



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 27 april 2023

MENTICE

Starkaste Q1 i historien

Starkaste första kvartalet i historien

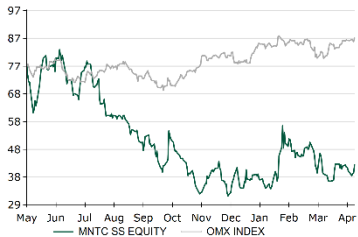
Orderingången i första kvartalet uppgick till 57,7 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 6% där 11% är drivet av valuta. Siffran är en av de starkaste orderingångarna sedan börsnoteringen. Nettoomsättningen uppgick till 64,9 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 22,4% y/y där 5,8% är drivet av valuta och 1% förvärvad. Försäljningen i kvartalet var precis som orderingången en av de högsta i bolagets historia. EBITDA i kvartalet uppgick till 7,3 mkr, vilket motsvarar en marginal om 11,2%. Detta är första gången bolaget är lönsamt i ett första kvartal. Lönsamheten kommer från en stark bruttomarginal om 85,6%, men även för att man nu börjar se de skalfördelar vi lyft i tidigare analyser.

Återkommande intäkter sänker volatiliteten och bäddar för multipelexpansion

Tillväxten på 93% y/y i ARR (annual recurring revenue) understryker en förflyttning mot lägre volatilitet i intäkterna vilket vi anser kan driva en multipelexpansion. Enligt vår bedömning är de enskilt viktigaste komponenterna för Mentice utveckling i orderboken och orderingången. Mentice avslutar Q1 med en orderbok som är i linje med vad som krävs för att nå våra estimat för helåret. Vi bedömer således att man kommer fortsätta kunna visa en marginalexpansion kommande kvartal och år vilket gör att man närmar sig övriga peers i sektorn värderingsmässigt. Vidare anser vi att Mentice teknologi möjliggör en hög långsiktig tillväxt, speciellt med tanke på exponeringen mot den framväxande robotkirurgin inom endovaskulär kirurgi.

En rapport som bekräftar vår tes om bolaget

Trots den starka inledningen av året gör vi endast marginella förändringar i våra estimat för prognosperioden. Vi bedömer att Q1 validerar vår tes från tidigare analyser om att bolaget har potential att leverera en kombination av god lönsamhet och tillväxt samtidigt som volatiliteten sjunker i intjäningen vilket vi anser borde driva en multipelexpansion.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk															
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	73 - 76 kr												
Totala intäkter	-0,1%	-0,5%	-0,4%	Totala intäkter	220	262	337	396	Aktiekurs	42,8 kr												
EBITDA, just.	7,1%	1,7%	-1,9%	Tillväxt	16%	19%	29%	18%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-17,9%	2,2%	-2,3%	EBITDA, just.	-3	31	75	98	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser			EBIT, just.	-24	9	57	80															
Q2 - rapport	20 juli 2023			EPS, just.	-1,2	0,3	1,7	2,5														
Q3 - rapport	26 oktober 2022			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	42%														
Bolagsfakta (mkr)			EK/aktie	6,4	6,6	8,3	10,8															
Antal aktier	26m			EBIT-marginal	Neg.	3,5%	16,8%	20,2%	<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		✓																				
Börsvärde	1 094			ROE, just.	Neg.	4,1%	23,5%	25,9%														
Nettoskuld	-31			ROCE, just.	Neg.	5,2%	29,8%	32,8%														
EV	1 064			EV/Sales	4,2x	4,1x	3,2x	2,7x														
Free float	46%			EV/EBITDA	-	34,8x	14,3x	10,8x														
Daglig handelsvolym, snitt	3k			EV/EBIT	-	115,1x	18,8x	13,3x														
Bloomberg Ticker	MNTC SS EQUITY			P/E, just.	-	161,6x	24,6x	17,4x														
Analytiker			P/EK	5,9x	6,5x	5,2x	4,0x	Likviditetsgarant ✓ Certified adviser ✓ Transaktioner 12m ✓														
Rikard Engberg			FCF yield	-	-	1%	3%															
rikard.engberg@penser.se			Nettoskuld/EBITDA	15,8x	-1,4x	-0,7x	-0,8x															

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 med 20% till idag. Mentice handlas idag till en rabatt om ca 70% mot dessa bolag baserat på våra värderingsantaganden och i vårt motiverade värde anser vi att denna rabatt bör vara ca 45%. För att rabatten ska minska vill vi se minst 1–2 kvartal till med lönsamhet. Vi ser således ett motiverat värde om 73–76 kr. Bolaget handlas idag på en implicit WACC om ca 14%.

Q4 - Kvartalet i detalj

Medicinteknisk industri (MDI)

Orderingången uppgick till 52,6 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 63,4% y/y. Den starka tillväxten går att härleda till att ett antal ordrar från Q4 flyttades till Q1. Under kvartalet har Mentice mottagit två ordrar från ett av världens ledande medicintekniska bolag. Ordervärdet i dessa uppgick minst till 13 mkr. De två största kunderna under kvartalet var Abbott Laboratories och Medtronic. Ordrar från dessa översteg 17 mkr. Med anledning av den starka inledningen på året bedömer Mentice att segmentet MDI kommer vara starkare än 2022.

Sjukhussystem

Orderingången uppgick till 4,1 mkr, -66%% y/y. Bolaget bedömer att segmentet kommer leverera i linje med 2022.

Strategiska samarbeten

Orderingången uppgick till 0,9 mkr i kvartalet vs 10 mkr förra året. Under Q1'22 fick bolaget in en stor order kopplat till robotkirurgi och samarbetet med Siemens.

Sammanfattning orderingång

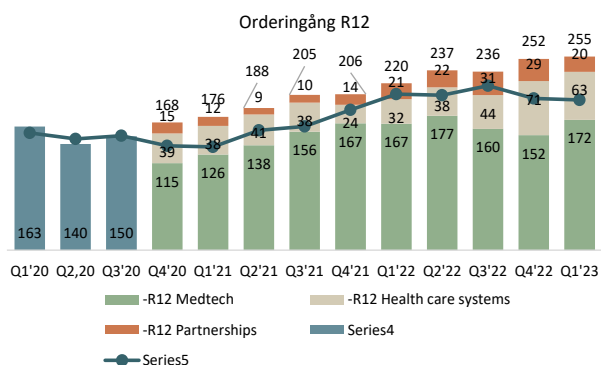
Orderboken i kvartalet uppgick till 126,2 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 38,3%. Av dessa är 66,2 mkr schemalagda för leverans under 2023. Bolagets årliga återkommande intäkter (ARR) uppgick i kvartalet till 61 mkr. Siffran motsvarar en tillväxt om 93% y/y. Vi anser att denna datapunkt är den viktigaste i rapporten då den bekräftar vår tes om att volatiliteten i intjäningen kommer sjunka över tid, vilket motiverar en högre multipel.

Försäljning och lönsamhet

Försäljningen i kvartalet uppgick till 65,0 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 22,4%, varav 15,6% var organisk. Den amerikanska marknaden var drivande i försäljningen och växte 68% y/y. Återkommande intäkter under kvartalet uppgick till 14,7 mkr, vilket motsvarar ca 22% av intäkterna. De återkommande intäkterna stiger med ca 40% y/y. Vi bedömer detta vara essentiellt för vårt investment case och en kommande multipelexpansion för bolaget.

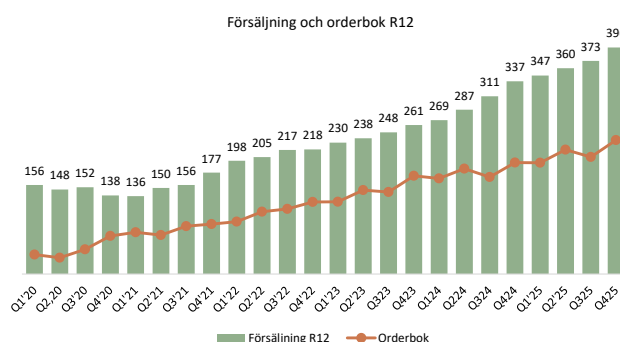
EBITDA i kvartalet uppgick till 7,3 mkr, vilket motsvarar en marginal om 11,2%. Bolaget visar för första gången sedan noteringen ett positivt EBITDA i ett annat kvartal än det fjärde. Den starka marginalen är delvis driven av att bruttomarginalen uppgick till 85,6%. Bruttomarginalen är delvis dopad av fx men vi bedömer att bolaget kommer vara i spannet 82-84% kommande kvartal.

Vi ser en positiv trend i ordergång...



Källa: Mentice, EPB

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



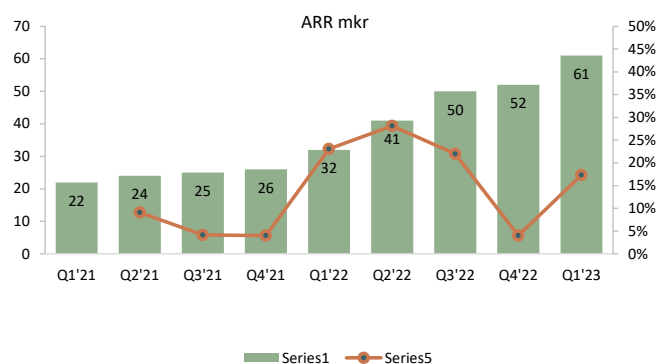
Källa: Mentice EPB

...med lägre volatilitet i intäkterna...

Net sales per business segment TSEK	Jan-Mar 2023	Jan-Mar 2022	Variance	Full year 2022
System sales, Customer's CAPEX	26,641	22,972	16.0%	83,268
System sales, recurring	4,281	3,380	26.7%	17,584
Software licenses, Customer's CAPEX	7,925	4,896	61.9%	28,108
Software licenses, recurring	10,477	7,170	46.1%	34,122
Accessories & spare parts	3,678	5,663	-35.1%	17,498
Service	11,963	9,004	32.9%	37,374
Total	64,965	53,085	22.4%	217,954

Källa: Mentice

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



Källa: Mentice, EPB

Värdering och estimat

Estimat

Vi gör endast marginella förändringar i våra estimat under prognosperioden och noterar att Mentice tar stora steg åt rätt håll mot våra estimat.

	Nya estimat							
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	157,0	149,4	137,5	185,1	218,0	260,6	336,9	396,2
Rörelseresultat EBITDA	20,8	-12,9	-4,1	2,4	-3,0	30,6	74,5	98,0
Resultat (EBIT)	16,1	-24,5	-18,2	-19,8	-23,9	9,2	56,5	80,0
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	-6,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBIT) (just)	16,1	-24,5	-18,2	-13,0	-23,9	9,2	56,5	80,0
Nettoresultat (just)	20,1	-20,6	-13,1	-15,5	-30,6	6,8	44,6	63,1
	Λ Absoluta tal							
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	-1,6	-1,6
Rörelseresultat EBITDA	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	1,2	-1,9
Resultat (EBIT)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,3	1,2	-1,9
Nettoresultat (just)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	1,0	-1,5
Tillväxt		-5%	-8%	35%	18%	20%	29%	18%
EBITDA margin	13%	-9%	-3%	1%	-1%	12%	22%	25%

Värdering

Vi lämnar vårt motiverade värde om 73–76 kr oförändrat. Vi bedömer att den goda lönsamheten i kvartalet samt den stigande andelen återkommande intäkter kommer göra att bolaget kan påbörja en multipelexpansion.

Implicit WACC beräkning					Känslighetsanalys														
Värdering					Implicit WACC					Antaganden terminalvärde					Känslighetsanalys				
Nuvärdet av fria kassaflöden	454	Riskfri ränta			2,5%	Långsiktig tillväxt			2,0%	Känslighetsanalys									
Nuvärdet av terminalvärde	513	Riskpremium			5,0%	Långsiktig EBIT-marginal			35,0%										
Företagsvärde (EV)	967	Snåbologspremium			4,0%	Avskrivningar, % av omsättning			3,5%										
Nettoskuld, senast rapporterad	-31	Extra riskpremium			2,5%	Capex, % av omsättning			2,0%										
Minoritetsintressen och övrigt	0	Implicit WACC			14,0%	Rörelsekapital, % av omsättning			10,0%										
Eget kapital	998					Skattesats			22,0%										
Antal utsläpande aktier, full utspädning	26					Terminalvärde, % av EV			53,1%										
Eget kapital per aktie	39																		

Känslighetsanalys												
Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal							
	1,0%	1,2%	2,0%	2,5%	3,0%		30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%	
WACC	13,0%	13,5%	14,0%	14,5%	15,0%	39	42	44	46	49		
	13,0%	39	40	41	43	45	39	41	44	46		
	13,5%	39	40	41	43	45	39	41	44	46		
	14,0%	39	38	39	40	42	39	37	39	41	43	
	14,5%	35	36	37	38	39	14,5%	33	35	37	39	41
	15,0%	33	34	35	36	37	15,0%	31	33	35	37	38

Källa: EPB

Känslighetstabell värdering 2024					Känslighetstabell 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	49,7	54,5	59,3	64,2	81	56,4	62,2	67,9	73,7
67	55,0	60,4	65,8	71,2	90	62,8	69,2	75,6	82,0
74	61,0	67,0	73,0	78,9	100	69,9	77,0	84,1	91,2
81	67,0	73,6	80,1	86,7	110	77,0	84,9	92,7	100,5
90	73,6	80,8	88,0	95,3	121	84,9	93,5	102,0	110,6

Källa: EPB

Peer tabell														
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	9 078	8 674	10,81x	9,49x	8,01x	40,51x	32,2x	23,6x	53,29x	41,1x	27,5x	48,3x	52,6x	36,9x
BICO	3 755	4 710	2,10x	1,93x	1,69x	n.m	24,4x	11,1x	(17,58x)	(142,7x)	43,6x	-	-	84,4x
Intuitive Surgical	1 067 646	1 019 771	15,87x	13,86x	12,24x	39,76x	35,3x	30,3x	45,95x	41,2x	34,8x	63,0x	54,0x	46,0x
Biotage	7 799	7 600	4,85x	4,49x	3,99x	17,82x	19,7x	15,2x	22,03x	24,9x	18,2x	27,9x	35,7x	27,3x
Sectra	31 700	30 941	12,50x	11,62x	10,26x	56,64x	51,4x	44,1x	68,7x	62,2x	52,7x	86,9x	79,1x	66,9x
Synthetic MR	1 333	1 295	18,96x	13,63x	10,44x	104,42x	48,5x	28,2x	179,3x	68,1x	29,4x	212,3x	80,0x	40,0x
Mentice (Consensus)	1 020	990	4,54x	3,81x	3,05x	n.m	31,9x	14,5x	(41,2x)	90,0x	22,4x	-	124,7x	28,9x
Mean			9,95x	8,40x	7,10x	51,83x	34,78x	23,85x	44,35x	26,39x	32,66x	87,67x	71,01x	47,22x
Median			10,81x	9,49x	8,01x	40,51x	32,25x	23,56x	45,95x	41,19x	29,42x	63,03x	66,55x	40,00x
vs Mentice			-58%	-60%	-62%	nm	-1%	-38%	nm	118%	-24%	nm	87%	-28%
Margins	Gross Income			EBITDA			EBIT			Net Income				
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	LTM	2023	2024		
Surgical Science Sweden			60,0%	69,0%	72,2%	26,7%	29,4%	34,0%	20,3%	23,1%	29,2%	23,4%	18,7%	22,8%
BICO			-19,0%	75,7%	75,8%	2,8%	7,9%	15,3%	-12,0%	-1,4%	3,9%	-37,2%	-3,8%	1,6%
Intuitive Surgical			66,7%	68,3%	69,1%	39,9%	39,3%	40,3%	34,5%	33,7%	35,2%	20,4%	27,3%	28,2%
Biotage			60,6%	60,2%	60,7%	27,2%	22,8%	26,3%	22,0%	18,1%	21,9%	17,0%	13,2%	16,3%
Sectra			19,0%	86,6%	86,2%	22,1%	22,6%	23,3%	18,2%	18,7%	19,5%	14,6%	14,9%	15,6%
Synthetic MR			6,6%	-	-	18,2%	28,1%	37,0%	10,6%	20,0%	35,5%	9,2%	16,8%	28,2%
Mentice (Consensus)			81%	85%	84%	-1%	12%	21%	-11%	4%	40%	-14%	3%	11%
Mean			26%	74%	75%	19%	23%	28%	12%	17%	23%	5%	13%	18%
Median			19%	72%	74%	22%	23%	26%	18%	19%	22%	15%	15%	16%
Growth	Sales			EBITDA			EBIT			Net Income				
	2022	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024	LTM	2023	2024		
Surgical Science Sweden			118,8%	13,9%	18,5%	46,6%	25,6%	36,9%	62,3%	29,6%	49,8%	85,7%	-9,2%	44,7%
BICO			78,1%	8,9%	14,3%	184,7%	n.m	120,5%	52,1%	-	-	272,3%	-	-
Intuitive Surgical			8,9%	14,4%	13,3%	-9,8%	12,6%	-	-14,1%	11,6%	18,4%	-20,2%	-20,2%	-20,2%
Biotage			27,2%	8,0%	12,7%	5,4%	-9,5%	29,9%	7,8%	-11,4%	36,4%	24,1%	-16,3%	38,4%
Sectra			24,6%	7,6%	13,2%	-0,2%	-	16,5%	-1,8%	-	18,0%	-0,6%	-0,6%	-0,6%
Synthetic MR			16,9%	39,2%	30,5%	-22,5%	115,1%	71,8%	63,0%	163,2%	131,6%	236,9%	236,9%	236,9%
Mentice (Consensus)			18%	19%	25%	-228%	-	120%	33%	-	301%	27%	27%	27%
Mean			41,8%	15,9%	18,2%	-3,4%	36,0%	65,9%	28,9%	48,2%	92,5%	89,3%	36,2%	54,3%
Median			24,6%	13,9%	14,3%	-0,2%	19,1%	54,4%	32,8%	20,6%	43,1%	26,6%	-4,9%	32,5%

Källa:

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	138	185	218	261	337	396
Övriga rörelseintäkter	13	5	2	1	0	0
Totala intäkter	151	190	220	262	337	396
Kostnad sålda varor	-33	-35	-31	-40	-51	-59
Bruttoresultat	117	155	189	222	286	337
Övriga rörelsekostnader	-122	-153	-192	-191	-212	-239
EBITDA	-4	2	-3	31	75	98
EBITDA, justerad	-4	2	-3	31	75	98
EBITA, justerad	-4	2	-3	31	75	98
Amortering	-14	-22	-21	-21	-18	-18
EBIT	-18	-20	-24	9	57	80
EBIT, justerad	-18	-20	-24	9	57	80
Finansnetto	0	-2	0	-1	0	0
Resultat före skatt	-19	-21	-24	9	57	80
Resultat före skatt, justerad	-19	-21	-24	9	57	80
Total skatt	5	-8	-7	-2	-12	-17
Nettoresultat	-13	-29	-31	7	45	63
Nettoresultat, justerad	-13	-29	-31	7	45	63
Intäktstillväxt	-	26%	16%	19%	29%	18%
Bruttomarginal	85,4%	83,8%	86,9%	85,1%	85,0%	85,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	3,5%	16,8%	20,2%
EPS, justerad	-0,54	-1,18	-1,20	0,26	1,74	2,47
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	42%

Källa: MENTICE, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-18	-20	-24	9	57	80
Övriga kassaflödesposter	14	21	19	20	6	1
Förändringar i rörelsekapital	34	-7	20	-16	-22	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	31	-5	15	13	40	81
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-9	-6	-	-	-
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-22	-17	-8	-19	-32	-48
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	-19	-	-	-
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-25	-26	-32	-19	-32	-48
Fritt kassaflöde	6	-31	-17	-6	8	33
Nyemission / återköp	-	-	57	0	0	-2
Förändring av skulder	-4	-6	-8	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-4	-6	49	0	0	-2
Kassaflöde	2	-37	32	-6	8	31
Nettoskuld	-49	-13	-47	-42	-50	-82

Källa: MENTICE, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	101	106	130	129	143	173
Materiella anläggningstillgångar	8	14	14	12	12	12
Övriga anläggningstillgångar	32	28	24	22	22	22
Summa anläggningstillgångar	141	148	168	163	177	207
Varulager	6	9	17	16	27	33
Kundfordringar	29	68	86	98	140	171
Övriga omsättningstillgångar	20	24	15	16	21	25
Likvida medel och kortfristiga placeringar	49	13	47	42	50	82
Summa omsättningstillgångar	104	114	165	171	238	311
SUMMA TILLGÅNGAR	245	262	333	334	415	518
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	163	137	163	168	212	275
Summa eget kapital	163	137	163	168	212	275
Övriga långfristiga skulder	0	10	9	7	7	7
Summa långfristiga skulder	0	10	9	7	7	7
Leverantörsskulder	17	9	14	18	23	28
Övriga kortfristiga skulder	65	106	147	142	173	208
Summa kortfristiga skulder	82	115	161	160	196	236
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	245	262	333	335	415	518

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%	32%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	42%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	42%
Bruttomarginal	85,4%	83,8%	86,9%	85,1%	85,0%	85,0%
EBITDA-marginal	Neg.	1,3%	Neg.	11,7%	22,1%	24,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	1,3%	Neg.	11,7%	22,1%	24,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	3,5%	16,8%	20,2%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	3,5%	16,8%	20,2%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	2,6%	13,2%	15,9%

Källa: MENTICE, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	4%	23%	26%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	5%	30%	33%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8%	39%	45%

Källa: MENTICE, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	4%	5%	8%	6%	8%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	20%	36%	39%	37%	42%	43%
Leverantörsskulder / KSV	50%	26%	46%	45%	45%	47%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	53%	61%	72%	69%	75%	79%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-7%	-20%	-11%	-2%	-2%
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	-42	-50	-82
Soliditet	67%	52%	49%	50%	51%	53%
Nettoskultsättningsgrad	-0,3x	-0,1x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	12,0x	-5,3x	15,8x	-1,4x	-0,7x	-0,8x

Källa: MENTICE, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,54	-1,18	-1,20	0,26	1,74	2,47
EPS, justerad	-0,54	-1,18	-1,20	0,26	1,74	2,47
FCF per aktie	0,25	-1,25	-0,68	-0,23	0,32	1,27
Eget kapital per aktie	6,75	5,53	6,36	6,56	8,30	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

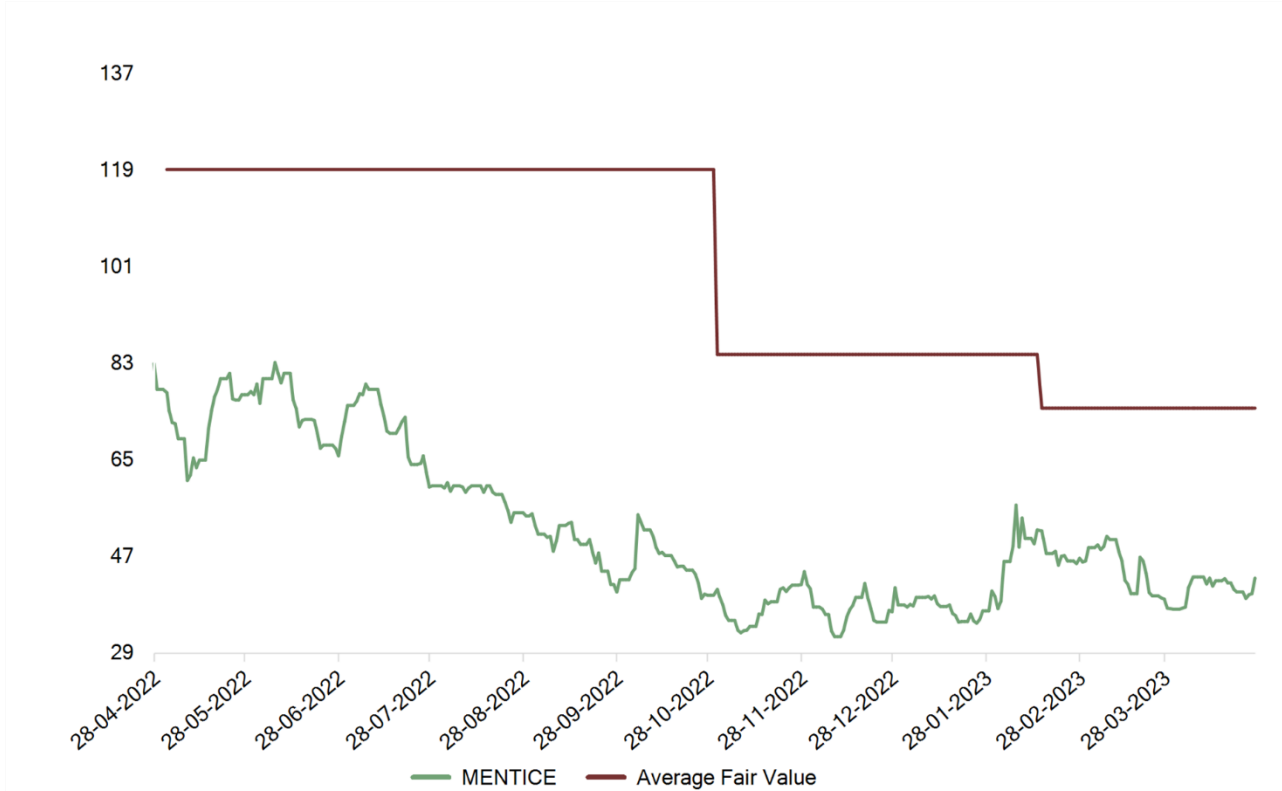
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	161,6x	24,6x	17,4x
P/EK	12,4x	17,8x	5,9x	6,5x	5,2x	4,0x
P/FCF	340,7x	Neg.	Neg.	Neg.	133,9x	33,6x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	1%	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	4,1x	3,2x	2,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	1 006,2x	Neg.	34,8x	14,3x	10,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	115,1x	18,8x	13,3x
EV	1 971	2 429	919	1 064	1 064	1 064
Aktiekurs	83,5	98,6	37,8	42,8	42,8	42,8

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