



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 04 april 2023

Mentice

En inblick i potentialen för robotkirurgi inom endovaskulära ingrepp

Ett område som står inför en accelererande tillväxt

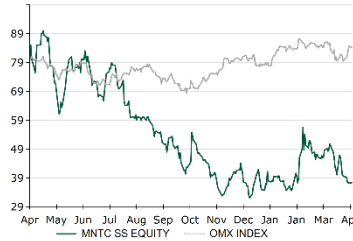
Vi har tittat närmare på Mentice exponering mot framväxten av robotkirurgi inom endovaskulära ingrepp. I dagsläget ligger robotassisterad endovaskulär kirurgi relativt långt efter annan typ av kirurgi där robotassisterade ingrepp står för en majoritet av ingreppen. Vi bedömer att Mentice med sitt samarbete med Siemens som äger den ledande utvecklaren av robotkirurgiska system inom orådet, Siemens Robotics med systemet Corpath GRX. Coreparth GRX väntas bli godkänd under Q2 i år på den kinesiska marknaden. Siemens utvärderar även att lasera Corpath GRX inom Neuro-intervention i Europa och USA. Vi bedömer således att detta segment kommer se en stabil tillväxt de kommande åren.

Stor patientnytta och förbättring av arbetsmiljö rättfärdigar investeringar

Ett stort problem inom den typ av ingrepp som genomförs med endovaskulär kirurgi är att personal på sjukhus som arbetar med denna typ av ingrepp utsätts för radioaktiv strålning. Det medför att anställda inte har en optimal arbetsmiljö där b.l.a. ryggproblem och effekter från långvarig strålning är vanligt. Genom att utföra ingreppen via en robot minskar exponeringen dramatiskt. En robot möjliggör också en högre precision och bättre resultat av ingrepp, vilket leder till en sjunkande kostnad per patient i sjukvården. Vi bedömer även att en robot kan bidra till att göra operationer bättre genom att vara mer exakt och ge stöd till kirurger vilket leder till mindre komplikationer.

Möjliggör hög tillväxt framöver

Vi gör inga förändringar i estimat eller motiverat värde baserat på den potential vi ser inom robotkirurgi för Mentice. Vi anser dock att potentialen delvis ger stöd till våra estimat. Dessutom bedömer vi att exponeringen kommer ge en långsiktigt hög tillväxtpotential då trenden kommer vara stark de kommande 5-10 åren.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	73 - 76 kr												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	220	262	339	398	Aktiekurs	37,2 kr												
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	16%	19%	29%	18%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-3	29	73	100	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div>				EBIT, just.	-24	11	55	82														
				EPS, just.	-1,2	0,3	1,7	2,5														
Q1 - rapport	27 april 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	48%	<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		✓																				
Q2 - rapport	20 juli 2023			EK/aktie	6,4	6,6	8,3	10,8														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				EBIT-marginal	Neg.	4,1%	16,3%	20,6%														
				ROE, just.	Neg.	5,0%	22,9%	26,4%														
Antal aktier	26m			ROCE, just.	Neg.	6,4%	29,0%	33,5%														
Börsvärde	954			EV/Sales	4,2x	3,5x	2,7x	2,3x														
Nettoskuld	(31)			EV/EBITDA	-	32,3x	12,6x	9,2x														
EV	923			EV/EBIT	-	87,4x	16,7x	11,3x														
Free float	46%			P/E, just.	-	115,7x	21,9x	14,8x														
Daglig handelsvolym, snitt	3k			P/EK	5,9x	5,6x	4,5x	3,4x														
Bloomberg Ticker	MNTC SS EQUITY			FCF yield	-	-	1%	4%														
<div>Analytiker</div>				Nettoskuld/EBITDA	15,8x	-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 livsstilssjukdomarna 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. Dessa kopior ger även möjlighet att återskapa en specifik patient vilket underlättar arbetet vid komplexa operationer.

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 anslutning 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%. En viktig aspekt för de medicintekniska bolagen som Mentice samarbetar med är att deras instrument och produkter används rätt och på ett säkert sätt. Genom simulering underlättas detta och risken för komplikationer sjunker ytterligare. Simulatorerna sänker time-to-market och används av de medicintekniska bolagen för att träna upp läkare.

Mentice har slutit partneravtal med Philips och Siemens om att simuleringssystemet ska kunna säljas tillsammans med deras cath labs. 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 betydande del av sålda cath labs.

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 av en patient och därmed tillhandahålla träningsdata för utveckling och upplärning av kirurgiska robotar. Vi bedömer att Mentice är unika inom detta område och att denna utveckling kommer ske inom 3–5 år.

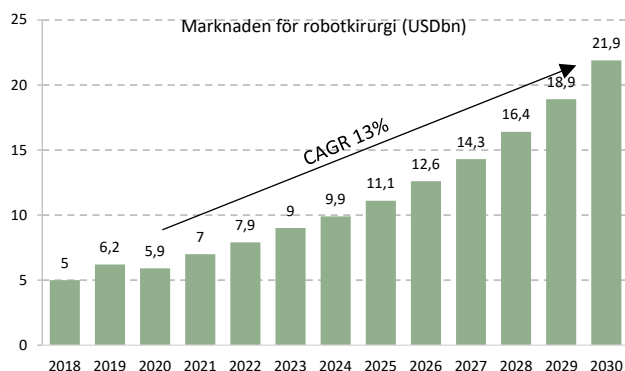
Värdering

Vi har använt oss av en relativvärdering där vi jämför Mentice med 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 och i vårt motiverade värde anser vi denna rabatt bör 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. Bolaget handlas idag på en implicit WACC om ca 14%

Genomgång av potentialen i robotkirurgi inom endovaskulär kirurgi

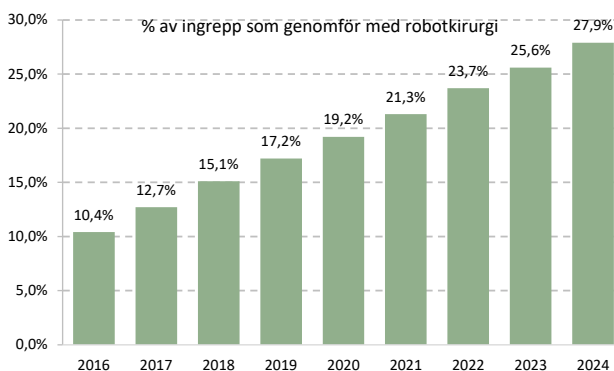
Inom endovaskulär kirurgi, vilket är Mentice huvudfokus, har robotkirurgi börjat växa fram. Robotkirurgi har kommit betydligt längre inom andra kirurgiska applikationer som t.ex. laparoskopi där en majoritet av ingreppen inom prostatektomi sker med hjälp av robotar. Den totala marknaden för robotkirurgi väntas till ca 8 USDbn 2022 och beräknas växa med en CAGR om 13% fram tills 2030. Förutom system innefattas instrument och olika former av service i denna siffra.

Robotkirurgi väntas ha en hög tillväxt kommande år...



Källa: AliraHealth

...drivet av ökad användningsgrad



Källa: AliraHealth

...där endovaskulär kirurgi befinner sig i ett tidigt skede

	Laparoscopic	Endoluminal	Endovascular	Percutaneous	Radioradiation
Description	A procedure to access the inside of the abdomen and pelvis without having to make large incisions in the skin	The procedure is performed in a hollow organ, using typical surgical techniques	A less invasive procedure used to treat problems affecting the blood vessels	A procedure where access to inner organs or other tissues is done via needle-puncture of the skin	A procedure where radiation is used to precisely destroy selected areas of tissue using ionizing radiation
Robotic Surgical systems	Da Vinci, Senhance, Versius, Avatera, Hugo ¹ & Ottava ²	Ion	Corindus CorPath, Robocath Stereotaxis	XACT ACE	Cyberknife
Current level of RAS penetration	HIGH	LOW	MEDIUM	LOW	LOW
Expected level of RAS penetration in next 5 years	VERY HIGH	MEDIUM	HIGH	MEDIUM	HIGH
Rationale	Increase adoption, driven by a new business model, making the system more affordable, thus more accessible	Technical constraints for NOTES ³ . Fully functional devices are expected in 3 to 4 years	Small-scale untethered robots should mitigate and tackle the many drawbacks that physicians experience today	Few systems are expected to reach the market due to the extensive trajectory of certification and approval that requires a guarantee of safety in all circumstances	A higher adoption rate of stereotactic radiosurgery (SRS) and a significant increase in the number of pinpoint beams

Note: ¹Pipeline; ²Natural Orifice Transluminal Endoscopic Surgery; ³Source: Company websites; Primary interviews; Alira Health analysis

Källa: AliraHealth

Inom det område som Mentice är aktiva, endovaskulär kirurgi, har utvecklingen inte kommit lika långt som i andra kirurgiska områden. Mentice har i dagsläget samarbete med Siemens som har utvecklat den kirurgiska roboten CorPath GRX. Siemens Robotics befinner sig i dagsläget i en tidig kommersialiseringsfas, men de studier vi har läst visar på stora fördelar med att implementera systemet. De största fördelarna är enligt de studier som gjorts kring Corindus följande:

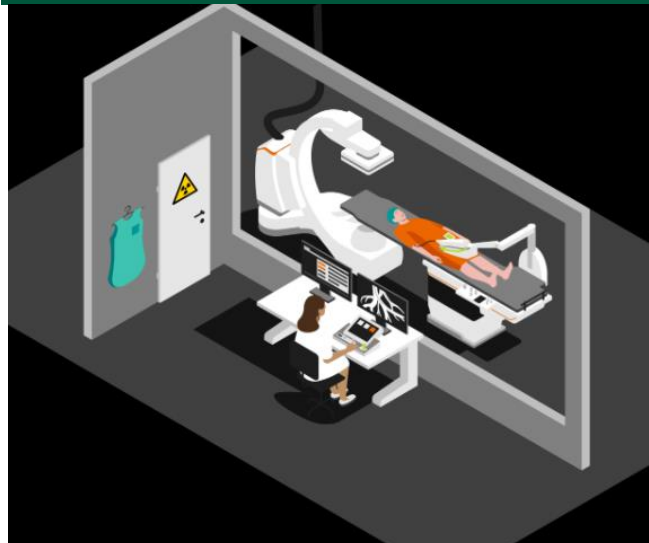
- **Minskad radioaktiv exponering för personal och patient:** När ingrepp genomförs i dagsläget i ett cath labs utsätts både läkare och annan personal för en skadlig mängd radioaktiv strålning. För att skydda sig mot strålningen bär kirurg och annan personal i operationssalen skyddsutrustning med blyplattor. Detta leder till att ca 42% av tillfrågade hade ryggproblem, ca 1/3 av de tillfrågade hade missat operationer eller arbetspass p.g.a. ryggbesvär. De obehagliga förkläderna gör att nästan 30% av tillfrågade i en studie inte bär adekvat skyddsutrustning. Utöver ryggproblemen finns det tydliga indikationer på att läkare och sjuksköterskor är överexponerade mot radioaktiv strålning. Ca 10% av de tillfrågade hade upplevt hudproblem. Med hjälp av en robot förbättras arbetssituationen markant för både läkare, sköterskor och patienter. Vi ser således att det finns stora fördelar med att investera i dessa system. Vidare ser vi att stora investeringar kommer behöva göras i förbättrad arbetssituation för sjuksköterskor och läkare då man i b.l.a. USA upplever en begynnande brist i dessa yrken.

Inom traditionell kirurgi exponeras personal till strålning...



Källa: Siemens Healthineers

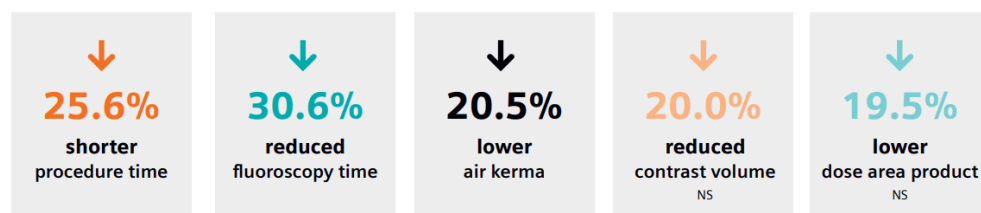
...vilket kan minska kraftigt med robotkirurgi



Källa: Siemens Healthineers

- **Möjlighet till assistans/stöd under ingrepp:** Då ingreppet införs av en robot finns det möjlighet att ge den opererande kirurgen stöd under ingreppet genom olika analyser och inslag av autonomi. I en studie genomförd av Corindus såg bolaget stora fördelar med att införa stöd för navigering i blodkärlen. Genom dessa stöd såg Corindus att ingreppstiden blev kortare, vilket innebär mindre exponering till strålning och användande av kontrastvätska. Samtliga dessa faktorer innebär en effektivare vård samt sjunkande kostnader för ett sjukhus. På nyckelmarknaden USA, där antalet ingrepp styr sjukhusintäkter, får detta en stor betydelse.

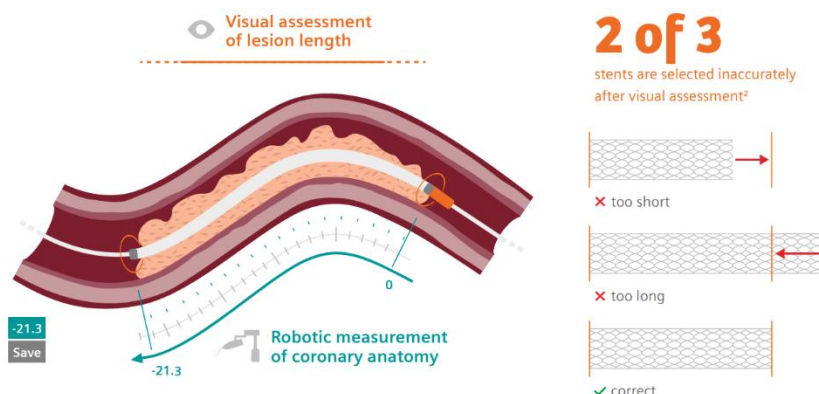
Fördelar med robotkirurgi



Källa: Siemens Healthineers

- **Mer exakta resultat/mätning:** I studier genomförda av Corindus har man upptäckt att längden på en stent (se illustration nedan) i en operation missbedöms i 2/3 av fallen då det görs visuellt. Detta beror på att en läkare måste göra en bedömning på en 3D-materia endast med hjälp av en 2-dimensionell bild. En robot kan göra en exakt bedömning, vilket leder till färre feloperationer.

Sammanfattningsvis ser vi att en investering i robotkirurgi inom endovaskulära ingrepp ger en hög ROI på investeringar för sjukhus både genom förbättrad arbetsmiljö och bättre resultat bland patienter.

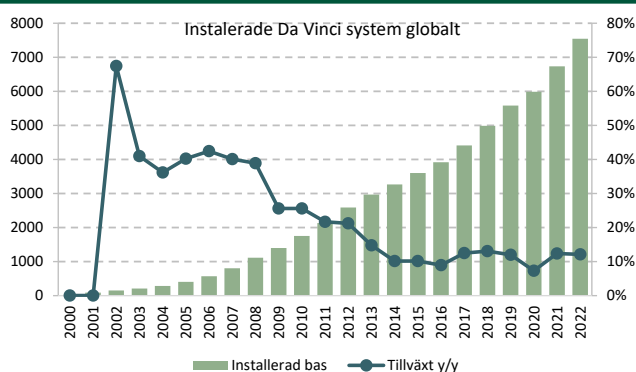


Källa: Siemens Healthineers

Kommersialisering

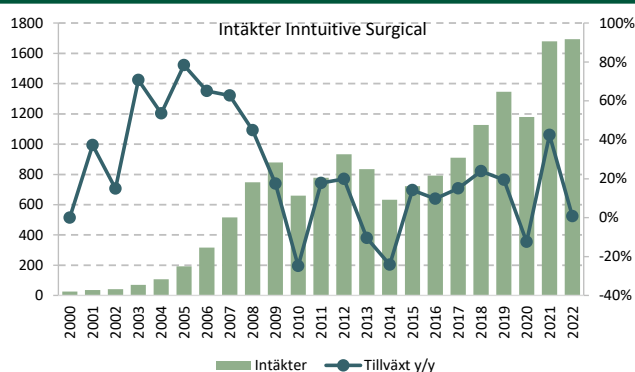
För att få en inblick i hur en kommersialisering av robotkirurgi inom endovaskulär kirurgi har utvecklats har vi studerat hur det ledande bolaget inom robotkirurgi och laparoskopi har utvecklats. Vi har valt att titta på hur Intuitive Surgical som ligger bakom den marknadsledande roboten Da Vinci har utvecklats sedan bolaget börsnoterades 2000. Bolaget erhöll ett kommersiellt godkännande 2000. Det system som Mentice har utvecklat simulering för, Corindus, fick regulatoriskt godkännande av FDA 2018. 2018 sålde bolaget 50 system och 2019 bedöms man ha sålt 100 system. Bolaget köptes under 2019 av Siemens för USD 1,1bn.

Corindus kan stå en för en acceleration av tillväxten...



Källa: ISRG

...vilket skulle resultera i en kraftig intäktsutveckling

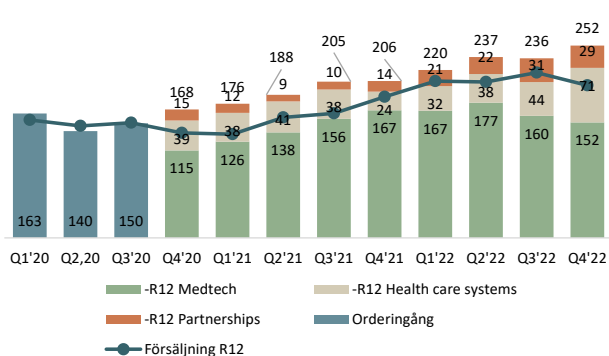


Källa: ISRG

Mentice har i dagsläget ett nära samarbete med Siemens och samtliga Corindus system som säjs på den kinesiska marknaden levereras med ett Mentice system. Vi bedömer att Mentice kan komma att inkluderas i erbjudandet för fler marknader i närtid. Detta skulle resultera i att Mentice kommer kunna se en hög, lönsam tillväxt i försäljning från strategiska samarbeten. Vi bedömer dock att volymerna för Corindus inte kommer vara i närheten av antalet sålda Da Vinci system kommande år, men den procentuella tillväxten i nya Corindus system kan likna den som Intuitive under kommersialiseringen. I dagsläget kommer ca 32% av intäkterna inom robotkirurgi från nyförsäljning av system och ca 17% från service. Vi bedömer simulering vara en del av systemintäkterna.

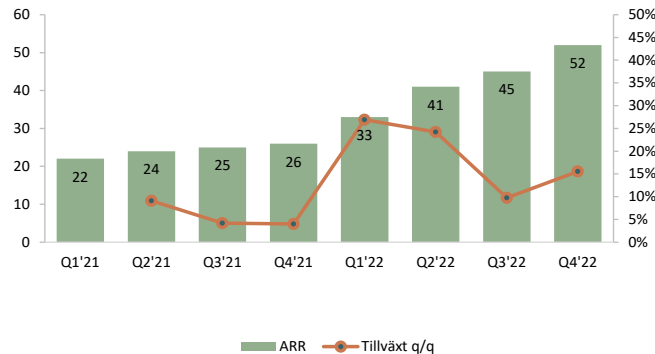
I Mentice fall skulle intäkterna från sålda Corindus system ingå i segmentet Partnerships. Det intressanta med detta segment är att Mentice simuleringsmjukvara säljs som en SaaS-lösning, vilket innebär att varje installerat system bidrar till en ökad ARR. Vi bedömer att varje sålt system kopplat till en robot skulle generera en ARR om ca 0,2 mkr. Då antalet Corindus-system enligt våra konservativa uppskattningar idag endast uppgår till kring strax över 100 globalt, belyser detta potentialen som finns i detta samarbete. För Intuitive tog det ca 10 år att bygga upp en installerad bas om 1 000 system, vilket tyder på att Mentice har en potential att öka segmentet Partnerskap rejält.

Partnerskap en fortsatt liten del av intäkter...



Källa: Bolaget

...men potential finns att accelerera ARR tillväxt



Källa: Bolaget

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. Vårt motiverade värde är 73-76 kr per aktie.

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 Swedei	8 484	8 050	10,02x	8,84x	7,46x	37,62x	29,9x	21,9x	49,39x	35,6x	25,5x	45,1x	51,4x	34,5x
BICO	3 745	4 700	2,10x	1,87x	1,67x	n.m	27,2x	11,3x	(4,71x)	(59,5x)	50,3x	-	-	51,3x
Intuitive Surgical	922 446	881 210	13,64x	12,29x	10,84x	34,18x	31,3x	26,8x	39,50x	36,5x	30,9x	54,2x	47,8x	41,0x
Biotage	8 519	8 312	5,31x	4,91x	4,36x	19,49x	21,5x	16,6x	24,09x	27,2x	19,9x	30,5x	39,0x	29,8x
Sectra	31 137	30 382	12,27x	11,41x	10,08x	55,62x	50,4x	43,3x	67,5x	61,1x	51,7x	85,3x	77,7x	65,7x
Synthetic MR	1 383	1 337	19,59x	14,08x	10,79x	107,87x	50,1x	29,2x	185,2x	70,4x	30,4x	220,2x	83,0x	41,5x
Mentice (Consensus)	951	921	4,22x	3,54x	2,83x	n.m	29,7x	13,5x	(38,4x)	83,7x	20,9x	-	116,3x	27,0x
Mean			9,59x	8,13x	6,86x	50,95x	34,32x	23,23x	46,09x	36,42x	32,80x	87,07x	69,19x	41,54x
Median			10,02x	8,84x	7,46x	37,62x	29,93x	21,88x	39,50x	36,52x	30,40x	54,17x	64,53x	40,98x
vs Mentice			-58%	-60%	-62%	nm	-1%	-38%	nm	129%	-31%	nm	80%	-34%

Källa: Factset

Värdering 2024 estimat					Värdering 2025				
Värdering 2024, X axel EV/EBIDTA, Y EBITDA					Nuvärde aktepris 2025 WACC 20%, X axel EV/EBIDTA, 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: EPB

Källa: Factset

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA												
Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis				
Sum of PV of FCF (explicit period)		446		Risk free nominal rate		2.5%		Long-term growth rate				
PV of terminal value (perpetuity formula)		467		Risk premium		5.0%						
Enterprise value		913		Extra risk premium		2.5%						
Latest net debt		-31		Beta		1.0				1.0% 1.5% 2.0% 2.5% 3.0%		
Minority interests & other		0		Cost of equity		10.0%		WACC		13.0%	41 43 44 46 48	
Equity value		943		Cost of debt (pre-tax)		3.0%				13.5%	39 40 42 43 45	
No. of shares outstanding (millions)		26		Tax rate		22%				14.0%	37 38 39 41 42	
Equity value per share (SEK)		37		Target debt/(debt + equity)		0%				14.5%	35 36 37 38 40	
				Implicit WACC		14.5%				15.0%	33 34 35 36 37	
Implicit multipl.				2023	2024	2025	Terminal value assumptions				Long-term EBIT margin	
EV/Sales		4,9		4,2		2,3		Long term growth rate		30.0% 32.5% 35.0% 37.5% 40.0%		
EV/EBITDA		378.1		-305.4		9.1		Long term EBIT margin		13.0%		39 42 44 47 49
EV/EBIT		-46.2		-38.2		11.1		Depreciation (% of sales)		13.5%		37 39 42 44 46
EV/NOPLAT		-59.2		-49.0		14.3		Capex (% of sales)		14.0%		35 37 39 41 43
P/E								Working cap. (% of sales)		14.5%		33 35 37 39 41
ROIC/WACC								Tax rate		15.0%		31 33 35 37 38
Current Share price				37,3								

Källa: EPB

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	138	185	218	260	339	398
Övriga rörelseintäkter	13	5	2	2	0	0
Totala intäkter	151	190	220	262	339	398
Kostnad sålda varor	-33	-35	-31	-42	-51	-60
Bruttoresultat	117	155	189	220	288	338
Övriga rörelsekostnader	-122	-153	-192	-191	-214	-238
EBITDA	-4	2	-3	29	73	100
EBITDA, justerad	-4	2	-3	29	73	100
EBITA, justerad	-4	2	-3	29	73	100
Amortering	-14	-22	-21	-18	-18	-18
EBIT	-18	-20	-24	11	55	82
EBIT, justerad	-18	-20	-24	11	55	82
Finansnetto	0	-2	0	0	0	0
Resultat före skatt	-19	-21	-24	11	55	82
Resultat före skatt, justerad	-19	-21	-24	11	55	82
Total skatt	5	-8	-7	-2	-12	-17
Nettoresultat	-13	-29	-31	8	44	65
Nettoresultat, justerad	-13	-29	-31	8	44	65
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
Kassaflöde från den operationella verksamheten	31	-5	15	12	38	82
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-9	-6	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-22	-17	-8	-24	-32	-48
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	-19	-	-	-
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-25	-26	-32	-24	-32	-48
Fritt kassaflöde	6	-31	-17	-12	6	34
Nyemission / återköp	-	-	57	0	0	0
Förändring av skulder	-4	-6	-8	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-4	-6	49	0	0	0
Kassaflöde	2	-37	32	-12	6	34
Nettoskuld	-49	-13	-47	-35	-41	-76

Källa: MENTICE, EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
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
Summa anläggningstillgångar	141	148	168	172	186	216
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
Summa omsättningstillgångar	104	114	165	177	233	306
SUMMA TILLGÅNGAR	245	262	333	349	419	522
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	163	137	163	169	212	277
Summa eget kapital	163	137	163	169	212	277
Övriga långfristiga skulder	0	10	9	9	9	9
Summa långfristiga skulder	0	10	9	9	9	9
Leverantörsskulder	17	9	14	19	23	28
Övriga kortfristiga skulder	65	106	147	152	175	208
Summa kortfristiga skulder	82	115	161	171	198	236
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	245	262	333	349	419	522

Källa: MENTICE, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	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%
Nettoskultsättningsgrad	-0,3x	-0,1x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	12,0x	-5,3x	15,8x	-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

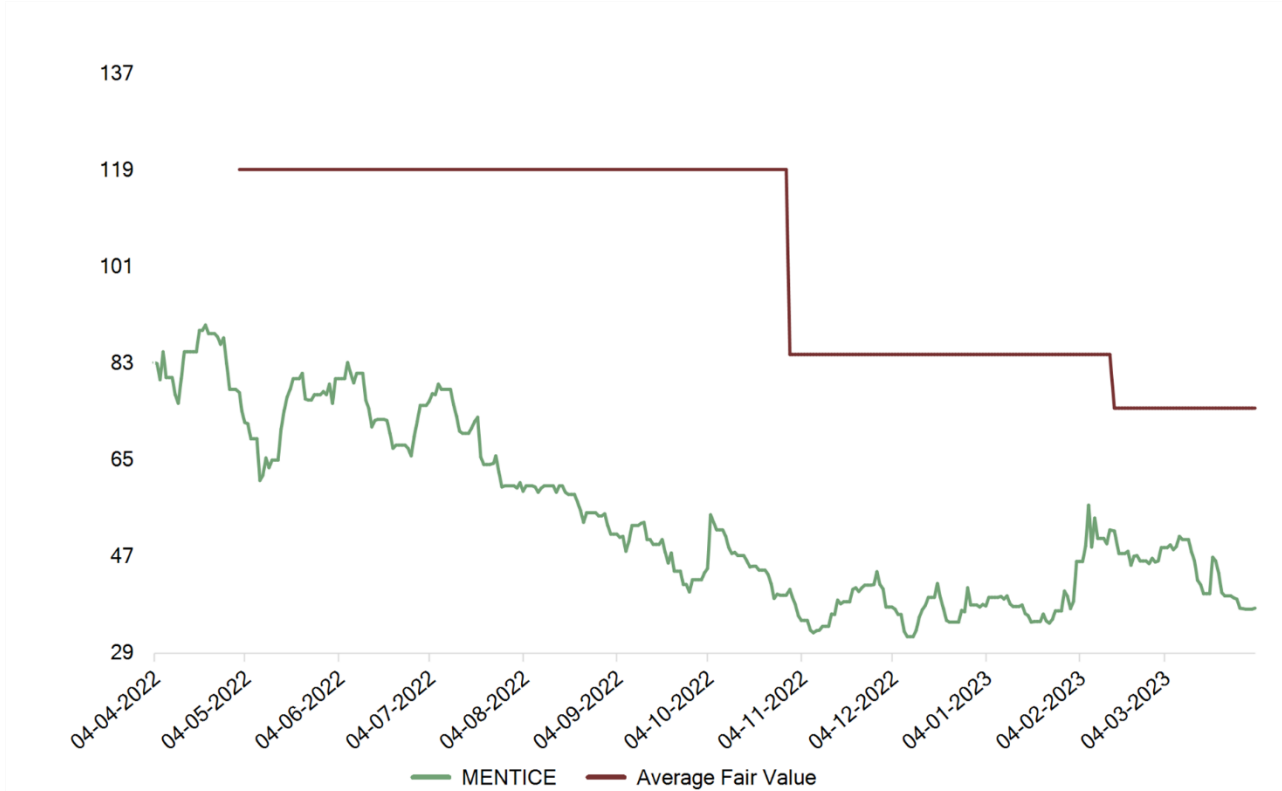
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	115,7x	21,9x	14,8x
P/EK	12,4x	17,8x	5,9x	5,6x	4,5x	3,4x
P/FCF	340,7x	Neg.	Neg.	Neg.	161,5x	27,8x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	1%	4%
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	3,5x	2,7x	2,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	1 006,2x	Neg.	32,3x	12,6x	9,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	87,4x	16,7x	11,3x
EV	1 971	2 429	919	923	923	923
Aktiekurs	83,5	98,6	37,8	37,3	37,3	37,3

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