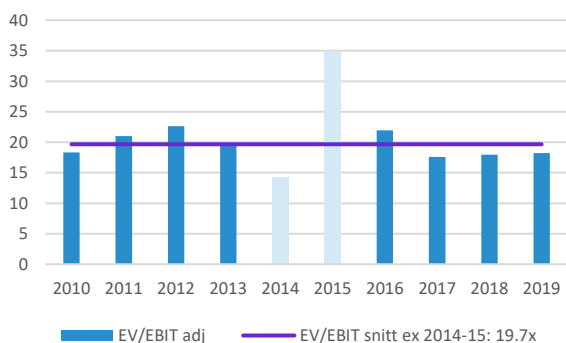
Källa: Murgata och bolagsdata

Värdering jämfört med bolagets egen historik

2014 och 2015 har påverkats av avyttring respektive förvärv och exkluderas därför från beräkningen

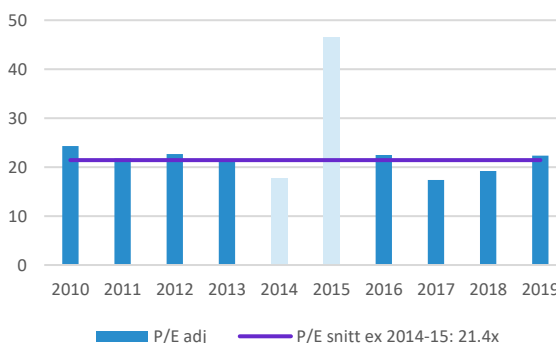
I nedanstående genomgång har vi tagit helårets resultatmått (EBIT eller vinst per aktie) i relation till marknadsvärdet (EV eller aktiekurs) i slutet av året. Under 2014 avyttrades den sista stora delen som inte var relaterad till medtech (Elos Fixturlaser). I början av 2015 förvärvade Elos det amerikanska bolaget Onyx Medical. Det påverkar multiplarna för 2014 och 2015 i olika riktningar och vi har därför exkluderat dem från de beräknade medelvärdena.

Elos historiska EV/EBIT-multiplar



Källa: Murgata och bolagsdata

Elos historiska P/E-tal



Källa: Murgata och bolagsdata

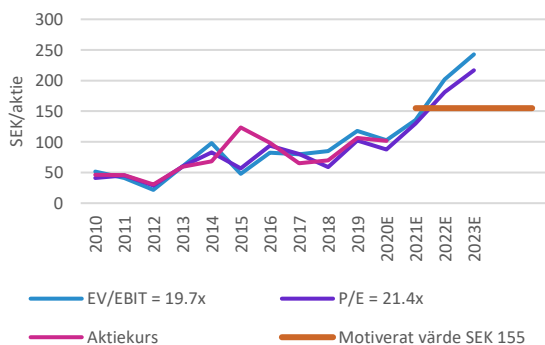
Genomsnittet för EV/EBIT (exklusive 2014-15) är 19.7x och för P/E är motsvarande genomsnitt 21.4x.

I graferna nedan har vi applicerat de genomsnittliga multiplarna på våra estimat för de kommande åren. På det viset får vi fram hypotetiska aktiekurser för respektive år, vilket bygger på att aktien handlas till sitt historiska genomsnitt. Eftersom vi är mer intresserade av vad aktien är värd nu än vad den kommer vara värd om ett par år har vi diskonterat de framräknade aktiekurserna (graf till vänster nedan) med avkastningskravet för eget kapital (inte WACC) för att få fram nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna. Vi har inte inkluderat utdelningar i beräkningen. För 2023E ger EV/EBIT och P/E nuvärden på SEK 163 respektive SEK 146 per aktie.

Med tanke på att vi förväntar oss en så stark resultatförbättring kan man argumentera för att multiplarna borde vara högre än de historiska genomsnitten under den närmaste tiden. Det skulle i så fall innebära att aktiekursen snabbare når de hypotetiska aktiekurserna. Vi anser att aktien redan nu skulle kunna handlas till vårt motiverade värde SEK 155 och det finns potential för ytterligare kursuppgång under de närmaste åren.

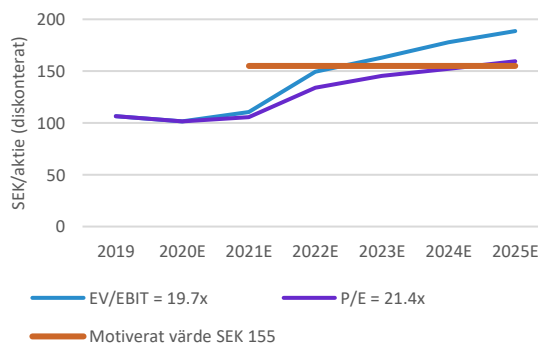
Historiska multiplar applicerade på våra 2023E-estimat skulle motivera aktiekurser på SEK 146-163 idag

Hypotetiska aktiekurser (se texten)



Källa: Murgata och bolagsdata

Nuvärdet av de hypotetiska aktiekurserna



Källa: Murgata och bolagsdata

Financial statements and valuation

Income statement												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net sales	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	689.4	575.7	707.6	824.7
COGS	-287.1	-314.2	-272.9	-273.2	-367.6	-395.0	-415.4	-466.3	-476.0	-395.8	-488.6	-558.8
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	178.4	213.4	179.8	219.0	265.9
Other operating income	3.3	0.6	0.3	0.6	1.5	2.1	0.0	0.6	2.4	1.6	0.7	0.5
OPEX incl. Depr.+Amort.	-107.9	-102.2	-68.3	-75.2	-107.1	-116.4	-119.8	-140.1	-150.5	-124.1	-149.1	-172.4
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	65.3	57.4	70.6	94.0
Interest income	4.4	6.6	0.2	1.1	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
Interest expenses	-9.1	-16.1	-6.3	-5.7	-8.0	-10.4	-9.3	-11.0	-15.5	-15.5	-8.0	-6.5
Other financial items	0.0	0.0	0.4	3.4	-0.5	5.4	-7.2	0.5	0.7	-1.7	0.0	0.0
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	28.5	50.6	40.3	62.6	87.4
Tax	-5.1	-0.4	-4.6	-8.5	-6.4	-11.4	-3.8	-7.6	-12.1	-7.3	-13.8	-19.2
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	38.5	33.0	48.8	68.2
Minority interest	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit to shareh.	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	20.9	38.5	33.0	48.8	68.2
EPS, reported	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	4.09	6.05	8.45
EPS, fully diluted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	2.75	4.77	4.09	6.05	8.45
Dividend per share	1.50	1.00	2.00	3.00	1.00	1.30	0.00	1.00	0.00	1.60	2.40	3.40
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	118.9	132.6	156.6
Depreciation	-27.8	-32.1	-33.8	-31.7	-42.3	-45.9	-42.8	-43.5	-50.8	-55.5	-56.2	-56.7
Amortization	-5.6	-4.1	-2.7	-3.0	-6.4	-8.8	-8.5	-12.9	-9.5	-6.0	-5.8	-5.9
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	38.9	65.3	57.4	70.6	94.0
Capitalized dev.	2.0	13.0	9.2	1.3	2.0	0.2	0.9	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0

Source: Murgata Equity Research and company data

Adjusted P&L												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net sales	414.2	433.8	368.1	380.9	503.7	552.0	577.9	644.7	689.4	575.7	707.6	824.7
Gross profit	127.1	119.6	95.2	107.7	136.1	157.0	162.5	180.9	213.4	179.8	219.0	265.9
EBIT	22.6	18.1	27.2	33.1	30.5	42.7	42.7	47.4	65.3	57.4	70.6	94.0
EBITA	28.1	22.1	29.9	36.1	36.9	51.5	51.2	58.2	74.8	63.4	76.4	99.9
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	99.7	125.6	118.9	132.6	156.6
PTP	17.9	8.5	21.5	31.9	22.5	37.9	26.4	37.0	50.6	40.3	62.6	87.4
Net profit	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	33.0	48.8	68.2
Net profit to shareh.s	12.8	8.2	16.9	23.4	16.1	26.5	22.6	29.4	38.5	33.0	48.8	68.2
EPS, adjusted	2.11	1.35	2.79	3.87	2.66	4.38	3.73	3.64	4.77	4.09	6.05	8.45
Gross margin, adj.	30.7%	27.6%	25.9%	28.3%	27.0%	28.4%	28.1%	28.1%	31.0%	31.2%	31.0%	32.2%
EBIT margin, adj.	5.4%	4.2%	7.4%	8.7%	6.1%	7.7%	7.4%	7.4%	9.5%	10.0%	10.0%	11.4%
EBITDA margin, adj.	13.5%	12.5%	17.3%	17.8%	15.7%	17.6%	16.3%	15.5%	18.2%	20.7%	18.7%	19.0%
Sales growth	15.6%	4.7%	-15.1%	3.5%	32.2%	9.6%	4.7%	11.6%	6.9%	-16.5%	22.9%	16.6%
EBIT adj. growth	-1.3%	-20.0%	50.7%	21.7%	-7.9%	40.0%	0.0%	11.0%	37.8%	-12.2%	23.1%	33.1%
EBITDA adj. growth	10.8%	-3.2%	17.5%	6.5%	16.9%	22.8%	-3.4%	6.1%	25.9%	-5.3%	11.5%	18.1%
EPS adj. growth	10.4%	-36.3%	107.3%	38.5%	-31.2%	64.6%	-14.7%	-2.4%	31.0%	-14.3%	48.0%	39.7%

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet [SEKm]												
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Non-current assets												
Goodwill	42.8	41.6	42.8	45.1	234.9	253.8	235.1	253.6	262.1	262.1	262.1	262.1
Capitalised dev. costs	4.7	15.9	21.9	4.6	7.2	6.3	5.8	1.8	8.0	6.4	5.2	4.1
Intangible assets, other	12.3	12.8	16.4	18.7	33.7	29.8	26.1	23.0	13.2	13.4	14.6	16.3
Tangible fixed assets	244.3	241.1	218.2	230.1	356.7	354.3	334.6	374.0	444.1	438.6	482.4	493.6
Financial assets	0.0	4.2	2.5	2.7	1.0	1.5	0.4	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
Deferred tax assets	0.0	6.2	2.2	3.1	3.5	3.6	7.3	2.4	1.7	1.3	2.1	2.9
Total non-current assets	304.0	321.8	304.0	304.4	636.9	649.3	609.3	654.9	729.4	722.1	766.6	779.3
Current assets												
Inventories	120.8	119.4	115.6	112.2	130.1	131.5	142.5	165.6	174.6	173.3	167.0	199.4
Accounts receivable	59.5	61.1	61.2	55.2	58.9	61.2	77.5	77.1	66.1	69.3	61.5	73.5
Current tax receivables	4.6	1.3	2.4	0.8	5.6	2.0	1.2	2.2	1.4	1.4	1.4	1.4
Other curr. receivables	8.6	7.2	9.1	5.2	3.6	2.1	4.0	1.9	2.4	2.0	2.5	2.9
Prepaid exp., accr. inc.	5.5	4.8	6.9	4.3	6.0	3.0	3.5	6.6	5.8	4.8	5.9	6.9
Cash and equivalents	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	65.7	50.6	55.8
Total current assets	228.8	217.3	226.4	303.2	244.7	238.3	238.2	302.4	305.5	316.5	288.9	339.9
Total assets	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,038.7	1,055.5	1,119.3
Shareholders equity												
Shareholders equity	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	539.9	564.3	596.3	641.1
Non-controlling interests	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total equity	216.2	201.9	232.9	338.6	330.6	366.8	369.0	508.5	539.9	564.3	596.3	641.1
Non-current liabilities												
Long-t. interest-b. liab.	155.7	141.4	108.5	115.2	241.3	223.3	205.8	222.1	272.2	230.0	230.0	230.0
Deferred tax liabilities	27.0	26.8	25.4	21.2	22.8	30.1	30.8	27.3	25.5	26.8	28.1	29.5
Pension provisions	16.7	34.2	33.2	26.3	28.0	28.8	36.9	44.7	59.0	66.0	69.3	72.8
Other long-term liab.	1.1	0.1	0.1	0.0	39.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total non-current liab.	200.5	202.5	167.2	162.7	331.2	282.2	273.5	294.1	356.7	322.8	327.4	332.3
Current liabilities												
Short-t. interest-b. liab.	53.4	71.7	62.1	42.0	82.8	128.4	125.5	69.6	55.5	67.0	46.0	46.0
Accounts payable	21.2	18.6	19.3	21.6	21.9	20.2	31.6	33.8	21.8	26.0	26.4	31.5
Advances from cust.	0.5	1.5	1.9	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Accrued exp., prep. inc.	34.6	33.6	33.3	31.3	33.2	38.7	37.9	44.4	47.3	44.9	45.5	54.3
Current tax liabilities	0.9	1.5	6.8	3.8	0.0	0.8	2.7	0.4	2.8	2.9	3.0	3.2
Other current liabilities	5.4	7.7	7.0	7.6	81.8	50.5	7.5	6.6	10.8	10.8	10.8	10.8
Total current liabilities	116.1	134.6	130.4	106.4	219.8	238.6	205.1	154.7	138.2	151.6	131.8	145.9
Total equity and liab.	532.8	539.1	530.4	607.7	881.6	887.7	847.5	957.3	1,034.8	1,038.7	1,055.5	1,119.3

Source: Murgata Equity Research and company data

Balance sheet metrics												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	331	297	295	220
Net debt/Equity	91%	111%	74%	17%	94%	93%	97%	57%	61%	53%	49%	34%
Net debt/EBITDA adj.	3.5	4.1	2.7	0.9	3.9	3.5	3.8	2.9	2.6	2.5	2.2	1.4
Net working capital	136	131	127	113	67	90	149	168	168	166	153	184
NWC/Net sales	32.9%	30.2%	34.5%	29.8%	13.3%	16.2%	25.8%	26.1%	24.3%	28.9%	21.6%	22.3%
Invested capital	440	442	426	412	700	734	751	821	895	887	917	960
Capital employed	470	470	460	540	741	774	761	870	950	953	968	1,016
ROE	6.0%	3.9%	7.8%	8.2%	4.8%	7.6%	6.1%	4.8%	7.3%	6.0%	8.4%	11.0%
ROIC	5.3%	4.1%	6.0%	5.3%	3.2%	5.8%	5.5%	3.4%	6.3%	5.6%	6.3%	8.0%
ROCE	5.0%	3.8%	5.9%	6.6%	4.8%	5.6%	5.6%	5.8%	7.2%	6.0%	7.4%	9.5%
ROA	2.5%	1.5%	3.2%	4.1%	2.2%	3.0%	2.6%	2.3%	3.9%	3.2%	4.7%	6.3%

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow statement												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	118.9	132.6	156.6
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-17.1	-8.0	-6.5
Taxes paid	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-7.3	-13.8	-19.2
Other	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	3.7	0.0	0.0	0.0
CF from op. bef. ch in wc	49.8	44.9	58.7	61.4	62.4	91.1	82.5	75.9	103.6	94.5	110.8	130.8
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	1.2	13.7	-31.6
CF from operating activities	34.5	39.5	71.6	55.3	61.6	98.3	62.1	66.0	102.4	95.8	124.5	99.2
Acquisitions/Divestments	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-40.0	-41.5	-12.2	-23.7	-46.1	-29.3	-37.6	-79.9	-97.1	-54.6	-105.7	-74.6
CF from investments	-55.3	-41.5	-12.2	-23.7	-206.6	-29.4	-37.6	-79.9	-97.3	-54.6	-105.7	-74.6
Ch. in interest-bearing debt	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	9.2	-30.7	-21.0	0.0
Ch. in long-term receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	0.0	-12.9	-19.4
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
Other	0.0	5.9	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CF from financial activities	-12.2	-3.8	-40.0	-53.1	57.8	-71.8	-53.3	53.1	0.9	-30.7	-33.9	-19.4
CF adj. (divestment etc)	0.0	0.0	8.1	120.1	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow for the period	-32.9	-5.8	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	39.3	6.0	10.5	-15.1	5.2
Cash and eq. at period's start	62.7	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	65.7	50.6
Exch. diff. for cash and eq.	0.0	-0.5	-19.8	-4.2	0.8	0.9	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Cash and eq. at period's end	29.8	23.5	31.2	125.5	40.5	38.5	9.6	49.0	55.2	65.7	50.6	55.8

Source: Murgata Equity Research and company data

Cash flow for analysis												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	56.0	54.2	63.7	67.8	79.3	97.3	94.0	95.3	125.6	118.9	132.6	156.6
Taxes: Operational	-1.3	0.1	-1.0	-10.9	-13.0	-1.4	-2.2	-11.8	-11.0	-7.3	-13.8	-19.2
Change in WC	-15.3	-5.5	12.9	-6.2	-0.8	7.2	-20.4	-9.9	-1.1	1.2	13.7	-31.6
CAPEX	-50.2	-51.2	-24.7	-41.0	-75.8	-34.6	-37.6	-82.2	-89.3	-54.6	-105.7	-74.6
Other	-0.3	0.2	1.7	5.7	4.1	-0.1	7.0	2.8	3.7	0.0	0.0	0.0
Underlying FCFF	-11.0	-2.2	52.6	15.4	-6.2	68.5	40.8	-5.8	27.8	58.2	26.9	31.1
Financial items	-4.6	-9.5	-5.7	-1.2	-8.0	-4.8	-16.3	-10.4	-14.7	-17.1	-8.0	-6.5
Taxes: Financial	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other	0.0	5.9	-4.3	-8.8	-2.8	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Underlying FCFE	-15.6	-5.8	42.5	5.4	-17.0	63.7	24.4	-16.2	13.1	41.2	18.8	24.6
Acquisitions/Divestments	-15.2	0.0	0.0	0.0	-160.4	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0
Ch. in interest-bearing debt	-3.1	-0.6	-29.6	-32.2	78.8	-67.2	-45.3	-48.3	9.2	-30.7	-21.0	0.0
Ch. in long-term receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend paid	-9.1	-9.1	-6.1	-12.1	-18.2	-6.1	-7.9	0.0	-8.1	0.0	-12.9	-19.4
Share issues & Buy-backs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	0.0	101.4	-0.2	0.0	0.0	0.0
Other	10.1	9.7	20.7	137.4	30.9	5.2	0.0	2.3	-7.8	0.0	0.0	0.0
Total cash flow	-32.9	-5.8	27.5	98.6	-85.8	-2.9	-28.8	39.3	6.0	10.5	-15.1	5.2

Source: Murgata Equity Research and company data

Valuation data												
[SEKm]	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<u>Shares</u>												
End of period, bef. dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
End of period, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
Average, before dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	7.598	8.068	8.068	8.068	8.068
Average, after dilution	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	7.598	8.068	8.068	8.068	8.068
<u>Enterprise value</u>												
Share price, end of period	46.00	30.50	59.50	68.00	123.50	98.50	65.00	70.00	106.50	103.50	103.50	103.50
Shares for valuation	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	6.051	8.068	8.068	8.068	8.068	8.068
Market cap	278	185	360	411	747	596	393	565	859	835	835	835
Net IB debt	196	224	173	58	312	342	359	287	331	297	295	220
Other	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EV	474	408	533	469	1059	938	752	852	1191	1132	1130	1055
<u>Valuation</u>												
P/S	0.7	0.4	1.0	1.1	1.5	1.1	0.7	0.9	1.2	1.5	1.2	1.0
P/E adj	21.8	22.6	21.3	17.6	46.4	22.5	17.4	19.2	22.3	25.3	17.1	12.2
P/BV	1.3	0.9	1.5	1.2	2.3	1.6	1.1	1.1	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/S	1.1	0.9	1.4	1.2	2.1	1.7	1.3	1.3	1.7	2.0	1.6	1.3
EV/EBIT adj	21.0	22.6	19.6	14.2	34.7	22.0	17.6	18.0	18.2	19.7	16.0	11.2
EV/EBITA adj	16.9	18.5	17.8	13.0	28.7	18.2	14.7	14.6	15.9	17.9	14.8	10.6
EV/EBITDA adj	8.5	7.5	8.4	6.9	13.4	9.6	8.0	8.5	9.5	9.5	8.5	6.7
FCFE yield	-5.6%	-3.2%	11.8%	1.3%	-2.3%	10.7%	6.2%	-2.9%	1.5%	4.9%	2.3%	2.9%
Dividend yield	3.3%	3.3%	3.4%	4.4%	0.8%	1.3%	0.0%	1.4%	0.0%	1.5%	2.3%	3.3%
Payout ratio	70.9%	74.2%	71.6%	77.6%	37.6%	29.7%	0.0%	36.4%	0.0%	39.1%	39.7%	40.2%

Source: Murgata Equity Research and company data

Viktig information/Disclaimer

Murgata Equity Research AB ("Murgata", org. nr. 559084-0905) strävar efter att hjälpa investerare och andra intresserade att förstå bolag inom hälsovårdssektorn samt att hjälpa dessa bolag att förstå aktiemarknaden.

Murgata fokuserar huvudsakligen på aktieanalys och bedriver ingen verksamhet inom corporate finance, investeringsrådgivning till kunder, handel/förmedling av finansiella instrument och annan tillståndspliktig verksamhet. Därmed står inte Murgatas verksamhet under Finansinspektionens tillsyn.

MiFID II

Murgata strävar efter att uppfylla kriterierna för "mindre icke-monetär förmån" enligt definitionerna som tillämpas i MiFID II. Murgatas huvudsakliga affärsmodell är sponsrad aktieanalys, vilket innebär att Murgata genom kontrakt är knuten till och betald av emittenten för att ta fram sådant material på löpande basis. Murgata försöker inte ens få betalt från investerare för aktieanalyser. Aktieanalyser offentliggörs samtidigt till hela marknaden och är öppet tillgängliga utan kostnad på sajten Murgata.se och eventuellt genom andra kanaler.

Potentiella intressekonflikter

Det här dokumentet är en aktieanalys som är sponsrad av det bevakade Bolaget och Murgata har erhållit eller kommer erhålla ersättning från Bolaget. Ersättningen är avtalad på förhand och inte beroende av innehållet i analysen.

Läsaren kan betrakta dokumentet som marknadsföringsmaterial, men Bolaget har inte förhandsgranskat analysen. Som en del av analysarbetet kan deskriptiva delar av materialet ha tillhandahållits Bolaget för att verifiera fakta. Bolaget har inte informerats om, eller getts möjlighet att påverka, Murgatas prognoser, värdering eller åsikter om aktien innan publicering. Analysen återspeglar analytikerns personliga åsikter.

Murgata samt Murgatas anställda, medarbetare och respektive närstående personer äger inte och får inte äga aktier i Bolaget. Ersättning till analytiker är delvis beroende av Murgatas finansiella resultat som i sin tur är beroende av intäkter från kunder (bolag).

Murgata bedriver inte verksamhet inom corporate finance, är inte certified adviser, handlar inte med aktier eller andra finansiella instrument för egen eller annans räkning och är inte likviditetsgarant.

Ansvarsbegränsning

Aktieanalysen är baserad på ett stort antal faktorer varav en del är objektiva och andra subjektiva. En del av dessa härrör till händelser som har inträffat och en del är relaterade till förväntade händelser. Murgata strävar efter att använda tillförlitliga källor och uppgifter, men kan inte garantera riktigheten eller fullständigheten i dessa.

Murgatas prognoser, värdering, åsikter om Bolagets aktie och andra bedömningar är osäkra och kan förändras. Analysen avser att spegla situationen vid publiceringstidpunkten. Murgata förbinder sig inte att publicera en ny analys när förhållanden förändras.

Aktieanalysen är framtagen i informationssyfte och är inte avsedd att vara rådgivande. Den utgör inte heller en uppmaning, rekommendation eller ett erbjudande. Murgata ger inga rekommendationer (exempelvis köp/sälj/behåll). Analysen är inte avsedd att utgöra underlag för investeringsrådgivning och tar inte hänsyn till enskilda investerares ekonomiska kunskaper, förhållanden och preferenser. Investerare som tar del av analysen uppmanas ta del av ytterligare material och konsultera en professionell finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Historisk utveckling utgör ingen garanti för eller indikation på framtida utveckling eller avkastning. Murgata frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada som grundar sig på användandet av dokumentet.

Upphovsrätt och spridning

Dokumentet skyddas av upphovsrätt. Murgata är innehavare av och förbehåller sig samtliga rättigheter till informationen som tillhandahålls i dokumentet. Dokumentet får inte laddas ned av eller spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. Det är inte tillåtet att sprida innehållet (helt eller delvis) till tredje part utan skriftligt medgivande från Murgata. Det är dock tillåtet att länka till innehåll på webbplatsen murgata.se.

Tidpunkten för analysens färdigställande framgår av analysen framsida.