



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 15 februari 2023

MENTICE

Orderboken på rekordnivå

Valutamedvind och starkt kassaflöde

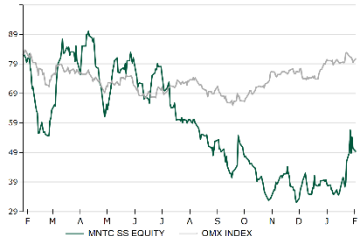
Operativt CF blev 26 mkr, vilket var det starkaste kvartalet sedan börsnoteringen 2019. Orderboken var 126 mkr, +44% y/y, i slutet av 2022. Orderingången i Q4 var 90,3 mkr, +22,3% y/y. Nettoomsättningen blev 68,7 mkr vilket var i linje med Q4’21 men lägre än våra förväntningar. Valutaeffekten påverkade orderbok, orderingång och försäljning positivt och vår slutsats är att den organiska tillväxten i Q4 var negativ. Anledningen till en negativa tillväxt kan hänföras till starka jämförelsetal i Q4’21 och sent orderinflöde in Q4. EBITDA i Q4 uppgick 11,5 mkr vilket motsvarar en marginal om 16,8% (17,8%). EBITDA stöds av en expansion i både bruttomarginal, produktmix och valuta.

Återkommande intäkter sänker volatiliteten

Tillväxten på 70% i återkommande intäkter understryker förflyttningen mot lägre volatilitet i intäkterna. Enligt vår bedömning är de enskilt viktigaste komponenterna för Mentice utveckling i orderboken och orderingången. Mentice avslutar året med en orderbok som var ca 7% högre än vårt estimat. Vidare anser vi att Mentice teknologi möjliggör en hög långsiktig tillväxt, speciellt med tanke på exponeringen mot den framväxande robotkirurgin inom endovaskulär kirurgi.

Höjd duration i orderboken och ökad lönsamhetsfokus dämpar tillväxttakten

Trots att orderboken i dagsläget är högre än vårt estimat sänker vi våra omsättningsestimat med 16% för 2023 och 10% för 2024. Detta som en följd av höjd duration i orderboken, avtagande organisk tillväxt samt ökat fokus på lönsamhet kontra tillväxt. En fortsatt hög tillväxt i återkommande intäkter bör, över tid, bidra till att rabatten jämfört med peers minskar. Det starka resultatet och kassaflödet bekräftar att bolaget rör sig mot lönsamhet. Vi antar att EBITDA kommer att sjunka med i snitt 25 mkr 2023-24, men indikerar en marginalexpansion. Givet de lägre estimaten sänker vi vårt motiverade värde till 73-76 kr (83-86).

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk																
	23e	24e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	73 - 76 kr														
Nettoomsättning			-16%	-10%	Totala intäkter	220	262	339	398	Aktiekurs	51,8 kr												
EBITDA, just.			-52%	-21%	Tillväxt	16%	19%	29%	18%	Riskenivå	Medium												
Se sida 4					EBITDA, just.	-3	29	73	100	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser					EBIT, just.	-24	11	55	82														
Q1 - rapport			27 april 2023		EPS, just.	-1,2	0,3	1,7	2,5														
Q2 - rapport			20 juli 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	48%														
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	6,4	6,6	8,3	10,8	<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		✓																					
Antal aktier			26m		EBIT-marginal	Neg.	4,1%	16,3%	20,6%														
Börsvärde			1 258		ROE, just.	Neg.	5,0%	22,9%	26,4%														
Nettoskuld			(31)		ROCE, just.	Neg.	6,4%	29,0%	33,5%														
EV			1 278		EV/Sales	4,2x	4,7x	3,6x	3,1x														
Free float			46%		EV/EBITDA	-	43,0x	16,7x	12,3x														
Daglig handelsvolym, snitt			32k		EV/EBIT	-	116,2x	22,2x	15,0x														
Bloomberg Ticker			MNTC SS EQUITY		P/E, just.	-	152,6x	28,9x	19,5x														
					P/EK	5,9x	7,4x	5,9x	4,5x														
					FCF yield	-	-	0%	3%														
Analytiker					Nettoskuld/EBITDA	N.m.	-1,2x	-0,6x	-0,8x														
Rikard Engberg																							
rikard.engberg@penser.se																							

## 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 rehafter 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. Vi värderar Mentice på våra 2025 estimat och diskonterar denna värdering till idag. Mentice handlas idag till en rabatt om ca 50% mot dessa bolag baserat på våra värderingsantaganden, i vårt motiverade värde anser vi denna rabatt vara ca 30%. Vi bedömer att rabatten kommer minska givet att Mentice rör sig mot lönsamhet. Vi ser således ett motiverat värde om 73-76 kr (83-86 kr). Bolaget handlas idag på en implicit WACC om ca 12%

## Q4 - Kvartalet i detalj

### Medicinteknisk industri

Orderingången uppgick till 51,3 mkr, -14,3% y/y. Orderingången för helåret uppgick till 151,5 mkr, -14,3% y/y. Försäljningen i kvartalet uppgick till 48,2 mkr, -7% y/y. På helåret uppgick försäljningen till 160,4, +15,3% y/y. Segmentet har inlett året starkt med en orderingång i januari om 25 mkr. Vi ser således att tillväxttakten kommer stiga under 2023.

### Sjukhussystem

Orderingången uppgick till 33,9 mkr, +378% y/y. Här ser vi en tydlig effekt av uppdämd efterfrågan efter Covid. På helåret uppgick orderingången till 71 mkr, +193% y/y. Vi bedömer att tillväxten kommer normaliseras under kommande år. Försäljningen i kvartalet uppgick till 10 mkr, +6% y/y. På helåret uppgick försäljningen till 31,5 mkr, +20% y/y.

### Strategiska samarbeten

Orderingången uppgick till 5 mkr i kvartalet vilket är ca 1 mkr lägre än 2022. Orderingången för helåret uppgick till 13,9 mkr på helåret, +110% y/y. Försäljningen i kvartalet uppgick till 10,4 mkr, +63% y/y. På helåret uppgick försäljningen till 19,6 mkr, +37% y/y.

De starkaste regionerna i kvartalet för orderingången var EMEA och APAC som växte med 33% respektive 98%. Vi bedömer att den starka tillväxten är driven av uppdämd efterfrågan efter covid.

### Stark medvind från valuta

Mentice har under 2022 och i Q4 haft en kraftig valutamedvind givet att bolaget har en hög andel försäljning i Euro och dollar.

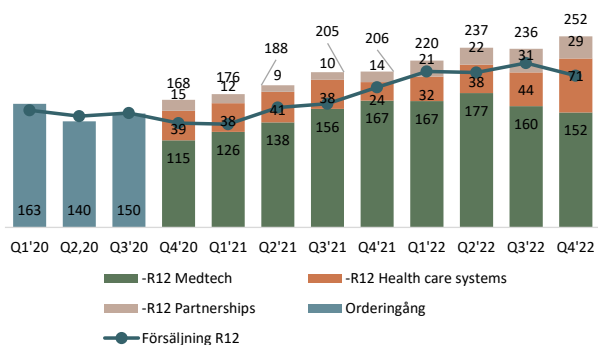
Förr helåret uppgick den totala tillväxten i orderingång till 22,7%, varav 16% utgjordes av valuta, 5% förvärv och 1,7% organiskt. Vi bedömer att valutaeffekten i Q4 var högre än siffran på helårsbasis givet vår skattning av förvärvad tillväxt i orderboken. För den totala orderboken som växte med 44,7% y/y gör vi bedömningen att valutaeffekten utgjorde ca 20%.

För helåret uppgick den totala tillväxten i försäljning till 17,8% varav 9,3% utgjordes av organisk tillväxt. I kvartalet uppgick den totala tillväxten i försäljning till 1,5%. Vi bedömer att valutaeffekten i kvartalet var något högre än på helårsbasis.

Givet FX-siffrorna på helåret bedömer vi att bolaget såg en negativ organisk tillväxt för kvartalet i både försäljning och orderingång. Detta kan förklaras med ett svårt jämförelsekvartal.

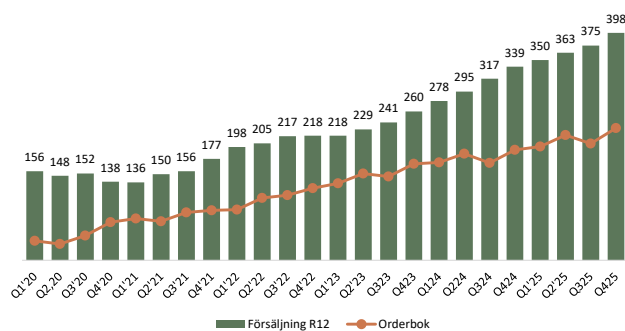
Medicinteknisk industri har inlett kvartalet starkt och sett en orderingång om 25 mkr i januari. Detta gör att vi är trygga i vårt estimat för orderingång under 2023 givet en konstant växelkurs.

Vi ser en positiv trend i orderingång...



Källa: Mentice, EPB

...som stödjer fortsatt tillväxt i försäljning...



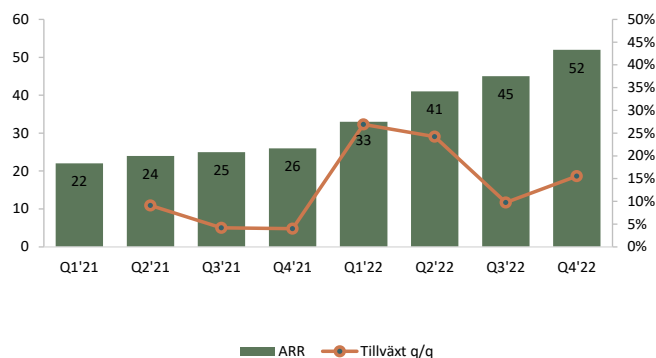
Källa: Mentice EPB

### ...med lägre volatilitet i intäkterna...

Net sales per business segment TSEK	Oct-Dec 2022	Oct-Dec 2021	Variance	Jan-Dec 2022	Jan-Dec 2021	Variance
System sales, Customer's CAPEX	21,392	32,027	-33.2%	83,268	78,398	6.2%
System sales, recurring	5,469	2,751	98.8%	17,584	7,056	149.2%
Software licenses, Customer's CAPEX	9,556	11,915	-19.8%	28,108	37,739	-25.5%
Software licenses, recurring	10,452	6,130	70.5%	34,122	19,267	77.1%
Accessories & spare parts	5,258	5,873	-10.5%	17,498	16,834	3.9%
Service	16,577	8,992	84.4%	37,374	25,770	45.0%
<b>Total</b>	<b>68,704</b>	<b>67,688</b>	<b>1.5%</b>	<b>217,954</b>	<b>185,064</b>	<b>17.8%</b>

Källa: Mentice

### ...till följd av en stigande ARR och skifte till SaaS-försäljning



Källa: Menitce, EPB

## Estimat

Orderboken är grunden till våra estimat framöver. Av nuvarande orderbok om 126 mkr väntas 78 mkr levereras under 2023 och 39 mkr under Q1'23. Vid utgången av 2021 hade bolaget en planerad leverans om 64 mkr under 2022 vilket resulterade i en omsättning om 218 mkr. I våra estimat för 2023 ser vi ett liknade förhållande mellan orderbok och omsättning trots att 2022 karaktäriserades av störningar i leveranskedjor globalt vilket resulterade i lägre omsättningshastighet i orderboken.

Under 2021-22 såg bolaget en stark tillväxt i orderboken som inte återspeglades i försäljning. Vi bedömer nu att den starka orderboken kommer börja realiseras i försäljning. Mentice har de senaste åren börjat sälja sin mjukvara som en SaaS-lösning, vilket gör att vi bedömer att volatiliteten över kvartalen kommer minska. I kvartalet växte de återkommande intäkterna med 96% y/y.

Trots att Mentice orderbok är något starkare än våra estimat sänker vi våra försäljningsestimat med 16% 2023 och 8% 2024. Vi gör detta av tre anledningar:

- **Lägre organisk tillväxt**
- **Längre duration i orderboken**
- **Fokus på lönsamhet**

Sammanfattningsvis sänker vi våra försäljningsestimat för 2023 med 16% och för 2024 med 10%. Givet att försäljningsestimaten sjunker med i snitt 12% under perioden 2023–24 sänker vi våra EBITDA-estimat med i snitt 25 mkr per år. Vi bedömer att bolagets åtgärder för ökad lönsamhet kommer resultera i en marginalexpansion under 2023 och 2024.

	Nya estimat						
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Nettoomsättning	157,0	149,4	137,5	185,1	218,0	260,1	338,5
Rörelseresultat EBITDA	20,8	-12,9	-4,1	2,4	-3,0	28,6	73,3
Resultat (EBIT)	16,1	-24,5	-18,2	-19,8	-23,9	10,6	55,3
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	-23,9	10,6	55,3
Nettoresultat (just)	20,1	-20,6	-13,1	-15,5	-30,6	8,2	43,6
	A Absoluta tal						
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-49,3	-36,3
Rörelseresultat EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-30,6	-19,1
Resultat (EBIT)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-30,6	-19,1
Nettoresultat (just)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-25,0	-15,1
Tillväxt		-5%	-8%	35%	18%	19%	30%
EBITDA margin	13%	-9%	-3%	1%	-1%	11%	22%

Källa: EPB

	Gamla Estimat						
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Nettoomsättning	157,0	149,4	137,5	185,1	218,0	309,4	374,8
Rörelseresultat EBITDA	20,8	-12,9	-4,1	2,4	-3,0	59,1	92,5
Resultat (EBIT)	16,1	-24,5	-18,2	-19,8	-23,9	41,1	74,5
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	-23,9	41,1	74,5
Nettoresultat (just)	20,1	-20,6	-13,1	-15,5	-30,6	33,2	58,7
	A %						
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0%	0%	0%	0%	0%	-16%	-10%
Rörelseresultat EBITDA	0%	0%	0%	0%	0%	-52%	-21%
Resultat (EBIT)	0%	0%	0%	0%	0%	-74%	-26%
Nettoresultat (just)	0%	0%	0%	0%	0%	-75%	-26%
Tillväxt		-5%	-8%	35%	18%	42%	21%
EBITDA margin		-9%	-3%	1%	-1%	19%	25%

# Värdering

Vi har valt att värdera Mentice genom att använda en Multipelvärdering. I dagsläget handlas Mentice till en kraftig rabatt vs många av de andra noterade bolagen inom medtech. Vi bedömer att detta beror på att Mentice trots den högsta bruttomarginalen i vår peer-grupp inte visat lönsamhet. Vi anser att Mentice givet den starka bruttomarginalen bör kunna se en lönsamhetsexpansion följt av en multipelexpansion. För att reflektera detta har vi valt att titta på våra 2025 estimat och diskontera dessa med 20% för att få fram ett motiverat värde. Vår målmultipel om 22x motsvarar en rabatt om ca 30% givet att Mentice i dagsläget inte visar lönsamhet. Givet de justeringar vi gör med våra estimat sänker vi således vårt motiverade värde till 73-76 kr (83-86).

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	7 879	7 509	11,18x	8,33x	7,11x	42,46x	27,5x	20,4x	54,05x	34,5x	23,9x	77,9x	46,0x	31,8x
BICO	6 959	8 143	3,86x	3,12x	2,72x	n.m	34,4x	19,2x	(31,33x)	(878,5x)	45,4x	101,5x	-	78,3x
Intuitive Surgical	905 364	855 456	13,15x	11,85x	10,40x	32,95x	30,2x	25,9x	38,08x	35,2x	29,7x	53,2x	46,3x	39,4x
Biotage	10 406	10 268	7,09x	5,72x	5,11x	24,77x	20,6x	18,4x	30,81x	26,4x	23,1x	43,2x	32,5x	28,8x
Sectra	29 448	28 806	13,47x	11,29x	10,03x	63,45x	53,1x	45,7x	77,8x	63,9x	54,0x	99,1x	82,9x	70,2x
Synthetic MR	1 112	1 067	15,87x	10,55x	8,18x	66,30x	28,4x	17,9x	95,4x	33,6x	20,1x	102,5x	43,8x	26,4x
Mentice (Consensus)	1 284	1 253	5,58x	4,80x	3,88x	n.m	37,2x	20,7x	(50,8x)	124,7x	35,7x	-	157,2x	44,0x
Mean			10,03x	7,95x	6,78x	45,98x	33,06x	24,01x	30,57x	(80,02x)	33,14x	79,56x	68,13x	45,55x
Median			11,18x	8,33x	7,11x	42,46x	30,23x	20,36x	38,08x	34,52x	29,72x	88,53x	46,15x	39,35x
vs Mentice			-50%	-42%	-45%	nm	23%	2%	nm	261%	20%	nm	241%	12%

Källa: Factset

Värdering 2024 estimat					Värdering 2025				
Värdering 2024, X axel EV/EBITDA, Y EBITDA					Nuvärde aktepris 2025 WACC 20%, X axel EV/EBITDA, Y EBITDA				
	20x	22x	24x	26x		20x	22x	24x	26x
60	49,8	54,7	59,5	64,4	81	56,3	62,0	67,8	73,5
67	55,2	60,6	66,0	71,4	90	62,7	69,1	75,5	81,9
74	61,2	67,2	73,1	79,1	100	69,8	76,9	84,0	91,1
81	67,2	73,7	80,3	86,9	110	76,9	84,7	92,5	100,3
90	73,7	81,0	88,2	95,4	121	84,7	93,3	101,9	110,5

Källa: EPB

Källa: Factset

## DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output				WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)	512			Risk free nominal rate	2,5%
PV of terminal value (perpetuity formula)	728			Risk premium	5,0%
Enterprise value	1 240			Extra risk premium	2,5%
Latest net debt	-31			Beta	1,0
Minority interests & other	0			Cost of equity	10,0%
Equity value	1 271			Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)	26			Tax rate	22%
Equity value per share (SEK)	50			Target debt/(debt + equity)	0%
				Implicit WACC	12,0%
Implicit multipl.				Terminal value assumptions	
EV/Sales	6,7	5,7	3,1	Long term growth rate	2,0%
EV/EBITDA	513,6	-414,9	12,4	Long term EBIT margin	35,0%
EV/EBIT	-62,7	-51,9	15,1	Depreciation (% of sales)	3,5%
EV/NOPLAT	-80,4	-66,6	19,4	Capex (% of sales)	2,0%
P/E				Working cap. (% of sales)	10,0%
ROIC/WACC				Tax rate	22%
Current Share price	45,9				

Källa: EPB

Sensitivity analysis						
Long-term growth rate						
WACC	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	
	52	55	57	60	64	
	49	51	53	56	59	
	46	48	50	52	54	
	43	45	46	48	51	
	40	42	44	45	47	
Long-term EBIT margin						
WACC	30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%	
	51	54	57	61	64	
	47	50	53	56	59	
	44	47	50	52	55	
	41	44	46	49	51	
	39	41	44	46	48	

## Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>138</b>	<b>185</b>	<b>218</b>	<b>260</b>	<b>339</b>	<b>398</b>
Övriga rörelseintäkter	13	5	2	2	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>151</b>	<b>190</b>	<b>220</b>	<b>262</b>	<b>339</b>	<b>398</b>
Kostnad sålda varor	-33	-35	-31	-42	-51	-60
<b>Bruttoresultat</b>	<b>117</b>	<b>155</b>	<b>189</b>	<b>220</b>	<b>288</b>	<b>338</b>
Övriga rörelsekostnader	-122	-153	-192	-191	-214	-238
<b>EBITDA</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>29</b>	<b>73</b>	<b>100</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>29</b>	<b>73</b>	<b>100</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>-3</b>	<b>29</b>	<b>73</b>	<b>100</b>
Amortering	-14	-22	-21	-18	-18	-18
<b>EBIT</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>55</b>	<b>82</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-18</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>55</b>	<b>82</b>
Finansnetto	0	-2	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>55</b>	<b>82</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>55</b>	<b>82</b>
Total skatt	5	-8	-7	-2	-12	-17
<b>Nettoresultat</b>	<b>-13</b>	<b>-29</b>	<b>-31</b>	<b>8</b>	<b>44</b>	<b>65</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-13</b>	<b>-29</b>	<b>-31</b>	<b>8</b>	<b>44</b>	<b>65</b>
Intäktstillväxt	-	26%	16%	19%	29%	18%
Bruttomarginal	85,4%	83,8%	86,9%	84,6%	85,0%	85,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	16,3%	20,6%
EPS, justerad	-0,54	-1,18	-1,20	0,32	1,71	2,52
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	48%

Källa: MENTICE, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-18	-20	-24	11	55	82
Övriga kassaflödesposter	14	21	19	16	6	1
Förändringar i rörelsekapital	34	-7	20	-14	-24	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>31</b>	<b>-5</b>	<b>15</b>	<b>12</b>	<b>38</b>	<b>82</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-9	-6	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-22	-17	-8	-24	-32	-48
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	-19	-	-	-
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-25</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-24</b>	<b>-32</b>	<b>-48</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>6</b>	<b>-31</b>	<b>-17</b>	<b>-12</b>	<b>6</b>	<b>34</b>
Nyemission / återköp	-	-	57	0	0	0
Förändring av skulder	-4	-6	-8	-	-	-
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>49</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>2</b>	<b>-37</b>	<b>32</b>	<b>-12</b>	<b>6</b>	<b>34</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-49</b>	<b>-13</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>-41</b>	<b>-76</b>

Källa: MENTICE, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Övriga immateriella tillgångar	101	106	130	134	148	178
Materiella anläggningstillgångar	8	14	14	14	14	14
Övriga anläggningstillgångar	32	28	24	24	24	24
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>141</b>	<b>148</b>	<b>168</b>	<b>172</b>	<b>186</b>	<b>216</b>
Varulager	6	9	17	18	27	33
Kundfordringar	29	68	86	105	142	171
Övriga omsättningstillgångar	20	24	15	18	23	27
Likvida medel och kortfristiga placeringar	49	13	47	35	41	76
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>104</b>	<b>114</b>	<b>165</b>	<b>177</b>	<b>233</b>	<b>306</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>245</b>	<b>262</b>	<b>333</b>	<b>349</b>	<b>419</b>	<b>522</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	163	137	163	169	212	277
<b>Summa eget kapital</b>	<b>163</b>	<b>137</b>	<b>163</b>	<b>169</b>	<b>212</b>	<b>277</b>
Övriga långfristiga skulder	0	10	9	9	9	9
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
Leverantörsskulder	17	9	14	19	23	28
Övriga kortfristiga skulder	65	106	147	152	175	208
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>82</b>	<b>115</b>	<b>161</b>	<b>171</b>	<b>198</b>	<b>236</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>245</b>	<b>262</b>	<b>333</b>	<b>349</b>	<b>419</b>	<b>522</b>

Källa: MENTICE, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	26%	16%	19%	29%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	36%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	48%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	48%
Bruttomarginal	85,4%	83,8%	86,9%	84,6%	85,0%	85,0%
EBITDA-marginal	Neg.	1,3%	Neg.	11,0%	21,7%	25,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	1,3%	Neg.	11,0%	21,7%	25,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	16,3%	20,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	4,1%	16,3%	20,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	3,2%	12,9%	16,2%

Källa: MENTICE, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	5%	23%	26%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	6%	29%	33%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8%	36%	44%

Källa: MENTICE, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	4%	5%	8%	7%	8%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	20%	36%	39%	40%	42%	43%
Leverantörsskulder / KSV	50%	26%	46%	46%	45%	46%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	53%	61%	72%	73%	75%	79%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-7%	-20%	-11%	-2%	-1%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	1,4x	1,4x	1,6x	1,6x	1,4x

Källa: MENTICE, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-49	-13	-47	-35	-41	-76
Soliditet	67%	52%	49%	48%	51%	53%
Nettoskuld / EBITDA	n.m	-5,3x	n.m	-1,2x	-0,6x	-0,8x

Källa: MENTICE, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,54	-1,18	-1,20	0,32	1,71	2,52
EPS, justerad	-0,54	-1,18	-1,20	0,32	1,71	2,52
FCF per aktie	0,25	-1,25	-0,68	-0,47	0,23	1,34
Eget kapital per aktie	6,75	5,53	6,36	6,61	8,31	10,8
Antal aktier vid årets slut, m	24,2	24,8	25,6	25,6	25,6	25,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,2	24,8	25,6	25,6	25,6	25,6

Källa: MENTICE, EPB

## Värdering

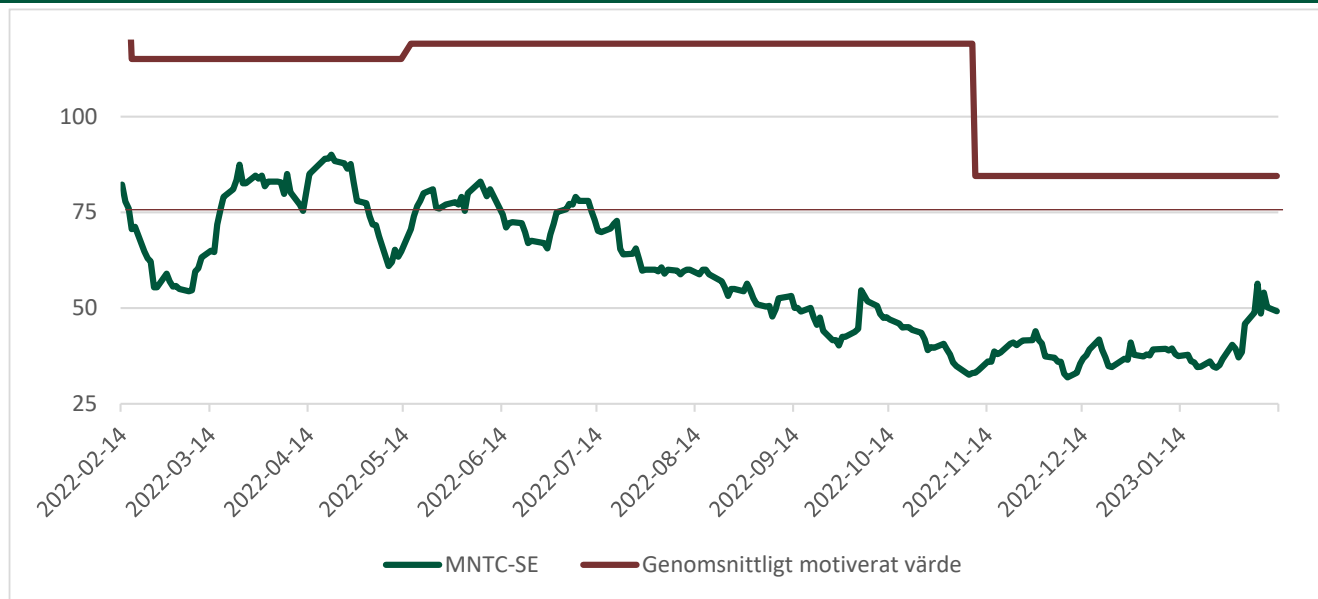
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	152,6x	28,9x	19,5x
P/EK	12,4x	17,8x	5,9x	7,4x	5,9x	4,5x
P/FCF	340,7x	Neg.	Neg.	Neg.	213,0x	36,6x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	0%	3%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	13,1x	12,8x	4,2x	4,7x	3,6x	3,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	1 006,2x	Neg.	43,0x	16,7x	12,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	116,2x	22,2x	15,0x
EV	1 971	2 429	919	1 227	1 227	1 227
Aktiekurs	83,5	98,6	37,8	49,2	49,2	49,2

Källa: MENTICE, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### MENTICE (MNTC SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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](http://www.penser.se)