



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 09 Februari 2022

Mentice

Exekverar orderboken under kvartalet

Försäljningstillväxt 47% y/y


Försäljningen för 2021 uppgick till 185 mkr vs våra estimat om 173 mkr. EBITDA uppgick till 2,5 mkr vs våra estimat om -0,4 mkr. Den lägre lönsamheten går delvis att förklara med att EO-poster belastar EBITDA med 3,6 mkr under Q4. Orderingången uppgick till 73,7 mkr vilket var i linje med 2020 och är fortsatt negativt påverkad av Covid. Medicinteknisk industri är det drivande segmentet med en tillväxt om 22% y/y.

Sänker risken

Vi sänker vår intäktsestimat med ca 20% för 22-23. Detta gör vi främst av 3 anledningar: 1) Vi ökar andelen mjukvara som säljs med en SaaS-lösning vilket minskar volatiliteten. 2) Vi sänker våra estimat på innevarande år givet att orderingången var lägre. Vi ser dock en uppsida i estimaten givet att sjukhussystem återhämtar sig. 3) Givet det fortsatt volatila läget i leveranskedjorna är vi konservativa i exekveringen av orderboken.

Intressant läge i aktien

Vi sänker vårt motiverade värde till 114-116 kr. Den främsta anledningen är den multipelkontraktion vi sett för medicinteknisk industri på markanden. Värdet reflekterar de högre avkastningskrav vi sett på marknaden. Värderingen har stöd i vår långsiktiga DCF. Vi väljer att applicera en rabatt mot peers om 25% givet Mentice i dagsläget lägre lönsamhet samt den aggressiva lönsamhetsexpansionen som ligger i estimaten.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	114.0 - 116.0
EPS, justerad 22e	0.4	1.38	-70.7%	Omsättning, mkr	185	260	346	447	Aktiekurs	SEK82.0
EPS, justerad 23e	1.93	4.19	-54.0%	Tillväxt	35%	41%	33%	29%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	3.61	3.61	0.0%	EBITDA, mkr	2.4	33	80	131	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q1'22 rapport 28/04/2022</div>				EBIT, mkr	(20)	15	62	113		
				EPS, justerad	(0.9)	0.4	1.9	3.6		
				EPS tillväxt	-%	nm	378%	87%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				EK/aktie	5.5	5.9	7.9	11.5	<div>Analytiker</div> <div>rikard.engberg@penser.se</div>	
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(10.7)%	5.7%	17.9%	25.4%		
				ROE	(11.4)%	6.8%	24.5%	31.5%		
				ROCE	(5.0)%	4.2%	13.5%	18.6%		
				EV/Sales	10.9x	7.7x	5.8x	4.5x		
				EV/EBITDA	834.7x	61.3x	25.3x	15.3x		
				EV/EBIT	(101.9)x	135.3x	32.6x	17.8x		
Antal aktier		25m		P/E, justerad	(94.5)x	203.5x	42.6x	22.7x		
Börsvärde		2,028		P/EK	14.8x	13.8x	10.4x	7.1x		
Nettoskuld		(13)		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
EV		2,015		FCF yield	(0.6)%	1.3%	2.5%	3.4%		
Free float		45%								
Daglig handelsvolym, snitt		15(k)								
Reuters/Bloomberg		MNTC:SS								



Sammanfattning

Exekverar orderboken under kvartalet

Investment Case

Mentice rider på två starka makrotrender. Den första är ökade krav på validering och den andra ett skifte i kirurgin från öppen kirurgi till endovaskulära ingrepp. Båda dessa trender innebär en ökad patientnytta vid behandling av några av de vanligaste livsstilsjukdomarna och dödsorsakerna i västvärlden. Bolaget kan även genom sin unika förmåga att återskapa virtuella patienter vara en viktig partner för andra medicintekniska bolag i resan mot automatiserad kirurgi.

Bolagsprofil

Mentice tillhandahåller hård- och mjukvara för simulering av endovaskulära ingrepp. Endovaskulära ingrepp innebär att man istället för att "öppna" kroppen för att genomföra ingrepp i nära koppling till hjärtat eller hjärnan för in och styr instrument via blodomloppet. Detta innebär dramatiskt reducerade rehaftider och sjukhusvistelser vilket är en nyckel för att möta framtida vårdbehov. Endovaskulära ingrepp kan dessutom genomföras på äldre patienter och mot fler åkommor än öppen kirurgi. Ett stort problem i dagens vårdssystem är misstag som leder till dödliga komplikationer. I USA är medicinska misstag den tredje vanligaste dödsorsaken. Genom simulering kan risken för fel med dödlig komplikation som följd minska med 20–30%.

Mentice jobbar nära bolag i den medicintekniska industrin och tillhandahåller lösningar både för FoU (forskning och utveckling) och försäljningsavdelningar. FoU står för ca 10–15% av budgeten hos kunder. Vi bedömer att Mentice kan ta en större del av denna budget vilket leder till en accelererande tillväxt. I dagsläget har man en marknadsledande ställning med en marknadsandel om ca 50%, men kommer genom partnerskap att bredda den adresserbara marknaden vilket gör att bolaget kan nå sina mål om en tillväxt på 30–40%.

Mentice har slutit partneravtal med Philips och Siemens om att simuleringssystemet ska säljas tillsammans med deras cathlabs. Dessa två bolag har en marknadsandel om ca 50%. För varje sålt system till dessa kunder får Mentice en återkommande intäkt vilket minskar volatiliteten i intäktsbasen. Vi bedömer att simuleringssystem på sikt kan vara en del i samtliga sålda cathlabs.

Vi bedömer att bolaget kommer spela en nyckelroll i övergången till robotassisterad och autonom kirurgi. Detta då man genom sin teknik har möjlighet att skapa en virtuell kopia på en patient. Genom att skapa virtuella kopior på patienter kan man tillhandahålla träningsdata för utveckling och upplärning av kirurgiska robotar. Vi bedömer att detta kommer ske om 3–5 år.

Värdering

Vi har använt oss av en relativvärdering där vi jämför Mentice mot andra snabbväxande bolag inom medicinteknik. Mentice handlar idag på en rabatt om ca 45% mot dessa bolag baserat på våra estimat. Vi bedömer att rabatten bör vara ca 25% givet Mentice storlek och den höga volatiliteten i intjäningen. Denna värdering har även stöd i vår DCF och resulterar i en värdering om 114-116 kr. Vi ser i dagsläget ett antal tydliga triggers som kan agera katalysatorer för att rabatten ska minska och dessa är 1) fler bunderling avtal 2) minskad volatilitet i intjäningen givet ökad andel SaaS 3) fortsätta exekvera orderingången och orderboken i en lika stark takt som i Q4'21.

Kvartalet i detalj

Medicinteknisk industri

Orderingången i kvartalet uppgick till 60 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 22% y/y. Inom segmentet är regionerna APAC och EMEA drivande med en tillväxt om 51% respektive 105% y/y. Tillväxten visar att digitaliseringen inom medicinteknik har accelererat under året och att virtuella lösningar vinner mark i industrin. Bolaget ser en stark efterfrågan ifrån samtliga storkunder.

Sjukhussystem

Orderingången för segmentet uppgick till 7 mkr vilket är en nedgång med 67% y/y. Försäljningen uppgick till 9,5 mkr vilket motsvarar en negativ tillväxt om 40%. Segmentet är fortfarande påverkat av Covid-pandemin. Bolaget såg en ljusning vid ingången av kvartalet men har fortsatt svårt att nå ut till sjukhus. Bolaget bedömer att försäljningsarbetet kommer att ta fart under 2022.

Strategiska samarbeten

Orderingången uppgick till 6,9 mkr vilket är en ökning med ca 124% y/y. Omsättningen uppgick till 6,4 mkr vilket är en ökning med 146%. Vi bedömer att denna tillväxt är hänförlig till att försäljningen ifrån partnerskap med Siemens och Philips har börjat bära frukt. Denna försäljning påverkas fortfarande negativt av Covid-pandemin. Under de sista dagarna i kvartalet slöts ett avtal med Siemens om att samtliga Corindus system som säljs på den kinesiska marknaden kommer vara utrustade med Mentice system. Vi bedömer att denna marknad kommer vara katalysator för försäljningen framöver.

EO-poster

Bolaget redovisar negativa extraordinära poster om 13,7 mkr under kvartalet. Av dessa påverkar 4,6 mkr EBITDA, 2,2 mkr kopplande till nedskrivningar av kapitaliserade utvecklingskostnader. Resterande poster är hänförliga till omvärdering av skattefodringar och skatteeffekter kopplade till förvärv.

Strategiska samarbeten

Mentice har ett djupt samarbete med de två världsledande bolagen inom medicinteknik Siemens och Philips. Dessa bolag har en marknadsandel om ca 50% på s.k. cath labs. Cath labs möjliggör för endovaskulära ingrepp som Mentice simulerar. Vi bedömer att det kommer säljas 4-6 tusen sådana system årligen under vår prognosperiod.

Den senaste innovationen inom endovaskulär kirurgi är att en robot som styrs av kirurgen utför operationen, detta har tre klara fördelar

- **Både patient och läkare utsätts för mindre strålning.** Data ifrån Mentice kund Corindus visar att strålexponeringen minskar med 95% för läkare och 20% för patienter.
- **Bättre arbetsmiljö för kirurger.** Data ifrån Royal College of Surgeons visar att många kirurger väljer att omplacera sig/pensioneras som en följd av arbetsskador. Genom robotkirurgi förbättras kirurgens arbetsmiljö avsevärt.
- **Ökad precision.** Det finns flertalet datapunkter inom kirurgi som visar att robotkirurgi ökar precisionen avsevärt genom att delar av ingreppen assisteras.

Inom endovaskulär kirurgi är Siemens världsledande inom detta område sen man förvärvade det amerikanska robotbolaget Corindus 2019. Vid Corindus börsnotering 2015 såg man att målmarknaden i USA var ca 3 250 system. Vi bedömer att denna har vuxit kraftigt.

I kvartalet har bolaget slutit ett avtal med Siemens om att samtliga Corindus system som säljs på den kinesiska marknaden kommer att säljas tillsammans med ett Mentice system där mjukvaran säljs som en SaaS-lösning.

För att skatta potentialen i dessa partneravtal har vi nedan gjort en känslighetsanalys i hur många Mentice system som kommer säljas givet en viss andel av systemen säljs med Mentice mjukvara. För denna scenarioanalys har vi följande antaganden:

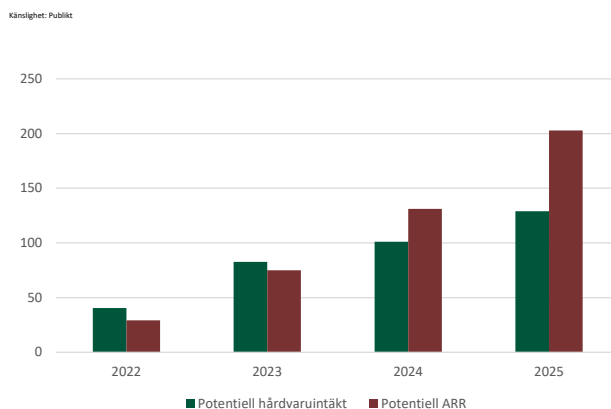
- Varje system genererar en årlig licensintäkt om ca 0,2 mkr. Detta kan jämföras med en CAPEX på USD 0,35 - 0,65m för ett robotsystem och ytterligare ca 1m för ett cath lab.
- Varje Mentice system genererar en hårdvaruintäkt om ca 0,4-0,8 mkr per sålt system.

Vi bedömer att varje cath lab har en livslängd om ca 10 år samtidigt som den installerade basen växer med ca 5%. Nedan är ett scenario hur ARR (Annual Recurring Revenue) kan utvecklas givet att en Mentice partners bibehåller sina marknadsandelar. Attachment rate är den % av system som Mentice säljs ihop med. Andra simuleringsbolag har en grad på 60-80% hos sina liknande partners.

Scenario analys (1/2)

Scenario analys strategiska samarbeten				
	2022	2023	2024	2025
Cathlabs st	44982	45882	46799	47735
Ersättning för äldre system st	4410	4498	4588	4680
Nya st	882	900	918	936
Marknadsandel partners	50%	50%	50%	50%
Antal sålda system partners st	3087	3149	3212	3276
Attachment rate	3%	6%	8%	12%
Potentiellt antal sålda Mentice system st	93	189	257	393
ARR mkr	31	69	120	199

Scenario analys (2/2), mkr



Estimatförändringar

Vi justerar ner våra intäktsestimater med i snitt cirka 20% kommande två år. Anledningen är:

- **Högre transparens i estimaten.** Vi har tidigare varit försiktiga med våra post-pandemiestimater. Anledningen har varit att vi utgått ifrån en långsiktig marknadsplan och bedömt potentialen i bolagets industriella samarbeten och långsiktig efterfrågan. Vi bedömer nu att vi har bättre visibilitet i att prognostisera hastigheten i återhämtningen för industrin. Vi ser en fortsatt stark pandemieffekt i segmentet Healthcare Systems vilket reflekteras i orderingsgången om -67%. Detta bidrar till att vi justerar estimat för orderingsgången under 2022-23.
- **Ökad fokus på SaaS och leasing i försäljningen.** Givet att bolaget kommer sälja sina system till Siemens på den kinesiska marknaden som en SaaS-lösning och inte ta betalt up-front för mjukvaran ser vi att tillväxten initialt inte kommer att vara lika kraftig som vi tidigare räknat med. Volatiliteten i intäkterna kommer dock att sjunka vilket vi ser som positivt.
- **Potentiell uppsida i estimaten.** Vi är konservativa i system som säljs tillsammans med cath labs och bolagets partners Siemens och Philips. Skulle fler bundling-avtal slutas ser vi en uppsida i estimaten.

Sammanfattningsvis ser vi en potential på uppsidan i våra estimater med ett antal tydliga positiva triggers. Dessa triggers är främst kopplade till affärsområdet Strategiska samarbeten som beskrivs ovan. Vi ser uppsida på lönsamheten i våra estimater givet att bolaget klarar av att exekvera orderboken samtidigt som man inte expanderar kostnadsbasen.

Estimatförändringar

	2022	2023
Sales	-16%	-26%
EBITDA	-45%	-45%
EPS, adj	-71,0%	-54,0%

Orderingsgång



DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA																
Valuation output			WACC assumptions				Sensitivity analysis									
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 052					Risk free nominal rate	0.4%				Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 901					Risk premium	7.0%									
Enterprise value	2 953					Extra risk premium	2.0%									
Latest net debt	-13					Beta	1.0									
Minority interests & other	0					Cost of equity	9.4%									
Equity value	2 965					Cost of debt (pre-tax)	3.0%									
No. of shares outstanding (millions)	25					Tax rate	22%									
Equity value per share (SEK)	120					Target debt/(debt + equity)	0%									
						WACC	9.4%									
Implicit multipl.			2021	2022	2023	Terminal value assumptions										
EV/Sales	16.0	11.4	8.5			Long term growth rate	2.0%									
EV/EBITDA	1223.1	89.8	37.0			Long term EBIT margin	32.0%									
EV/EBIT	-149.4	198.2	47.8			Depreciation (% of sales)	3.5%									
EV/NOPLAT	-191.5	254.2	61.3			Capex (% of sales)	3.5%									
P/E						Working cap. (% of sales)	2.0%									
ROIC/WACC						Tax rate	22%									
Current Share price	52.4															

DCF (SEKm)	2022-02-08	dec-19	dec-20	dec-21	dec-22	dec-23	dec-24	dec-25	dec-26	dec-27	dec-28	dec-29	dec-30	dec-31	dec-32	dec-33
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Sales	149	138	185	260	346	447	562	695	840	992	1 144	1 289	1 419	1 523	1 594	
EBITDA	-13	-4	2	33	80	143	186	238	298	363	416	467	511	546	569	
- Depreciation	-12	-14	-22	-18	-18	-18	-22	-26	-30	-34	-39	-44	-49	-53	-56	
= EBIT	-24	-18	-20	15	62	125	165	213	268	329	377	422	462	493	513	
- Tax on EBIT	5	4	4	-3	-14	-28	-36	-47	-59	-72	-83	-93	-102	-109	-113	
= NOPLAT	-19	-14	-15	12	48	98	128	166	209	256	294	330	360	385	400	
+ Depreciation	12	14	22	18	18	18	22	26	30	34	39	44	49	53	56	
= Gross cash flow	-8	0	7	30	66	116	150	192	239	290	333	374	409	438	456	
- Capex	-4	-25	-26	-25	-32	-48	-57	-67	-77	-86	-89	-89	-86	-79	-69	
= Increase (+decrease) in WC	-22	34	-4	-6	-20	-12	3	4	4	4	4	4	3	3	2	
= Free cash flow from operations	-34	9	-23	-1	14	55	96	128	165	208	248	288	327	361	388	
PV of cash flow				-24	-1	12	43	68	83	98	113	123	131	135	137	134
% of Enterprise value				-1%	0%	0%	1%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	5%	5%	5%
Accumulated % of Enterprise value				-1%	-1%	0%	1%	3%	6%	9%	13%	17%	22%	26%	31%	36%

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Sales growth	-7.9%	34.6%	40.5%	32.9%	29.3%	26.5%	23.7%	20.9%	18.0%	15.4%	12.7%	10.0%	7.3%	4.7%		
EBITDA margin	-3%	1%	13%	23%	32.0%	33.2%	34.3%	35.4%	36.6%	36.4%	36.2%	36.0%	35.9%	35.7%		
EBITDA growth	-68%	-159%	126.3%	143%	79.4%	30.3%	27.9%	24.8%	21.8%	14.8%	12.2%	9.5%	6.8%	4.2%		
EBIT margin	-13%	-11%	6%	18%	28.0%	29.3%	30.6%	31.9%	33.1%	33.0%	32.8%	32.6%	32.4%	32.2%		
Depreciation (% of sales)	10.3%	12.0%	6.9%	5.2%	4.0%	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.5%	3.5%		
Capex (% of sales)	18.2%	14.0%	9.6%	9.3%	10.7%	10.2%	9.7%	9.2%	8.7%	7.8%	6.9%	6.1%	5.2%	4.4%		
Capex (% of depreciation)	177%	117%	139%	178%	267%	264%	261%	257%	254%	228%	202%	176%	150%	125%		
Working capital (% of sales)	0%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%		
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%		

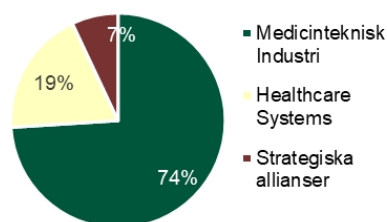
Peers

Valuation	MCAP (SEK)	EV (SEK)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Surgical Science Sweder	9 500	9 189	13,94x	11,93x	10,16x	52,62x	37,2x	28,6x	79,25x	50,0x	35,9x	100,6x	64,0x	46,0x
BICO	11 279	11 765	4,98x	3,83x	2,88x	64,95x	29,1x	17,3x	(107,94x)	100,1x	34,7x	-	99,2x	50,9x
Intuitive Surgical	927 433	890 687	15,37x	13,54x	11,91x	37,56x	32,4x	27,8x	42,41x	35,7x	30,7x	57,7x	48,6x	41,0x
Biotage	12 517	12 274	8,63x	7,84x	7,18x	31,59x	28,6x	24,9x	39,30x	34,7x	32,6x	52,8x	46,3x	39,3x
Sectra	28 972	28 579	13,38x	11,75x	10,30x	54,33x	47,2x	-	65,0x	55,6x	46,7x	27,8x	23,7x	-
Synthetic MR	2 190	2 178	22,92x	17,73x	-	53,38x	36,2x	-	64,0x	39,5x	-	72,3x	50,6x	-
Mean			12,57x	10,56x	8,12x	49,33x	33,91x	23,47x	43,24x	50,57x	34,07x	75,60x	54,14x	41,26x
Median			13,38x	11,75x	8,67x	52,62x	32,41x	24,93x	64,05x	39,55x	33,61x	64,98x	48,62x	41,02x

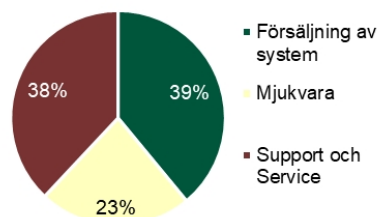
Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	LTM	2023	2024
Surgical Science Sweden	68,2%	74,0%	75,8%	26,5%	32,0%	35,5%	17,6%	23,8%	28,3%	14,3%	19,3%	22,9%
BICO	-	75,3%	73,5%	7,7%	13,1%	16,7%	-4,6%	3,8%	8,3%	-	1,9%	5,4%
Intuitive Surgical	69,0%	70,9%	71,6%	40,9%	41,8%	42,8%	36,2%	38,0%	38,8%	29,9%	29,9%	30,9%
Biotage	60,7%	62,5%	62,7%	27,3%	27,4%	28,8%	21,9%	22,6%	22,1%	17,1%	17,2%	16,7%
Sectra	25,1%	84,7%	-	24,6%	24,9%	-	20,6%	21,1%	22,1%	18,7%	16,4%	17,2%
Synthetic MR	13,7%	-	-	42,9%	49,0%	-	35,8%	44,8%	40,0%	14,0%	35,2%	-
Mean	47%	75%	73%	27%	31%	31%	19%	25%	27%	13%	19%	19%
Median	61%	75%	74%	27%	27%	34%	21%	23%	26%	16%	17%	19%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	2022	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Surgical Science Sweden	99,8%	16,9%	17,4%	139,2%	41,4%	30,1%	149,5%	58,4%	39,3%	91,7%	57,1%	39,3%
BICO	-	30,0%	33,0%	0,0%	n.m	68,5%	0,0%	-	-	0,0%	-	-
Intuitive Surgical	31,0%	13,5%	13,8%	60,6%	15,9%	-	73,7%	19,0%	16,1%	60,7%	60,7%	60,7%
Biotage	9,7%	10,1%	9,1%	25,2%	10,6%	14,6%	22,9%	13,2%	6,6%	16,0%	14,0%	6,3%
Sectra	4,0%	13,8%	14,1%	25,6%	-	-	32,2%	-	19,1%	34,4%	34,4%	34,4%
Synthetic MR	13,7%	-	-	21,7%	49,0%	-	13,7%	44,8%	-	14,0%	35,2%	-
Mean	32,1%	17,5%	17,1%	36,1%	29,2%	38,8%	42,3%	33,8%	28,3%	48,5%	54,1%	52,7%
Median	22,3%	15,4%	14,8%	25,2%	28,6%	36,1%	22,9%	31,9%	19,1%	34,4%	46,2%	39,3%

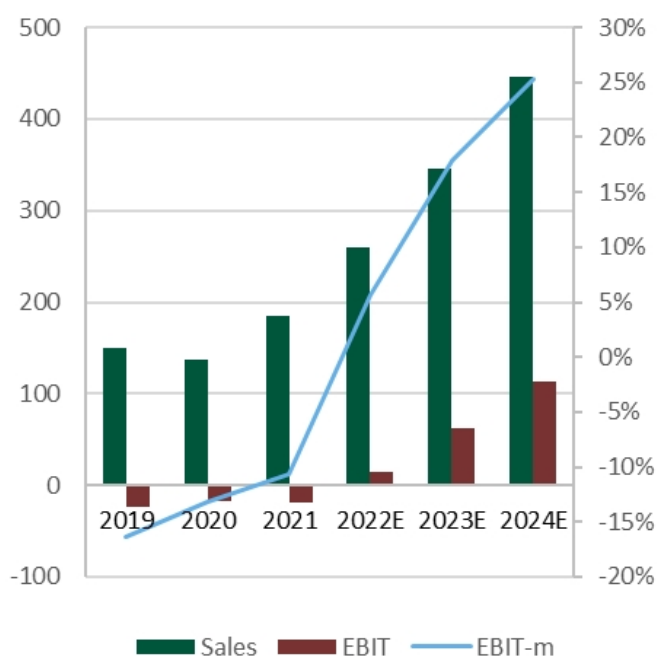
Segment



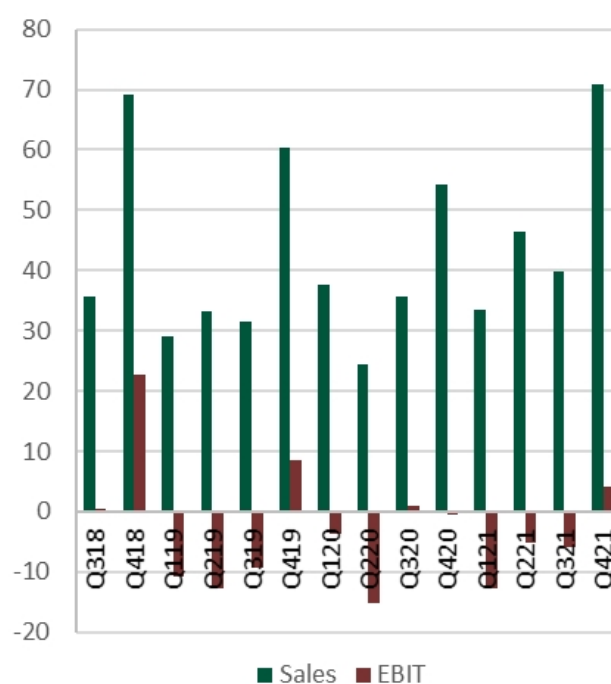
Intäktsslag



Försäljning och EBIT (y/y)



Försäljning och EBIT (q/q)



Bolagsfakta

Största aktieägare		Aktier	
Karin Howell-Bidermann		35,1%	
Bure Equity		14,7%	
Handelsbanken Fonder		7,3%	
Fjärde AP-fonden		5,4%	
Övriga		37,5%	
Ordförande	Lawrence Howell		
Verkställande direktör	Göran Malmberg		
Finansdirektör	Gunilla Andersson		
Investerarkontakt	Göran Malmberg		

Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning							157,0	149,4	137,5	185,1	260,1	345,6	446,7
Övriga intäkter							8,7	3,3	13,4	5,1	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter													
Kostnad sålda varor							-20,7	-22,5	-33,4	-35,1	-52,0	-65,7	-80,4
Bruttovinst							136,3	126,9	104,1	155,0	208,1	279,9	366,3
Andra externa kostnader							-40,8	-50,8	-40,2	-47,2	-63,0	-80,0	-102,0
Personalkostnader							-74,7	-92,3	-81,3	-105,4	-112,2	-120,1	-133,0
Extraordinära kostnader													
Rörelseresultat EBITDA							20,8	-12,9	-4,1	2,4	32,9	79,8	131,3
Avskrivningar							-4,7	-11,6	-14,1	-22,2	-18,0	-18,0	-18,0
Goodwillnedskrivningar													
Resultat (EBIT)							16,1	-24,5	-18,2	-19,8	14,9	61,8	113,3
Extraordinära Poster							0,0	0,0	0,0	-6,8	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBIT) (just)							16,1	-24,5	-18,2	-13,0	14,9	61,8	113,3
Finansiella intäkter							0,5	0,2	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader							-2,8	-2,0	-1,7	-1,6	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt							13,8	-26,2	-18,6	-21,3	14,9	61,8	113,3
Skatter							6,3	5,6	5,5	-7,9	-4,9	-14,2	-24,0
Minoritetsintressen							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoreultat Rapporterat							20,1	-20,6	-13,1	-29,2	10,0	47,6	89,3
Nettoreultat (just)							20,1	-20,6	-13,1	-15,5	10,0	47,6	89,3

Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoreultat Rapporterat							20,1	-20,6	-13,1	-15,5	10,0	47,6	89,3
Ikke kassaflödespåverkande poster							-5,5	4,6	9,2	14,4	18,0	18,0	18,0
Förändringar i rörelsekapital							1,4	-22,0	34,4	-4,0	-5,5	-20,4	-12,2
Kassaflöde från den operationella verksamheten							16,0	-38,0	30,5	-5,1	22,5	45,2	95,1
Investeringar							-12,4	-4,0	-25,0	-25,9	-25,0	-32,0	-48,0
Avyttringar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde							3,6	-42,0	5,6	-31,0	-2,5	13,2	47,1
Utdelningar							0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp							-1	72	0	0	0	0	0
Förvärv							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar							0,0	0,0	-4,0	-5,8	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde							3	30	2	-37	-3	13	47
Ikke kassaflödespåverkande poster							0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)							-17,8	-48,0	-48,8	-12,7	-10,2	-23,4	-70,4

Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR													
Goodwill							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar							33,4	31,7	101,4	106,0	113,0	127,0	157,0
Materiella anläggningstillgångar							6,5	7,9	8,0	14,1	14,1	14,1	14,1
Räntebärande anläggningstillgångar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar							9,6	32,4	31,8	28,0	28,0	28,0	28,0
Summa anläggningstillgångar							49,5	72,0	141,1	148,1	155,1	169,1	199,1
Varulager							5,0	9,3	5,8	9,2	16,2	28,2	43,8
Kundfordringar							42,3	37,4	29,5	68,3	129,6	183,4	227,8
Övriga omsättningstillgångar							16,0	20,4	20,1	23,6	43,5	55,3	66,9
Likvida medel							17,8	48,0	48,8	12,7	10,2	23,4	70,4
Summa omsättningstillgångar							81,1	115,1	104,1	113,8	199,5	290,2	408,9
SUMMA TILLGÅNGAR							130,6	187,1	245,3	261,9	354,6	459,3	608,0
Eget Kapital och skulder													
Eget Kapital							67	126	163	137	147	194	284
Minoritetsintressen							0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital							66,7	125,5	163,3	136,9	146,8	194,5	283,8
Långfristiga finansiella skulder							0,0	0,0	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
Uppskjutna skatteskulder							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder							0,2	0,0	0,0	10,1	10,1	10,1	10,1
Summa Långfristiga skulder							0,2	0,0	0,0	10,1	10,1	10,1	10,1
Kortfristiga finansiella skulder							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder							11,4	7,1	16,8	9,0	27,1	34,6	42,8
Skatteskulder							0,0	0,0	0,0	0,3	3,6	3,6	3,6
Övriga Kortfristiga skulder							52,2	54,5	65,3	105,6	167,0	216,5	267,8
Summa kortfristiga skulder							63,7	61,6	82,0	114,9	197,7	254,8	314,2
Summa Eget Kapital och skulder							130,6	187,1	245,3	261,9	354,6	459,3	608,0

Nyckeltal

Aktiedata													
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad							1,08	-1,05	-0,54	-0,63	0,40	1,93	3,61
EPS Justerad							1,08	-1,05	-0,54	-0,63	0,40	1,93	3,61
FCF/aktie							0,15	-1,70	0,22	-1,25	-0,10	0,53	1,90
Utdelning/aktie							0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie							2,7	5,1	6,6	5,5	5,9	7,9	11,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)							24,73	24,73	24,73	24,73	24,73	24,73	24,73
Värdering													
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat							95,4	-98,1	-190,7	-163,9	255,7	53,5	28,5
P/EK							38,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
P/FCF							704,9	-60,6	457,8	-82,1	-1002,4	192,7	54,1
Direktavkastning							0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad							0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales							16,3	17,4	18,9	13,8	9,8	7,4	5,9
EV/EBITDA							123,4	-201,0	-638,1	1060,3	77,7	32,2	19,9
EV/EBIT							159,0	-106,0	-142,5	-197,4	171,7	41,6	23,1
Aktiekurs, årets slut													
EV, årets slut							2564,8	2595,0	2595,7	2559,7	2557,1	2570,4	2617,4
Tillväxt och marginaler													
	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt							44%	-5%	-8%	35%	41%	33%	29%
EBIT, tillväxt						n/a		-252%	-26%	-29%	-215%	315%	83%
EPS just, tillväxt						n/a		-197%	-49%	16%	-164%	378%	87%
EBITDA-marginal							13%	-9%	-3%	1%	13%	23%	29%
EBIT-marginal							10%	-16%	-13%	-11%	6%	18%	25%

Kvartalsvis data

Resultaträkning														
	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421
Total Försäljning	35,6	69,1	29,1	33,2	31,6	60,2	37,7	24,3	35,8	54,3	33,5	46,4	39,7	71,0
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	-5,6	-15,1	-4,2	-5,9	-3,2	-9,3	-5,1	-6,1	-5,3	-16,9	-6,4	-9,4	-5,3	-14,3
Bruttovinst	30,0	54,0	25,0	27,3	28,4	50,9	32,5	18,2	30,5	37,4	27,1	37,0	34,4	56,7
Övriga externa kostnader	-8,2	-10,8	-10,9	-12,0	-12,2	-17,2	-10,7	-10,9	-8,1	-11,8	-12,0	-11,0	-9,6	-14,8
Personalkostnader	-20,5	-18,9	-22,0	-25,4	-23,0	-21,9	-22,3	-19,4	-18,3	-21,3	-23,5	-26,5	-25,5	-29,9
Rörelseresultat (EBITDA)	1,3	24,3	-7,9	-10,1	-6,7	11,8	-0,5	-12,0	4,1	4,3	-8,4	-0,5	-0,6	12,0
Avskrivningar	-0,9	-1,6	-2,9	-2,6	-2,7	-3,3	-3,1	-3,2	-3,2	-4,7	-4,5	-4,6	-5,1	-8,0
Goodwillnedskrivningar														
Resultat (EBIT)	0,4	22,7	-10,8	-12,7	-9,4	8,4	-3,6	-15,1	1,0	-0,4	-12,8	-5,1	-5,8	4,0
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	0,4	22,7	-10,8	-12,7	-9,4	8,4	-3,6	-15,1	1,0	-0,4	-12,8	-5,1	-5,8	4,0
Finansiella intäkter	0	0,2180	0	0,254	0	1,9	0,3	2,6	0,3	1,0	0,6	0,0	0,0	0,3
Finansiella kostnader	-0,7	-1,8	-0,8	-1,2	-2,0	0,0	-3,3	-0,3	-0,9	0,0	-0,1	-0,4	-0,7	-1,3
Resultat före skatt	-0,3	21,1	-11,6	-13,6	-11,3	10,3	-6,6	-12,9	0,3	0,6	-12,4	-5,4	-6,5	3,1
Skatter	0,0	6,6	3,1	2,8	2,4	-2,6	1,6	1,8	-0,7	2,7	0,0	0,1	-0,7	-7,3
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-0,3	27,8	-8,5	-10,8	-9,0	7,7	-5,0	-11,1	-0,3	3,3	-12,4	-5,3	-7,2	-4,2
Nettoresultat (just)	-0,3	27,8	-8,5	-10,8	-9,0	7,7	-5,0	-11,1	-0,3	3,3	-12,4	-5,3	-7,2	9,5
Tillväxt och marginaler														
	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q321
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-11%	-13%	29%	-27%	13%	-10%	-11%	91%	11%	31%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	-63%	nmf	nmf	-110%	nmf	nmf	nmf	nmf	-98%
Bruttomarginal	84%	78%	86%	82%	90%	84%	86%	75%	85%	69%	81%	80%	87%	80%
EBITDA-marginal	2%	40%	nmf	nmf	nmf	20%	nmf	nmf	7%	7%	nmf	nmf	nmf	20%
EBIT-marginal	1%	38%	nmf	nmf	nmf	14%	nmf	nmf	2%	nmf	nmf	nmf	nmf	7%
Skattesats	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf

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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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