



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sverige | 01 Juli 2022

ScandiDos

Växer trots tuffa jämförelsetal

Avslutar 2021/22 med tillväxt

Omsättningen för Q4 uppgick till 17,3 mkr (16 mkr) motsvarande en tillväxt om 8%. Försäljningen var ca 5% starkare än våra estimat och indikerar styrka mot bakgrund av starka jämförelsesiffror. Bolaget kommunicerar att den amerikanska marknaden utvecklats något långsammare än förväntat men marknader som Japan, Storbritannien och Italien har gått starkt.

Bruttomarginalen påverkas av försäljningsmixen

Bruttomarginalen var 74% (78%) där förändringen y/y beror på den geografiska mixen, vilket enligt vår bedömning primärt är skillnader i direktförsäljning och distributörsdriven försäljning. I övrigt hade kostnadsbasen inga stora överraskningar men EBIT var -1,8 mkr vilket var något lägre än vi räknat med, vilket främst förklaras av bruttomarginalen i kvartalet.

Långsiktig strukturell tillväxt

Vi gör endast mindre justeringar av våra intäktsestimater, men justerar våra kostnadsestimat något. Vi adderar en relativvärdering som kompletterar DCF-modellen. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 3,75 - 3,85 per aktie (4,20 - 4,40 per aktie).

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk	
		21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	3.8 - 3.9
Q1'22/23	2022-09-13					Aktiekurs	2.5
Q2'22/23	2022-10-17					Riskenivå	Medium
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	58	68	79	87	
Antal aktier	41m	Tillväxt	(4)%	18%	16%	11%	
Börsvärde	103	EBITDA, mkr	(3.0)	5.6	9.5	10.6	
Nettoskuld	(6)	EBIT, mkr	(8)	1	5	6	
EV	97	EPS, justerad	(0.2)	0.0	0.1	0.1	
Free float	68%	EK/aktie	0.9	0.9	1.0	1.2	
Daglig handelsvolym, snitt	100(k)	Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	
Reuters/Bloomberg	SDOSb.ST/SDOS SS	EBIT-marginal	(13.2)%	1.7%	6.4%	7.1%	
		ROE (%)	(19.7)%	2.8%	11.4%	12.3%	
		EV/Sales	1.7x	1.4x	1.2x	1.1x	
		EV/EBITDA	(31.9)x	17.3x	10.2x	9.1x	
		EV/EBIT	(12.7)x	84.0x	19.3x	15.7x	
		P/E, justerad	(14.1)x	97.1x	20.9x	17.0x	
		P/EK	2.8x	2.7x	2.4x	2.1x	
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
		FCF yield	(4.1)%	1.8%	3.4%	3.7%	
		Nettosk./EBITDA	2.1g	(1.3)g	(1.1)g	(1.3)g	

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se



Sammanfattning

Växer trots tuffa jämförelsetal

Investment Case

ScandiDos erbjuder kvalitetssäkring av avancerad strålterapi av cancer. Marknaden för strålterapi förväntas av marknadsbedömare växa med 70% de kommande två decennierna. En stark marknadstillväxt kombinerat med ScandiDos breda produkt erbjudande skapar förutsättningar för stark tillväxt kommande år.

Bolagsprofil

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 strålterapi kliniker och ca 11 000 linjäracceleratorer i världen. Detta leder till att marknaden som ScandiDos verkar på står inför en tillväxtresa de kommande åren. Samtidigt understryker Elekta att det globalt råder en omfattande brist av linjäracceleratorer, vilket ytterligare kommer vara drivande för tillväxt.

Motiverat värde

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell med ett tioårigt prognosfönster. Centrala antaganden i vår värdering inkluderar en omsättningstillväxt 2023/24 om 16%, som gradvis avtar för att uppnå 1% bortom vårt prognosfönster. Vi diskonterar kassaflöden med en kapitalkostnad (WACC) om 9%. Långsiktiga CAPEX-nivåer bedöms vara ca 5% av omsättningen.

Vi adderar en multipelvärdering som baseras på en målmultipel på rörelseresultatet för 2023/24e. Jämförelsebolagen utgörs av bolag inom medicinteknik eller bolag med liknande marknads- eller kundexponering. Se detaljer under värderingssegmentet längre ned. Vår DCF-modell motiverar ett värde om 4 kr per aktie, samtidigt som multipelvärderingen ger ett värde om 2,82 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 3,75 - 3,85 per aktie (4,20 - 4,40 per aktie).

Kvartalet i detalj

Intäkterna för fjärde kvartalet uppgick till 17,3 mkr (16 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om 8%. Samma period föregående år växte omsättningen 12% vilket medför att bolaget mötte tuffa jämförelsetal. Bruttomarginalen backade y/y i Q4 från 78% till 74% men enligt vår bedömning är detta endast en effekt av försäljningskanalerna (och primärt kombinationen direktförsäljning och distributörförsäljning). Bolaget ser i dagsläget inga betydande effekter på bruttomarginalen av ökade kostnader för insatsvaror. Kostnaderna i övrigt hade inga större överraskningar men EBITDA i Q4 vände ändå från positivt till negativt (-0,6 mkr). Sammantaget är dock kvartalet starkt och med nya produktlanseringar har ScandiDos goda förutsättningar för 2022/23.

Under fjärde kvartalet lanserade ScandiDos Delta4 Insight, som är bolagets mjukvarulösning för kvalitetssäkring. Vi bedömer att mjukvaran kompletterar ScandiDos erbjudande väl och stärker bolagets produktportfölj. Det inledande mottagandet har varit gott och ESTRO i Köpenhamn i maj gav indikationer på gott intresse hos kunder. Efter kvartalets utgång har ScandiDos fått en order med ett sammanlagt värde om EUR 235 000 (ca 2,4 mkr) för ett antal Delta4 Phantom+ i Japan.

Fortsatt stark underliggande marknad

Vi noterar att den underliggande marknaden för linjäracceleratorer är fortsatt stark med en tillväxt om 7-8% per år. Elekta, som är en av de dominerande aktörerna i marknaden, indikerar att det globalt finns en brist om mer än 15 000 linjäracceleratorer (LINACs). I det kortsiktiga perspektivet lyfter branschdominerande aktörer såsom Elekta fram utmaningar relaterade till fraktkostnader, leveranstider och komponentbrist, som varit dominerande teman för sektorbolag. Vi bedömer dock att ScandiDos i det kortsiktiga perspektivet har tillräcklig lagerhållning, men bolaget nämner specifikt att man förväntar sig något högre inköspriser framöver.

Estimatförändringar

Vi gör endast mindre justeringar av intäktsestimaten för aktuellt och kommande räkenskapsår. Vi ser en oförändrad bruttomarginal, men höjer våra kostnadsestimat något för perioden. Sammantaget återges justeringarna nedan.

Nya estimat	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Omsättning	67 920	78 609	87 000
Tillväxt	18%	16%	11%
EBIT	1 155	5 028	6 171
Rörelsemarginal	2%	6%	7%
EPS	0,03	0,12	0,15

Tidigare estimat	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Omsättning	68 121	79 021	
Tillväxt	20%	16%	
EBIT	3 918	5 896	
Rörelsemarginal	6%	7%	
EPS	0,09	0,14	

Förändring i %	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Omsättning	0%	-1%	
EBIT	N/A	-15%	
EPS	N/A	-16%	

Källa: EPB

DCF-modell

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell. Vi tillämpar en WACC om 9%, samt en långsiktig tillväxt om 1%, samt långsiktig EBIT-marginal om 20%. Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Modellen indikerar ett motiverat värde om ca 4 kr per aktie.

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	78 670	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	80 665	Risk premium	5,5%
Enterprise value	159 335	Extra risk premium	1,9%
Latest net debt	-6 241	Beta	0,9
Minority interests & other	0	Cost of equity	9,2%
Equity value	165 576	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	41 459	Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	3,99	Target debt/(debt + equity)	10%
		WACC	8,5%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	12,0%
Depreciation (% of sales)	5,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Källa: EPB

Nedan syns känslighet i värderingen för centrala antaganden kring långsiktig EBIT-marginal, tillväxt och WACC.

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	7,5%	4,2	4,4	4,6	4,9	5,2
	8,0%	3,9	4,1	4,3	4,5	4,8
	8,5%	3,7	3,8	4,0	4,2	4,4
	9,0%	3,4	3,6	3,7	3,9	4,1
	9,5%	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8
		Long-term EBIT margin				
		7,0%	9,5%	12,0%	14,5%	17,0%
WACC	7,5%	3,2	3,9	4,6	5,3	6,0
	8,0%	3,0	3,7	4,3	4,9	5,5
	8,5%	2,8	3,4	4,0	4,5	5,1
	9,0%	2,7	3,2	3,7	4,2	4,8
	9,5%	2,5	3,0	3,5	4,0	4,4

Källa: EPB

Relativvärdering

Nedan sammanfattas vår relativvärdering. Vi applicerar en målmultipel om 21x för EBIT 2023/24e. Multipeln är något högre än jämförelsegruppens och motiveras av högre tillväxt och avsevärt högre bruttomarginal. Nedan sammanfattas multipelvärderingen. Sammantaget genererar vår multipelvärdering ett motiverat värde om 2,82 per aktie. Vår DCF-modell tillsammans med multipelvärderingen ger sammantaget ett motiverat värde om 3,75 - 3,85 per aktie (4,20 - 4,40 per aktie).

Jämförelsebolag

Bolag	EV/EBIT			P/E			EV/Sales		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
RaySearch Laboratories AB Class B	40,0	30,7	20,3	76,5	55,7	33,0	2,8	2,5	2,2
Accuray Incorporated	90,0	19,3	8,1	N/A	14,1	8,8	0,7	0,6	0,6
Elekta AB Class B	14,9	12,5	11,0	19,2	15,6	13,7	1,9	1,7	1,6
Average	48,3	20,8	13,1	47,9	28,4	18,5	1,8	1,6	1,5
Median	40,0	19,3	11,0	47,9	15,6	13,7	1,9	1,7	1,6

Källa: Factset

Bolag	Bruttomarginal			Rörelsemarginal			FCF to sales		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
RaySearch Laboratories AB Class B	92%	91%	91%	7%	8%	11%	-3%	3%	4%
Accuray Incorporated	36%	38%	41%	1%	3%	7%	N/A	N/A	N/A
Elekta AB Class B	39%	41%	42%	12%	14%	15%	6%	9%	10%
Average	56%	57%	58%	7%	8%	11%	2%	6%	7%
Median	39%	41%	42%	7%	8%	11%	2%	6%	7%

Källa: Factset

Bolag	Tillväxt			EBIT-tillväxt		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
RaySearch Laboratories AB Class B	25%	12%	12%	-187%	30%	51%
Accuray Incorporated	8%	6%	6%	-85%	367%	139%
Elekta AB Class B	9%	8%	7%	28%	20%	14%
Average	14%	9%	9%	-81%	139%	68%
Median	9%	8%	7%	-85%	30%	51%

Källa: Factset

Resultaträkning

SEK m	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Nettoomsättning	47	51	49	57	60	58	68	79	87
Kostnad sålda varor	-12	-14	-12	-15	-14	-13	-16	-18	-20
Bruttovinst	36	37	37	43	46	44	52	61	67
Övriga intäkter	4	4	3	4	6	4	4	4	3
Övriga externa kostnader	-19	-20	-23	-22	-14	-16	-16	-18	-20
Personalkostnader	-28	-28	-29	-32	-34	-35	-34	-36	-39
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-0,8	-1,3	-0,8	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4
EBITDA	-8,0	-7,2	-13,1	-8,4	4,1	-3,0	5,6	9,5	10,6
Avskrivningar	-4,6	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,6	-4,5	-4,5	-4,5
EBIT	-12,6	-11,7	-17,5	-12,9	-0,4	-7,6	1,2	5,0	6,2
Finansnetto	-0,5	0,3	0,0	-0,2	-1,5	0,3	-0,1	-0,1	-0,1
Resultat före skatt	-13,1	-11,3	-17,5	-13,1	-1,8	-7,3	1,1	4,9	6,1
Skatter	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-13,2	-11,6	-17,8	-13,1	-1,4	-7,3	1,1	4,9	6,1

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Balansräkning

SEK m	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
TILLGÅNGAR									
Immateriella anläggningstillgångar	30	29	33	33	33	31	30	30	30
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	30	29	33	33	33	31	30	30	30
Varulager	15	16	18	20	21	20	20	24	26
Kundfodringar	8	11	14	9	12	7	10	12	13
Övriga omsättningstillgångar	2	2	2	2	2	3	2	3	3
Likvida medel	8	9	2	7	9	6	7	10	13
Summa omsättningstillgångar	34	37	36	38	44	35	40	48	55
SUMMA TILLGÅNGAR	63	66	69	71	77	66	71	78	86
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	44	47	29	46	45	37	38	43	49
Summa Eget Kapital	44	47	29	46	45	37	38	43	49
Långfristiga finansiella skulder	2	1	1	0	0	0	0	0	0
Summa Långfristiga skulder	2	1	1	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	2	2	2	2	3	3	3	4	4
Övriga Kortfristiga skulder	16	17	37	22	29	26	29	31	32
Summa kortfristiga skulder	17	18	39	25	32	29	33	35	37
Summa Eget Kapital och skulder	63	66	69	71	77	66	71	78	86

Källa: Bolagsrapporter, EPB

Kassaflödesanalys

SEK m	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Resultat efter finansiella poster	-13	-11	-18	-13	-2	-7	1	5	6
Kassaflödesjusteringar	5	4	4	4	5	5	4	4	4
Förändringar i rörelsekapital	-5	-2	0	3	6	5	0	-2	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13	-9	-13	-6	9	2	5	7	8
Investeringar	-2	-4	-9	-4	-5	-5	-4	-4	-4
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-3	-4	-9	-4	-5	-5	-4	-4	-4
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	29	15	0	35	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-11	-1	15	-20	-2	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	18	14	15	15	-2	0	0	0	0
Periodens kassaflöde	3	1	-7	5	2	-2	1	3	3

Källa: Bolagsrapporter, EPB

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