



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 30 oktober 2022

MENTICE

Stark tillväxt i återkommande intäkter

Kvartalsmässig volatilitet i orderingång och försäljning


Omsättningen i kvartalet uppgick till 51,1 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 32% y/y. Orderingången uppgick 50,2 mkr vilket är i linje med förra året. Orderboken uppgick till 113,9 mkr vilket motsvarar en tillväxt med 36% y/y. EBITDA uppgick till -1,9 mkr vilket indikerar att bolaget kommer att avsluta helåret under våra estimat. Noterbart är att bruttomarginalen fortsätter att stiga och uppgick till 86,6% vilket är högre än våra estimat för prognosperioden. Bolaget rapporterade en ARR om 42 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 76% y/y och 22% q/q.

Tar höjd för osäkrare marknad i estimat...

Vi sänker våra försäljningsestimat med i snitt 12% över prognosperioden. Anledningen är främst att vi ser en oroligare marknad framöver för Mentice kunder samt att orderingången i Q3 inte var i linje vi väntat oss får våra helårsestimat. Vi är medvetna om att orderingången kan vara slagig över kvartalen men bedömer att tillväxttakten kommer komma ned. Som en följd av den lägre tillväxttakten sänker vi våra EBITDA estimat med i snitt 20 mkr per år under 2022-2024. Vi är försiktiga i att dra ut den stigande bruttomarginalstrenden och implikationerna av bolagets annonserande kostnadsbesparingsprogram.

...och värdering

Vi sänker vårt motiverade värde till 83-86 kr ifrån tidigare 117-121 kr. Den främsta anledningen är att vi har noterat en ökat riskpremie för bolag som ligger strax före lönsamhet. Vi har fortsatt valt att använda sig av en multipelvärdering 2025 och diskontera värdet till idag. Vi har valt att värdera Mentice på EV/EBITDA 18x vs sektorn som handlar kring 27x. Vi ser att Mentice har många kvalitéer likt en hög bruttomarginal som kan motivera en högre värdering men bedömer att bolaget måste nå break-even innan man fullt ut kan jämföras med vårt peer-set.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	83,0 - 86,0 kr												
Totala intäkter	242	-8,7	311	-11,3	Totala intäkter	190	242	311	375	Aktiekurs	39,6 kr												
EBITDA, just.	9	-60,0	59	-21,7	Intäktstillväxt	26%	27%	29%	20%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	-0,7	-381,6	1,3	-24,5	EBITDA, just.	2	9	59	92	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3 - rapport26 oktober 2022</div> <div>Q4 - rapport09 februari 2023</div>					EBIT, just.	-20	-10	41	74														
					EPS, just.	-1,1	-0,7	1,3	2,3														
					EPS-tillväxt	N.m.	43%	298%	77%														
					EK/aktie	5,4x	7,0x	8,2x	10,5x														
					EBIT-marginal	Neg.	Neg.	13,2%	19,9%														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier26</div> <div>Börsvärde1 012</div> <div>Nettoskuld-10</div> <div>EV1 002</div> <div>Free float46%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt4(k)</div>					ROE, just.	Neg.	Neg.	17,0%	24,5%	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
					Likviditetsgarant		✓																
					Certified adviser		✓																
					Transaktioner 12m		✓																
ROCE, just.	Neg.	Neg.	5,3%	7,8%																			
EV/Sales	13,2x	4,1x	3,1x	2,5x																			
EV/EBITDA	1038,7x	109,6x	16,6x	10,3x																			
EV/EBIT	-126,9x	-95,9x	23,8x	12,8x																			
P/E, just.	-86,2x	-60,4x	30,5x	17,3x																			
P/EK	18,4x	5,6x	4,8x	3,8x																			
FCF yield	0%	-2%	0%	6%																			
Nettoskuld/EBITDA	-5,3x	-1,1x	-0,6x	-0,6x																			
<div>Analytiker</div> <div>Rikard Engberg</div> <div>rikard.engberg@penser.se</div>																							

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 35% mot dessa bolag baserat på våra estimat. Vi bedömer att en viss rabatt går att motivera givet att Mentice har en fortsatt hög volatilitet i lönsamheten och inte nått lönsamhet. För att värdera Mentice har vi använt våra 2025 estimat och diskonterat tillbaka dessa. Våra estimat indikerar ett värde om 83-86 kr.

Kvartalet i detalj

Medicinteknisk industri

Orderingången i kvartalet uppgick till 26,2 mkr vilket är en nedgång med nästen 40% y/y. Vi bedömer delvis detta vara en fråga om timing med ordrar som kommer in på olika sidor av kvartalsskiftet men bedömer att nedgången också kan vara ett tecken på den kraftiga återhämtningen efter Covid-19 nu matas av. Vi är också att orderingången påverkas av att lanseringar hos kunder kan ha blivit försenade pga. regulatoriska aspekter. Bolaget bedömer att man kommer att se en tillväxt på helåret men inte i linje med 2021 år starka siffror. På våra reviderade helårsestimat ligger vi endast något över 2021.

Försäljningen i kvartalet från segmentet uppgick till 39,8 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 26% y/y. På årets nio första månader växte bolaget med ca 29%.

Sjukhussystem

Orderingången uppgick till 12,5 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 113% y/y. På årets 9 första månader är orderingången ca 53% högre än helåret 2021. Vi bedömer nu att segmentet kommer att fortsätta att växa kraftigt och befinner sig i en normaliserings och återhämtningsfas. Vi är dock försiktiga med att dra ut den starka tillväxttrenden över kommande kvartal och år. Omsättningen för segmentet i kvartalet uppgick till 7,5 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 45%.

Strategiska samarbeten

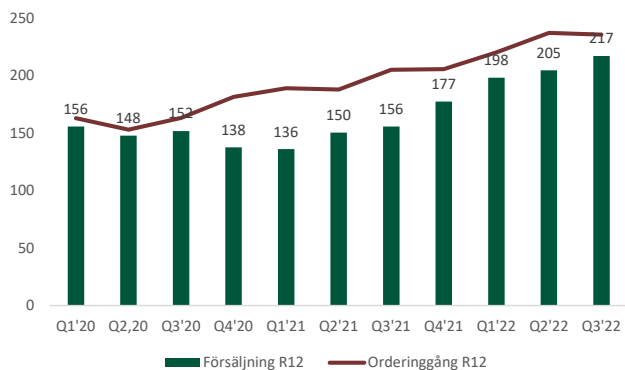
Orderingången uppgick till 11,5 mkr vilket är en ökning med 335% y/y. Ökningen är förvisso från låga nivåer men visar den operativa hävstången med detta segment. Sent i kvartalet fick bolaget en order inom system för ekokardiografi som över skred 6 mkr ifrån en ny motpart. Efter kvartalet fick bolaget sin första order om 9 mkr på det förvärvade bolaget Acandis Nurovasculars produkt. Även i detta segment är vi fortsatt konservativa i att dra ut den starka tillväxttrenden.

Intäktsmix

Mentice redovisar sedan ett antal kvartal tillbaka sin intäktsmix mellan försäljning driven av CAPEX och OPEX. Man har även valt att redovisa en ARR siffra. ARR uppgick i kvartalet till 42 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 76% y/y och 22% q/q. Vi ser tydligt att försäljningen av återkommande intäkter växer kraftigt vilket vi bedömer som en nyckel för bolaget i att reducera den höga volatiliteten i omsättning och lönsamhet mellan kvartalen. Vi bedömer att denna tillväxt kommer vara en katalysator för att bolaget ska genomgå en multipelexpansion och minska den rabatt som finns emot peers i dagsläget. Vi bedömer att det kostnadsprogram som ledningen tagit initiativ till samt denna trend kommer bidra till att bolaget kan visa en mer bestående lönsamhet.

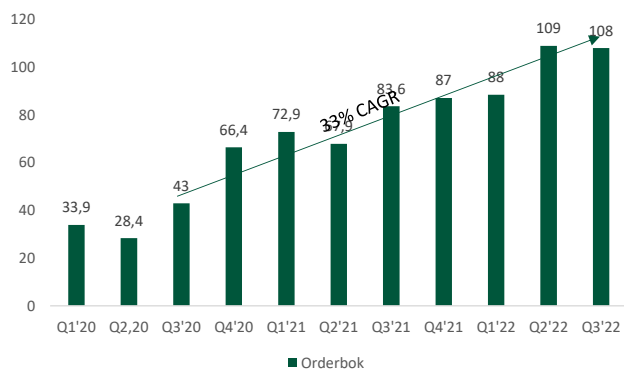
Net sales per business segment TSEK	Jul-Sep 2022	Jul-Sep 2021	Variance	Jan-Sep 2022	Jan-Sep 2021	Variance	Full year 2021
System sales, CAPEX	22,943	15,874	44.5%	61,876	46,372	33.4%	78,398
System sales, recurring	4,503	1,789	151.7%	12,115	4,305	181.4%	7,056
Software licenses, CAPEX	5,995	7,197	-16.7%	18,553	25,824	-28.2%	37,739
Software licenses, recurring	8,767	3,824	129.2%	23,670	13,136	80.2%	19,267
Accessories & spare parts	3,188	4,735	-32.7%	12,240	10,962	11.7%	16,834
Service	5,658	5,252	7.7%	20,797	16,777	24.0%	25,770
Total	51,055	38,671	32.0%	149,251	117,376	27.2%	185,064

Försäljning och Orderingång R12 (mkr)



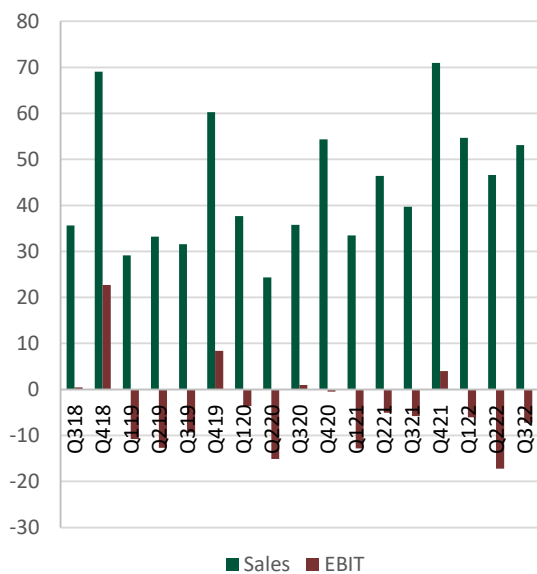
Källa: Mentice

Orderbok (mkr)



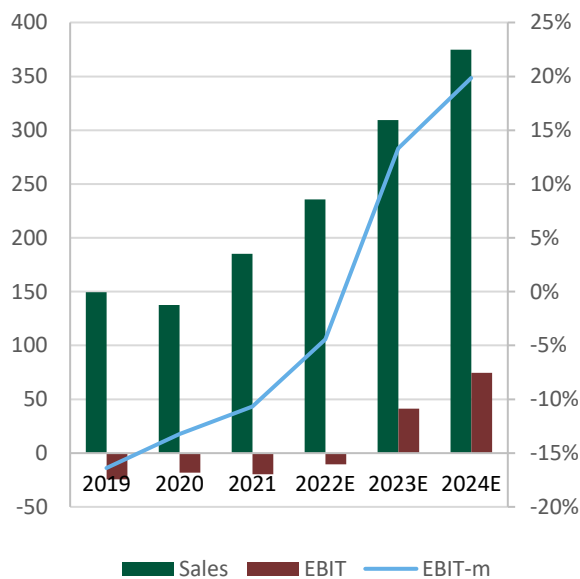
Källa: Mentice

Försäljning och EBIT (mkr) q/q



Källa: Mentice

Försäljning och EBIT mkr (y/y)



Källa: EPB, Mentice

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)		911	
PV of terminal value (perpetuity formula)		1 186	
Enterprise value		2 096	
Latest net debt		-17	
Minority interests & other		0	
Equity value		2 113	
No. of shares outstanding (millions)		26	
Equity value per share (SEK)		83	

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	11,3	8,9	6,8
EV/EBITDA	868,5	229,5	35,4
EV/EBIT	-106,1	-200,8	51,0
EV/NOPLAT	-136,0	-257,4	65,3
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			64

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,0%
Extra risk premium	2,5%
Beta	1,0
Cost of equity	10,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
Implicit WACC	12,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	2,0%
Long term EBIT margin	35,0%
Depreciation (% of sales)	3,5%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	10,0%
Tax rate	22%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
WACC	17.0%	43	44	45	46	48
	17.5%	41	42	43	44	45
	18.0%	39	40	41	42	43
	18.5%	37	38	39	40	41
	19.0%	35	36	37	38	39
			Long-term EBIT margin			
		30.0%	32.5%	35.0%	37.5%	40.0%
WACC	17.0%	41	43	45	47	49
	17.5%	39	41	43	45	47
	18.0%	37	39	41	43	44
	18.5%	35	37	39	40	42
	19.0%	34	35	37	39	40

DCF (SEKm)	2022-10-30	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	Terminal
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	
Sales	149	138	185	236	309	375	477	594	725	865	1 007	1 143	1 265	1 363	1 429	1 458	
EBITDA	-13	-4	2	9	59	92	161	211	270	337	392	444	490	527	551	561	
- Depreciation	-12	-14	-22	-20	-18	-18	-18	-21	-24	-27	-32	-37	-42	-46	-49	-51	
= EBIT	-24	-18	-20	-10	41	74	143	190	246	310	359	407	448	481	502	510	
- Tax on EBIT	5	4	4	2	-9	-16	-31	-42	-54	-68	-79	-89	-99	-106	-111	-112	
= NOPLAT	-19	-14	-15	-8	32	58	111	148	192	242	280	317	349	375	392	398	
+ Depreciation	12	14	22	20	18	18	18	21	24	27	32	37	42	46	49	51	
= Gross cash flow	-8	0	7	11	50	76	129	169	216	269	313	354	391	421	441	449	
- Capex	-4	-25	-26	-29	-22	-32	-36	-42	-48	-53	-55	-55	-52	-46	-38	-29	
= Increase (+decrease) in WC	-22	34	-4	-28	-5	-21	-5	-1	4	15	29	-14	-12	-10	-7	-3	
= Free cash flow from operations	-34	9	-23	-45	23	24	88	126	172	231	287	286	328	365	396	417	
PV of cash flow			-26	-45	21	19	62	79	96	116	128	114	117	116	113	1 186	
% of Enterprise value			-1%	-2%	1%	1%	3%	4%	5%	6%	6%	5%	6%	6%	5%	57%	
Accumulated % of Enterprise value			-1%	-3%	-2%	-2%	1%	5%	10%	15%	21%	27%	33%	38%	43%	100%	

Key figures	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sales growth		-7,9%	34,6%	27,4%	31,3%	21,1%	27,3%	24,6%	22,0%	19,3%	16,4%	13,5%	10,6%	7,8%	4,9%	2,0%
EBITDA margin		-3%	1%	4%	19%	24,7%	33,7%	35,5%	37,2%	39,0%	38,9%	38,8%	38,7%	38,7%	38,6%	38,5%
EBITDA growth		-68%	-159%	278%	547%	56,3%	73,9%	31,1%	28,0%	24,9%	16,2%	13,3%	10,4%	7,5%	4,7%	1,8%
EBIT margin		-13%	-11%	-4%	13%	19,9%	29,9%	31,9%	33,9%	35,9%	35,7%	35,6%	35,4%	35,3%	35,1%	35,0%
Depreciation (% of sales)		10,3%	12,0%	8,3%	5,8%	4,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%	3,4%	3,5%
Capex (% of sales)		18,2%	14,0%	12,3%	7,1%	8,5%	7,5%	7,1%	6,6%	6,2%	5,5%	4,8%	4,1%	3,4%	2,7%	2,0%
Capex (% of depreciation)		177%	117%	148%	122%	178%	200%	199%	197%	196%	171%	146%	123%	100%	78%	57%
Working capital (% of sales)		13%	37%	38%	42%	47%	31%	25%	20%	15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Källa: EPB

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 Sweden	6 909	6 579	9,01x	7,65x	6,46x	33,68x	24,9x	18,7x	45,69x	31,0x	21,9x	54,8x	37,4x	26,3x
BICO	1 957	2 266	1,03x	0,81x	0,71x	17,98x	6,3x	4,3x	(12,09x)	26,0x	9,6x	-	53,1x	12,3x
Intuitive Surgical	784 976	748 342	11,51x	10,10x	8,88x	28,27x	24,6x	21,1x	32,25x	27,5x	23,8x	43,9x	37,6x	32,4x
Biotage	13 751	13 684	8,77x	7,75x	6,89x	31,03x	28,1x	24,7x	38,76x	35,2x	30,8x	53,3x	45,2x	38,9x
Sectra	31 296	30 388	13,51x	11,92x	10,60x	60,65x	52,8x	46,2x	73,1x	62,4x	53,9x	96,8x	82,0x	70,6x
Synthetic MR	1 374	1 368	20,26x	13,51x	10,35x	83,97x	32,3x	21,5x	136,8x	36,4x	23,7x	165,0x	46,5x	30,2x
Mentice	1 841	1 840	4,10x	3,10x	2,50x	nm	16,6x	10,3x	nm	23,8x	12,8x	nm	30,5x	17,3x
Mean			10,19x	8,20x	6,92x	45,63x	27,65x	21,65x	70,58x	35,92x	25,95x	120,53x	49,00x	33,28x
Median			9,01x	7,75x	6,89x	33,68x	24,91x	21,11x	45,69x	32,88x	23,75x	75,79x	45,21x	30,20x
vs Mentice			-55%	-60%	-64%	nm	-33%	-51%	nm	-28%	-46%	nm	-33%	-43%

Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	LTM	2023	2024
Surgical Science Sweden	61,0%	68,1%	73,9%	26,8%	30,7%	34,6%	19,7%	24,7%	29,5%	20,7%	20,2%	24,6%
BICO	-17,9%	72,4%	72,3%	5,7%	13,0%	16,4%	-8,5%	3,1%	7,4%	-13,9%	1,4%	5,1%
Intuitive Surgical	68,5%	70,2%	70,4%	40,7%	41,0%	42,1%	35,7%	36,7%	37,4%	27,8%	28,9%	29,7%
Biotage	61,4%	62,1%	61,8%	28,3%	27,6%	27,9%	22,6%	22,0%	22,4%	15,9%	16,8%	17,1%
Sectra	21,3%	86,3%	86,3%	22,3%	22,6%	22,9%	18,5%	19,1%	19,7%	16,2%	14,9%	15,4%
Synthetic MR	5,2%	49,4%	-	24,1%	41,9%	48,2%	14,8%	37,1%	40,0%	3,3%	29,1%	34,5%
Mentice	81,00x	82%	82%	11%	23%	30%	4%	17%	40%	-12%	14%	20%
Mean	27%	70%	75%	23%	29%	32%	15%	23%	26%	8%	18%	21%
Median	21%	70%	73%	24%	28%	30%	18%	22%	25%	16%	17%	20%
vs Mentice	nm	17%	13%	-53%	-16%	0%	-78%	-22%	59%	-174%	-19%	0%

Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income		
	2022	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024
Surgical Science Sweden	299,4%	17,8%	18,5%	180,1%	35,2%	33,4%	225,4%	47,4%	41,5%	370,9%	54,0%	43,9%
BICO	-	26,0%	15,3%	9341,7%	n.m	45,7%	437,6%	-	-	364,4%	-	-
Intuitive Surgical	29,8%	14,0%	13,6%	11,7%	14,9%	-	12,3%	17,1%	15,8%	1,3%	1,3%	1,3%
Biotage	24,6%	13,2%	12,4%	16,2%	10,4%	13,6%	13,8%	10,3%	14,2%	20,9%	17,3%	14,3%
Sectra	19,4%	13,4%	12,5%	8,5%	-	14,2%	9,1%	-	15,9%	14,3%	14,3%	14,3%
Synthetic MR	5,4%	50,0%	30,6%	-31,5%	160,2%	50,4%	-58,0%	275,8%	53,3%	-67,3%	-67,3%	-67,3%
Mentice	51%	28%	25%	-123%	-	64%	-30%	446%	83%	64%	64%	64%
Mean	71,6%	23,2%	18,3%	1343,4%	55,2%	36,8%	87,2%	87,6%	37,3%	109,8%	13,9%	11,7%
Median	27,2%	17,8%	15,3%	11,7%	25,1%	39,6%	12,3%	32,3%	28,7%	20,9%	15,8%	14,3%
vs Mentice	n.m	56%	65%	n.m	1%	61%	-345%	1282%	189%	206%	305%	347%

Infoga innehåll här

Källa: FACTSET

Värdering 2023

Värdering 2023, X axel EV/EBIDTA, Y EBITDA				
	18x	20x	22x	24x
65	46,2	51,3	56,4	61,4
70	49,7	55,2	60,7	66,1
75	53,2	59,1	65,0	70,8
80	56,7	63,0	69,3	75,5
85	60,3	66,9	73,6	80,2

Källa: EPB

Värdering 2025

Nuvärde aktepris 2025 WACC 12%, X axel EV/EBIDTA, Y EBITDA				
	16x	18x	22x	26x
134	59,3	66,7	81,6	96,5
149	65,9	74,1	90,7	107,2
165	73,2	82,4	100,8	119,2
182	80,6	90,7	110,9	131,1
200	88,7	99,8	122,0	144,3

Källa: EPB

Resultaträkning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	149	138	185	236	309	375
Totala intäkter	153	151	190	242	311	375
Kostnad sålda varor	-23	-33	-35	-37	-46	-56
Bruttovinst	130	117	155	205	265	319
Övriga rörelsekostnader	-51	-40	-47	-64	-74	-88
EBITDA, justerad	-13	-4	2	9	59	92
EBIT, justerad	-24	-18	-20	-10	41	74
EBIT	-24	-18	-20	-10	41	74
Finansiella poster	-2	0	-2	-1	0	0
Resultat före skatt	-26	-19	-21	-11	41	74
Skatter	6	5	-8	-6	-8	-16
Nettoresultat, justerad	-21	-13	-29	-17	33	59
Nettoresultat	-21	-13	-29	-17	33	59

Källa: EPB

Kassaflödesanalys						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-24	-18	-20	-10	41	74
Förändringar i rörelsekapital	0	-21	34	-6	-28	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-26	-28	37	1	27	80
Investeringar	-3	-4	-3	-9	-	-
Fritt kassaflöde	-39	-32	12	-24	-2	58
Utdelningar	-1	-2	-	-	-	-
Nyemission / återköp	-	78	-	51	0	0
Förändringar av lån	-	-5	-4	-6	-	-
Kassaflöde	-40	39	8	21	-2	58
Nettoskuld	-48	-49	-13	-10	-33	-57

Källa: EPB

Balansräkning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	32	101	106	133	137	151
Materiella anläggningstillgångar	8	8	14	15	15	15
Övriga anläggningstillgångar	32	32	28	29	29	29
Summa anläggningstillgångar	72	141	148	177	181	195
Varulager	9	6	9	13	22	33
Kundfordringar	37	29	68	95	132	171
Övriga omsättningstillgångar	20	20	24	27	52	59
Likvida medel och kortfristiga placeringar	48	49	13	10	33	57
Summa omsättningstillgångar	115	104	114	145	239	319
SUMMA TILLGÅNGAR	187	245	262	322	420	514
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	126	163	137	179	211	269
Summa eget kapital	126	163	137	179	211	269
Övriga långfristiga skulder	0	0	10	11	11	11
Summa långfristiga skulder	0	0	10	11	11	11
Leverantörsskulder	7	17	9	19	24	28
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	4	4	4
Summa kortfristiga skulder	62	82	115	132	199	234
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	187	245	262	322	420	514

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	N.m.	26%	27%	29%	20%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	68%	159%	278%	547%	56%
EBIT-tillväxt, justerad	-	26%	N.m.	47%	494%	81%
EPS-tillväxt, justerad	-	36%	N.m.	43%	298%	77%
Bruttomarginal	85,3%	77,9%	81,5%	84,9%	85,1%	85,0%
EBITDA-marginal	-	Neg.	1,3%	3,8%	19,0%	24,7%
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	1,3%	3,8%	19,0%	24,7%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	13,2%	19,9%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	13,2%	19,9%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	10,7%	15,7%

Källa: EPB

Avkastning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	17%	24%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	5%	8%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	24%	38%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	6%	4%	5%	5%	7%	9%
Kundfordringar / totala intäkter	24%	20%	36%	39%	43%	46%
Leverantörsskulder / KSV	32%	50%	26%	53%	52%	50%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	43%	67%	75%	67%	97%	103%
Rörelsekapital / totala intäkter	4%	-18%	-7%	1%	2%	7%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	0,9x	1,4x	1,3x	1,5x	1,4x

Källa: EPB

Finansiell ställning						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-48	-49	-13	-10	-33	-57
Soliditet	67%	67%	52%	56%	50%	52%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,4x	-0,3x	-0,1x	-0,1x	-0,2x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	3,7x	12,0x	-5,3x	-1,1x	-0,6x	-0,6x

Källa: EPB

Aktiedata						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0,81	-0,51	-1,14	-0,66	1,30	2,30
EPS, justerad	-0,81	-0,51	-1,14	-0,66	1,30	2,30
FCF per aktie	-1,52	-1,27	0,47	-0,96	-0,09	2,26
Eget kapital per aktie	4,91	6,39	5,36	7,01	8,24	10,5
Antal aktier vid årets slut, m	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6	25,6

Källa: EPB

Värdering						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-91,2x	-163,0x	-86,2x	-60,4x	30,5x	17,3x
P/EK	15,0x	13,1x	18,4x	5,6x	4,8x	3,8x
P/FCF	-48,5x	-65,8x	210,9x	-41,4x	-425,0x	17,5x
FCF-yield	-2%	-2%	0%	-2%	0%	6%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	12,0x	13,8x	13,2x	4,1x	3,1x	2,5x
EV/EBITDA, justerad	-141,8x	-512,3x	1038,7x	109,6x	16,6x	10,3x
EV/EBIT, justerad	-74,8x	-114,5x	-126,9x	-95,9x	23,8x	12,8x
EV	1 831	2 086	2 508	1 002	979	955
Aktiekurs	73,5	83,5	98,6	39,6	39,6	39,6

Källa: EPB

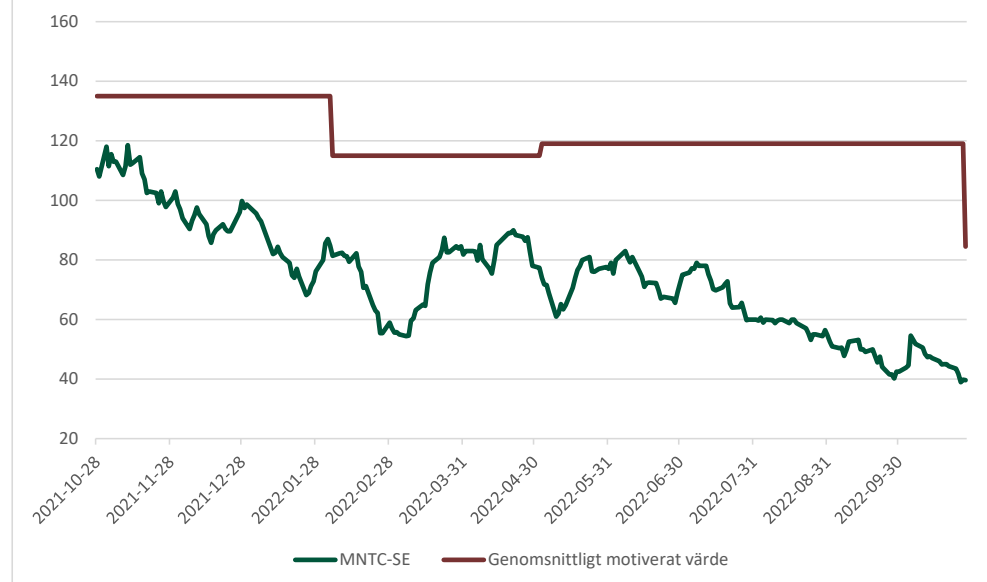
Resultaträkning

Resultaträkning	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q421	Q122	Q222	Q322
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	54,7	46,6	53,1
Ovriga 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	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	-10,6	-7,2	-6,8
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	44,1	39,4	46,3
Ovriga 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	-14,4	-16,1	-15,1
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	-31,1	-35,4	-33,1
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	-1,3	-12,2	-1,9
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	-4,7	-5,0	-5,3
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	-6,1	-17,2	-7,2
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	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	-6,1	-17,2	-7,2
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	0,0	0,0	0,2
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	-0,9	0,5	-0,3
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	-6,9	-16,7	-7,3
Skatter	0,0	6,6	3,1	2,8	2,4	-2,6	1,8	1,8	-0,7	2,7	0,0	0,1	-0,7	-7,3	-0,5	-0,9	-0,4
Minoritetsintressen	0	0	0	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	9,8	-7,4	-17,6	-7,7
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	9,8	-7,4	-17,6	-7,7

Tillväxt och marginaler	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221	Q321	Q321	Q321	Q321	Q321
Omsättningstillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-11%	-13%	29%	-27%	13%	-10%	-11%	91%	11%	31%	63%	0%	34%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	nmf	nmf	-63%	nmf	nmf	-110%	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	-998%	nmf	nmf	nmf
Bruttomarginal	84%	78%	86%	82%	90%	86%	75%	85%	69%	81%	80%	87%	80%	81%	85%	87%	87%
EBITDA-marginal	2%	40%	nmf	nmf	nmf	20%	nmf	nmf	7%	7%	nmf	nmf	nmf	20%	nmf	nmf	nmf
EBIT-marginal	1%	38%	nmf	nmf	nmf	14%	nmf	nmf	2%	nmf	nmf	nmf	nmf	7%	nmf	nmf	nmf
Skattesats	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf

Källa: Bolag

Motiverat värde



Källa: FACTSET

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 frånsäger 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