



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 28 September 2021

ScandiDos

Rapport för första kvartalet

Omsättning minskar något

Nettoomsättningen Q1'21/22 minskade 3 % y/y till 11,7 mkr, vilket underskred våra estimat om 13,8 mkr. Asien var avvaktande under Q4 och fortsatte trenden under Q1, bl.a. på grund av den underliggande försäljningen av behandlingsutrustning, som belastats av försenade leveranser men även pandemin.

Lönsamhet

Bruttomarginalen försvagades något y/y till 75 % (79 %). Vi noterar dock att försvagningen relaterar till lageromvärderingar, och att marginalen för direktförsäljning och distribution är närmast oförändrad. EBITDA uppgick till -2 mkr (0,8 mkr) där föregående år inkluderade positiva engångsposter om 1,5 mkr. EBITDA var lägre än våra estimat om -0,7 mkr där avvikelsen förklaras av lägre intäkter samt bruttomarginal.

Fortsatt stark underliggande marknad

Vi ser fortsatt stark tematisk underliggande trend och stor potential i bolagets erbjudande, som förskjutits av pandemin. Vi justerar ned vårt motiverade värde till 4,80 - 4,90 kr per aktie (5,40 - 5,60) mot bakgrund av lägre intäkter, samt vissa justeringar i estimaten framöver, se längre ned. Vi ser fortsatt medelhög risk i aktien.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20/21e	21/22e	22/23e	23/24e	Motiverat värde	4.80 - 4.90	
EPS, just 21/22e	-0.03	0.04	-171.1%	Sales,m	60	68	80	92	Current price	3.23
EPS, just 22/23e	0.12	0.14	-11.9%	Sales Growth	4.7%	13.5%	17.0%	15.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23/24e	0.18	0.2	-10.6%	EBITDA, m	4.1	3.3	10.4	13.3		
				EBIT, m	(0.4)	(1.4)	5.0	7.3		
				EPS, adj	(0.03)	(0.03)	0.12	0.18		
				EPS Growth	(31.6)%	(100.3)%	(486.6)%	44.9%		
				Equity/Share	1.1	1.1	1.2	1.4		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(0.6)%	(2.1)%	6.3%	8.0%		
				ROE (%)	(3.1)%	(3.0)%	10.4%	13.1%		
				ROCE	(0.5)%	(3.2)%	10.3%	13.0%		
				EV/Sales	2.07x	1.82x	1.56x	1.35x		
				EV/EBITDA	30.0x	37.8x	12.0x	9.3x		
				EV/EBIT	(353.0)x	(88.0)x	24.6x	16.9x		
				P/E, adj	(95.7)x	(101.6)x	26.3x	18.1x		
				P/Equity	3.0x	3.1x	2.7x	2.4x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	2.4%	(4.9)%	(1.9)%	2.3%		
				Net Debt/EBITDA	(2.2)g	(1.7)g	(0.4)g	(0.5)g		

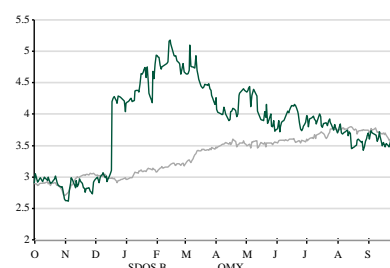
Kommande händelser

Q2-rapport 21/22 2021-12-14

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 41.5m
 Market cap 134
 Nettoskuld (10)
 EV 124
 Free Float 78.00%
 Avg. No. of Daily Traded Sh. 105.0(k)
 Reuters/Bloomberg SDOSb.ST/SDOS SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



Sammanfattning

Rapport för första kvartalet

Investment Case

ScandiDos erbjuder kvalitetssäkring av avancerad strålterapi av cancer. De två marknadsledande aktörerna Varian och Elekta uppskattar att marknaden för strålterapi kommer att växa med 70% de kommande två decennierna. ScandiDos nya produkt Delta⁴ Discover installeras på linjäracceleratoren till skillnad från Delta⁴ Phantom+, vilket innebär att den potentiella marknaden nu blir dubbelt så stor sett till antal system.

Bolags profil

Cancer är den näst vanligaste dödsorsaken i världen efter hjärt- och kärlsjukdomar. Under 2012 diagnostiserades över 14 miljoner nya cancerfall globalt och 8,2 miljoner människor dog i cancer. Idag lever 32,6 miljoner med cancer (upp till 5 år efter diagnos). De högsta cancerfrekvenserna har noterats i Nordamerika, Europa, Australien och Nya Zeeland. En undersökning från American Cancer Society, publicerad 2016, visade att varannan man och var tredje kvinna i USA kommer att få diagnosen cancer någon gång under sin livstid.

Antalet nya fall förväntas öka med 70% under de kommande två decennierna, vilket visar på ett stort behov av avancerad cancervård. Bidragande faktorer till att antalet cancerfall ökar är den ökade livslängden samt att diagnostiken har förbättrats. Detta leder till att fler cancerfall upptäcks, oftare i ett tidigt skede, vilket förbättrar möjligheterna till överlevnad. De viktigaste metoderna idag för cancerbehandling är kirurgi, strålbehandling och cellgiftsbehandling. En cancerpatient behandlas ofta med en kombination av dessa metoder. Enligt International Atomic Energy Agency (IAEA) finns i dagsläget ca 8 000 strålterapikliniker och ca 11 000 linjäracceleratorer i världen. Detta leder till att marknaden som ScandiDos verkar på står inför en tillväxtresa de kommande åren.

Motiverat värde

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell med ett tioårigt prognosfönster. Centrala antaganden i vår värdering inkluderar en omsättningstillväxt 2023/24 om 15 %, som gradvis avtar för att uppnå 1 % bortom vårt prognosfönster. Vi diskonterar kassaflöden med en kapitalkostnad (WACC) om 8 %. Långsiktiga CAPEX-nivåer bedöms vara om ca 5 % av omsättningen. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 4,80 - 4,90 kr per aktie (5,40 - 5,60 kr).

Avvikelseanalys

Nedan noteras avvikelserna från våra estimat. Tillväxten y/y var lägre än vi räknat med, vilket förklaras av att marknaderna huvudsakligen i Asien är avvaktande, vilket beror på att den underliggande försäljningen av behandlingsutrustning inte växt enligt förväntan i kvartalet. Lönsamhetsavvikelserna förklaras primärt av bruttomarginalen, som främst är en effekt av omvärderingar av lagret.

Parameter	Utfall	EPB		Kommentar
		estimat	Diff	
Intäkter	11,7	13,8	-15%	
EBITDA	(2,0)	(0,6)	N/A	Bruttomarginal, lägre försäljning
EBIT	(3,1)	(1,7)	N/A	Bruttomarginal, lägre försäljning
EPS	(0,08)	(0,04)	N/A	Bruttomarginal, lägre försäljning

Estimatförändringar

Vi noterar att flera marknader i Asien fortsatt är avvaktande med upphandlingar. Detta beror på att den underliggande marknaden för behandlingsutrustning drabbats av förseningar i leverans och installation, samt vissa begränsningar som grundas i restriktioner i sviterna av pandemin. Nedan syns de estimatjusteringar vi gör efter kvartalet. Vi gör primärt estimatjusteringar av intäkterna för innevarande år. Detta resulterar dock i att rörelseresultatet för tillfället blir positivt först helåret 22/23e.

Nya estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	68	80	92
Tillväxt	13%	17%	15%
EBIT	(1,4)	5,0	7,3
Rörelsemarginal	N/A	6,3%	8,0%
EPS	(0,03)	0,12	0,18

Tidigare estimat	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	72	85	97
Tillväxt	18%	18%	14%
EBIT	1,8	5,7	8
Rörelsemarginal	N/A	6,7%	8%
EPS	0,04	0,14	0,20

Förändring i %	21/22e	22/23e	23/24e
Omsättning	-5%	-6%	-6%
EBIT	N/A	-12%	-10%
EPS	N/A	-12%	-11%

DCF-modell

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell. Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Modellen indikerar ett motiverat värde om 4,80 - 4,90 per aktie.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	88
PV of terminal value (perpetuity formula)	101
Enterprise value	189
Latest net debt	-10
Minority interests & other	0
Equity value	199
No. of shares outstanding (millions)	41
Equity value per share (SEK)	4,8

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	3,1	2,8	2,4
EV/EBITDA	45,8	22,8	12,3
EV/EBIT	-537,9	52,6	18,8
EV/NOPLAT	-677,5	66,2	23,7
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			3,27

		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	7,0%	5,0	5,3	5,6	6,0	6,5
	7,5%	4,7	4,9	5,2	5,5	5,9
	8,0%	4,4	4,6	4,8	5,1	5,4
	8,5%	4,1	4,3	4,5	4,7	4,9
	9,0%	3,8	4,0	4,2	4,4	4,6

		Long-term EBIT margin				
		8,5%	11,0%	14%	16,0%	18,5%
WACC	7,0%	4,0	4,8	5,6	6,5	7,3
	7,5%	3,7	4,4	5,2	5,9	6,7
	8,0%	3,4	4,1	4,8	5,5	6,2
	8,5%	3,2	3,8	4,5	5,1	5,7
	9,0%	3,0	3,6	4,2	4,7	5,3

Aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
RTI Group AB	20,30%	20,30%
Avanza	12,40%	12,40%
MW Asset Management	9,27%	9,27%
Görgen Stjernfeldt Nilsson	5,71%	5,71%
Övriga	52,32%	52,32%
Ordförande		Olof Sandén
Verkställande direktör		Gustaf Piehl
Finansdirektör		Catarina Arkebäck
Investerarkontakt		-
Hemsida		www.scandidos.com/

Resultaträkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoomsättning	47	51	49	57	60	68	80	92
Övriga intäkter	4	4	3	4	6	5	5	5
Kostnad sålda varor	-12	-14	-12	-15	-14	-16	-18	-21
Bruttovinst	40	41	40	46	53	57	66	76
Försäljningskostnader	-19	-20	-23	-22	-14	-17	-20	-22
Administrationskostnader	0	0	0	0	0	-1	-1	-1
Personalkostnader	-28	-28	-29	-32	-34	-31	-30	-35
Övriga kostnader	-1	-1	-4	-4	0	0	0	0
Extraordinära kostnader	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	-8	-7	-16	-12	4	3	10	13
Avskrivningar	-5	-5	-1	-1	-4	-5	-5	-6
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-12	-12	-18	-13	0	-1	5	7
Finansiella intäkter	0	1	1	0	-1	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	0	-1	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-13	-11	-18	-13	-1	-1	5	7
Skatter	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-13	-12	-18	-13	-1	-1	5	7
Nettoresultat (just)	-13	-12	-18	-13	-1	-1	5	7

Balansräkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
TILLGÅNGAR								
Immateriella anläggningstillgångar	29,6	28,7	32,8	32,5	32,5	37,5	42,5	47,5
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	29,8	29,0	33,4	33,0	33,2	38,2	43,2	48,2
Varulager	14,9	15,6	18,3	20,5	20,5	21,4	22,9	26,4
Kundfordringar	8,1	10,6	13,7	8,7	12,2	2,4	2,5	2,9
Övriga omsättningstillgångar	2,4	1,9	1,8	1,9	2,3	0,7	0,7	0,7
Likvida medel	8,3	9,1	2,0	6,9	9,0	5,7	4,2	6,3
Summa omsättningstillgångar	33,7	37,1	35,8	38,0	44,0	30,2	30,3	36,3
SUMMA TILLGÅNGAR	63	66	69	71	77	68	74	84
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	44,0	46,6	28,6	46,3	45,2	43,9	49,0	56,3
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	44,0	46,6	28,6	46,3	45,2	43,9	49,0	56,3
Långfristiga finansiella skulder	2,1	1,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	2,1	1,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	17,4	18,5	39,3	24,7	32,0	24,5	24,6	27,5
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	17,4	18,5	39,3	24,7	32,0	24,5	24,6	27,5
Summa Eget Kapital och skulder	63	66	69	71	77	68	74	84

Kassaflödesanalys

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoreultat Rapporterat	-8,6	-7,0	-13,5	-8,7	3,1	-1,3	5,1	7,4
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändringar i rörelsekapital	-4,5	-2,2	0,0	3,0	5,7	3,0	-1,6	-0,2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13,2	-9,2	-13,5	-5,7	8,8	1,7	3,5	7,1
Investeringar	-2,5	-3,7	-8,8	-4,1	-4,6	-5,0	-5,0	-5,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-15,7	-12,9	-22,3	-9,8	4,1	-3,3	-1,5	2,1
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	18,2	14,2	15,2	14,7	-1,7	0,0	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	2,5	1,3	-7,1	4,9	2,5	-3,3	-1,5	2,1
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld (just)	-6,2	-8,0	-0,7	-6,9	-9,0	-5,7	-4,2	-6,3

Nyckeltal per aktie

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
EPS	-0,51	-0,40	-0,61	-0,32	-0,03	-0,03	0,12	0,18
FCF per aktie	-0,61	-0,45	-0,77	-0,24	0,10	0,03	0,09	0,19
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Antal aktier efter utspädning vid årets slut	25,1	28,9	28,9	41,5	41,5	41,5	41,5	41,5

Finansiell ställning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Nettoskuld	-6,2	-8,0	-0,7	-6,9	-9,0	-9,0	-5,7	-4,2
Soliditet	69%	70%	41%	65%	59%	65%	67%	67%
Nettoskuldsättningsgrad	5%	2%	4%	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld / EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-2,7	-0,5	-0,3

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se