



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sverige | 24 Augusti 2022

Arcoma**Återhämtning i Q2****Återhämtning i Q2**

Arcoma redovisar intäkter för Q2 om 33,2 mkr (36 mkr) i stort i linje med vårt estimat om 32 mkr. USA fortsätter växa starkt med 40% tillväxt y/y i H1'22, men bolaget säger att samtliga marknader har återhämtat sig. Bolaget nämner försäljningsvolymerna som är tillbaka på nivåer innan pandemin, efter att pandemin begränsat investeringsnivån hos bolagets kunder.

Stärkt lönsamhet y/y

Rörelseresultatet i Q2 uppgick till 1,8 mkr (1,1 mkr) vilket bland annat drivs av att kostnaderna minskade med 10%, men också engångsposter relaterade till valutavinster. Bruttomarginalen stärks y/y till 42% (40%). Kassen i periodens utgång uppgick till 5 mkr men bolaget redovisar starkt operativt kassaflöde om 8,9 mkr

Justerar motiverat värde

Vi noterar att en fortsatt återkomst av försäljningsvolymerna vore attraktiv givet bolagets skalbarhet. Samtidigt noterar vi att jämförelsebolag handlas till lägre multiplar, och vi justerar ned våra estimat något. Vi ser sammantaget ett nytt motiverat värde om 12-13 kr (16-17 kr) per aktie.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	12.0 - 13.0	
EPS, justerad 22e	0	0	0.0%	Omsättning, mkr	117	121	147	162	Aktiekurs	7.3
EPS, justerad 23e	0.6	0.7	-15.4%	Tillväxt	(0)%	3%	22%	10%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	0.7	0.8	-14.3%	EBITDA, mkr	(2.7)	7.5	16.5	19.2		
				EBIT, mkr	(9)	1	9	12		
				EPS, justerad	(0.6)	0.0	0.6	0.7		
				EPS tillväxt	(577)%	(101)%	7,121%	26%		
Kommande händelser								Kursutveckling 12 mån		
Q3'22		2022-10-27		EK/aktie	3.4	3.4	3.9	4.7		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(7.5)%	0.7%	6.4%	7.3%		
				EV/Sales	0.8x	0.8x	0.7x	0.6x		
Bolagsfakta (mkr)				EV/EBITDA	(36.6)x	13.0x	5.9x	5.1x		
Antal aktier		13m		EV/EBIT	(11.1)x	117.7x	10.3x	8.2x		
Börsvärde		95		P/E, justerad	(12.7)x	930.9x	12.9x	10.2x		
Nettoskuld		3		P/EK	2.2x	2.2x	1.8x	1.6x		
EV		98		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Free float		33%		Nettosk./EBITDA	(4.6)g	(0.3)g	(0.6)g	(1.1)g		
Daglig handelsvolym, snitt		12(k)								
Reuters/Bloomberg		ARCOMA.ST /								
ARCOMA.SS										
									Analytiker	
									hjalmar.jernstrom@penser.se	



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sverige | 24 Augusti 2022

Sammanfattning

Återhämtning i Q2

Investment Case

Arcoma är attraktivt positionerat med samarbetsavtal med stora aktörer som medför spridning i stora marknader i Europa och USA. Vi bedömer att samarbetsavtalen, tillsammans med en ökad försäljning av kompletta system, kommer att driva tillväxt under kommande år. Vi bedömer att bolaget har ett attraktivt produktutbud inom premiumsegmentet för konventionella digitala röntgensystem. Vi ser dessutom att förvärv är en viktig värde drivare för bolaget, då vi bedömer att försäljningsvolymerna är en viktig faktor för högre marginaler.

Bolagsprofil

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning genom produkterna Precision i5, Intuition (med eller utan tillvalet X-ray Cube) och segmentet Accessories. Arcoma grundades 1990 och har huvudkontor och produktion i Växjö. Arcomas produkter används inom allmän röntgen, lungröntgen, skelettröntgen och till exempel för barnröntgen. Till referenskunder hör S:t Görans Sjukhus, Rigshospitalet i Danmark, Royal London Hospital och National University Hospital i Singapore.

Värdering

Arcoma värderas till en rabatt mot sektorkollegor, men uppvisar samtidigt tillväxt i både intäkter och rörelseresultat som är överlägsen i jämförelsegruppen. Förklaringen till avvikelserna ligger i att jämförelsebolagen är mycket större, mer mogna och har i snitt en högre brutto- samt rörelsemarginal. Vår multipelvärdering för 2023 motiverar ett värde om 12-13 kr per aktie (16-17 kr). Vi applicerar målmultipeln 18x EBIT för 2023e (19x). Den lägre värderingen är därmed ett resultat av nedjusterade estimat samt något lägre multiplar hos sektorkollegor. Gruppen av jämförelsebolag utgörs av en uppsättning bolag inom digitala röntgensystem. För att reflektera den långsiktiga potentialen i bolaget kompletterar vi värderingen med en DCF-modell.

DCF synliggör långsiktiga värden. Utvecklingen inom DR-marknaden med mer avancerade produkter ställer krav på Capex-investeringar för att kontinuerligt utveckla nya och befintliga teknikplattformar. Investeringarna är storleksmässigt ojämna över tid och är relativt höga under perioder när helt nya system utvecklas, för att sedan vara mindre under längre perioder. Bortom prognosperioden bedömer vi att investeringar kommer vara ca 2 % av omsättningen. I likhet med medicintekniksektorn och specifikt sektorn för digital röntgen kräver verksamheten bred lagerhållning vilket binder rörelsekapital. Vi antar långsiktiga rörelsekapitalnivåer om ca 19 % av omsättningen. Vi applicerar en WACC om 13% (11,5%), som bland annat reflekterar en ny riskfri räntenivå samt en ny metod för att beräkna riskpremie. Vår DCF ger ett motiverat värde om 14 kr per aktie, och vi väljer därmed att fästa större vikt vid multipelansatsen.

Kvartalet i detalj

Omsättningen för Q2 uppgick till 33,2 mkr (36,0 mkr), vilket ska ställas i relation till att Q2'21 var mycket starka jämförelsesiffror. Den amerikanska marknaden fortsätter att gå starkt och växte 40% y/y för H1. Bolaget indikerar att samtliga marknader bidrar till återhämtningen, samtidigt som anbud och produkt demonstrationer stiger. Bruttomarginalen stärks från 40 till 42% i Q2. Rörelseresultatet stärks i Q2 till 1,8 mkr (1,1 mkr) men inkluderar vissa engångsposter.

Estimatjusteringar

Nedan sammanfattas våra estimatjusteringar. Vi gör inga justeringar av tillväxten för 2023-2024e. För innevarande år noterar vi att en fortsatt återkomst under H2 kan bidra till att stärka lönsamheten, och vi ser ett uppdämt behov av investeringar i marknaden.

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	121 072	147 174	162 412
Tillväxt	3,4%	21,6%	10,4%
EBIT	831	9 471	11 874
Rörelsemarginal	1%	6%	7%
EPS	0,01	0,56	0,71

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	128 656	156 043	172 177
Tillväxt	9,8%	21,3%	10,3%
EBIT	768	11 152	13 829
Rörelsemarginal	1%	7%	8%
EPS	0,03	0,67	0,83

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	-6%	-6%	-6%
EBIT	8%	-15%	-14%
EPS	-70%	-15%	-14%

Källa: EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsmetodik. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 12-13 kr (16-17 kr) där effekten är en kombination av nedjusterade estimat, samt jämförelsebolag som sett en multipelkontraktion. DCF-modellen justeras via en högre WACC, som kommer av en justerad riskkomponent.

Nedan sammanfattas våra centrala antaganden för DCF-modellen. Vår DCF antar en långsiktig lönsamhetsnivå om 15 %, och tillväxt om 1 % bortom prognosfönstret. Vi har även känslighetsanalys som illustrerar hur värderingen är känslig för antaganden kring rörelsemarginal, tillväxt och WACC. Vår DCF genererar ett motiverat värde om 16-17 kr per aktie.

Vi applicerar en WACC om 13% (11,5%) som följer av bl.a. en justering av den riskfria räntan och den extra riskpremien. Vi ser något positivt i att bolaget har ett långt track record av innovation, produktlanseringar och global försäljning. Teknikhöjden medför väsentliga inträdesbarriärer. Vi ser sammantaget en extra riskpremie om 6%. Sammantaget ser vi en diskonteringsränta om 13%.

Valuation output		WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	101	Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	78	Risk premium	5,5%
Enterprise value	180	Extra risk premium	6,0%
Latest net debt	3	Beta	1,0
Minority interests & other	0	Cost of equity	14,0%
Equity value	177	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	13,05	Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	14	Target debt/(debt + equity)	10%
<i>Källa: EPB</i>		WACC	13%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	15,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	19,0%
Tax rate	22%

Nedan återges hur vår värdering är känslig för antaganden kring WACC, rörelsemarginal och tillväxt bortom prognosperioden.

		Long-term growth rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	11,8%	14	15	15	16	16
	12,3%	14	14	14	15	15
	12,8%	13	13	14	14	15
	13,3%	12	13	13	13	14
	13,8%	12	12	12	13	13

		Long-term EBIT margin				
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
WACC	11,8%	12	13	15	17	19
	12,3%	11	13	14	16	18
	12,8%	10	12	14	15	17
	13,3%	10	11	13	14	16
	13,8%	9	11	12	14	15

Källa: EPB

Vi gör en relativvärdering av bolaget baseras på en målmultipel för 2023e. Vi applicerar en målmultipel om 18x (19x) vilket är något lägre eftersom jämförelsebolag har sett en multipelkontraktion. 18x EBIT 2023e ger ett motiverat värde om 12 kr. Sammantaget ser vi 12-13 kr (16-17 kr) per aktie.

Relativvärdering	
EBIT 2023e	9,5
Målmultipel 2023x	18
Target EV	170
Kassa	5
Räntebärande skulder	8
Motiverat värde	168
Motiverat värde per aktie	13

Källa: EPB

Resultaträkning									
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	102	92	119	134	117	117	121	147	162
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-59	-55	-73	-82	-72	-75	-71	-88	-97
Bruttovinst	44	37	47	52	46	42	53	60	66
Personalkostnader	-33	-26	-25	-22	-19	-24	-26	-24	-26
Övriga externa kostnader	-15	-15	-16	-17	-19	-21	-18	-18	-20
Rörelseresultat (EBITDA)	-4	-4	5	13	7	-3	8	16	19
Avskrivningar	-9	-6	-6	-4	-3	-6	-7	-7	-7
Resultat (EBIT)	-13	-10	0	9	4	-9	1	9	12
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	-13	-10	0	9	4	-9	1	9	12
Finanssella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finanssella kostnader	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-13	-11	-1	9	2	-9	0	9	12
Skatter	2	1	-1	-3	0	1	0	-2	-2
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoreultat Rapporterat	-12	-10	-2	6	1	-7	0	7	9
Nettoreultat (just)	-12	-10	-2	6	1	-7	0	7	9

Källa: EPB

Balansräkning									
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	23	19	15	17	29	27	23	20	16
Materiella anläggningstillgångar	1	1	0	6	1	2	2	1	1
Övriga anläggningstillgångar	8	9	8	6	6	7	7	7	7
Summa anläggningstillgångar	31	29	23	29	37	36	32	29	25
Varulager	20	15	20	23	24	20	21	24	26
Övriga omsättningstillgångar	16	20	26	30	26	19	21	26	29
Likvida medel	5	4	8	2	9	5	6	14	26
Summa omsättningstillgångar	40	40	53	55	58	43	47	64	81
SUMMA TILLGÅNGAR	71	68	76	84	95	79	80	92	105
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	37	41	39	45	50	44	44	52	61
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	37	41	39	45	50	44	44	52	61
Räntebärande skulder	2	1	2	0	3	2	4	4	4
Ikke-räntebärande skulder	32	26	36	39	45	35	36	41	45
Summa skulder	34	27	37	39	45	35	36	41	45
Summa Eget Kapital och skulder	71	68	76	84	95	79	80	92	105

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Röreleresultat	-12	-10	-2	6	4	-9	1	9	12
Ic ke kassaflödespåverkande poster	5	6	6	5	3	5	6	7	7
Förändringar i rörelsekapital	2	-5	-4	0	0	1	-4	-4	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-9	0	11	7	-2	2	11	15
Investeringar	-1	5	-1	-11	-12	-4	-3	-3	-3
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	-6	-4	-1	0	-5	-6	-1	8	12
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	3	3	4	-6	11	2	2	0	0
Kassaflöde	-2	-1	3	-6	6	-4	1	8	12
Ic ke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	-3	-3	-6	-2	-4	2	-2	-10	-22

Källa: 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