Penser Access by Carnegie

Hälsovårdsteknik | Sverige | 27 mars 2024

Mentice

Kapitalmarknadsdag visar vägen framåt

Bolaget presenterar vägen framåt

I samband med bolagets kapitalmarknadsdag presenterades nya finansiella mål, både för tillväxt och lönsamhet. Mentice mål för tillväxt kommande år är 20-30%. Bolaget bedömer att lönsamheten de kommande tre åren, på EBITDA-nivå, kommer att närma sig 20% för att sedan röra sig mot det tidigare långsiktiga målet om 30%. Vi bedömer att drivkrafterna för att nå de båda målen är ett fortsatt nära samarbete med bolagets kunder inom medicinteknisk industri samt utveckling av de industriella samarbeten bolaget har med några av de ledande bolagen inom IGIT.

Vi anser att fortsatt marginalexpansion är möjlig

Med den höga bruttomarginalen under 2023 visade Mentice under 2023 att skalbarhet är möjlig, då EBITDA-marginalen under året steg från negativ till 10,5%, justerat för eo-poster relaterat till förvärvet av Biomodex. Detta är främst drivet av att försäljningen per FTE har stigit till ca 2,4 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 24% y/y och en ökning med 46% från 2020. Sammanfattningsvis anser vi att Mentice har börjat visa tydliga tecken på att ha nått en ny nivå av skalbarhet. Vi väljer dock att vara relativt konservativa gällande hur Mentice kommer nå sina lönsamhetsmål, vilket är orsaken till att vi sänker våra EBITDA-estimat med i snitt 18 mkr kommande år.

Vi bibehåller vår tes om en kring bolagets värdering

Baserat på att vi sänker våra EBITDA-estimat med i snitt 20% gör vi en justering av vårt motiverade värde till 50-60 kr (60-68). Detta då bolaget trots våra justeringar av EBITDA bör kunna visa ett fortsatt högt värdeskapande under perioden 2024-2025. Vi bedömer att den främsta triggern för att aktiekursen ska närma sig vårt motiverade värde kommer att vara att Mentice fortsätter leverera på den inslagna vägen med en stigande EBITDA-marginal som en följd av fortsatt tillväxt, skalbarhet och effektivitet. En nyckel till den historiska och framtida marginalexpansionen är att bolaget rör sig mot en mer produktorienterad försäljning från att tidigare ha drivit försäljning i projekt. Ytterligare en aspekt som kan driva en multipelexpansion framöver är tillväxt i de segment där Mentice bygger en återkommande intäktsbas.

Estimatändring

	24e	25e	26e
Totala intäkter	-1,0%	-0,5%	2,1%
EBITDA, just.	-22,7%	-21,0%	-15,8%
EPS, just.	-36,5%	-28,3%	-19,9%

Kommande händelser

Q1 - rapport	03 maj 2024
Q2 - rapport	23 juli 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	26m
Börsvärde	818
Nettoskuld	-50
EV	769
Free float	42%
Daglig handelsvolym, snitt	13k
Bloomberg Ticker	MNTC SS EQUITY

Analytiker

Rikard Engberg
rikard.engberg@carnegie.se

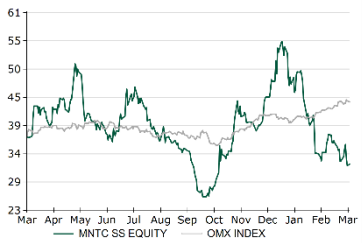
Prognos (mkr)

	2023	2024e	2025e	2026e
Totala intäkter	275	339	416	491
Tillväxt	25%	23%	23%	18%
EBITDA, just.	27	53	79	104
EBIT, just.	-1	27	53	77
EPS, just.	-0,1	0,9	1,8	2,6
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	101%	46%
EK/aktie	6,2	7,1	8,9	11,5
EBIT-marginal	Neg.	7,8%	12,8%	15,7%
ROE, just.	Neg.	13,3%	22,2%	25,4%
ROCE, just.	0,2%	15,4%	25,8%	29,5%
EV/Sales	4,3x	2,3x	1,8x	1,6x
EV/EBITDA	43,3x	14,6x	9,7x	7,4x
EV/EBIT	Neg.	28,9x	14,4x	9,9x
P/E, just.	Neg.	36,1x	18,0x	12,4x
P/EK	7,7x	4,5x	3,6x	2,8x
FCF yield	2%	1%	4%	9%
Nettoskuld/EBITDA	-2,1x	-1,3x	-1,3x	-1,7x

Värde och risk

Motiverat värde	50,0 - 60,0 kr
Aktiekurs	32,0 kr
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Denna rapport har tagits fram på uppdrag av, och är betald av, emittenten. Commissioned research (uppdragsanalys) anses utgöra marknadsföringskommunikation (alltså inte investeringsanalys enligt MiFID II). Denna rapport kan vara föremål för distributionsrestriktioner i vissa jurisdiktioner. För mer information, se upplysningar och disclaimer i slutet av rapporten.

Investment case

Accelererande produktutveckling hos kunder: Mentices största kunder är ett antal av de ledande bolagen inom medicinteknik globalt. Dessa har under de senaste åren accelererat antalet lanseringar av produkter. Mentice har här en nyckelroll då bolagets simulatorer kan användas vid utbildning i samt utveckling och försäljning av dessa.

Förebygger dödsfall i vården: Misstag i vården är den tredje vanligaste dödsorsaken i vården i USA. Genom simulering kan gapet mellan mediokra och skickliga kirurger minska, vilket leder till minskad kostnad och höjd kvalitet i vården. Vi bedömer att simulering kommer spela en allt viktigare roll i planering av och förberedelser inför ingrepp för att göra vården mer kostnadseffektiv.

Befinner sig på randen till höglönsamhet och kraftig tillväxt: Givet att Mentice levererar i huvudsak mjukvara till sina kunder har man en av de högsta bruttomarginalerna på Stockholmsbörsen bland bolag inom medicinteknik. Historiskt har bolaget haft svårt att visa lönsamhet, vilket har återspeglats i värderingen. Vi bedömer nu att bolaget har nått en försäljningsvolym som gör att bolaget kontinuerligt kommer att kunna visa en god lönsamhet. Vidare har bolaget ökat fokus på att sälja sina produkter som en SaaS-lösning, vilket bör minska volatiliteten i intjäning och bör leda till en multipelexpansion.

Värdeskapande förvärv bidrar till tillväxt: Mentice har sedan börsnoteringen genomfört ett antal mindre förvärv. Dessa har sedan kunnat dra nytta av Mentices nätverk bland ledande medtechbolag, vilket gjort att försäljningen har expanderat. Vi bedömer att Mentice kommer att fortsätta hitta denna typ av förvärv.

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. Genom simulering kan risken för fel med dödlig komplikation 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 minskar 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 integrerade med en betydande del av sålda cath labs.

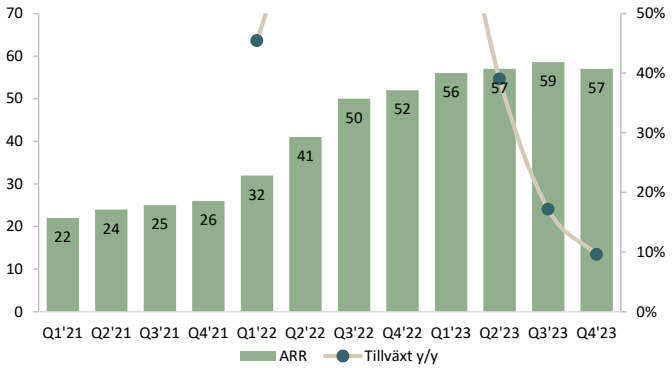
Värdering

Mentice handlas i dagsläget till en kraftig rabatt mot vår referensgrupp, trots ett högt värdeskapande. För att rabatten ska minska vill vi se ett antal kvartal med marginalexpansion. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 50-60 kr (60-68). En nyckel till den historiska och framtida marginalexpansionen är att bolaget rör sig mot en mer produktorienterad försäljning från att tidigare ha drivit försäljning i projekt. Ytterligare en aspekt som kan driva en multipelexpansion framöver är tillväxt i de segment där Mentice bygger en återkommande intäktsbas.

Lönsamhetsbrygga för prognosperioden

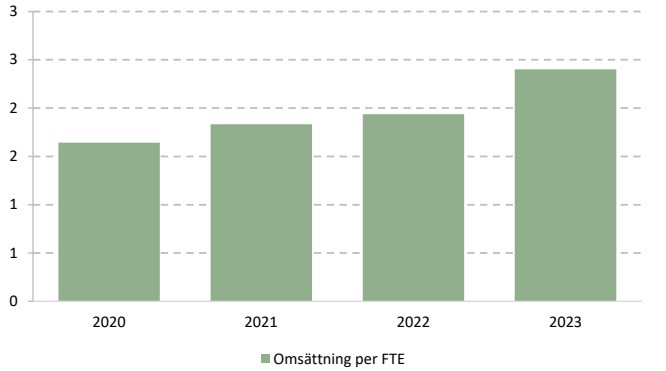
Mentice har under 2023 levererat en kraftig lönsamhetsexpansion, mycket tack vare att man ökat försäljningen per anställd med ca 24% y/y och 46% sedan 2020. Vi bedömer att detta delvis är en följd av att bolaget blivit mer produktorienterat från att tidigare ha varit projektorienterat. Vidare har bolagets ARR stigit från 22 mkr i Q1'21 till 57 mkr i Q4'23. Dessa två faktorer anser vi ligga bakom de skalfördelar som Mentice börjat se under året och återspeglas i försäljning och EBITDA rullande 12 månader de senaste 3 kvartalen.

En stabil bas återkommande intäkter…



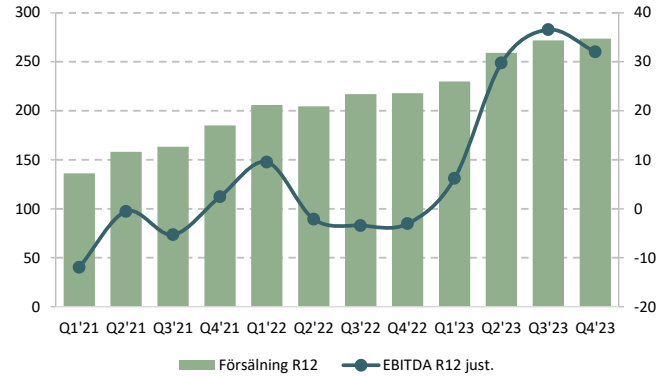
Källa: Mentice

…och ökad effektivitet…



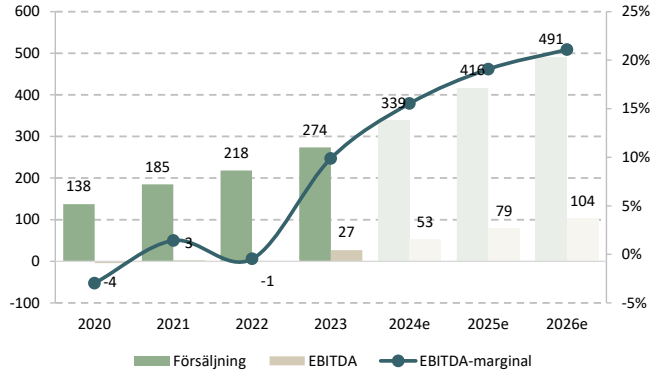
Källa: Mentice

…har lett till lönsamhetslyft…



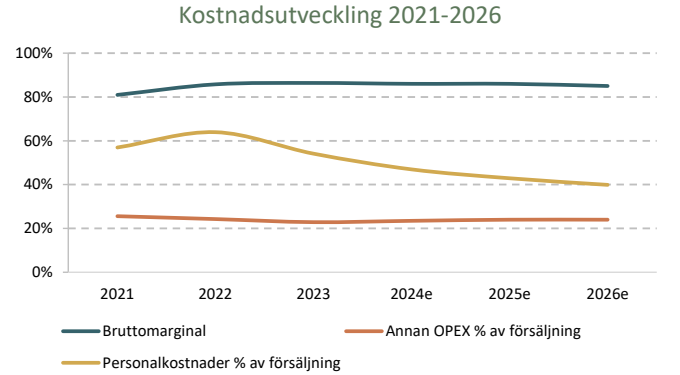
Källa: Mentice

…vilket vi bedömer kunna fortsätta…



Källa: Mentice, Penser by Carnegie

…som en följd av ökade skalfördelar



Källa: Mentice, Penser by Carnegie

För 2024 räknar vi med att EBITDA kommer stiga i en lägre inkrementell takt än under 2023. Detta baserat vi på den ökade kostnadsbasen som en följd av förvärvet av Biomodex samt fortsatta investeringar i R&D. Vi ser dock att bolaget fortsätter på inslagen trend med stigande marginaler till följd av ökade skalfördelar i organisationen.

Värdering

Vi har främst valt att titta på värdeskapande under perioden 2024-2025 för att värdera Mentice. Värdeskapande är av oss definierat som snittet av summan av tillväxt och EBITDA-marginal under perioden 2024-2025. Dagens värdering av Mentice motsvarar ett implicit värdeskapande om ca 24%, vilket skulle motsvara att bolaget når 50% av våra tillväxt- och lönsamhetsestimat under perioden 2024-2025. Baserat på bolagets starka värdeskapande ser vi en värdering i paritet med den övre delen av vårt intervall för motiverat värde.

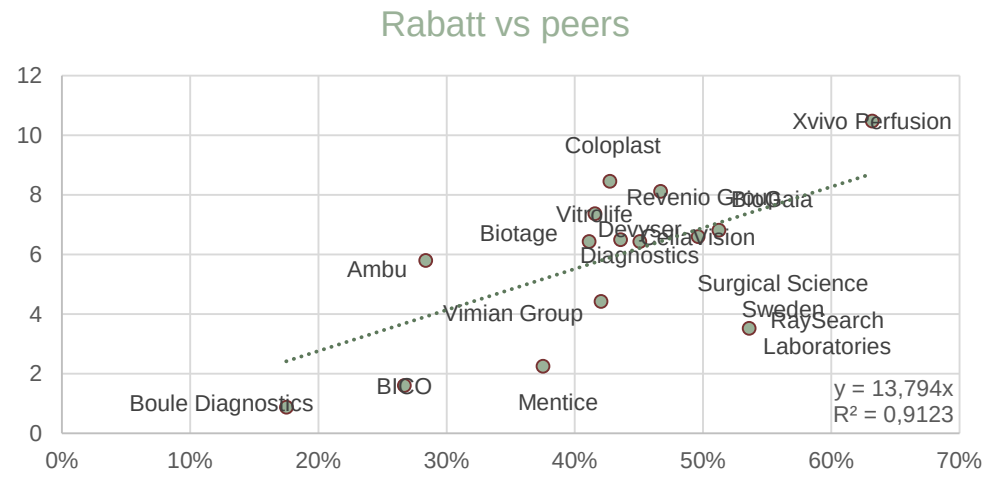
För den nedre delen av vårt motiverade värde har vi valt att tillämpa en DCF. Vi bedömer att för att aktien ska kunna röra sig mot det värde som vår regression indikerar krävs det att ARR-tillväxten och försäljningen till sjukhussystem slår in på en stark trend givet att detta segment bygger en återkommande intäktsbas.

Referensgrupp

	MCAP	EV	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
Valuation	**(USD)**	**(USD)**	**LTM**	**2024**	**2025**	**LTM**	**2024**	**2025**	**LTM**	**2024**	**2025**	**LTM**	**2024**	**2025**
CellaVision	493	487	7,59x	6,60x	5,80x	25,7x	19,1x	16,2x	30,8x	22,2x	18,7x	39,9x	28,2x	23,9x
Vitrolife	2 507	2 629	7,88x	7,37x	6,81x	23,9x	21,9x	19,9x	37,7x	33,8x	28,6x	(6,9x)	43,5x	36,7x
Revenio Group	739	732	7,01x	6,49x	5,72x	22,5x	20,4x	16,9x	25,9x	23,1x	19,0x	35,6x	32,0x	25,7x
BioGaia	1 244	1 091	8,93x	8,12x	7,27x	24,8x	22,6x	20,3x	26,3x	23,9x	21,5x	35,9x	32,6x	29,5x
Coloplast	30 836	33 427	9,20x	8,46x	7,77x	28,9x	26,2x	23,3x	33,7x	30,3x	26,9x	41,2x	38,8x	33,2x
Sectra	3 877	3 784	14,31x	12,77x	10,97x	69,8x	53,8x	46,1x	77,9x	64,4x	53,0x	95,6x	80,3x	70,3x
Ambu	4 419	4 422	6,22x	5,79x	5,18x	45,9x	36,0x	27,9x	84,7x	60,2x	39,7x	126,6x	80,1x	53,1x
Vimian Group	1 421	1 768	4,86x	4,43x	3,99x	21,4x	14,8x	12,8x	37,1x	21,3x	17,4x	126,6x	27,4x	22,1x
RaySearch Laboratories	361	380	3,91x	3,52x	3,18x	9,9x	8,4x	7,4x	33,4x	23,7x	17,8x	46,7x	32,7x	25,3x
Xvivo Perfusion	831	780	13,82x	10,48x	7,46x	163,8x	43,7x	24,7x	nm	77,2x	33,7x	94,2x	98,3x	48,4x
BICO	263	374	1,73x	1,61x	1,39x	23,9x	11,7x	8,6x	--	(99,6x)	49,0x	(1,4x)	393,2x	27,3x
Intuitive Surgical	139 678	134 634	18,90x	16,83x	14,61x	61,1x	43,6x	36,9x	76,2x	51,6x	43,4x	78,4x	63,4x	54,0x
Devyser Diagnostics	153	136	8,51x	6,44x	4,87x	--	137,2x	23,4x	--	(71,0x)	57,6x	(30,2x)	--	37,0x
Biotage	1 316	1 298	7,36x	6,43x	5,69x	29,2x	24,2x	20,1x	42,7x	35,2x	28,0x	53,4x	45,4x	37,1x
Boule Diagnostics	36	49	0,89x	0,88x	0,82x	7,0x	7,1x	5,8x	11,7x	10,8x	8,4x	15,1x	12,1x	8,9x
Surgical Science Sweden	708	646	7,75x	6,81x	5,66x	27,7x	21,6x	15,4x	35,8x	26,3x	17,8x	31,9x	32,6x	22,9x
Mentice	77	72	2,78x	2,25x	1,82x	29,8x	14,4x	9,2x	--	28,0x	14,9x	(288,7x)	28,2x	16,2x
Mentice vs peers			-63%	-65%	-68%	18%	-37%	-54%	--	17%	-47%	--	-32%	-51%
Mean			**8,1x**	**7,1x**	**6,1x**	**39,0x**	**32,0x**	**20,4x**	**42,6x**	**20,8x**	**30,0x**	**48,9x**	**69,4x**	**34,7x**
Median			**7,6x**	**6,5x**	**5,7x**	**25,3x**	**22,6x**	**20,1x**	**35,4x**	**23,9x**	**28,0x**	**41,2x**	**41,1x**	**33,2x**

Källa: Factset

Högt värdeskapande



Källa: Factset

DCF – antaganden och resultat

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	547
Nuvärdet av terminalvärde	660
Företagsvärde (EV)	**1 207**
Nettoskuld, senast rapporterad	-50
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**1 257**
Antal utstående aktier, full utspädning	26
Eget kapital per aktie	**49**

Implicit WACC	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,5%
Småbolagspremium	4,0%
Extra riskpremium	0,0%
Implicit WACC	**12,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	22,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,5%
Capex, % av omsättning	2,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	8,0%
Skattesats	22,0%
Terminalvärde, % av EV	54,7%

Källa: Penser by Carnegie

DCF – känslighetsanalys

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	11,0%	51	53	56	58	61
	11,5%	48	50	52	55	57
WACC	12,0%	46	47	49	51	53
	12,5%	43	45	46	48	50
	13,0%	41	42	44	45	47

		Långsiktig EBIT-marginal				
		17,0%	19,5%	22,0%	24,5%	27,0%
	11,0%	47	51	56	60	65
	11,5%	44	48	52	56	60
WACC	12,0%	42	45	49	53	57
	12,5%	39	43	46	50	53
	13,0%	37	40	44	47	50

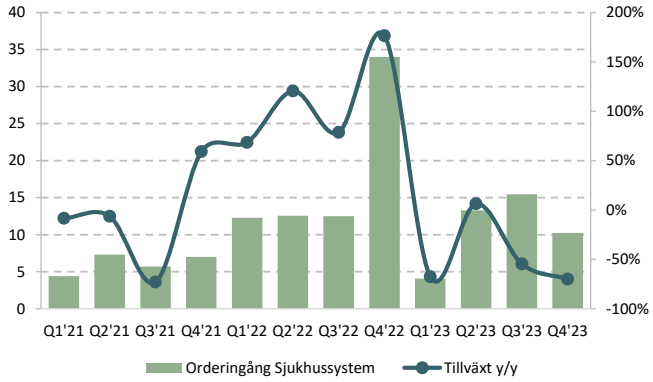
Källa: Penser by Carnegie

Potentialen i försäljning till sjukhussystem och strategiska samarbeten

Vi bedömer att Mentice har störst potential i sin försäljning till sjukhussystem och industriella partners. Det som skiljer försäljningen till dessa från försäljningen till segmentet MDI är att försäljningen är betydligt mer produktorienterad, vilket innebär en högre skalbarhet. Inom MDI är en stor del av försäljningen kopplad till lansering av nya produkter, vilket innebär att försäljningen kan vara volatil mellan kvartalen – något Mentice historik visar.

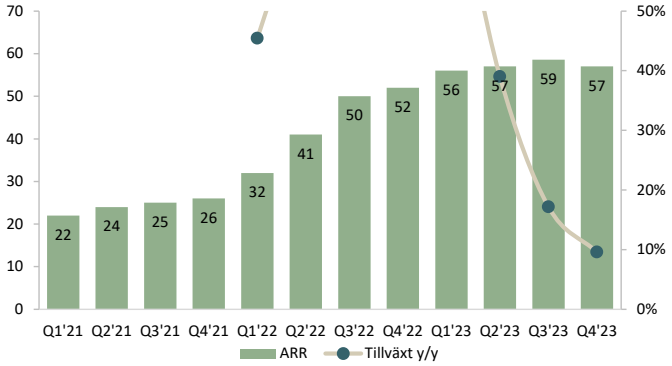
Ytterligare en aspekt som gör denna försäljning intressant är att större delen av mjukvaran som säljs i dessa projekt säljs som en prenumeration vilket bygger bolagets ARR. Den estimerat svaga utvecklingen i ARR under 2023 är hänförlig till att försäljningen mot sjukhus var svag, vilket den kvartalsvisa orderingången från segmentet indikerar.

Ett svagt år för sjukhussystem…



Källa: Mentice

…vilket förklarar utvecklingen i ARR



Källa: Mentice

Vi bedömer att Mentice installerade bas i detta sjukhussegment uppgår till kring 600 system. Detta kan ställas mot att det finns ca 60 000 cath labs installerade globalt. Mentice har således en penetrationsgrad om ca 1%. Baserat på senast tillgängliga ARR uppskattar vi att varje installerat system utgör en intäkt om ca 100 000 kr årligen. Vi bedömer dock att den främsta potentialen för Mentice inte finns i nuvarande installerade bas utan de ca 5-6 000 nya Cath labs som säljs årligen.

Vi bedömer potential finnas i nyförsäljning av cath labs…

X-axel Attach rate, Y sålda cath labs					
	2%	4%	5%	8%	10%
3 500	7	14	18	28	35
4 000	8	16	20	32	40
4 500	9	18	23	36	45
5 000	10	20	25	40	50
5 500	11	22	28	44	55

Källa: Penser by Carnegie

…snarare än i installerad bas

X-axel Attach rate, Y antal cath labs					
	0,25%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
50 000	13	25	50	75	100
52 500	13	26	53	79	105
55 000	14	28	55	83	110
57 500	14	29	58	86	115
60 000	15	30	60	90	120

Källa: Penser by Carnegie

Mentice har strategiska partnerskap med aktörer som har en betydande marknadsandel inom cath labs. Vi bedömer således att det är nyförsäljningen av nya system som kommer vara den främsta drivkraften för potentiell tillväxt för affärsområdet. Vidare bedömer vi att tillväxten i detta segment kommer vara en viktig drivkraft för aktiekursen då marknaden inte tenderar att se ordrar från segmentet MDI som lika värdeskapande eftersom de inte bygger ARR och inte bedöms kunna skalas på samma nivå.

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	**138**	**185**	**218**	**274**	**339**	**416**	**491**
Övriga rörelseintäkter	13	5	2	2	0	0	0
Totala intäkter	**151**	**190**	**220**	**275**	**339**	**416**	**491**
Kostnad sålda varor	-33	-35	-29	-37	-47	-58	-74
Bruttoresultat	**117**	**155**	**191**	**238**	**291**	**358**	**417**
Övriga rörelsekostnader	-122	-153	-192	-211	-239	-279	-314
EBITDA	**-4**	**3**	**-1**	**27**	**53**	**79**	**104**
EBITDA, justerad	**-4**	**3**	**-1**	**27**	**53**	**79**	**104**
Avskrivningar	-14	-10	-12	-12	-11	-11	-11
EBITA, justerad	**-18**	**-7**	**-10**	**18**	**44**	**70**	**95**
Avskrivningar immateriella tillgångar	0	-12	-11	-16	-15	-15	-15
EBIT	**-18**	**-20**	**-24**	**-1**	**27**	**53**	**77**
EBIT, justerad	**-18**	**-20**	**-24**	**-1**	**27**	**53**	**77**
Finansnetto	0	-2	0	1	0	0	0
Resultat före skatt	**-19**	**-21**	**-24**	**0**	**27**	**53**	**77**
Resultat före skatt, justerad	**-19**	**-21**	**-24**	**0**	**27**	**53**	**77**
Total skatt	5	-8	-7	-3	-4	-8	-11
Nettoresultat	**-13**	**-29**	**-31**	**-3**	**23**	**45**	**66**
Nettoresultat, justerad	**-13**	**-29**	**-31**	**-3**	**23**	**45**	**66**
Omsättningstillväxt	*Neg.*	*26%*	*16%*	*25%*	*23%*	*23%*	*18%*
Bruttomarginal	*85,4%*	*83,9%*	*87,8%*	*86,9%*	*86,0%*	*86,0%*	*85,0%*
EBIT-marginal, justerad	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*7,8%*	*12,8%*	*15,7%*
EPS, justerad	*-0,54*	*-1,18*	*-1,20*	*-0,11*	*0,89*	*1,78*	*2,59*
EPS-tillväxt, justerad	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*101%*	*46%*

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-18	-20	-24	-1	27	53	77
Övriga kassaflödesposter	14	21	19	28	22	18	15
Förändringar i rörelsekapital	34	-7	20	9	-20	-21	-6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**31**	**-5**	**15**	**36**	**29**	**51**	**87**
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-9	-6	-4	-7	-7	-7
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-22	-17	-8	-3	-10	-10	-10
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	-19	-9	-	-	-
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-25**	**-26**	**-32**	**-16**	**-17**	**-17**	**-17**
Fritt kassaflöde	**6**	**-31**	**-17**	**20**	**12**	**34**	**70**
Nyemission / återköp	-	-	57	0	-	-	-
Förändring av skulder	-4	-6	-8	-7	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-4**	**-6**	**49**	**-7**	**-**	**-**	**-**
Kassaflöde	**2**	**-37**	**32**	**13**	**12**	**34**	**70**
Nettoskuld	**-42**	**-2**	**-38**	**-57**	**-69**	**-102**	**-172**

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	42	42	48	49	44	39	34
Övriga immateriella tillgångar	20	18	33	28	25	23	20
Materiella anläggningstillgångar	0	0	5	4	4	4	4
Övriga anläggningstillgångar	79	88	82	65	64	62	60
Summa anläggningstillgångar	**141**	**148**	**168**	**145**	**136**	**127**	**118**
Kundfordringar	29	68	86	85	102	125	147
Övriga omsättningstillgångar	26	33	32	32	42	55	69
Likvida medel och kortfristiga placeringar	49	13	47	59	71	105	174
Summa omsättningstillgångar	**104**	**114**	**165**	**177**	**215**	**284**	**390**
SUMMA TILLGÅNGAR	**245**	**262**	**333**	**322**	**351**	**411**	**508**
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	163	137	163	159	182	227	293
Summa eget kapital	**163**	**137**	**163**	**159**	**182**	**227**	**293**
Långfristiga leasingskulder	6	10	9	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	**6**	**10**	**9**	**2**	**2**	**2**	**2**
Leverantörsskulder	17	9	14	16	20	25	29
Övriga kortfristiga skulder	59	106	147	146	147	157	183
Summa kortfristiga skulder	**76**	**115**	**161**	**161**	**167**	**182**	**213**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**245**	**262**	**333**	**323**	**351**	**411**	**508**

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	26%	16%	25%	23%	23%	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	95%	51%	30%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100%	45%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	101%	46%
Bruttomarginal	85,4%	83,9%	87,8%	86,9%	86,0%	86,0%	85,0%
EBITDA-marginal	Neg.	1,4%	Neg.	9,9%	15,5%	19,1%	21,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	1,4%	Neg.	9,9%	15,5%	19,1%	21,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8%	12,8%	15,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8%	12,8%	15,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,7%	10,9%	13,5%

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Avkastning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	22%	25%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0%	15%	26%	29%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25%	45%	63%

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	20%	36%	39%	31%	30%	30%	30%
Leverantörsskulder / KSV	50%	26%	49%	42%	43%	43%	40%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	49%	61%	73%	65%	58%	54%	55%
Rörelsekapital / totala intäkter	-13%	-7%	-20%	-16%	-7%	-1%	1%
Kapitalomsättningshastighet	0,9x	1,3x	1,3x	1,7x	1,8x	1,8x	1,7x

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-42	-2	-38	-57	-69	-102	-172
Soliditet	67%	52%	49%	49%	52%	55%	58%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	0,0x	-0,2x	-0,4x	-0,4x	-0,5x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	-0,9x	N.m.	-2,1x	-1,3x	-1,3x	-1,7x

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,54	-1,18	-1,20	-0,11	0,89	1,78	2,59
EPS, justerad	-0,54	-1,18	-1,20	-0,11	0,89	1,78	2,59
FCF per aktie	0,25	-1,25	-0,68	0,79	0,46	1,31	2,73
Eget kapital per aktie	6,75	5,53	6,36	6,22	7,10	8,88	11,5
Antal aktier vid årets slut, m	24,2	24,8	25,6	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	25,6

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

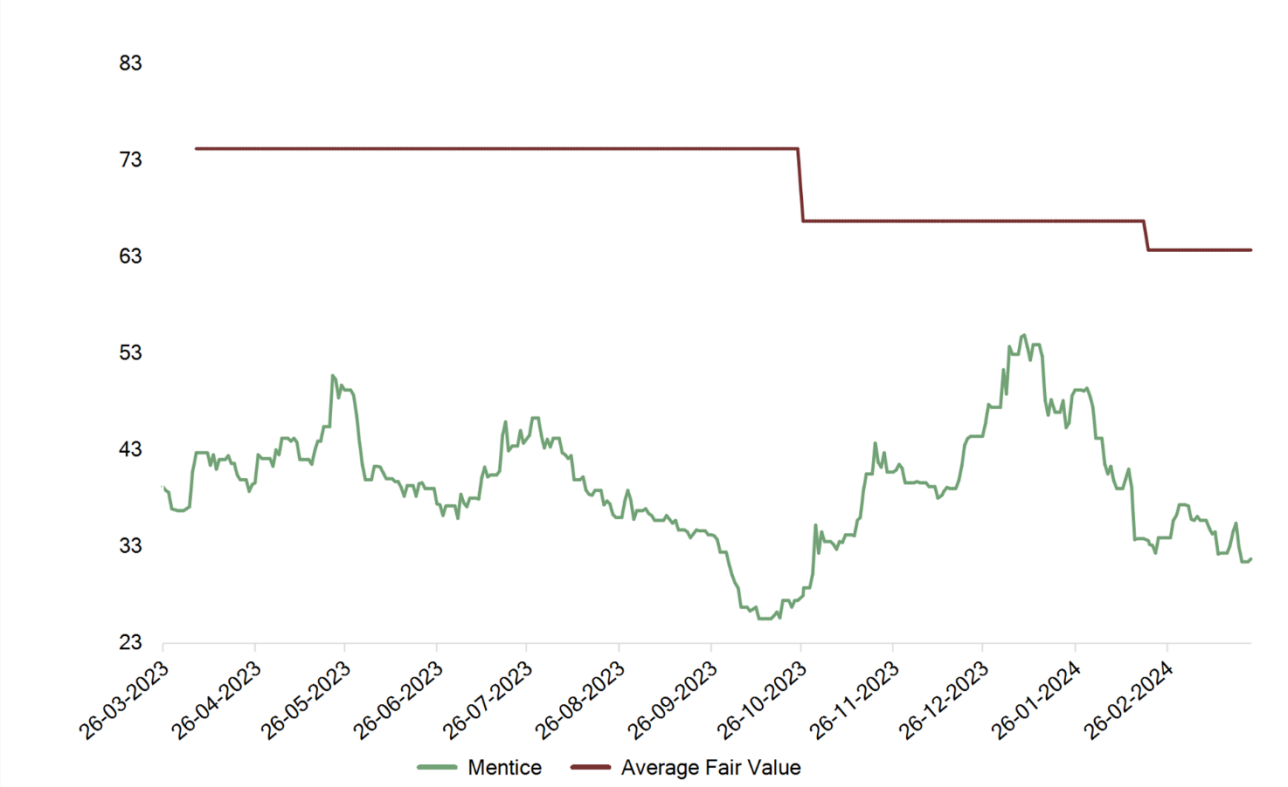
Värdering

	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	36,1x	18,0x	12,4x
P/EK	12,4x	17,8x	5,9x	7,7x	4,5x	3,6x	2,8x
P/FCF	100x	Neg.	Neg.	60,0x	68,8x	24,4x	11,7x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	2%	1%	4%	9%
Direktavkastning	0,0%	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	4,2x	2,3x	1,8x	1,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	100x	Neg.	42,3x	14,6x	9,7x	7,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	28,9x	14,4x	9,9x
EV	1 978	2 439	928	1 142	769	769	769
Aktiekurs	83,5	98,6	37,8	47,7	32,0	32,0	32,0

Källa: Mentice, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Mentice (MNTC SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans ”Carnegie”, adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie
Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka här.

Penser Future by Carnegie
Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde (”känslig information”) hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten (“issuer-paid research”)

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (FInansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc (“non-US affiliates”) som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys I Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95