



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sverige | 16 September 2022

ScandiDos

Mot fortsatt expansion med stärkta finanser

Försenade installationer belastar omsättning i Q1

Omsättningen för Q1 uppgick till 10,4 mkr (11,7 mkr) motsvarande en tillväxt y/y om -11%. Bolaget ser starka resultat av satsningarna på ökade eftermarknadsintäkter, men förseningar hos kunder gällande installationer i Europa och Asien påverkade omsättningen negativt. Totalt motsvarade dessa installationer ca 2 mkr. Generellt var Asien dock starkt bidragande under kvartalet.

Bruttomarginal stärks av eftermarknaden

Bruttomarginalen var 80% (75%), vilket är ett resultat av högre andel intäkter från servicekontrakt i eftermarknadsförsäljningen. Kostnadsbasen ökar något mot bakgrund av högre resekostnader men också kostnader relaterade till branschmässor. Efter periodens utgång har ScandiDos stärkt balansräkningen genom en riktad emission som tillför ca 12,5 mkr.

Estimatjusteringar

Vi justerar våra intäkter för prognosperioden. Vi bedömer att bolaget har goda förutsättningar för god tillväxt för 2022/23. Vi värderar bolaget med en multipelansats som kompletteras av en DCF. Vi har uppdaterat vår metodik för WACC-beräkning, vilket medför att vår diskonteringsränta är 14% (9%). Vi adderar även nyemissionen i värderingen. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 3,10 - 3,20 (3,75 - 3,85 per aktie).

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk		
Q2'22/23	2022-12-07	21/22	22/23e	23/24e	24/25e	Motiverat värde	3.1 - 3.2	
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	58	65	75	83	Aktiekurs	2.4
Antal aktier	41m	Tillväxt	(4)%	12%	16%	11%	Riskenivå	Medium
Börsvärde	99	EBITDA, mkr	(3.0)	(0.1)	9.6	11.9	Kursutveckling 12 mån	
Nettoskuld	(0)	EBIT, mkr	(8)	(5)	5	7		
EV	98	EPS, justerad	(0.2)	(0.1)	0.1	0.2	Analytiker	
Free float	71%	EK/aktie	0.9	1.1	1.2	1.4	hjalmar.jernstrom@penser.se	
Daglig handelsvolym, snitt	47(k)	Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
Reuters/Bloomberg	SDOSb.ST/SDOS SS	EBIT-marginal	(13.2)%	(7.9)%	6.8%	9.0%		
		ROE (%)	(19.7)%	(11.5)%	9.8%	12.7%		
		EV/Sales	1.7x	1.5x	1.3x	1.2x		
		EV/EBITDA	(32.3)x	(777.5)x	10.2x	8.2x		
		EV/EBIT	(12.9)x	(19.3)x	19.2x	13.1x		
		P/E, justerad	(13.4)x	(21.0)x	22.3x	15.0x		
		P/EK	2.7x	2.2x	2.0x	1.7x		
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
		FCF yield	(4.1)%	(7.0)%	3.7%	5.4%		
		Nettosk./EBITDA	2.1g	110.2g	(1.7)g	(1.8)g		



Sammanfattning

Mot fortsatt expansion med stärkta finanser

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 ihållande tillväxt.

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 2024/25 om 11%, som gradvis avtar för att uppnå 1% bortom vårt prognosfönster. Vi diskonterar kassaflöden med en kapitalkostnad (WACC) om 14%. Långsiktiga CAPEX-nivåer bedöms vara ca 5% av omsättningen.

Vi värderar även bolaget med en multipelvärdering som baseras på en målmultipel på rörelseresultatet för 2024/25e. Jämförelsebolagen utgörs av bolag inom medicinteknik eller bolag med liknande marknads- eller kundexponering. Se detaljer under värderingssegmentet. Vår DCF-modell motiverar ett värde om 3,12 kr per aktie (4 kr per aktie), samtidigt som multipelvärderingen ger ett värde om 2,82 kr per aktie. Sammantaget ser vi ett nytt motiverat värde om 3,10 - 3,20 (3,75 - 3,85 per aktie).

Kvartalet i detalj

Omsättningen i Q1'22/23 minskade med -11% y/y och uppgick till 10,4 mkr (11,7 mkr). Försäljningen minskade något på grund av att leveransen av några ordrar i Europa och Asien senarelagts. ScandiDos bedömer att intäkterna för dessa system kommer att kunna realiseras under Q2'22/23. Satsningarna på eftermarknadsförsäljning som ScandiDos initierat sedan en tid tillbaka resulterade i stark eftermarknadsförsäljning i kvartalet.

Den starka eftermarknadsförsäljningen stärkte bruttomarginalen till 80% (75%). Totala rörelsekostnader uppgick till 16,5 mkr (12,8 mkr) där ökningen y/y utgörs av högre personalkostnader, högre avskrivningar samt rörelsekostnader relaterade till resor och besök på branschmässor. En betydande del av ökningen y/y är dock kostnader för mässor, där ScandiDos deltog i två under Q1. EBIT för Q1 uppgick till -7,1 mkr (-3,1 mkr).

Efter kvartalet har ScandiDos stärkt balansräkningen genom en kapitalanskaffning. ScandiDos genomförde en riktad emission av 4,15 m nya aktier till en kurs om 3 kr per aktie. Bolaget tillförs genom emissionen ca 12,5 mkr före kostnader. Kursen motsvarar en premie om 8% mot snittkursen för senaste 12 månader. Tagare av emissionen är IBA Dosimetry GmbH, ett helägt dotterbolag till ION Beam Applications. Vi har som tidigare kommunicerat sett ett potentiellt kapitalbehov för att bl.a. säkerställa rörelsekapital, och bedömer att denna emission täcker behovet under vår prognosperiod 2022-2024, samtidigt som emissionen skedde till i vårt tycke attraktiva nivåer.

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. Vi bedömer fortsatt att bolaget kommer växa starkt under 2022/23e med en tillväxt om 12%. Sammantaget återges justeringarna nedan.

Nya estimat	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Omsättning	64 692	74 868	82 850
Tillväxt	12%	16%	11%
EBIT	(5 084)	5 121	7 473
Rörelsemarginal	-8%	7%	9%
EPS	(0,11)	0,11	0,16

Tidigare estimat	2022/23e	2023/24e	2024/25e
Omsättning	67 920	78 609	87 000
Tillväxt	18%	16%	11%
EBIT	3 855	8 628	9 371
Rörelsemarginal	6%	11%	11%
EPS	0,09	0,21	0,22

Källa: EPB

Värdering

Vi värderar ScandiDos med en DCF-modell. Efter en intern harmonisering av metodiken för våra diskonteringsräntor justerar vi komponenterna i WACC-beräkningen. Vi applicerar en riskfri ränta om 2,5%. Vidare bedömer vi att ScandiDos har ett attraktivt produktbudande, och att den adresserbara marknaden är mycket stor och snabbväxande. Produkter för kvalitetssäkring av strålterapi kräver stor investeringar, vilket medför inträdesbarriärer i marknaden. Samtidigt har bolaget en historik där intäkterna historiskt varit volatila, och under perioder växt långsammare än marknaden. Sammantaget applicerar vi en riskpremie om 11,5%, vilket medför en ny WACC om 14%.

Nedan sammanfattas våra antaganden för den långsiktiga lönsamheten. Vi har antagit en långsiktig bruttomarginal om 79%, samt gjort antaganden kring långsiktiga nivåer av försäljningskostnader, forskning och utveckling samt övriga rörelsekostnader. Våra antaganden baseras på genomsnittliga rörelsekostnader i relation till omsättning för mer mogna sektorbolag, vilket återspeglar kostnadsstrukturen för ScandiDos i en mer mogen fas. Sammantaget ser vi en potential om 20% EBIT-marginal.

Antaganden för långsiktig EBIT-marginal	
Långsiktig bruttomarginal	79%
Försäljningskostnader/nettoomsättning (%)	32%
Forskning & utveckling/nettoomsättning (%)	16%
Övriga ext kostnader/nettoomsättning (%)	12%
Långsiktig rörelsemarginal	20%

Källa: EPB

Till andra antaganden hör en långsiktig tillväxt om 1%. Nedan sammanfattas våra antaganden för DCF-modellen. Modellen indikerar ett motiverat värde om ca 4 kr per aktie. Nettokassan inkluderar emissionslikviden och värderingen baseras på antalet aktier efter emissionen.

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	78 337
PV of terminal value (perpetuity formula)	51 286
Enterprise value	129 623
Latest net debt	-12 461
Minority interests & other	0
Equity value	142 084
No. of shares outstanding (millions)	45,6
Equity value per share (SEK)	3,12

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	6,0%
Beta	1,0
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	1,0%
Long term EBIT margin	20,0%
Depreciation (% of sales)	5,0%
Capex (% of sales)	5,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	22%

Källa: FPR

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	13,0%	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6
	13,5%	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5
	14,0%	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3
	14,5%	2,8	2,9	3,0	3,1	3,1
	15,0%	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0

		Long-term EBIT margin				
		15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
WACC	13,0%	2,8	3,1	3,4	3,7	4,0
	13,5%	2,7	3,0	3,3	3,5	3,8
	14,0%	2,6	2,9	3,1	3,4	3,6
	14,5%	2,5	2,7	3,0	3,2	3,5
	15,0%	2,4	2,6	2,9	3,1	3,3

Källa: EPB

Relativvärdering

Nedan sammanfattas vår relativvärdering. Vi applicerar en målmultipel om 17x för EBIT 2024/25e. Multipeln är något högre än jämförelsegruppens (17x på 2024e) och motiveras av högre tillväxt och avsevärt högre bruttomarginal. Nedan sammanfattas multipelvärdningen. Sammantaget genererar vår multipelvärdning ett motiverat värde om 2,90 kr per aktie (2,82 per aktie). Vår DCF-modell tillsammans med multipelvärdningen ger sammantaget ett motiverat värde om 3,10 - 3,20 kr per aktie (3,75 - 3,85 per aktie).

Multipelvärdning	
Aktier	45,6
Mkt cap	113 566
Enterprise value	101 105
Net debt	(12 461)
Multipel (2024/25x EBIT)	16
Target EV	119 563
Less net debt	(12 461)
Target mkt cap	132 024
Price per share	2,9

Källa: EPB

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	65	75	83
Kostnad sålda varor	-12	-14	-12	-15	-14	-13	-14	-17	-18
Bruttovinst	36	37	37	43	46	44	54	62	68
Övriga intäkter	4	4	3	4	6	4	4	4	3
Övriga externa kostnader	-19	-20	-23	-22	-14	-16	-18	-17	-18
Personalkostnader	-28	-28	-29	-32	-34	-35	-36	-34	-37
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-0,8	-1,3	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
EBITDA	-8,0	-7,2	-13,1	-8,4	4,1	-3,0	-0,1	9,6	11,9
Avskrivningar	-4,6	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,6	-5,0	-4,5	-4,5
EBIT	-12,6	-11,7	-17,5	-12,9	-0,4	-7,6	-5,1	5,1	7,5
Finansnetto	-0,5	0,3	0,0	-0,2	-1,5	0,3	-0,1	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	-13,1	-11,3	-17,5	-13,1	-1,8	-7,3	-5,2	4,9	7,2
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	-5,2	4,9	7,2

Källa: Bolagsrapporter, EPB

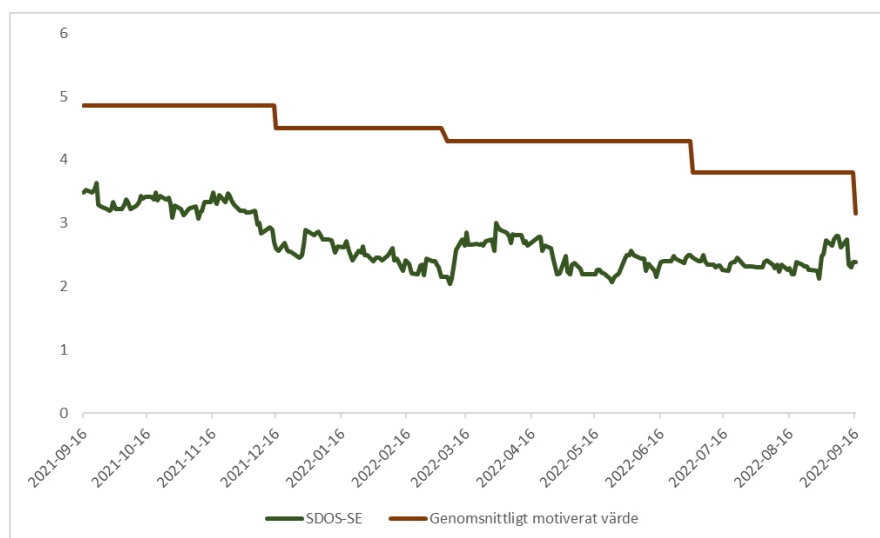
Balansräkning									
SEK m	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23e	2023/24e	2024/25e
TILLGÅNGAR									
Immateriella anläggningstillgångar	30	29	33	33	33	31	30	30	30
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	30	29	33	33	33	31	30	30	30
Varulager	15	16	18	20	21	20	19	22	25
Kundfodringar	8	11	14	9	12	7	10	11	12
Övriga omsättningstillgångar	2	2	2	2	2	3	2	3	3
Likvida medel	8	9	2	7	9	6	16	19	23
Summa omsättningstillgångar	34	37	36	38	44	35	47	55	63
SUMMA TILLGÅNGAR	63	66	69	71	77	66	78	85	94
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	44	47	29	46	45	37	45	50	57
Summa Eget Kapital	44	47	29	46	45	37	45	50	57
Långfristiga finansiella skulder	2	1	1	0	0	0	2	2	2
Summa Långfristiga skulder	2	1	1	0	0	0	2	2	2
Leverantörsskulder	2	2	2	2	3	3	3	4	4
Övriga Kortfristiga skulder	16	17	37	22	29	26	28	30	31
Summa kortfristiga skulder	17	18	39	25	32	29	31	34	35
Summa Eget Kapital och skulder	63	66	69	71	77	66	78	85	94

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	-5	5	7
Kassaflödesjusteringar	5	4	4	4	5	5	5	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	0	7	9
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	12	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-11	-1	15	-20	-2	0	2	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	18	14	15	15	-2	0	14	0	0
Periodens kassaflöde	3	1	-7	5	2	-2	10	3	4

Källa: Bolagsrapporter, EPB



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