This report was completed and disseminated 21 juli 2023: 07:41 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 21 juli 2023

Mentice

Nått ny nivå av försäljning och lönsamhet

Starkt genom hela rapporten

Bolaget följer upp rekordsiffrorna i Q1 med en ännu starkare rapport. Nettoomsättningen uppgick till 74,3 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 64,7%, varav 54,1% var organisk. Orderingången uppgick till 77,4 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 35% y/y. Siffrorna indikerar att bolaget är på god väg att överträffa våra helårsestimat. EBITDA uppgick till 10,7 mkr vilket motsvarar en marginal om 14,4%. De återkommande mjukvaruintäkterna stiger med 26% y/y. Den starka lönsamheten är delvis driven av att bruttomarginalen uppgick till 85,8%, men också att bolaget nu börjar visa klara skalfördelar. Sammanfattningsvis en stark rapport som bekräftar vår tes om att bolaget är på väg mot nya nivåer av lönsamhet och volym.

Återkommande intäkter sänker volatiliteten

Tillväxten på 54% i ARR y/y understryker förflyttningen mot lägre volatilitet i intäkterna. Enligt vår bedömning är de enskilt viktigaste komponenterna för Mentice utveckling i orderboken och orderingången. Mentice avslutar Q2 med en orderbok om 125,3 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 15% y/y. Orderingången som ovan nämnts växer med 35,1%. Givet den starka bruttomarginalen bedömer vi 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 mer AI-assisterad kirurgi.

En rapport som bekräftar vår tes om bolaget

Vi är relativt försiktiga i våra estimatförändringar efter kvartalet och ser att bolaget fortsätter på inslagen väg med en fortsatt marginalexpansion kommande år. Vi gör endast marginella estimatförändringar för att reflektera den starka orderingången och försäljningen för Q2'22. Vi bibehåller vårt motiverade värde om 73-76 kr och bedömer att en multipelexpansion är att vänta givet att bolaget nu visat positivt EBITDA-resultat två kvartal i rad.

Estimataändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	3,6%	-1,7%	2,1%
EBITDA, just.	0,5%	-2,5%	4,4%
EPS, just.	nm	-3,3%	5,4%

Kommande händelser

Q3 - rapport	26 oktober 2023
Q4 - rapport	03 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	26m
Börsvärde	1 105
Nettoskuld	-22
EV	1 083
Free float	46%
Daglig handelsvolym, snitt	26k
Bloomberg Ticker	MNTC SS EQUITY

Analytiker

Rikard Engberg
rikard.engberg@penser.se

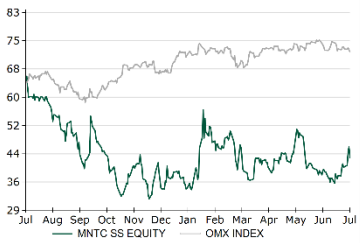
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	220	271	331	405
Tillväxt	16%	23%	22%	22%
EBITDA, just.	-3	31	73	102
EBIT, just.	-24	7	55	84
EPS, just.	-1,2	0,1	1,7	2,6
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	>100%	54%
EK/aktie	6,4	6,4	8,1	10,7
EBIT-marginal	Neg.	2,7%	16,5%	20,9%
ROE, just.	Neg.	0,9%	23,2%	27,6%
ROCE, just.	Neg.	4,0%	29,4%	35,0%
EV/Sales	4,2x	4,0x	3,3x	2,7x
EV/EBITDA	-	35,3x	14,9x	10,6x
EV/EBIT	-	147,0x	19,8x	12,8x
P/E, just.	-	781,4x	25,6x	16,6x
P/EK	5,9x	6,7x	5,3x	4,0x
FCF yield	-	-	1%	3%
Nettoskuld/EBITDA	15,8x	-1,3x	-0,6x	-0,8x

Värde och risk

Motiverat värde	73.0 - 76.0 SEK
Aktiekurs	43,2 SEK
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

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 rehabtider 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 vårdsystem 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 60% mot dessa bolag baserat på våra värderingsantaganden och i vårt motiverade värde anser vi att denna rabatt bör vara ca 30%. 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%

Q2 – Kvartalet i detalj

Medicinteknisk industri (MDI)

Orderingången uppgick till 63,9 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 52,8% y/y. Under kvartalet fick Mentice en order från ett av de globalt ledande medicinteknikbolagen som uppgick till 26 mkr.

Sjukhussystem

Orderingången uppgick till 13,3 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 6,2% y/y. Vi bedömer att bolaget bedömer att segmentet kommer leverera i linje med 2022.

Strategiska samarbeten

Orderingången uppgick till 0,2 mkr i kvartalet vs 2,9 mkr förra året. Under kvartalet har Mentice ändat i sitt samarbete med Siemens i Kina. Tidigare har bolaget fokuserat på att vara en partner i utrullningen av den kirurgiska roboten Corindus. Nu kommer man att samarbeta bredare med Siemens i försäljning mot den kinesiska sjukhusmarknaden.

Sammanfattning orderingång

Orderboken i kvartalet uppgick till 125,3 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 15,1% y/y. Under 2023 väntas 54,2 mkr av denna orderbok levereras. Den totala orderingången i kvartalet uppgick till 77,4 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 35,1%, varav 24,1% var organiskt. Vi bedömer att tillväxten i orderboken kommer vara lägre under H2 än H1 givet den starka starten på året.

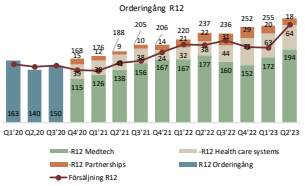
Bolagets årliga återkommande intäkter (ARR) uppgick i kvartalet till 57 mkr. Siffran motsvarar en tillväxt om 54% y/y. ARR växter dock endast med 1 mkr q/q. Detta är hänförligt till en svagare utveckling inom strategiska samarbeten och sjukhussystem. Vi anser att tillväxten i ARR utgör en av de främsta drivkrafterna för aktien framöver då den har potential till att minska volatiliteten i intäkter kraftigt. Vi bedömer att tillväxten kommer att komma tillbaka under H2.

Försäljning och lönsamhet

Försäljningen i kvartalet uppgick till 74,3 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 64,7%, varav 54,1% var organisk. Den amerikanska marknaden var drivande i försäljningen och växte 227,8% y/y. Detta är framför allt hänförligt till att bolaget vann en order om USD 2,4m från ett av världens ledande bolag inom medicinteknik. Ordern har till stor del levererats under innevarande kvartal. Återkommande intäkter under kvartalet uppgick till 13,1 mkr, vilket motsvarar 17,6% av intäkterna. De återkommande intäkterna stiger med 10% y/y. Vi bedömer detta vara essentiellt för vårt investment case och en kommande multipelexpansion för bolaget.

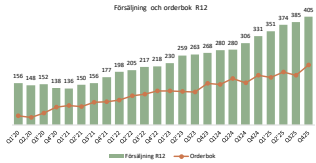
EBITDA i kvartalet uppgick till 10,7 mkr, vilket motsvarar en marginal om 14,4%. Bolaget har nu visat två kvartal i rad med positiv EBITDA och stigande marginal. Den starka marginalen är delvis driven av att bruttomarginalen uppgick till 85,8% vs 84% föregående år. Bruttomarginalen är delvis dopad av fx, men vi bedömer att bolaget kommer vara i spannet 83-85% kommande kvartal. Marginalen drivs också av det effektiviseringsarbete som bolaget inledde under H2'22. Nettoomsättningen per anställd har nu stigit från 0,4 mkr i Q2'22 till 0,7 mkr i Q2'23.

Vi ser en positiv trend i orderbok…



Källa: Mentice, EPB

…som stödjer fortsatt tillväxt i försäljning…



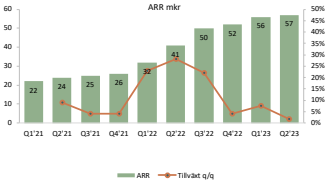
Källa: Mentice EPB

…med lägre volatilitet i intäkterna…

Nettoomsättning per rörelsesegment TSEK	Apr - jun 2023	Apr - jun 2022	Förändr.	Jan - jun 2023	Jan - jun 2022	Förändr.	Helår 2022
Systemförsäljning, för "kund" investering	42 313	15 961	165,1%	68 954	38 933	77,1%	83 268
Systemförsäljning, återkommande	3 350	4 232	-20,8%	7 632	7 612	0,3%	17 584
Mjukvarulicenser, för "kund"investering	6 123	7 662	-20,1%	14 048	12 557	11,9%	28 108
Mjukvarulicenser, återkommande	9 742	7 733	26,0%	20 218	14 903	35,7%	34 122
Tillbehör och reservdelar	2 063	3 439	-39,1%	5 741	9 052	-36,6%	17 498
Service	10 723	6 084	74,8%	22 686	15 138	49,9%	37 374
Total	**74 314**	**45 111**	**64,7%**	**139 279**	**98 196**	**41,8%**	**217 954**

Källa: Mentice

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



Källa: Menitce, EPB

Värdering och estimat

Estimat

Vi gör endast marginella förändringar i våra estimat under prognosperioden. Vi höjer dock estimaten för nettoomsättning för innevarande år med 4%. På innevarande år sjunker nettoresultatet marginellt p.ga. en skatteeffekt i Q2'23.

	Nya estimat							
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	157,0	149,4	137,5	185,1	218,0	268,3	331,3	404,5
Rörelseresultat EBITDA	**20,8**	**-12,9**	**-4,1**	**2,4**	**-3,0**	**30,7**	**72,7**	**102,4**
Resultat (EBIT)	**16,1**	**-24,5**	**-18,2**	**-19,8**	**-23,9**	**7,4**	**54,7**	**84,4**
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**	**7,4**	**54,7**	**84,4**
Nettoresultat (just)	**20,1**	**-20,6**	**-13,1**	**-15,5**	**-30,6**	**1,4**	**43,1**	**66,5**
	Δ Absoluta tal							
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,7	-5,6	8,3
Rörelseresultat EBITDA	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,1**	**-1,9**	**4,3**
Resultat (EBIT)	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-1,9**	**-1,9**	**4,3**
Nettoresultat (just)	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**-5,4**	**-1,5**	**3,4**
Tillväxt		**-5%**	**-8%**	**35%**	**18%**	**23%**	**23%**	**22%**
EBITDA-marginal	**13%**	**-9%**	**-3%**	**1%**	**-1%**	**11%**	**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. Givet den starka bruttomarginalen bör man närma sig övriga bolag inom medicinteknik på börsen både i lönsamhet och värdering.

Källa: EPB

Känslighetstabell värdering 2024

	Värdering 2024, X axel EV/EBIDTA, Y EBITDA			
	20x	**22x**	**24x**	**26x**
60	47,7	52,4	57,1	61,8
67	52,9	58,2	63,4	68,6
74	58,7	64,5	70,3	76,1
81	64,5	70,9	77,3	83,6
90	70,9	77,9	84,9	91,9

Källa: EPB

Känslighetstabell värdering 2025

	Nuvärde akitepris 2025 WACC 20%, X axel EV/EBIDTA, Y EBITDA			
	20x	**22x**	**24x**	**26x**
81	43,4	47,8	52,2	56,6
90	48,3	53,2	58,1	63,0
100	53,7	59,2	64,6	70,0
110	59,2	65,1	71,1	77,1
121	65,1	71,7	78,3	84,9

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 Sweder	11 491	11 009	13,72x	10,99x	9,39x	51,44x	38,9x	28,0x	67,73x	45,7x	34,2x	60,9x	59,3x	45,7x
BICO	3 398	4 440	1,98x	1,90x	1,65x	n.m	27,9x	11,5x	(17,03x)	(20,7x)	209,9x	-	-	-
Intuitive Surgical	1 258 573	1 210 698	18,95x	16,55x	14,56x	47,48x	42,2x	36,2x	54,88x	49,1x	41,6x	74,7x	63,7x	54,4x
Biotage	10 144	10 084	6,44x	5,76x	4,59x	23,51x	25,2x	17,8x	27,86x	30,0x	20,7x	29,0x	36,3x	28,2x
Sectra	32 573	31 467	13,39x	12,05x	10,84x	57,42x	53,7x	47,5x	69,0x	64,9x	57,1x	86,1x	83,9x	73,9x
Synthetic MR	979	945	13,84x	10,41x	7,82x	76,24x	41,7x	23,0x	130,9x	52,7x	23,4x	155,9x	70,8x	30,2x
Mentice (Consensus)	1 181	1 150	5,28x	4,41x	3,49x	n.m	32,0x	16,1x	(47,9x)	115,0x	27,4x	-	122,5x	30,2x
Mean			**10,51x**	**8,87x**	**7,48x**	**51,22x**	**37,35x**	**25,72x**	**40,78x**	**48,11x**	**59,18x**	**81,30x**	**72,74x**	**43,77x**
Median			**13,39x**	**10,41x**	**7,82x**	**51,44x**	**38,90x**	**22,98x**	**54,88x**	**49,12x**	**34,19x**	**74,72x**	**67,25x**	**37,96x**
vs Mentice			-61%	-58%	-55%	nm	-18%	-30%	nm	134%	-20%	nm	82%	-20%

Margins	**Gross Income**			**EBITDA**			**EBIT**			**Net Income**		
	2022	**2023**	**2024**	**2022**	**2023**	**2024**	**2022**	**2023**	**2024**	**LTM**	**2023**	**2024**
Surgical Science Sweden	61,5%	69,2%	71,6%	26,7%	28,2%	33,5%	20,3%	24,1%	27,5%	25,4%	19,4%	21,4%
BICO	-19,4%	74,1%	75,9%	2,8%	6,8%	14,4%	-11,6%	-9,2%	0,8%	-40,1%	-8,1%	-1,2%
Intuitive Surgical	66,7%	68,1%	68,9%	39,9%	39,2%	40,2%	34,5%	33,7%	35,0%	20,4%	27,4%	28,2%
Biotage	60,6%	60,6%	59,5%	27,4%	22,9%	25,8%	23,1%	19,2%	22,1%	13,9%	12,8%	16,2%
Sectra	20,8%	88,3%	88,5%	23,3%	22,4%	22,8%	19,4%	18,6%	19,0%	16,0%	14,7%	15,0%
Synthetic MR	8,8%	27,5%	42,2%	18,2%	25,0%	34,0%	10,6%	19,7%	33,5%	10,1%	15,2%	26,8%
Mentice (Consensus)	81%	85%	85%	-1%	14%	22%	-11%	4%	40%	-11%	3%	12%
Mean	**27%**	**68%**	**70%**	**20%**	**23%**	**27%**	**12%**	**16%**	**22%**	**5%**	**12%**	**17%**
Median	**21%**	**69%**	**72%**	**23%**	**23%**	**26%**	**19%**	**19%**	**22%**	**14%**	**15%**	**16%**

Growth	**Sales**			**EBITDA**			**EBIT**			**Net Income**		
	2022	**2023**	**2024**	**LTM**	**2023**	**2024**	**LTM**	**2023**	**2024**	**LTM**	**2023**	**2024**
Surgical Science Sweden	78,5%	24,9%	17,0%	36,4%	32,2%	38,9%	45,3%	48,3%	33,6%	78,2%	3,5%	29,0%
BICO	41,0%	4,3%	15,1%	-22,7%	n.m	143,2%	10,3%	-	-	598,8%	-	-
Intuitive Surgical	8,9%	14,5%	13,7%	-5,0%	12,6%	-	-8,4%	11,7%	18,2%	-8,5%	-8,5%	-8,5%
Biotage	9,0%	11,7%	25,6%	-7,8%	-6,8%	41,8%	-16,6%	-7,2%	44,7%	-4,8%	-16,1%	59,4%
Sectra	20,6%	11,1%	11,2%	18,6%	-	13,1%	18,8%	-	13,6%	19,1%	19,1%	19,1%
Synthetic MR	39,0%	33,0%	33,1%	17,8%	83,0%	81,3%	21,9%	148,4%	125,5%	5,9%	5,9%	5,9%
Mentice (Consensus)	12%	20%	26%	-146%	-	98%	-45%	-	320%	-32%	-32%	-32%
Mean	**29,8%**	**17,0%**	**20,3%**	**-15,5%**	**30,3%**	**69,4%**	**3,7%**	**50,3%**	**92,7%**	**93,8%**	**-4,7%**	**12,1%**
Median	**20,6%**	**14,5%**	**17,0%**	**-5,0%**	**22,4%**	**61,5%**	**10,3%**	**30,0%**	**39,1%**	**5,9%**	**-2,5%**	**12,5%**

Källa: Factset

Implicit WACC beräkning

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	511
Nuvärdet av terminalvärde	545
Företagsvärde (EV)	**1 057**
Nettoskuld, senast rapporterad	-22
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**1 078**
Antal utstående aktier, full utspädning	26
Eget kapital per aktie	**42**

Implicit WACC	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,0%
Småbolagspremium	4,0%
Extra riskpremium	3,5%
Implicit WACC	**15,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	35,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,5%
Capex, % av omsättning	2,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	10,0%
Skattesats	22,0%
Terminalvärde, % av EV	51,6%

Känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	14,0%	44	46	47	49	51
	14,5%	42	43	45	46	48
WACC	15,0%	40	41	42	44	45
	15,5%	38	39	40	41	43
	16,0%	36	37	38	39	40

		Långsiktig EBIT-marginal				
		30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%
	14,0%	42	45	47	50	53
	14,5%	40	42	45	47	49
WACC	15,0%	38	40	42	44	47
	15,5%	36	38	40	42	44
	16,0%	34	36	38	40	42

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**138**	**185**	**218**	**268**	**331**	**405**
Övriga rörelseintäkter	13	5	2	3	0	0
Totala intäkter	**151**	**190**	**220**	**271**	**331**	**405**
Kostnad sålda varor	-33	-35	-31	-39	-50	-61
Bruttoresultat	**117**	**155**	**189**	**233**	**282**	**344**
Övriga rörelsekostnader	-122	-153	-192	-202	-209	-241
EBITDA	**-4**	**2**	**-3**	**31**	**73**	**102**
EBITDA, justerad	**-4**	**2**	**-3**	**31**	**73**	**102**
EBITA, justerad	**-4**	**2**	**-3**	**31**	**73**	**102**
Amortering	-14	-22	-21	-23	-18	-18
EBIT	**-18**	**-20**	**-24**	**7**	**55**	**84**
EBIT, justerad	**-18**	**-20**	**-24**	**7**	**55**	**84**
Finansnetto	0	-2	0	-1	0	0
Resultat före skatt	**-19**	**-21**	**-24**	**7**	**55**	**84**
Resultat före skatt, justerad	**-19**	**-21**	**-24**	**7**	**55**	**84**
Total skatt	5	-8	-7	-5	-12	-18
Nettoresultat	**-13**	**-29**	**-31**	**1**	**43**	**66**
Nettoresultat, justerad	**-13**	**-29**	**-31**	**1**	**43**	**66**
Intäktstillväxt	*-*	*26%*	*16%*	*23%*	*22%*	*22%*
Bruttomarginal	*85,4%*	*83,8%*	*86,9%*	*86,7%*	*85,0%*	*85,0%*
EBIT-marginal, justerad	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*2,7%*	*16,5%*	*20,9%*
EPS, justerad	*-0,54*	*-1,18*	*-1,20*	*0,06*	*1,69*	*2,60*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*>100%*	*54%*

Källa: MENTICE, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-18	-20	-24	7	55	84
Övriga kassaflödesposter	14	21	19	18	6	0
Förändringar i rörelsekapital	34	-7	20	-5	-22	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**31**	**-5**	**15**	**21**	**39**	**83**
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**	**-3**	**7**	**35**
Nyemission / återköp	-	-	57	0	0	-3
Förändring av skulder	-4	-6	-8	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-4**	**-6**	**49**	**0**	**0**	**-3**
Kassaflöde	**2**	**-37**	**32**	**-3**	**7**	**32**
Nettoskuld	**-49**	**-13**	**-47**	**-39**	**-46**	**-81**

Källa: MENTICE, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	101	106	130	125	139	169
Materiella anläggningstillgångar	8	14	14	13	13	13
Övriga anläggningstillgångar	32	28	24	20	20	20
Summa anläggningstillgångar	**141**	**148**	**168**	**158**	**172**	**202**
Varulager	6	9	17	15	25	30
Kundfordringar	29	68	86	89	129	154
Övriga omsättningstillgångar	20	24	15	14	20	23
Likvida medel och kortfristiga placeringar	49	13	47	39	46	81
Summa omsättningstillgångar	**104**	**114**	**165**	**157**	**219**	**288**
SUMMA TILLGÅNGAR	**245**	**262**	**333**	**315**	**391**	**490**
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	163	137	163	165	208	274
Summa eget kapital	**163**	**137**	**163**	**165**	**208**	**274**
Övriga långfristiga skulder	0	10	9	5	5	5
Summa långfristiga skulder	**0**	**10**	**9**	**5**	**5**	**5**
Leverantörsskulder	17	9	14	14	17	20
Övriga kortfristiga skulder	65	106	147	131	161	190
Summa kortfristiga skulder	**82**	**115**	**161**	**144**	**178**	**210**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**245**	**262**	**333**	**315**	**391**	**490**

Källa: MENTICE, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	26%	16%	23%	22%	22%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	41%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	54%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	54%
Bruttomarginal	85,4%	83,8%	86,9%	86,7%	85,0%	85,0%
EBITDA-marginal	Neg.	1,3%	Neg.	11,4%	21,9%	25,3%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	1,3%	Neg.	11,4%	21,9%	25,3%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	2,7%	16,5%	20,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	2,7%	16,5%	20,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,5%	13,0%	16,4%

Källa: MENTICE, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	1%	23%	28%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	4%	29%	35%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	6%	38%	48%

Källa: MENTICE, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	4%	5%	8%	5%	7%	7%
Kundfordringar / totala intäkter	20%	36%	39%	33%	39%	38%
Leverantörsskulder / KSV	50%	26%	46%	36%	33%	33%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	53%	61%	72%	60%	69%	70%
Rörelsekapital / totala intäkter	-18%	-7%	-20%	-10%	-1%	-1%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	1,4x	1,4x	1,6x	1,6x	1,5x

Källa: MENTICE, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-49	-13	-47	-39	-46	-81
Soliditet	67%	52%	49%	52%	53%	56%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,1x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	12,0x	-5,3x	15,8x	-1,3x	-0,6x	-0,8x

Källa: MENTICE, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,54	-1,18	-1,20	0,06	1,69	2,60
EPS, justerad	-0,54	-1,18	-1,20	0,06	1,69	2,60
FCF per aktie	0,25	-1,25	-0,68	-0,12	0,26	1,38
Eget kapital per aktie	6,75	5,53	6,36	6,44	8,12	10,7
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

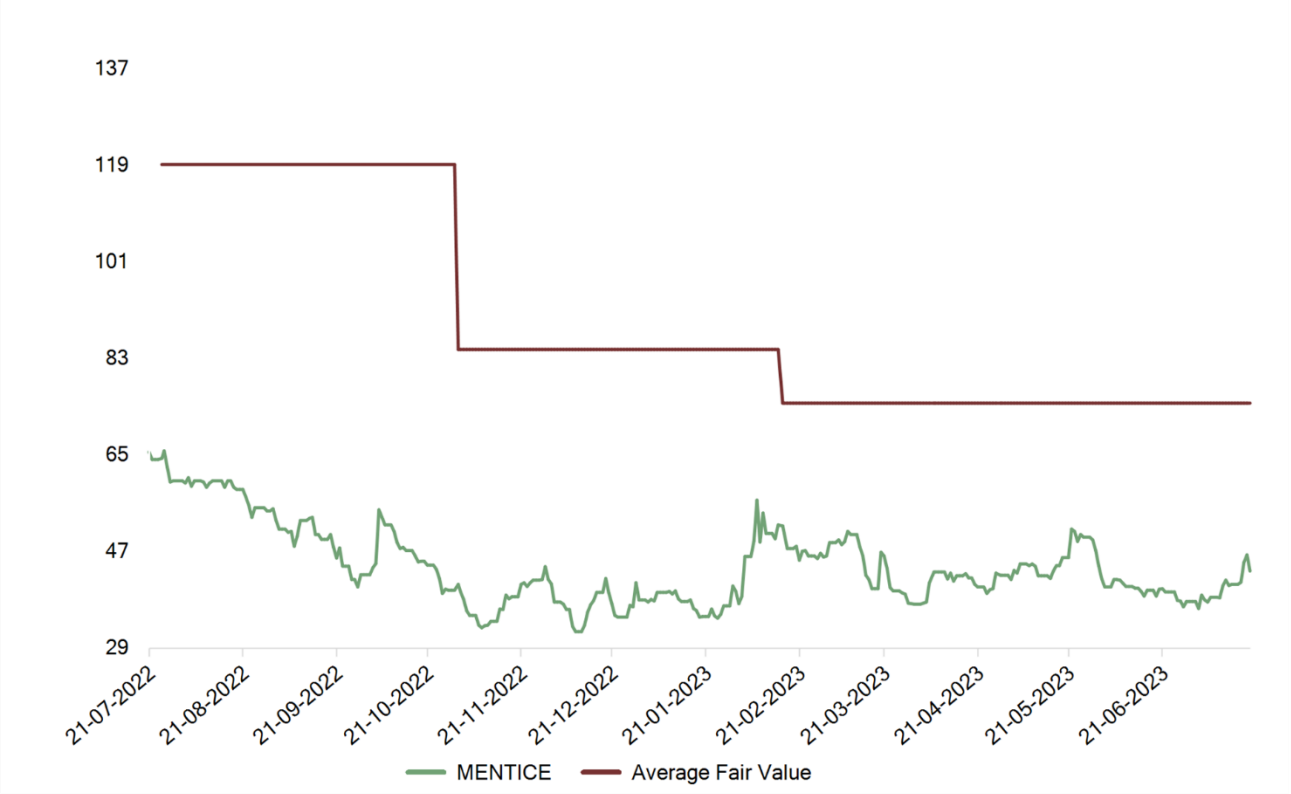
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	781,4x	25,6x	16,6x
P/EK	12,4x	17,8x	5,9x	6,7x	5,3x	4,0x
P/FCF	340,7x	Neg.	Neg.	Neg.	167,2x	31,2x
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	4,0x	3,3x	2,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	1 006,2x	Neg.	35,3x	14,9x	10,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	147,0x	19,8x	12,8x
EV	1 971	2 429	919	1 083	1 083	1 083
Aktiekurs	83,5	98,6	37,8	43,2	43,2	43,2

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 (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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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