



GÖTEBORGS UNIVERSITET HANDELSHÖGSKOLAN

Finansiell Ekonomi

Professionella svenska investerares värderingsmetoder för nordiska noterade medicinteknikbolag

Vårterminen 2021

Kandidatuppsats 15 hp

Simon Larsson

Kristian Erlandson

Handledare:

Jon Williamsson

Abstract

The purpose of this thesis is to study Swedish professional investors and their valuation methods for listed nordic medical technology (medtech) companies. Theories such as the Effective Market Hypothesis (EMH), Institutional Theory and Decision Theory were used to put the valuation methods into a broader context. A qualitative interview method has been used to capture the investors' valuation processes. The thesis concludes that investors with a focus on medtech companies rather look at what they call soft factors than traditional valuation methods based on trailing multiples. They evaluate soft factors in order to be able to make the most sophisticated financial forecasts for each company. From the forecasts, the investors use different kinds of valuation methods depending on their occupation. According to the respondents, in order to estimate the value of medtech companies, the above mentioned soft factors as well as financial forecasts are necessary. This is, according to the respondents, because they by far outweigh the importance of a reasonable momentary valuation of the company.

Keywords: Professional Investors, Medtech, Valuation Methods, Investing, Portfolio Managers, Financial Analysts, Institutional Brokers, EMH, Decision Theory, Institutional Theory.

Innehållsförteckning

1. Introduktion	5
1.1 Bakgrundsbeskrivning	5
1.2 Problemdiskussion	6
1.3. Syfte och frågeställning	9
2. Teoretisk referensram	10
2.1 Teoretisk bakgrund	10
2.1.1 Effektiva Marknadshypotesen	10
2.1.2 Institutionell Teori	10
2.1.3 Beslutsteori	11
2.2 Vetenskaplig modell	12
2.2.1 Rationella Beslutsmodellen	12
2.3 Värderingsmetoder	14
2.3.1. Diskonterade kassaflöden	14
2.3.2. Multipelvärdering	14
2.3.3. Peervärdering	14
2.3.4. Sum-of-the-parts värdering	15
2.3.5 Analys av mjuka värden (Narrative analysis)	15
2.4 Sammanfattning av teoretisk referensram	16
3. Metod	17
3.1 Skapandet av en sektoranalys	17
3.2 Respondenterna och deras yrkesroller	19
3.3 Intervjuernas upplägg och genomförande	20
3.4 För- och nackdelar med vald metod	22
3.4.1 Validitet och reliabilitet	23
3.5 Etiska beaktanden och oberoende	24
4. Empiriska Resultat	24
4.1 Sektoranalys	24
4.2 Presentation av resultat	26
4.2.1 Grundläggande motiv till sektorns attraktivitet som investeringsobjekt	26
4.2.2 Beskrivning av värderingsprocessen	27
4.2.3 Motivering av värderingsprocessen	30
4.2.4 Synen på användandet av “traditionella” värderingsmetoder inom medicinteknikinvesteringar	31
4.2.5 Synen på varför sektorn är högt värderad	32
4.3 Analys av resultat	34

5. Diskussion	36
5.1 Resultatdiskussion	36
5.2 Framtida Forskning	37
6. Slutsats	37
Referenslista	39
Bilaga 1	43
Bilaga 2	44
Bilaga 3	45

1. Introduktion

1.1 Bakgrundsbeskrivning

Medicinteknik är en av flera sektorer inom den breda hälsovårdssektorn där aktörerna utvecklar och säljer produkter och tjänster till sjukvården¹. Funktionerna på produkterna och tjänsterna kan skilja sig mycket åt, men slutmålet är oftast att förbättra livskvaliteten och hälsan hos patienter. I många fall kan de också vara livräddande. Några exempel på medicintekniska produkter är pacemakern, röntgen- och MR-kameror samt ortopediska implantat. Medicinteknik-marknaden är mycket stor och växer relativt snabbt. År 2019 värderades den till USD 448 miljarder globalt och beräknas vara värd omkring USD 672 miljarder år 2027.² Denna tillväxt har lockat allt fler investerare och kapital till sektorn de senaste åren vilket bland annat går att se genom det ökade intresset för denna typ av bolag på svenska börsen.³ Det är inte bara den snabba och till synes konjunkturokänsliga tillväxten som lockar investerare till sektorn, även det faktum att jordens befolkning blir allt äldre⁴ tvingar världens länder att allokera mer kapital och resurser till sjukvården. För att effektivisera vården kommer befintliga och nya medicintekniska produkter spela en central roll. Förändrad demografi är ett brett och långsiktigt tema som många investerare finner intressant⁵, varför man söker denna typ av exponering genom att exempelvis investera i medicinteknikbolag.

Investeringar på börsen har under det senaste decenniet blivit mer lättillgängligt än någonsin drivet av nätmäklare som Nordnet och Avanza⁶. När denna uppsats skrivs är börsintresset mycket stort och börserna världen över står på eller är nära "all time high"⁷. I en tid som denna kan det vara lätt att förbise många av de fundamentala faktorerna inom investering,

¹ Swedish Medtech "Om branschen"

² GlobeNewsWire "Medical Devices Market Size Worth Around US\$ 671,49 Bn by 2027"

³ Di "Miljardrusning till svenska bolag - ökat med 235% på två år"

⁴ Diagnostics Roche "En åldrande befolkning skapar nya utmaningar för vården"

⁵ Öhman "Investera i hälsa - det lönar sig i längden"

⁶ Investerarbrevet "Aktiehandeln bland småsparare rekordökar"

⁷ SvD Näringsliv "Nytt all time high på Stockholmsbörsen"

en sådan faktor är den om värderingar av börsnoterade företag. Debatten om värderingar är väldigt aktuell just nu eftersom många av de senaste årens vinnare på börsen har varit bolag med kraftig tillväxt men som inte genererar vinst eller bolag som förvisso haft både omsättningstillväxt och vinst men som enligt många värderas oerhört högt i förhållande till sin intjäning⁸.

Många av de senaste årens vinnare på den svenska börsen är just medicinteknikbolag⁹ vilket kan bero på att de ofta erbjuder, för investerare, attraktiva affärsmodeller med relativt stark tillväxt.¹⁰ Affärsmodellerna bygger ofta på återkommande intäkter på en stabil och stadigt växande marknad där konkurrenssituationen ofta är relativt begränsad beroende på de höga regulatoriska kraven som ställs på medicintekniska produkter. Denna dynamik medför ofta långa försäljningscykler och goda marginaler.

1.2 Problemdiskussion

Många lönsamma medicinteknikbolag i Norden har gett hög totalavkastning till sina investerare de senaste 10 åren mätt som aktiekursutveckling plus utdelning¹¹. En traditionell värderingsmetod är att använda bakåtblickande multipelvärdering såsom P/E-tal eller EV/EBITDA. En sådan metod kan framstå för trubbig och rigid när man tittar på den här typen av bolag som ofta uppvisar stark och uthållig omsättnings- och vinsttillväxt. En sådan dynamik tydliggörs i ABG Sundal Colliers sektoranalys över den svenska hälsovårdssektorn från maj 2021¹². I analysen visas en kraftig differens mellan de topp 10 procent avkastande bolagen jämfört med de sämsta 10 procenten. Vidare visas en medianavkastning som än mer belyser bilden över vikten av så kallad stockpicking¹³ då medianavkastningen får sägas vara mycket blygsam i förhållande till de 10 procent bästa investeringarna över samtliga tidsperioder (3,5 och 10 år).

⁸ SvD Näringsliv "Skakigt hos techjättarna: "Rekyl har legat i luften""

⁹ Börndata.se, egen screening och analys

¹⁰ Börndata.se, egen analys

¹¹ Capital IQ, data hämtad 20/4-21

¹² ABG Sundal Collier "Swedish healthcare sector report May 2021"

¹³ Avanza "Vad är stock picking på svenska?"

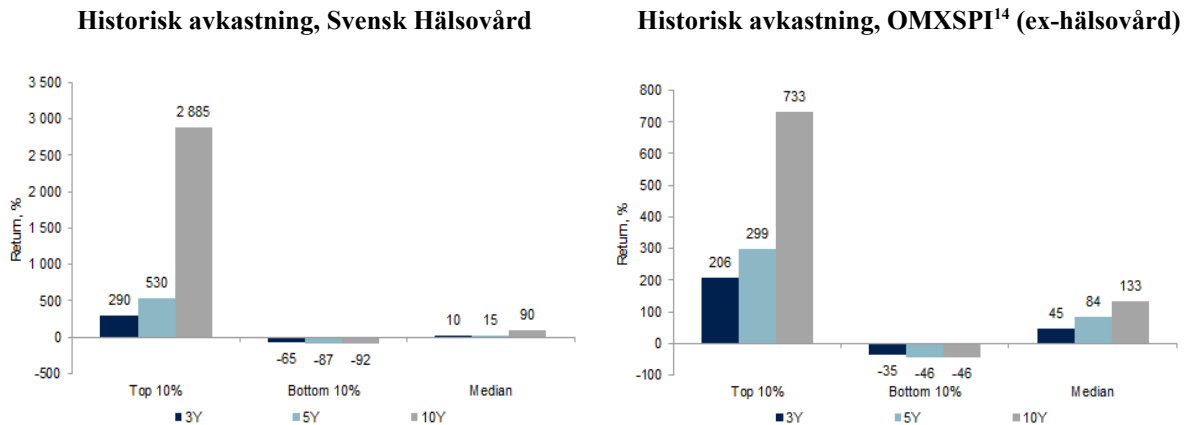


Fig. 1. ABG Sundal Collier (2021) "Swedish Healthcare Sector Report May 2021"

Författarna vill därför undersöka vilka typer av värderingsprocesser som svenska professionella investerare¹⁵ använder för att värdera medicinteknikbolag men som inte är allmänt kända. Det kan exempelvis vara så att flera "mjukare variabler"¹⁶ eller en annan syn på bolagens uthålliga värdeskapande spelar stor roll i värderingsbeslutet men som kan vara svåra att passa in i en klassisk värderingsmodell enbart byggd på siffror och nyckeltal. Det är dessa variabler, förhållningssätt och tekniker som rapporten kommer redovisa i detalj samt hur dessa används och appliceras i praktiken för att möjliggöra goda investeringar inom medicintekniksektorn. Vidare kommer även typiska värderingsmetoder att lyftas i samband med att den holistiska värderingsprocessen redogörs för. Däribland metoder som DCF-värdering, Multipelvärdering, Peer-värdering och Sum-of-the-Parts värdering.

Då studien till stor del handlar om värderingsmetoder framstår den så kallade "Effektiva Marknadshypotesen (EMH)"¹⁷ som relevant. Kort sagt förutsätter teorin att aktiepriser speglas av all offentligt tillgänglig information. Alla aktier handlas därför till "fair value" (rimligt värde) vid varje given tidpunkt och därmed köps och säljs aldrig aktier på börsen till över- eller undervärde.

Både institutionell teori¹⁸ och beslutsteori¹⁹ förefaller vara relevanta när det kommer till investeringsbeslut. Professionella investerare kan ha olika motiv till varför de använder sina

¹⁴ Nasdaq OMX Nordic "Vad är aktieindex?"

¹⁵ Med professionella investerare menas personer som professionellt arbetar inom finanssektorn, antingen på en investmentbank (aktieanalytiker och mäklare) eller på en förvaltande institution, exempelvis en fond.

¹⁶ Damodaran (2017)

¹⁷ Eugene Fama (1970)

¹⁸ DiMaggio & Powell (1983)

¹⁹ NE Nationalencyklopedin AB "Beslutsteori"

värderingsmetoder och därför ter sig institutionell teori vara betydelsefull för att analysera om exempelvis branschpraxis har en inverkan på vald värderingsmetod.

Enligt beslutsteori baseras rationella beslut på estimeringar av både nytta och sannolikhet för potentiella konsekvenser som kan komma av ett visst beslut. Då investerare kan behöva estimeras både nytta och sannolikhet för olika konsekvenser som kommer av en investering finns en koppling med teorin.

För professionella investerare sker investeringsbeslut generellt efter grundligt övervägande och därför är den Rationella Beslutsmodellen²⁰ tillämplig till denna studie. Då den Rationella Beslutsmodellen beskriver i sex sekventiella steg hur ett rationellt beslut ska tas, från identifiering av ett problem eller behov till implementering av vald strategi, går det att dra en koppling till investerares värderingsprocess.

Som visas i figuren från ABG Sundal Collier är det av yttersta vikt att träffa rätt i sina aktieaffärer för att över tid skapa god avkastning inom hälsovårdsinvesteringar. Studien syftar därför till att undersöka och synliggöra om det finns en så kallad branschpraxis hos svenska professionella investerare i sektorn. Den här typen av investerare uttalar sig sällan om sina strategier publikt och det finns därför ett intresse hos allmänheten och andra investerare kring hur dessa personer arbetar med värdering av aktier inom medicinteknik.

1.3. Syfte och frågeställning

Syftet med rapporten är att undersöka hur analytiker, portföljförvaltare och institutionella mäklare går tillväga för att värdera nordiska medicinteknikbolag. Eftersom värderingsmetoder för den här typen av företag kan vara komplicerade och skilja sig åt har vi också valt att undersöka hur de legitimerar sitt tillvägagångssätt.

Mot denna bakgrund blir de två frågeställningarna:

- Hur går analytiker, portföljförvaltare och institutionella mäklare tillväga för att värdera nordiska medicinteknikbolag?

²⁰ Orville G. Brim m.fl. (1962)

- Hur motiverar analytiker, portföljförvaltare och institutionella mäklare sitt val av värderingsmetod?

Studiens förväntade resultat är att det finns en likartad värderingsprocess som används bland svenska professionella investerare för noterade nordiska medicinteknikbolag. Då det inte finns tidigare forskning på området förväntas studien bidra med en ökad förståelse för hur svenska professionella investerare går tillväga när de värderar nordiska noterade medicinteknikbolag.

2. Teoretisk referensram

2.1 Teoretisk bakgrund

2.1.1 Effektiva Marknadshypotesen

Teorin utvecklades av Eugene Fama år 1970²¹. Den implicerar att all information som är tillgänglig för allmänheten återspeglas i aktiepriset. Så fort ny information offentliggörs skall detta således direkt påverka aktiekursen givet att detta inte var känt av marknadens aktörer sedan innan. Om den nya informationen däremot är förväntad sker ingen reaktion på aktiekursen. Detta innebär att det inte ska gå att skapa överavkastning och inte heller vara möjligt att köpa undervärderade aktier då alla aktier redan handlas till "fair value". Teorin påstår således att aktiepriser endast ändras när ny information når marknaden.²² Teorin kräver att två villkor är uppfyllda. Dels ska det inte finnas några transaktionskostnader och dels ska all information vara åtkomlig för alla marknadens aktörer vid samma tillfälle.²³ EMH anses vara relevant eftersom den kan användas för att beskriva hur marknadens ineffektivitet kan kopplas till investerares värderingsprocesser.

2.1.2 Institutionell Teori

Institutionell teori eftersträvar att beskriva varför en del etablerade företag tenderar att, med tiden, efterlikna konkurrenter i samma bransch.²⁴ Begreppet "institutionell isomorfism" används för att beskriva hur företag anpassar sig för att likna andra företag inom samma bransch och därmed framstå som legitima. Det finns tre typer av institutionell isomorfism; normativ, mimisk och tvingande isomorfism.²⁵

²¹ Eugene Fama (1970)

²² Burton G. Malkiel (2003)

²³ Burton G. Malkiel (2003)

²⁴ DiMaggio & Powell (1983) s.147

²⁵ DiMaggio & Powell (1983) s.150

Normativ isomorfism bygger på idén att företag inom samma bransch är likartade. Aktörer inom företagen tar liknande beslut, vilket kan bero på att de ofta har samma tankesätt och värderingar. Även faktorer som kultur och sedvänja gör att företagen blir mer och mer lika då dessa faktorer kan motivera till användning av metoder som redan är etablerade inom branschen.

Mimisk isomorfism innebär att företag tar efter vad en konkurrent gör för att framstå som legitim. Detta beslut underbyggs av osäkerhet, vilket är ett starkt incitament till imitation.²⁶ När exempelvis marknaden är instabil och osäker eller organisationens mål är tvetydiga väljer många företag att efterlikna sina konkurrenter.

Tvingande isomorfism innebär att både formell och informell press leder till att företag anpassar sig. Denna press kommer från andra aktörer som företaget står i beroendeställning till. Pressen kan leda till att företaget börjar bli mer lik den andra aktören, eller att de exempelvis slås ihop.²⁷

Då en av studiens forskningsfrågor är "Hur motiverar analytiker, portföljförvaltare och institutionella mäklare sitt val av värderingsmetod?" förefaller institutionell teori vara relevant. Om det går att peka på en praxis inom branschen för hur värderingar ska genomföras går detta framförallt att koppla till begreppet "normativ isomorfism" inom institutionell teori.

2.1.3 Beslutsteori

Beslutsteori är teorier som beskriver hur beslut tas. Teorierna kan delas in i normativa och deskriptiva teorier.²⁸ Normativa teorier och deskriptiva teorier skiljer sig åt genom att normativa teorier ämnar att förklara hur individer eller företag bör fatta rationella beslut. Deskriptiva teorier ämnar att förklara hur individer och företag fattar beslut i verkligheten.

Normativ beslutsteori har en bärande tanke som bygger på att beslutsfattaren väljer sina beslut rationellt. Då olika konsekvenser/utfall kan uppkomma av ett beslut, behöver

²⁶ DiMaggio & Powell (1983) s.151

²⁷ DiMaggio & Powell (1983) s.150

²⁸ NE Nationalencyklopedin AB "Beslutsteori"

beslutsfattaren försöka estimerera sannolikheterna för dessa. När sannolikheterna för konsekvenserna kan bedömas kan även risken bedömas. Om sannolikheterna inte går att bedöma kallas det att beslutet tas med osäkerhet och därmed är risken också okänd. Om sannolikheterna däremot är kända tas beslutet med säkerhet och det är ett riskfritt beslut. Att kunna värdera nyttan av konsekvenserna är grundläggande för beslutsfattaren då det är kombinationen av sannolikheten och nyttan av en viss konsekvens som gör att beslutsfattaren gör sitt val av handling.²⁹ De ursprungliga fundamenten för normativ beslutsteori framställdes av bl.a. Frank P. Ramsey. Ramsey formulerade grundprinciper som rationella beslutsfattare bör följa för att effektivt kunna gradera sina valmöjligheter och därmed nå största möjliga nytta. Han ska ha varit en av de första som uttryckt att beslutsfattande kan baseras på både beräkningar av sannolikhet och nytta.³⁰

Deskriptiv beslutsteori handlar till stor del om att undersöka och studera hur ofta individer tenderar att följa de rationella råd som normativ beslutsteori framhåller. Normativ och deskriptiv beslutsteori är därför nära förknippade. En del studier inom deskriptiv beslutsteori undersöker människors irrationella beteende i situationer med varierande sannolikheter. Förväntade vinster och förluster kan betraktas på olika sätt, vilket därmed påverkar människor att göra irrationella beslut.³¹

Beslutsteori utgör grunden för den Rationella Beslutsmodellen vilket gör den relevant för studien. Inom normativ beslutsteori beskrivs hur människor förväntas basera sina beslut på beräkningar av sannolikheter och nytta. En investerare behöver göra en beräkning av förväntad nytta från investeringen och därför finns det en koppling mellan studiens frågeställning och Beslutsteori.

2.2 Vetenskaplig modell

2.2.1 Rationella Beslutsmodellen

Stora beslut tenderar att behöva tänkas igenom, vilket kan ta tid. Det är därför naturligt att beslutsprocessen delas upp i flera steg. Genom åren har flera olika teorier uppkommit för hur beslutsprocessen kan se ut och därmed har den Rationella Beslutsmodellen haft flera olika

²⁹ NE Nationalencyklopedin AB "Beslutsteori"

³⁰ Frank P. Ramsey (1926)

³¹ Amos Tversky & Daniel Kahneman (1992)

former. En av de första var trestegsmodellen som framlades av den franska filosofen Condorcet.³² Första steget i hans modell består av att granska aspekterna av problemet som föreligger samt att analysera de möjliga konsekvenser som kan uppkomma av beslutets genomförande. Principerna som ska ligga till grund för beslutet ska också tas i beaktande i steg ett. Andra steget består av att reducera alla möjliga handlingsmöjligheter till en hanterbar nivå av alternativ. Sista och tredje steget består av att ett val görs mellan alternativen som sållades fram i steg två.

Senare modeller för hur beslutsprocessen kan se ut har framtagits av bland andra John Dewey, som menade att det finns fem steg i beslutsprocessen.³³ Denna modell utvecklades senare av socialpsykologen Orville G. Brim tillsammans med sina medförfattare till en tydlig sexstegsmodell som används i den här studien, där varje steg kommer i sekventiell följd.³⁴ Stegen är:

1. Identifiering av problemet/behovet
2. Inhämta nödvändig information
3. Framställande av möjliga lösningar
4. Utvärdering av möjliga lösningar
5. Val av strategi
6. Implementering av strategi³⁵

Ytterligare modeller har framställts efter detta, bland annat en som påminner mycket om Brims men där stegen inte kommer i sekventiell följd.³⁶ Ett argument mot Brims tankesätt är att det är orealistisk att alla steg sker i rak följd.³⁷ Människor kan tänka igenom flera av ovan nämnda steg parallellt och därför borde inte stegen nödvändigtvis alltid ske i samma ordningsföljd. Då den Rationella Beslutsmodellen har sin bakgrund i Beslutsteori ingår båda i den teoretiska referensramen.

³² Condorcet (1793)

³³ John Dewey (1910)

³⁴ Orville G. Brim et al. (1962)

³⁵ Sven Ove Hansson (2005) s.10

³⁶ Henry Mintzberg, Dury Raisinghani & André Théorêt (1976)

³⁷ Sven Ove Hansson (2005) s.10

2.3 Värderingsmetoder

2.3.1. Diskonterade kassaflöden (DCF)

En metod för att värdera bolag är diskonterade kassaflöden genom en så kallad DCF (discounted cash flow) modell. Det innebär att man prognostiserar kassaflödet för ett bolag från idag till oändligheten och sedan diskonterar tillbaka dessa till ett nuvärde med hjälp av en diskonteringsränta (på engelska WACC eller weighted average cost of capital) som i sin tur bygger på en rad variabler. Variablerna är eget kapital, lånat kapital, avkastningskrav på det egna kapitalet, låneränta och skattesats. Genom att diskontera tillbaka alla framtida kassaflöden med WACC ges en rimlig värdering för aktien idag³⁸.

2.3.2. Multipelvärdering

Hos investerare idag är det vanligt att använda sig av multipelvärdering, det innebär att man först lägger en prognos för omsättning och resultat i ett bestämt antal år och sedan applicerar man en rimlig värderingsmultipel på vinsten alternativt försäljningen. Denna multipel kan baseras på en rad faktorer, allt från historisk värdering för bolaget eller dess konkurrenter, hur höga marginaler bolaget har, hur snabbt bolaget växer eller risken för konkurrens m.m. Vanliga multiplar som används är EV/EBIT³⁹, EV/EBITDA⁴⁰ eller EV/S⁴¹.

2.3.3. Peervärdering

Peervärdering handlar om ren relativvärdering av ett bolag gentemot dess konkurrenter alternativt gentemot andra bolag med liknande affärsmodell, produkt eller slutmarknad.⁴² Här tenderar investerare att argumentera för att bolag X bara handlas till EV/EBIT 10x medan bolag X konkurrent, bolag Y, handlas till EV/EBIT 15x, detta till synes utan att bolagen skiljer sig åt nämnvärt. Då kan en investerare driva tesen att bolag X värdering ska upp och därför köper man aktier.

³⁸ Marco Fazzini (2018) s.77

³⁹ Marco Fazzini (2018) s.143

⁴⁰ Marco Fazzini (2018) s.145

⁴¹ Marco Fazzini (2018) s.142

⁴² Marco Fazzini (2018) s.130

2.3.4. Sum-of-the-Parts värdering

Sum-of-the-Parts värdering⁴³ (SOTP) eller summan av delar-värderingen som den kallas på svenska är en process för att värdera ett företag genom att bestämma vad dess sammanlagda divisioner och/eller dotterbolag skulle vara värda om de delades ut till aktieägarna eller förvärvades av ett annat företag. Metoden ger ett värde för hela företaget genom att aggregera det fristående värdet på var och en av dess affärsenheter och på så sätt nås ett totalt bolagsvärde (TEV) när bolagets skulder slutligen elimineras mot dess likvida medel.

2.3.5 Analys av mjuka värden (Narrative analysis)

Termen “mjuka värden” används för att beskriva faktorer som är svåra att kvantifiera men som kan vara viktiga vid en företagsvärdering.⁴⁴ Professor Aswath Damodaran argumenterar för att det krävs ett samspel mellan siffror och mjuka värden för att få ihop en heltäckande värderingsprocess av ett bolag. Mjuka värden som han lyfter fram är bland annat anekdoter om bolaget, erfarenhet av produktens nytta samt analys av bolagets agerande i olika situationer (ex. vid förvärv, tillväxtfaser, ledningens agerande etc.).

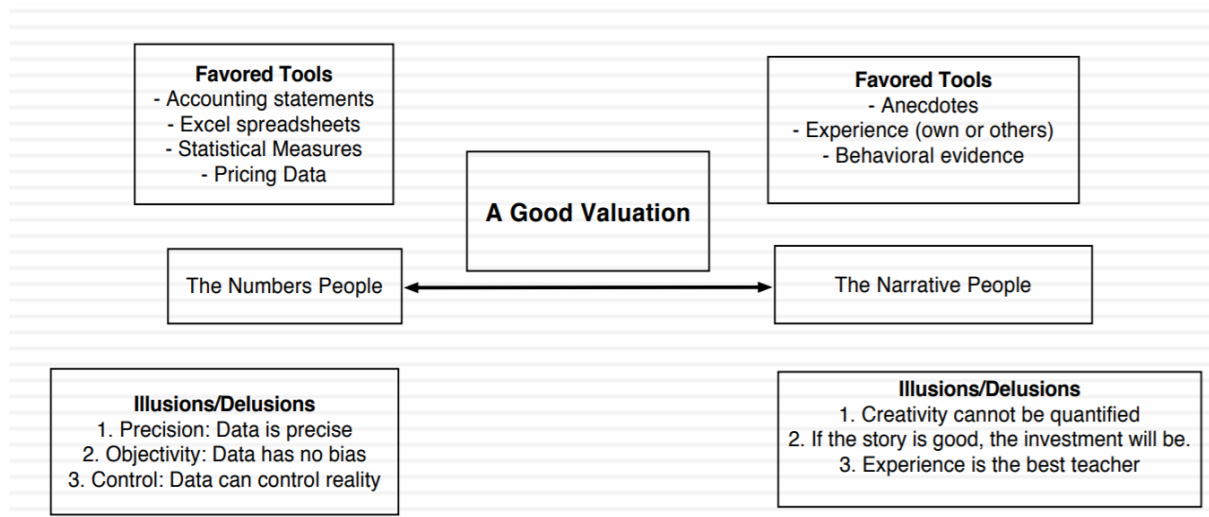


Fig. 2. Damodaran, A. (2017)

⁴³ Corporate Finance Institute “What is Sum Of The Parts (SOTP) Valuation?”

⁴⁴ Aswath Damodaran (2017)

2.4 Sammanfattning av teoretisk referensram

Teorierna har valts ut för att kunna beskriva ämnet värderingsmetoder och för att kunna analysera svaren från respondenterna. Teorierna ger tillsammans olika synvinklar på varför en investerares värderingsmetod kan se ut som den gör. Den Rationella Beslutsmodellen har valts ut för att den kan bidra i beskrivningen av deras värderingsmetod samt att den samspelar väl med Beslutsteori då den har sin grund i den. Samtliga av ovan nämnda värderingsmetoder har valts ut och förklarats utifrån de svar som erhöles från respondenterna. Dessa fem metoder är uteslutande de som används när de tillfrågade redogör för sina metoder och strategier gällande värdering av medicinteknikbolag. För att tydliggöra för läsaren vad som menas med dessa värderingsmetoder har det redogjorts i detalj för hur varje metod är uppbyggd och fungerar i praktiken. Detta syftar till att förenkla resultat- och diskussionskapitlen för läsaren.

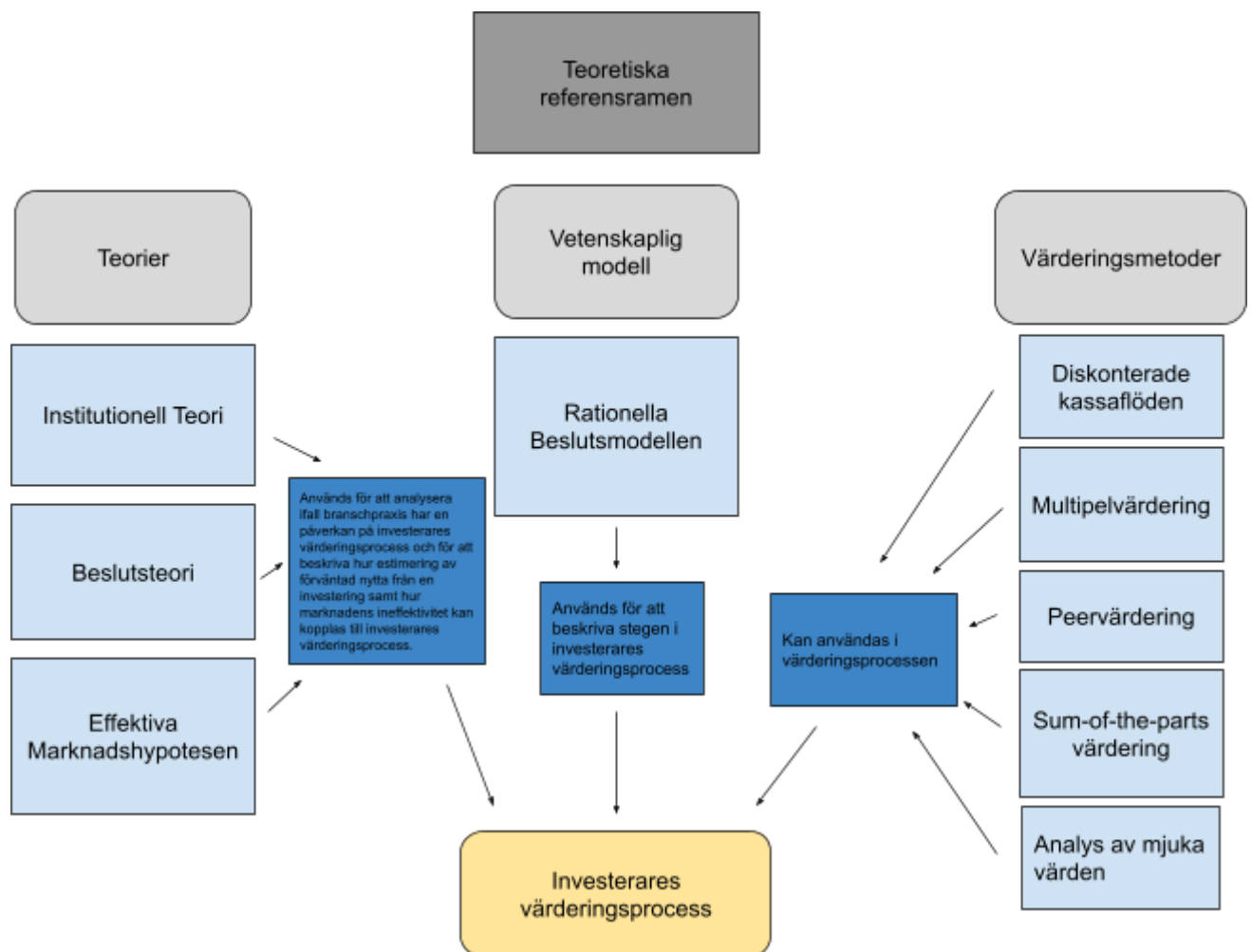


Fig. 3. Beskrivning av hur Teoretiska Referensramen kan kopplas till investerares värderingsprocess.

3. Metod

3.1 Skapandet av en sektoranalys

För att belysa värderingsgapet mellan nordiska medicinteknikbolag och svenska börsen som helhet skapades ett index bestående av nordiska medicinteknikbolag som sedan jämförts med indexet OMXS30, även kallat Stockholmsbörsen. OMXS30 valdes som jämförelseindex på grund av att det är det mest vedertagna och mest handlade indexet på den svenska aktiemarknaden⁴⁵. Det är detta index som det refereras till när nyhetsbyråer och tidningar pratar om hur Stockholmsbörsen har rört sig en viss dag. Det är även det index som är vanligast bland svenska indexfonder att följa⁴⁶. De företag som inkluderades i medicinteknikindexet, som framåt kommer refereras till som NM-index (Nordiskt MedTech index), bestämdes enligt nedan kriterier.









Urvalskriterier för företagen i medicinteknikindex

Typ av bolag	Nordiska noterade medicinteknikbolag
MCAP*	>1000 mSEK
EBITDA**	Positivt (>0)

*MCAP = market capitalization, engelskans ord för börsvärde (antal utestående aktier x aktiekurs)













**EBITDA = Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization.

Dessa kriterier resulterade i att följande tjugofyra företag filtrerades fram ur Capital IQs databas:

Biotage 	Bactiguard 
CellaVision 	SyntheticMR 
Elekta 	Coloplast 
Elos Medtech 	GN Store Nord 

⁴⁵ Nasdaq OMX Nordic "Vad är OMX Stockholm 30 Index?"

⁴⁶ Nasdaq OMX Nordic "Vad är OMX Stockholm 30 Index?"

RaySearch Laboratories 	Demant 
Sectra 	Medistim 
Vitrolife 	ContextVision 
C-RAD 	Ambu 
Cellink 	Össur 
Surgical Science 	ChemoMetec 

3.2 Respondenterna och deras yrkesroller

Uppsatsen utgår ifrån en kvalitativ metod där informationsinhämtningen har skett genom intervjuer med professionella investerare. Respondenterna valdes utifrån deras profession inom finansbranschen tillsammans med att de har en god insyn i medicinteknikinvesteringar, antingen som investerare eller genom att de på annat sätt arbetat tillsammans med bolagen.

Intervjuerna genomfördes med tre subgrupper av professionella finansaktörer, som är:

- Portföljförvaltare
- Analytiker
- Institutionella mäklare

Samtliga respondenter har antingen merparten av sina investeringar i medicinteknikbolag (portföljförvaltare), analytisk analys av medicinteknikbolag (analytiker) eller erfarenhet av att jobba med affärer åt eller med medicinteknikbolag (institutionella mäklare). Dessa tre grupper ger på ett aggregerat plan en god och holistisk bild över hur professionella investerare arbetar med värdering av noterade medicinteknikbolag. Ytterligare en faktor i urvalsprocessen har varit att respondenterna har ett tydligt intresse för medicinteknikbolag.

Våra respondenter hade mycket god kännedom om bolagen i NM-indexet. Alla respondenter kände igen samtliga bolag på en översiktlig nivå och en stor del av bolagen hade respondenterna antingen investerat i genom sin roll som förvaltare eller följt i sin roll som analytiker. Tio av bolagen hade även de mäklare vi intervjuat varit med och gjort transaktioner i, antingen i samband med kapitalanskaffningar eller i blockaffärer där stora aktieposter mäklats mellan större investerare. Den goda kännedomen kring bolagen i NM-index gav en bra grund för intervjuerna och diskussionen med respondenterna.

Urvalet av respondenter ser ut som nedan. En god blandning av respondenter uppnåddes där samtliga hade god yrkeserfarenhet. Genomsnittet för antal års yrkeserfarenhet var drygt 12 år vilket ger kredibilitet till respondenternas svar. Det upplevdes viktigt att uppnå en relativt hög erfarenhetsnivå bland respondenterna för att ge studien tyngd, givet den komplexa naturen i vår frågeställning.

	Yrkesroll	Antal års erfarenhet*
Respondent 1	Analytiker (säljsida)**	4 år
Respondent 2	Analytiker (köpsida)***	5 år
Respondent 3	Institutionell mäklare	25 år
Respondent 4	Institutionell mäklare	20 år
Respondent 5	Portföljförvaltare	8 år
Respondent 6	Portföljförvaltare	13 år
Respondent 7	Portföljförvaltare	18 år
Respondent 8	Analytiker (säljsida)	6 år
Respondent 9	Analytiker (köpsida)	5 år
Respondent 10	Portföljförvaltare	20 år

Fig. 4. Sammanställning av respondenterna

** Inom finansbranschen*

*** Säljsidan innefattar investmentbanker och mäklarhus. Deras jobb är att sälja rådgivning om värdepapper samt mäkla affärer mellan köpsidans aktörer.*

**** Köpsidan utgörs av fondbolag och andra kapitalförvaltande institutioner som har i uppdrag att skapa avkastning åt sina andelsägare.*

3.3 Intervjuernas upplägg och genomförande

De kvalitativa intervjuerna hade en låg grad av strukturering och en låg grad av standardisering. Detta är känt som en "semistrukturerad" intervju.⁴⁷ Att intervjuerna var semistrukturerade innebar de flesta frågorna var stora, att respondenterna kunde svara på intervjufrågorna i valfri följd och att de fick prata utan avbrott tills de kände att de hade besvarat frågan. Frågorna var också upplagda på så sätt att långa och detaljerade svar kunde erhållas. Följdfrågor kunde dock flikas in då respondenten besvarat frågan. Detta gjorde att intervjuerna upplevdes som avslappnade och att de fick ett naturligt flöde.

Tio intervjuer genomfördes, där en bra spridning av subgrupperna nåddes. Fyra analytiker, fyra portföljförvaltare och två institutionella mäklare intervjuades. Givet att det finns ett smalt universum av bolag inom den nordiska noterade medicintekniksektorn⁴⁸ går det att anta att kretsen med investerare också är liten. Då ny information började tillkomma i lägre grad efter ca 5 intervjuer drogs slutsatsen att empirisk mättnad kunde uppnås vid ca 10 st intervjuer och att en rättvisande bild av investerarnas syn på värdering och värderingsmetoder kan därför ges.⁴⁹

Intervjuerna genomfördes via kommunikationsprogrammet Zoom. Respondenterna fick intervjufrågorna och en bild på Fig. 5. och Fig. 6. (se dessa under kapitel 4.1) skickade till sig några dagar innan intervjutillfället för att de skulle få tid på sig att förbereda sina svar. Intervjufrågorna togs fram utifrån studiens frågeställning.

Under intervjuernas gång delades arbetet upp mellan de två författarna där den ena ansvarade för frågorna och samtalet med respondenten medan den andre tog anteckningar. Som komplement till detta, och i överenskommelse med respondenterna, spelades intervjuerna in. Denna metoden valdes för att effektivisera sammanställningen av materialet och för att underlätta arbetet med att komplettera anteckningarna i efterhand⁵⁰. Respondenterna informerades om att intervjun skulle komma att spelas in samt att inspelningarna från intervjuerna skulle raderas vid studiens färdigställande. Givet att det både togs anteckningar

⁴⁷ Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.105

⁴⁸ Bilaga 3

⁴⁹ Alan Bryman & Emma Bell (2017) s. 414

⁵⁰ Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.112

samt att intervjuerna spelades in beslutades att inte transkribera intervjuerna med hänsyn till tid.

Innan intervjuerna började genomföras gjordes valet av teori. Den teoretiska referensramen beslutades bestå av teorier som är relevanta med hänsyn till studiens syfte och forskningsfrågor. Litteratursökningen som skedde därefter blev mestadels med fokus på valda teorier. Valda sökmotorer var Google, Google Scholar och "Supersök" på Göteborgs Universitets universitetsbiblioteks hemsida. Sökord som användes var bland annat "beslutsteori", "institutionell teori", "rationella beslutsmodellen", "värderingsmetoder" och "medicinteknik".

När alla intervjuer hade färdigställts sammanställdes intervjusvaren. Gemensamma nyckelord och formuleringar noterades men också avvikande svar. Valda teorier användes vid analysen av det empiriska resultatet genom att bland annat visa på samband mellan hur respondenterna lägger upp sin värderingsprocess med hur Brim med fleras Rationella Beslutsmodell⁵¹ ser ut. Även Institutionell Teori användes i analysen genom att betona likheter och olikheter i motiveringen till värderingsprocessen mellan de olika respondenternas subgrupper. Både citat och anteckningar från intervjuerna kombinerades med egna observationer och tolkningar av resultatet för att skapa en trovärdig och förståelig analys.⁵²

3.4 För- och nackdelar med vald metod

Intervjustudier har både för- och nackdelar. I denna studie begränsades inte respondenterna i sina svar, utan tilläts prata mycket och länge kring den aktuella intervjufrågan om de önskade. Detta ledde till att respondenterna ofta gav väldigt nyanserade och långa svar, vilket bedömdes som gynnsamt för studien.⁵³ Att genomföra studien på annat sätt än genom intervjuer konstaterades tidigt som mycket svårt. Om en enkät hade skickats ut till professionella investerare med samma frågor hade troligtvis inte lika detaljerade och mångfasetterade svar erhållits då bland annat följdfrågor och förtydliganden inte hade kunnat ingå. Eftersom frågeställningen är ställd på ett vis som kräver en kvalitativ studie upplevs

⁵¹ Orville G. Brim et al. (1962)

⁵² Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.152

⁵³ Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.105-107

intervjumetoden som mest lämplig. Då studien baseras på tio intervjuer kan det argumenteras för att den inte ger en heltäckande bild av svenska professionella investerares värderingsprocess för nordiska noterade medicinteknikbolag. Faktorer som ålder, erfarenhet inom branschen och ifall respondenten täcker andra branscher än medicinteknik (detta gäller analytiker) kan påverka resultatet.

Intervjuer som sker digitalt istället för ett fysiskt möte utan kamera tenderar att bli något mer rigida. Avsaknaden av kamera kan leda till kommunikationsmissar samt svårigheter att utläsa nyanser i respondentens svar då kroppsspråk och ansiktsuttryck går förlorat. Andra faktorer såsom dålig internetuppkoppling kan leda till att intervjun försvåras. Då de flesta intervjuer i studien skedde digitalt för att undvika smittspridning finns risken att intervjuvaren påverkades av kommunikationssättet.

Då författarna inte har någon tidigare erfarenhet av att utföra intervjuer i undersökningssyfte har resultatet sannolikt påverkats av valet av upplägg på intervjuerna där en ställer frågorna och den andre antecknade⁵⁴. Vidare kan det antas att utformningen på frågorna, samt dispositionen på i vilken följd de ställdes inte var optimal givet avsaknaden av erfarenhet. Som nämnts tidigare har intervjuerna spelats in och anteckningar har tagits under intervjuens gång. Trots att inspelningarna av intervjuerna har genomlyssnats och anteckningarna kontrollerats är det möjligt att detaljer har missats då intervjuerna ej har transkriberats, med hänsyn till tid.

3.4.1 Validitet och reliabilitet

Som tidigare nämnts består urvalsgruppen av tre subgrupper och att de, enligt författarnas bedömning, tillsammans ger en övergripande bild av svenska professionella investerare. Därmed bedöms validiteten vara hög.⁵⁵ Då reliabilitet är svårt att bedöma i en intervjustudie, kan det till hög grad bero på författarnas bedömning av svaren.⁵⁶ Respondenterna hade generellt en lång erfarenhet av finansbranschen samt att de gav liknande svar trots att de inte hade några begränsningar i längden av sina svar. Med detta som grund gjordes bedömningen att det empiriska resultatet har hög reliabilitet. Givet studiens utformning går det dock inte att

⁵⁴ Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.106

⁵⁵ Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.130

⁵⁶ Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.132

fastställa fullständig validitet och reliabilitet. Det finns också aspekten att eftersom respondenterna är anonyma är det inte troligt att en återskapning av resultatet är möjlig då det är mycket osannolikt att man skulle intervjua exakt samma personer samt att svaren kan skilja sig åt beroende på urvalsgrupp. Det går dock att efterlikna studien då de centrala delmomenten finns beskrivna i Metodkapitlet.

3.5 Etiska beaktanden och oberoende

Givet den känsliga naturen i hur en person eller ett bolag arbetar med värdering av noterade bolag förblir respondenterna anonyma. Detta för att inte röja respondentens värderingsfilosofi och investeringsprocess då det inte kan uteslutas att eventuella konkurrenter tar del av uppsatsen efter publicering.

För att bevara respondenternas integritet exkluderas deras namn och de benämns därför som anonyma i studien.⁵⁷ Informationen som införskaffats under intervju-sessionerna har hanterats med försiktighet och sparats ned till författarnas datorer. Enligt överenskommelse med respondenterna har, som tidigare nämnts, rösterna från intervjuerna spelats in för att underlätta arbetet med att ta anteckningar. Respondenterna informerades vidare om att inspelningarna från intervjuerna skulle raderas vid studiens färdigställande.

⁵⁷ Bo Davidson & Runa Patel (2019) s.96

4. Empiriska Resultat

4.1 Sektoranalys

Jämförelsen mellan NM-index och OMXS30 visar att NM-index i snitt haft en dubbelt så hög värdering som OMXS30 de senaste 10 åren⁵⁸. Detta till trots har NM-index värdeutveckling kraftigt överavkastat gentemot OMXS30-indexet. Totalavkastningen för NM-index var ca 700% mot ca 100% för OMXS30⁵⁹. Den framtagna datan visar på att en investerare som enbart baserar sitt beslut på värderingsmultiplar sannolikt aldrig skulle valt ett bolag ur NM-index framför ett bolag ur OMXS30 indexet. Nedan två figurer tydliggör resonemanget där Figur 5 visar på den historiska aggregerade värderingen hos de två indexen och Figur 6 visar respektive index värdeutveckling under mätperioden. Noterbart är den signifikanta ökningen av den aggregerade värderingen efter coronakrisen våren 2020. Efter en initial dipp har den samlade EV/EBITDA multipeln ökat från ca 23x till nära 33x.

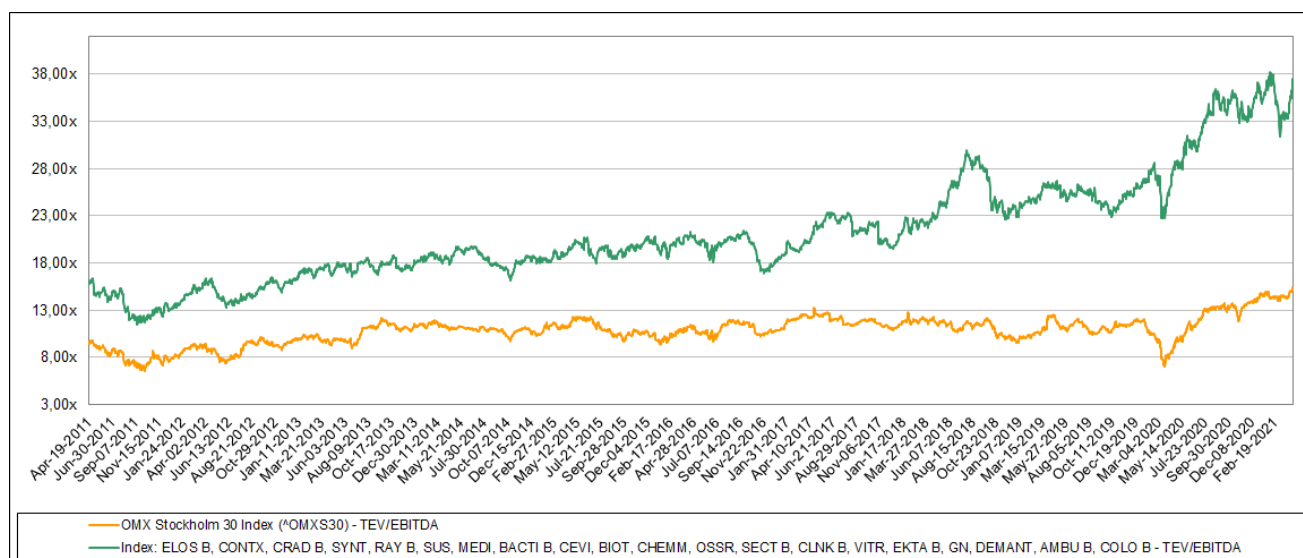


Fig. 5. Släpande EV/EBITDA multipel - NM-index (grönt) mot OMXS30 (gult) de senaste 10 åren.

⁵⁸ Bilaga 1

⁵⁹ Fig. 6.

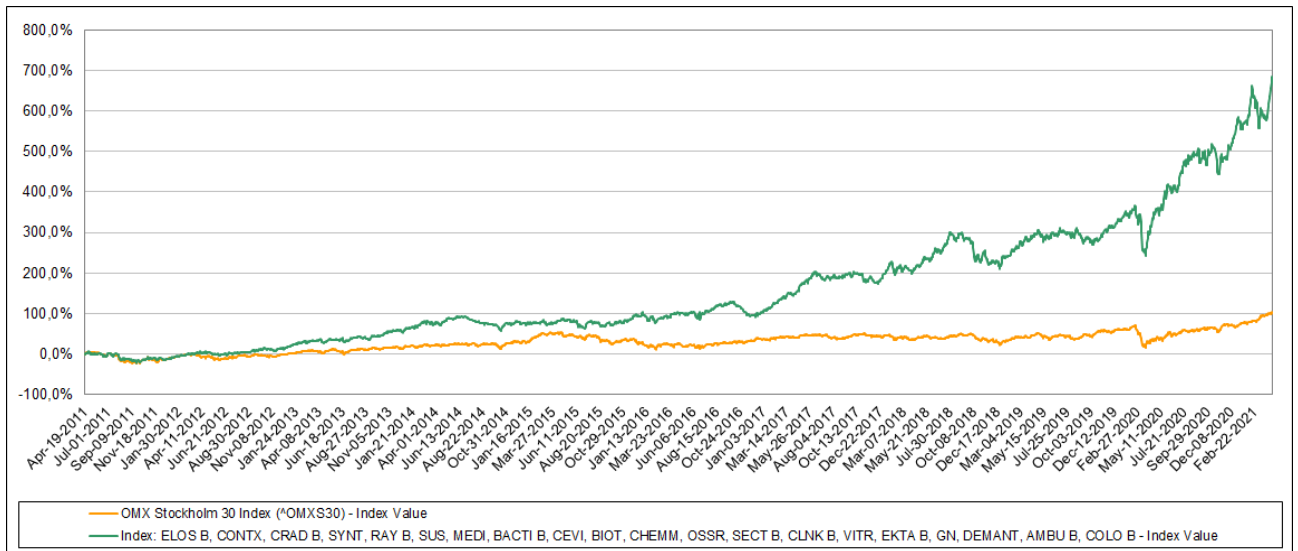


Fig. 6. Kursutveckling över de två indexen de senaste 10 åren.

4.2 Presentation av resultat

4.2.1 Grundläggande motiv till sektorns attraktivitet som investeringsobjekt

Respondenterna gav i hög grad överlappande svar på frågan om sektorns attraktivitet ur ett investeringsperspektiv. Det gick inte att utläsa några större skillnader i svar mellan de respektive subgrupperna (analytiker, förvaltare och mäklare). Faktorer som lyftes var bland annat att medicinteknik är en innovativ och spännande bransch med hög teknikhöjd vilket gör den mer intressant att följa och investera i. Vidare uppskattar många av respondenterna att dessa bolag gör något gott för mänskligheten och i många fall hjälper folk att bli friska. Detta är inte det mest centrala men en välkommen “biefekt” av investerandet. Majoriteten upplever att det ger mer mening att investera i dessa bolag jämfört med branscher som datorspel eller casinospel.

Ur ett mer finansiellt perspektiv tyckte respondenterna att sektorns affärsdynamik är mycket intressant. Med detta menas bolagens affärsmodeller som ofta innehåller element av återkommande intäkter i form av så kallade razor and blade⁶⁰ modeller vilket banar väg för en mycket kraftig marginalexpansion när bolagen växer och når kritisk massa för att börja skala sina kostnader. Vidare tas inträdesbarriären upp som en viktig faktor för att kunna bibehålla eller höja produktpriser över tid givet den regulatoriska miljön som ofta kräver

⁶⁰ Startup Sloth “The Razor-Razorblade Business Model”

marknadsgodkännanden (FDA, EMA eller CE-märkning) i respektive land.

Marknadsgodkännanden tillsammans med den trögrörliga läkarpraxisen gör det väldigt svårt att utkonkurrera en aktör som etablerat sig på den medicintekniska marknaden. Dessa två faktorer resulterar i höga inträdesbarriärer vilket hindrar ny konkurrens, något som nära på alla respondenter lyfter fram. En annan attraktiv faktor som lyfts fram är den “defensiva tillväxten” som dessa bolag erbjuder investerare. Med det menas att bolagens tillväxt sällan är avhängig den industriella cykeln som går upp och ner med jämna mellanrum. Kunderna för den här typen av bolag är ofta offentligt finansierade sjukhus och vårdhem där inköpen är relativt okänsliga för det allmänna konjunkurläget. Folk blir sjuka oavsett konjunktur och behöver likaledes vård oavsett var i en konjunktur man befinner sig. Det är ovanligt att ett land får slut på resurser att investera i sjukvården menar respondenterna. Vidare anser respondenterna att den nämnda marginalprofilen tillsammans med kapitallätta affärsmodeller, där det inte i någon större utsträckning krävs nya investeringar för att växa affären, resulterar i en mycket hög “return on invested capital” (ROIC)⁶¹ för dessa bolag. Tillsammans med en stark omsättningstillväxt blir detta ofta mycket värdeskapande för aktieägarna då bolagen kan återinvestera sina vinster till attraktiv räntabilitet.

4.2.2 Beskrivning av värderingsprocessen

Samtliga respondenter, oaktat yrkesroll, betonar att detta är en mycket bred frågeställning och det är således svårt att ge ett tydligt och koncist svar. Vad som dock kan sägas är att många av de momenten och aspekterna som respondenterna anser som mest centrala återkommer i väldigt stor utsträckning. För det första är samtliga respondenter mycket tydliga med att det mesta av värderingsprocessen läggs på att förstå, analysera och värdera ett bolags så kallade mjuka värden. Hit hör faktorer som ledningens och styrelsens erfarenhet och kompetens, affärsmodell, marknadsposition, inträdesbarriärer, produktens nytta samt bedömning av nedsiderisken i bolaget. Vidare nämns ett begrepp som “optionalitet” i kategorin mjuka variabler. Med det menas för marknaden okända möjligheter som i framtiden kan materialiseras och skapa aktieägarvärde. Det kan exempelvis röra sig om förvärv, en ny betydande produktlansering eller att bolaget går in på en ny marknadsnisch med en redan befintlig produkt. Denna optionalitet tillskrivs också ett värde när respondenterna

⁶¹ Börsdata “ROIC %”

sammanställer sin värdering av ett bolag. Två av respondenterna arbetar med att sätta en kvantitativ siffra på dessa variabler medan de andra snarare väger varje parameter på ett mer arbiträrt sätt. Respondenterna menar enhälligt att det är kvaliteten på dessa mjuka faktorer som i slutändan kokar ner till en värderingsmultipel alternativt i utformningen av en peervärdering. När den grunden är lagd är det vanligaste tillvägagångssättet att fokusera på de mer finansiella bitarna, hit hör både historisk finansiell data och framtida projektioner. Kombinerat med de mjuka värdena läggs egna så kallade estimat på bolagets framtida intjäning och tillväxt. Samtliga respondenter framhåller vikten av att identifiera bolag med kraftig förväntad tillväxt, höga marginaler och låg kapitalbindning (vilket många lyfter fram som en vanlig egenskap hos just medicinteknikbolag och en av många anledningar till att sektorn anses attraktiv ur deras synvinkel). Detta då dessa faktorer fastställer ett bolags avkastning på investerat kapital (ROIC) vilket tre av de tillfrågade menar är en helt central del för att ett bolag ska kunna skapa aktieägarvärde över tid.

När det därefter kommer till att fastslå själva värderingen skiljer sig processen något åt vid jämförelse av de olika subgrupperna. Hos mäklare och förvaltare ter sig denna process vara av relativt enkel karaktär. Framförallt de förvaltare som intervjuats pratar mycket om att deras vy måste skilja sig från analytikernas för att det ska gå att skapa överavkastning i en investering. Eftersom de respondenter som deltog i studien har som huvudsakliga uppgift att investera i snabbväxande medicinteknikbolag menar förvaltarna att det primärt handlar om att förstå om ett bolag kan växa betydligt snabbare och med längre uthållighet än vad analytikerkåren tror. Förvaltarna upplever att många analytiker har för konservativa antaganden i bolag med stark tillväxtprofil och menar att det genom en stark övertygelse om ett bolags framtida tillväxttakt (en övertygelse som härstammar från ett gediget analysarbete) går att göra goda affärer över tid. När förvaltarna identifierat en sådan diskrepans menar samtliga att själva värderingsprocessen är mycket enkel. Samtliga använder sig av så kallad multipelvärdering där man typiskt sett försöker beräkna ett bolags omsättning och vinst under de kommande tre eller fem åren ut. Med utgångspunkt i de siffrorna sätts en i förvaltarens mening rimlig multipel på den vinsten. Här används oftast EV/EBIT eller EV/EBITDA. Vad som är en rimlig multipel avgörs i stor utsträckning av de mjuka faktorerna som nämndes i början av detta kapitel samt baserat på finansiell data historiskt och i framtiden, med andra ord, hur snabbt bolaget har växt historiskt samt hur snabbt och länge bolaget kan växa framåt.

På samma sätt arbetar mäklarna som tillfrågats. De menar att en multipelvärdering är enklare att förstå och tolka för en motpart (som typiskt sett är en fondförvaltare) jämfört med en DCF modell. Mäklarna framhäver också peervärdering som en vanligt förekommande metod. Mäklarna försöker på samma sätt förstå bolagets affär och sedan uppskatta rimliga antagen för framtiden, för att sedan sätta en rimlig multipel. När samtliga intervjuer genomförts framträdde en relativt enhetlig bild kring värderingsprocessen. För att göra denna process så pedagogisk som möjligt förklaras huvuddragen i respondenternas värderingsprocess med en matris. I matrisen återfinns de tre huvudsakliga momenten i processen, framtagna utifrån de svar som framkommit. De tre olika subgruppernas processer kan därför delas upp i tre moment:

Moment 1:	Bilda sig en tydlig bild av bolagets mjuka värden, här blandas ingen finansiell information in, vare sig historisk data eller framtida antaganden.
Moment 2:	Förstå sig på hur bolagets finansiella potential ser ut givet de värden som identifierats under moment 1. Hur omvandlas de mjuka faktorerna till hårda siffror när bolaget utvecklas och växer. Vart kan bolaget vara i finansiella termer tre till fem år från idag.
Moment 3:	<p><i>För förvaltare och mäklare:</i> Gör en relativt enkel "servettkalkyl" på bolagets vinst och omsättning tre till fem år. Sedan sätts en rimlig multipel på denna vinst och omsättning. Den eventuella uppsidan i aktien räknas sedan ut genom att ta skillnaden mellan den framräknade kursen baserat på multipelvärderingen och dagens kurs.</p> <p><i>För analytiker:</i> Processen i moment 3 är typiskt sett mer utförlig hos analytikerna jämfört med den hos förvaltare och mäklare. Analytikerna använder sig ofta av flera olika värderingsmetoder för att vidimera analysen gentemot kunderna. Exempel på värderingsmetoder som respondenterna använder sig av är DCF-modell, peervärdering och multipelvärdering och i ett enstaka fall även Sum-of-the-Parts värdering.</p>

Fig 7. Matris av värderingsprocessen baserat på respondenternas svar

Även om själva värderingsprocessen för förvaltare och mäklare ter sig relativt enkel (multipelvärdering) krävs det däremot mer tid och förståelse för att förstå bolaget på djupet. Respondenterna menar alla att vikten måste läggas på att verkligen förstå bolagets dynamik och framtidsmöjligheter, först då kan en sofistikerad värdering av bolaget göras.

De tillfrågade analytikernas inställning till själva processen för att bestämma en värdering mätt i aktiekurs är lite mer komplex. Det är inte ovanligt att man tillämpar tre olika värderingsmetoder på samma bolag. Alla analytiker nämnde metoderna multipelvärdering, DCF-värdering och peervärdering. I ett enstaka fall togs Sum-of-the-Parts värdering också upp. De tillfrågade analytikerna rättfärdigar detta genom att de verkligen vill vara säkra på att inte ha missat något och de vill även kunna erbjuda olika sätt för kunden (oftast en fondförvaltare) att förstå upp- och nedsidan i ett bolag. Analytiker-responenterna menar vidare att det är viktigare att man som analytiker verkligen lägger ner ett omfattande jobb på att framställa värderingen ur olika vinklar jämfört med en förvaltare eftersom att en förvaltare inte har några kunder som denne behöver redogöra sina värderingsmetoder inför. En analytiker behöver i grunden vara mycket mer objektiv än en förvaltare och förväntas ha svar på alla tänkbara frågor från kunderna. Därför känner sig samtliga av de tillfrågade mer bekväma med att ha en rad olika angreppssätt till värdering att falla tillbaka mot.

4.2.3 Motivering av värderingsprocessen

På frågan om hur respondenterna motiverar sitt tillvägagångssätt när det kommer till värderingsprocessen pekar åtminstone åtta av respondenterna på att man till stor del följer en branschpraxis i kombination med egna preferenser och utarbetade metoder. Dessa respondenter menar att alla typer av initierat investering kräver gedigna och holistiska processer där ett bolags alla beståndsdelar utvärderas, såväl mjuka som hårda. Men givetvis skiljer sig processerna åt på individnivå på grund av respondentens egna preferenser, vad som dock kan slås fast är att den ovan nämnda branschpraxisen kan kännas igen hos samtliga respondenter. Respondenterna lyfter särskilt fram att det som gör investeringar i medicinteknik unikt är att det krävs noggrann analys och förståelse för produktens värde till kunden och hur den förhåller sig till rådande regulatoriska regelverk. Detta då produkterna

ofta är mycket komplexa till sin teknik samt att produkterna ofta hjälper till att lösa mycket avancerade processer inom hälsovården. Ingen av våra respondenter hade en akademisk bakgrund inom medicin varför de menar att det krävs mycket arbete för att verkligen förstå produkten. Att förstå produkt och regelverk är något som man inte behöver ta hänsyn till på samma sätt i de flesta andra snabbväxande branscher som exempelvis IT och tech menar en av våra respondenter.

Tittar man mer specifikt på frågeställningen med val av själva värderingsmetoden för att fastslå en rikt Kurs eller "fair value" (rimligt värde) på bolaget finns det ett tydligt arv i branschen där man inte ändrat metoder på många år. De respondenter med längst historik i marknaden, >20 år, menar att det under hela deras yrkesverksamma liv varit samma metoder som gällt för värdering av bolag med snabb tillväxt. Det vill säga framförallt multipelvärdering och peervärdering. En av respondenterna sa:

"Så länge jag investerat i den här sektorn (>20 år) har alla jag känner, inklusive jag själv, alltid använt multipelvärdering på en prognostiserad vinst ett antal år ut från idag. Detta har inte ändrats trots att mycket annat i marknaden har gjort det".

När man jämför de olika subgrupperna utkristalliserar sig vissa skillnader i hur respektive grupp motiverar sin process för att sätta ett värde på bolaget. Det som sticker ut är att säljside-responenterna, med andra ord mäklarna och analytikerna, lyfter fram att de har en större skyldighet att göra sin process begriplig gentemot kunden, vilket allt som oftast är en förvaltare. Detta ansvar eller skyldighet har inte en förvaltare på samma sätt då denna oftast svarar inför människor utanför branschen, fondsparare, som inte är fullt lika insatta och inte kräver samma redogörelse för hur processen gått till. Respondenterna på säljsidan menar därför att deras process måste vara dels mycket omfattande men på samma gång måste den enkelt och snabbt kunna förmedlas till kunden så att denne finner förtroende för mäklaren eller analytikern och därigenom genomför en affär. Detta är säljsidans primära uppgift.

4.2.4 Synen på användandet av “traditionella” värderingsmetoder inom medicinteknikinvesteringar

Respondenterna framhåller enhälligt att det inte finns något värde i att enbart titta på exempelvis ett P/E-tal eller en EV/EBIT multipel på ett bolags redan rapporterade vinst. Respondenterna hänvisar här ofta till den effektiva marknadshypotesen och menar att aktier handlas på framtida förväntningar och inte på historisk prestation. Det är därför omöjligt att skapa något värde genom att enbart titta på en multipel på ett bolag utifrån aktuella bokslutssiffror. I intervjuerna har de grafer som visas under kapitel 4.1 där NM-index haft mer än en dubbelt så hög värdering som OMXS30 över tid lyfts fram. Hade man följt metoden att alltid köpa de bolag som har lägst P/E-tal hade man kraftigt underavkastat mot NM-index. Detta fann ingen av respondenterna som förvånande. Som nämnts ovan menar samtliga respondenter att det mesta handlar om framtiden och vilken förväntad omsättnings- och vinsttillväxt ett bolag förväntas åstadkomma. Här återkommer respondenterna ofta till de mjuka värdena framför hårda siffror och värdering. De menar att det är en fin balansgång mellan de bägge men där de mjuka värdena är de som i slutändan bestämmer den hårda värderingen mätt i siffror.

Alla respondenter är överens om att bolagets aktuella värdering absolut spelar roll i deras investeringsbeslut men att det ändå är en mindre del av processen. Både på kort och lång sikt framhålls det att omsättnings- och vinstmomentum är betydligt viktigare för aktiekursens utveckling än höga multiplar i närtid. Återigen finns det vissa skillnader mellan de olika grupperna. Tendensen är att säljsidan lägger mer fokus på värdering än köpsidan då de tillgodoser en bredare kundgrupp där vissa kunder (fondförvaltare) lägger mer tonvikt på värdering på bolaget idag och därför måste säljsidan anpassa sitt förhållningssätt något för att samtliga kunder ska kunna förstå budskapet. Det kan som tidigare nämnts handla om att komplettera multipel- och peervärdering med en DCF-värdering. Hos förvaltarna vi intervjuat är fokus mer på långsiktig omsättnings- och vinsttillväxt då de inte behöver svara inför någon kund på samma sätt. De kunder som valt att investera i dessa förvaltares fonder har gjort det med förväntningen att förvaltarna ska investera i bolag med hög tillväxt inom medicintekniksektorn och de litar därför på förvaltarnas strategi och omdöme. Förvaltarna menar enhälligt att de hellre köper aktier till en högre värdering i ett “fantastiskt bolag” där man förväntar sig många år av kraftig tillväxt än att köpa aktier i ett mindre bra bolag till en

lägre värdering där man inte har samma förtroende för att bolaget över tid ska lyckas växa omsättning och vinst.

4.2.5 Synen på varför sektorn är högt värderad

På frågan om respondenternas syn på sektorns höga värdering på aggregerad nivå (se Fig. 5. kap. 4.1.) knyter många av respondenterna an till det som sades under frågan om varför de själva finner medicintekniksektorn intressant att investera i. Faktorer som lyfts fram till sektorns höga värdering är bland annat de höga inträdesbarriärerna och således de långa försäljningscyklerna som är förknippade med de regulatoriska kraven som kommer med en medicinteknisk produkt. Vidare pekas det på de långsiktiga tillväxtpotentialerna i sektorn, med en åldrande befolkning krävs mer resurser till sjukvården och hela hälsovårdssektorn växer därför snabbare än BNP menar sju av respondenterna. På mer bolagsspecifik nivå lyfts faktorer som attraktiva affärsmodeller fram där ofta en initial försäljning görs av någon form av hårdvaruprodukt för att sedan kompletteras med så kallade förbrukningsartiklar samt service- och supportförsäljning. Den här typen av intäkter har ofta en återkommande karaktär då framförallt förbrukningsartiklarna behöver bytas ut efter varje användning av produkten, dessutom tenderar dessa produkter att ha mycket högre marginal än den initiala hårdvaruförsäljningen. Den här typen av dynamik bygger en stor bas av återkommande intäkter allt eftersom bolaget lyckas sälja sin hårdvara till fler kunder. Detta menar respondenterna är något som marknaden uppskattar då visibiliteten i intäkterna blir betydligt högre samt att marginalen typiskt sett expanderar när försäljningen av förbrukningsprodukter ökar som andel av försäljningen.

Alla respondenterna lyfter även fram den låga räntan som en viktig faktor till de höga värderingarna i sektorn. Den låga räntan får en direkt effekt på dessa bolags värdering när avkastningskravet minskar i en DCF-modell. Detta slår extra hårt mot bolag som växer snabbt och har majoriteten av sina vinster i framtiden. Denna faktor lyfter samtidigt respondenterna som en risk för sektorns värderingar ifall det skulle bli så att centralbankerna börjar höja räntan igen.

Huruvida värderingarna i sektorn är hållbara med hänsyn till bolagens finansiella prestation är ett genomgående tema i svaren att det är mycket individuellt från bolag till bolag. Många

av respondenterna framhåller att sektorns värderingar på en aggregerad nivå nog är i det högsta laget och att det därför finns en del risk på nedsidan, särskilt om räntan skulle komma att höjas. En annan risk som lyfts fram är den om sjukhusens investeringsvilja och budget. Skulle nationella policys komma att ändras och mindre resurser allokeras till sjukvård och hälsa skulle även det potentiellt kunna drabba värderingarna i sektorn. Däremot menar de tillfrågade att de tycker de flesta värderingar känns hållbara på bolagsspecifik nivå. De menar att många av de bolag som växer kraftigt och med god och ökande lönsamhet sannolikt inte har en för hög värdering. Distinktionen som många av respondenterna drar är att det framgent kommer bli ännu viktigare med aktiv så kallad "stockpicking" där det kommer vara centralt att hitta de rätta bolagen i sektorn. Många olönsamma bolag i sektorn samt bolag med lägre kvalitet har enligt respondenterna drivits upp värderingsmässigt tillsammans med de kvalitativa bolagen när räntan varit låg och stora penningpolitiska stimulanser pumpats in i systemet. Många av respondenterna landar i slutsatsen att sektorns värderingar som aggregat nog kan anses vara något överhettad samtidigt som specifika bolag fortfarande har helt rimliga värderingar givet deras tillväxt- och lönsamhetsprofil.

4.3 Analys av resultat

Flera respondenter nämner i intervjuerna att deras värderingsmetod huvudsakligen har influerats av branschpraxis. En viss koppling mellan normativ isomorfism och dessa uttalanden går att peka på. De personer som intervjuats har påverkats av kollegor, chefer och branschpraxis i stort och har därmed tagit efter redan etablerade normer för hur en värderingsmetod ska se ut, för att ge ett legitimt intryck. En av respondenterna sade "*Det finns alltid folk som har ett mer betonat värderingsfokus och tycker att man är dum i huvudet om man bara ser mjuka variabler.*"

Det går att se ett samband i hur respondenterna strukturerat sin värderingsprocess och hur beslutsprocessen ser ut enligt Brim och hans medförfattares Rationella Beslutsmodell.⁶² Första steget i Rationella Beslutsmodellen är som tidigare nämnts att identifiera problemet eller behovet. Då respondenterna och professionella investerare generellt vill skapa så hög riskjusterad avkastning som möjligt är detta konstaterande det första steget i modellen.

⁶² Orville G. Brim et al. (1962)

Uppdraget är oftast att hitta de investeringar som kan ge så god avkastning i kombination med så låg risk som möjligt. Steg två i beslutsmodellen går att koppla till en kombination av vad vi kallar för Moment 1 och Moment 2 i matrisen som beskriver respondenternas värderingsprocess.⁶³ Steg två enligt Rationella Beslutsmodellen består av att inhämta nödvändig information. Detta kan sägas ske i både Moment 1 och Moment 2, för att då inhämtas, enligt respondenterna, all tillgänglig information om bolaget, bolagets produkt samt marknaden. Detta inkluderar optionalitet, då även om företaget i fråga har en medicinteknisk produkt som möjligtvis inte är färdigutvecklad när värderingen görs kan den ändå ha inflytande på värderingen. Detta beror på att det kan finnas stora förhoppningar på produktens effektivitet när den väl lanseras. Då måste investeraren försöka estimeras sannolikheten för produktens framgång och nytta som kan komma av det vilket går att koppla till normativ beslutsteori.

Steg tre, steg fyra, steg fem och steg sex i Rationella Beslutsmodellen är tillräckligt applicerbara för att kopplas till Moment 3 i matrisen. Nämnade steg består av att framställa möjliga lösningar, utvärdera möjliga lösningar, välja en strategi samt implementera vald strategi. Detta anser vi ingår i Moment 3. Här sammanställs informationen som inhämtats, ett beslutsunderlag gällande värderingen framställs samt själva värderingen sker. "Beslutet" som beskrivs i Rationella Beslutsmodellen menar vi i detta fall är att välja vad det aktuella medicinteknikbolaget ska värderas till. Det går som tidigare nämnts inte att se ett perfekt samband mellan Brim med fleras Rationella Beslutsmodell och matrisens tre "Moment". Detta beror till stor del på att den Rationella Beslutsmodellen inte har tagits fram för att beskriva investeringsbeslut i allmänhet och inte för investeringsbeslut på medicinteknikbolag i synnerhet. Det är därför inte oväntat att Rationella Beslutsmodellen inte helt passar in i respondenternas värderingsprocesser.

Det faktum att NM-indexet tydligt har överavkastat gentemot OMXS30-indexet de senaste 10 åren tyder på att den effektiva marknadshypotesen (EMH) inte håller. Detta är något som vi, efter våra intervjuer, upplever att respondenterna utnyttjar till sin fördel när det kommer till deras värderings- och investeringsprocess. Som tidigare redogjorts för bygger respondenternas strategi i stor grad på att de samlar in så mycket relevant information som möjligt för att med hjälp av den bedöma framtiden för bolaget med så hög precision som

⁶³ Fig. 7.

möjligt. Skulle all information vara inprisad i en aktie vid varje given tidpunkt, som den effektiva marknadshypotesen menar, skulle det inte ha lönat sig att investera på det sätt som våra respondenter gör och med gott resultat har gjort. Att respondenterna, alla med stor erfarenhet av investeringar över tid, använder värderingsprocesser som förutsätter att marknaden inte är effektiv tyder än mer på marknads ineffektivitet.

5. Diskussion

5.1 Resultatdiskussion

Studien har synliggjort och visat på de värderingsmetoder som svenska professionella investerare använder vid värdering av noterade medicinteknikbolag. Vidare har skillnaderna mellan sub-gruppernas (analytiker, mäklare och förvaltare) olika värderingsmetoder analyserats för att ge ytterligare förståelse för deras val och användning av dessa metoder. Det är tydligt att värderingsmetoderna skiljer sig åt baserat på vilken roll respondenten har. Framförallt är det de respektive yrkesrollernas kunder som styr hur värderingsprocessen går till, tillsammans med en väl inarbetad branschpraxis. Tydligast syns detta hos analytikerna som också är den grupp som enligt respondenterna har högst krav på sin analys från externt håll (kunder och högre chefer på banker). Skillnaderna mellan hur de olika grupperna utförde sin värderingsprocess blev tydligast när man tittade på bredden och djupet av värderingsmetoder som de respektive grupperna använde sig av vid bestämmandet av en akties värde. Däremot var arbetet innan mycket snarlikt mellan samtliga respondenter oaktat yrkesroll. Alla 10 respondenter följde, med små variationer, den process som beskrivs i matrisen under kapitel 4.2.2 och benämns "Moment 1" och "Moment 2". Där riktas värderingsprocessen mot bolagets mjuka värden för att med bakgrund i det lägga en prognos om framtiden för bolaget. Det var ingen av de tillfrågade förvaltarna som använde något annat än multipelvärdering som det primära verktyget för att bestämma värdering på ett bolag, vilket rimmar väl med "Moment 3". På samma sätt höll sig de tillfrågade mäklarna också primärt till multipelvärdering.

Tittar man istället på de tillfrågade analytikerna var alla tydliga med att de använder metoderna DCF-, multipel- och peervärdering, alltså tre värderingsmetoder jämfört med förvaltarna och mäklarna som använder en. Dock nämnde en analytiker att han även använder Sum-of-the-Parts värdering, vilket ingen annan tog upp. Värderingsmetoderna sammanvägs sedan för att leda till ett värde på bolagets aktier. Analytikerna menar att detta är på grund av att olika kunder föredrar olika värderingsmetoder och det är av vikt för deras yrkesroll att de kan möta alla kunder med den värderingsmetod som denne föredrar och är mest bekväm med.

Detta leder enligt analytikerna till ett bredare förhållningssätt på värdering, dock tillstod de flesta analytiker att den värderingsmetod som de tycker lämpar sig bäst för snabbväxande medicinteknikbolag i relativt tidigt stadiet på sin kommersiella resa är multipelvärdering. Studiens resultat ger en generell bild av hur svenska professionella investerare värderar nordiska noterade medicinteknikbolag. Då vi har inte lyckats finna några tidigare studier som behandlar ämnet om professionella investerares värderingsmetoder för noterade medicinteknikbolag går det därför inte att diskutera våra resultat i relation till tidigare forskning.

5.2 Framtida Forskning

Vid framtida forskning på ämnet hade det varit intressant att titta på hur värderingsprocesserna inom medicinteknikinvesteringar skiljer sig åt mellan investerare i olika länder. I första hand i Norden. Vi fick från ett par av respondenterna, som arbetar på två pan-nordiska banker, indikationer på att deras kollegor i Danmark har en annorlunda syn på vilka värderingsmetoder som passar bäst för investeringar i medicinteknik.

6. Slutsats

Syftet med denna studie var att undersöka hur svenska professionella investerare arbetar med värdering av nordiska medicinteknikbolag. Vidare syftade studien till att slå fast hur dessa investerare motiverar sitt val av värderingsmetod. Vi har som tidigare nämnts inte kunnat finna någon tidigare forskning på detta område varför vi anser våra fynd vara intressanta ur ett informationsgivningsperspektiv till såväl privatsparare som andra professionella investerare.

Studien började med att hitta relevanta teorier till den valda frågeställningen, vilket senare ledde vidare till att formulera intervjufrågorna och hitta relevanta intervjuobjekt. Efter att alla intervjuer hade genomförts sammanställdes respondenternas svar och de viktigaste delarna av intervjuerna identifierades. Resultatet var att vi kunde se en tydlig trend i hur svenska professionella investerare väljer att värdera nordiska noterade medicinteknikbolag. Alla respondenter nämnde vikten av att göra en analys av ett företags "mjuka" värden, där dynamiken i bolaget utvärderas genom efterforskning av bransch, konkurrens, produkt, regulatoriska aspekter etc. Detta kan göras både med samtal med bolagets ledning, särskilda sakkunniga i branschen samt genom internetsökningar. Detta har vi valt att kalla för Moment 1 i Fig. 7. Ett fåtal av respondenterna arbetade med att kvantifiera dessa variabler med olika typer av skattningar medan de flesta bedömde dessa på ett arbiträrt sätt. Dessa värden och inputvariabler används tillsammans med historisk finansiell data för att kunna lägga en kvalificerad prognos om framtiden. Detta steg kallar vi för Moment 2. Slutligen kommer Moment 3, vilken skiljer sig åt mellan de intervjuade subgrupperna, drivet av två olika branschpraxis. Enligt de intervjuade mäklarna och fondförvaltarna är själva värderingsprocessen ganska enkel, oftast används multipelvärderingar på en prognostiserad vinst eller omsättning på tre eller fem år ut. Det framgår från intervjuerna att analytikerna är betydligt mer grundliga i sin värderingsprocess och baserar den ofta på flera olika värderingsmetoder såsom en DCF-modell, multiplar och peer-värderingar. Detta mer noggranna förhållningssätt är delvis drivet av en inarbetad kultur hos dessa analytikers arbetsgivare men även av bankens kunder, som typiskt sett är en förvaltare.

Efter att samtliga intervjuer har gjorts, drar vi slutsatsen att respondenternas motivering till sitt val av värderingsmetod tyder på att det finns en tydlig branschpraxis för hur svenska professionella investerare arbetar med värdering av nordiska noterade medicinteknikbolag. Denna branschpraxis bör dock delas in i två delar. En praxis för den så kallade köpsidan, dit förvaltare hör, samt en praxis för säljsidan dit analytiker hör. Mäklarna uppvisar en praxis som blandar från båda sidorna där de mot kund ofta använder en enklare värderingsmodell, liknande förvaltarnas, men det händer även att de kompletterar med andra metoder som DCF och peervärdering beroende på vem motparten i den aktuella affären eller diskussionen är. Praxisen har en lång historia där vi kan fastslå att de sett likartade ut i åtminstone 20 år, både för köp- och säljsidans aktörer.

Referenslista

ABG Sundal Collier (2021) "Swedish Healthcare Sector Report May 2021" Hämtad 2021-05-15 (Bild från rapport)

Avanza (2009) "Vad är stock picking på svenska?" Hämtad 2021-06-01 från [/www.avanza.se/placera/redaktionellt/2009/02/16/vad-ar-stock-picking-pa-svenska.html](http://www.avanza.se/placera/redaktionellt/2009/02/16/vad-ar-stock-picking-pa-svenska.html)

Brim, O.G. et al. (1962) Personality and Decision Processes, *Studies in the Social Psychology of Thinking*, Stanford.

Bryman, A., & Bell, E. (2017) Företagsekonomiska Forskningsmetoder, Liber AB

Burton G. Malkiel (2003) The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, Princeton University

Börsdata (2020) "ROIC %" Hämtad 2021-06-01 från <https://borsdata.se/info/nyckeltal/roic>

Condorcet, N. ([1793] 1847). "Plan de Constitution, présenté a la convention nationale les 15 et 16 février 1793" Oeuvres, (12), 333-415

Corporate Finance Institute (2021) "What is Sum-of-the-Parts (SOTP) Valuation?" Hämtad 2021-06-01 från <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/sum-of-the-parts-sotp-valuation/>

Damodaran, A. (2017). *Narrative and Numbers: The Value of Stories in Business*. Columbia Business School Publishing

Davidson, B., & Patel, R. (2019) *Forskningsmetodikens grunder*, Studentlitteratur AB

DiMaggio, P., & Powell, W. (1983) The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147-160.

Dewey, J. ([1910] 1978) "How We Think" *Middle Works* (6), 177-356

Di (2021) "Miljardrusning till svenska bolag - ökat med 235% på två år" Hämtad 2021-04-01 från

<https://www.di.se/nyheter/miljardrusning-till-svenska-bolag-okat-235-procent-pa-tva-ar/>

Diagnostics Roche (2021) "En åldrande befolkning skapar nya utmaningar för vården"

Hämtad 2021-04-10 från

<https://diagnostics.roche.com/se/sv/framtidens-diagnostik/en-aldrande-befolkning-skapar-nya-utmaningar-foer-varden-.html>

Fama, E. (1970) Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 383-417

Fazzini, M. (2018) *Business Valuation: Theory and Practice*. Springer International Publishing AG

GlobeNewsWire (2020) “Medical Devices Market Size Worth Around US\$ 671,49 Bn by 2027” Hämtad 2021-04-21 från

<https://www.globenewswire.com/news-release/2020/11/11/2124829/0/en/Medical-Devices-Market-Size-Worth-Around-US-671-49-Bn-by-2027.html>

Hansson, S.O. (2005) “Decision Theory: A Brief Introduction” *Department of Philosophy and the History of Technology - Royal Institute of Technology (KTH)*

Investerarbrevet (2020) “Aktiehandeln bland småsparare rekordökar” Hämtad 2021-04-09 från <https://www.investerarbrevet.se/aktiehandeln-bland-smasparare-rekordokar/>

Mintzberg, H. Raisinghani D. & Théorêt A. (1976) “The Structure of ‘Unstructured’ Decision Processes”, *Administrative Sciences Quarterly* (21) s.246-275

Nasdaq OMX Nordic (u.å) “Vad är aktieindex?” Hämtad 2021-05-17 från

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/aktier/vadaraktieindex?languageId=3>

Nasdaq OMX Nordic (u.å) “Vad är OMX Stockholm 30 Index?” Hämtad 2021-04-15 från

<http://www.nasdaqomxnordic.com/utbildning/optionerochterminer/vadaromxstockholm30index>

NE Nationalencyklopedin AB (u.å) “Beslutsteori” Hämtad 2021-05-10 från

<https://www.ne.se/uppslagsverk/encyklopedi/l%C3%A5ng/beslutsteori>

Ramsey, F. P. (1926). Truth and Probability. *Foundations of Mathematics and other Logical Essays*, (7), 156-198.

Startup Sloth (2021) "The Razor-Razorblade Business Model" Hämtad 2021-06-01 från <https://startupsloth.com/the-razor-razorblade-business-model/>

SvD Näringsliv (2020) "Skakigt hos techjättarna: "Rekyl har legat i luften"" Hämtad 2021-04-09 från <https://www.svd.se/skakigt-hos-techjattarna-rekyl-har-legat-i-luften>

SvD Näringsliv (2021) "Nytt all time high på Stockholmsbörsen" Hämtad 2021-04-09 från <https://www.svd.se/nytt-all-time-high-pa-stockholmsborsen-u3hb>

Swedish Medtech (u.å) "Om branschen" Hämtad 2021-04-21 från <https://www.swedishmedtech.se/sidor/om-branschen.aspx>

Tversky, A., & Kahneman, D. (1992) Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty* (5), 297-323

Öhman (2019) "Investera i hälsa - det lönar sig i längden" Hämtad 2021-04-10 från <https://www.ohman.se/nyheter/2019/ohmanlunch-investera-i-halsa-det-lonar-sig-i-langden/>

Bilaga 1

▼ Pane 1			
NAME	CHART STATISTICS: MAY-23-2011 TO MAY-20-2021		
	HIGH	LOW	AVG
▼ Index: ELOS B, CONTX, CRAD B, 17 more	-	-	-
■ Daily TEV/EBITDA (TEV)	38.49	11.50	21.36
▼ OMX Stockholm 30 Index (^OMXS30)	-	-	-
■ Daily TEV/EBITDA	15.80	6.55	10.90

Det framgår ur kolumn “AVG” att medicinteknikindexet (grön) har haft dubbelt så hög genomsnittlig värdering som OMXS30 (orange) de senaste tio åren.

Bilaga 2

Intervjufrågor

Bakgrundsfrågor

- Hur länge har du jobbat med investeringar/analys i medtechbolag och inom finanssektorn som helhet?
- Hur många av bolagen i NM-index äger du i din yrkesroll alternativt har ägt i din yrkesroll alternativt täcker eller känner du till?
- Vilka grundläggande motiv finns det för dig att investera i sektorn medtech?

Frågor om värderingsprocessen

- Vilken metod använder du för att värdera nordiska snabbväxande medtechbolag?
- Vilka är de mest centrala delarna när du värderar dessa bolag?
- Hur motiverar du ditt val av värderingsmetod?
- Tror du på en värderingsprocess som enbart grundar sig i kvantitativa nyckeltal såsom ex. P/E eller EV/EBIT?
- Hur ser du på användandet av “traditionella” värderingsmetoder för att värdera nordiska snabbväxande medtechbolag?

Frågor om syn på sektorns avkastning

- Hur ser du på det faktum att NM-index i snitt varit dubbelt så högt värderat som OMXS30 under de sista 10 åren samt den skarpa ökningen i värdering post coronakrisen på börsen i mars förra året?
- Vad upplever du är orsaken till denna ökning i värdering?

Bilaga 3



Capital IQ Company Screening Report

Company Name	Industry Classifications	Market	
		Capitalization (\$USDm)	Geographic Locations
Coloplast A/S (CPSE:COLO B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	33 822,6	Denmark (Primary)
Demant A/S (CPSE:DEMANT)	Health Care Equipment and Services (Primary)	13 254,7	Denmark (Primary)
GN Store Nord A/S (CPSE:GN)	Health Care Equipment and Services (Primary)	10 487,4	Denmark (Primary)
Getinge AB (OM:GETI B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	9 963,6	Sweden (Primary)
Ambu A/S (CPSE:AMBU B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	9 431,1	Denmark (Primary)
Elekta AB (publ) (OM:EKTA B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	5 773,7	Sweden (Primary)
Sectra AB (publ) (OM:SECT B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	2 847,3	Sweden (Primary)
Arjo AB (publ) (OM:ARJO B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	2 815,2	Sweden (Primary)
Xvivo Perfusion AB (publ) (OM:XVIVO)	Health Care Equipment and Services (Primary)	1 128,5	Sweden (Primary)
CellaVision AB (publ) (OM:CEVI)	Health Care Equipment and Services (Primary)	969,5	Sweden (Primary)
Sedana Medical AB (publ) (OM:SEDANA)	Health Care Equipment and Services (Primary)	872,7	Sweden (Primary)
Bactiguard Holding AB (publ) (OM:BACTI B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	796,1	Sweden (Primary)
Surgical Science Sweden AB (publ) (OM:SUS)	Health Care Equipment and Services (Primary)	682,0	Sweden (Primary)
Medstim ASA (OB:MEDI)	Health Care Equipment and Services (Primary)	571,3	Norway (Primary)
Q-linea AB (publ) (OM:QLINEA)	Health Care Equipment and Services (Primary)	494,5	Sweden (Primary)
RaySearch Laboratories AB (publ) (OM:RAY B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	373,1	Sweden (Primary)
Immunovia AB (publ) (OM:IMMNOV)	Health Care Equipment and Services (Primary)	271,8	Sweden (Primary)
Carasent ASA (OB:CARA)	Health Care Equipment and Services (Primary)	259,9	Norway (Primary)
Mentice AB (publ) (OM:MNTC)	Health Care Equipment and Services (Primary)	250,2	Sweden (Primary)
GHP Specialty Care AB (publ) (OM:GHP)	Health Care Equipment and Services (Primary)	229,3	Sweden (Primary)
CSAM Health Group AS (OB:CSAM)	Health Care Equipment and Services (Primary)	225,0	Norway (Primary)
C-Rad AB (publ) (OM:CRAD B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	221,1	Sweden (Primary)
SyntheticMR AB (publ) (NGM:SYNT)	Health Care Equipment and Services (Primary)	208,4	Sweden (Primary)
Elos Medtech AB (publ) (OM:ELOS B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	202,3	Sweden (Primary)
Senzime AB (publ) (OM:SEZI)	Health Care Equipment and Services (Primary)	174,7	Sweden (Primary)
ContextVision AB (publ) (OB:CONTX)	Health Care Equipment and Services (Primary)	172,6	Sweden (Primary)
PatientSky Group AS (OB:PSKY)	Health Care Equipment and Services (Primary)	167,2	Norway (Primary)
Boule Diagnostics AB (publ) (OM:BOUL)	Health Care Equipment and Services (Primary)	130,5	Sweden (Primary)
EQL Pharma AB (publ) (NGM:EQL)	Health Care Equipment and Services (Primary)	129,0	Sweden (Primary)
Paxman AB (publ) (OM:PAX)	Health Care Equipment and Services (Primary)	117,9	Sweden (Primary)
Integrum AB (publ) (OM:INTEG B)	Health Care Equipment and Services (Primary)	108,7	Sweden (Primary)

31

Ur Capital IQs databas filtrerades 31 nordiska medicinteknikbolag fram med ett börsvärde >1000 MSEK den 4/6-2021.