



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 11 November 2020

Arcoma

Potential för Canontillväxt

Premiumaktör på växande marknad

Vi gör en fördjupande analys av Arcoma, en leverantör av konventionell digital röntgen samt rörliga positioneringssystem i premiumsegmentet. Vi ser attraktiva attribut som etablerade samarbetsavtal med marknadsledande aktörer samt exponering mot en marknad med hög underliggande tillväxt.

Välpositionerat med distributörsavtal och kompletta system

Med etablerade samarbetsavtal med OEM-partners i Canon Medical Systems och Konica Minolta är Arcoma positionerat för tillväxt. Utöver det har produktutbudet expanderats med tillskottet av Precision i5, som började säljas under våren. Partnernetverket har vidare medfört att Arcomas egna försäljning kan omfatta kompletta system, vilket medför att Arcomas produktutbud blir mer attraktivt.

Framtida potential

Vi ser potential för en marginalförbättring 2020–2022, drivet av effektiviseringar i produktionen och skalfördelar via externa försäljningskanaler. Multipelmässigt värderas Arcoma till en premie mot sektorkollegor, men med klart starkast tillväxtprognoser ser vi att Arcoma kan växa in i värderingen omkring 2022e. Vår DCF motiverar ett värde om 24–26 kr.

| Estimatändring (SEK) | | | | Prognos (SEK) | | | | | Risk och Avkastning | |
|----------------------|------|------|--------|-----------------|----------|--------|--------|-----------------|---------------------|--------|
| | Nu | Förr | | 19e | 20e | 21e | 22e | Motiverat värde | 24.00 - 26.00 | |
| EPS, just 20e | 0.67 | 0.6 | 11.9% | Sales,m | 134 | 124 | 154 | 197 | Current price | 18.55 |
| EPS, just 21e | 0.79 | 0.89 | -11.7% | Sales Growth | 11.9% | (7.0)% | 24.0% | 28.1% | Riskenivå | Medium |
| EPS, just 22e | 1.26 | 1.47 | -14.3% | EBITDA, m | 13.1 | 14.4 | 18.8 | 27 | | |
| | | | | EBIT, m | 9.1 | 10.9 | 12.9 | 20.4 | | |
| | | | | EPS, adj | 0.52 | 0.67 | 0.79 | 1.26 | | |
| | | | | EPS Growth | (507.0)% | 29.2% | 17.6% | 59.6% | | |
| | | | | Equity/Share | 3.6 | 4.2 | 5.0 | 6.3 | | |
| | | | | Dividend | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| | | | | EBIT Marginal | 6.8% | 8.8% | 8.4% | 10.3% | | |
| | | | | EV/Sales | 1.81x | 1.95x | 1.57x | 1.23x | | |
| | | | | EV/EBITDA | 18.5x | 16.8x | 12.9x | 9.1x | | |
| | | | | EV/EBIT | 26.6x | 22.2x | 18.8x | 11.8x | | |
| | | | | P/E, adj | 35.7x | 27.6x | 23.5x | 14.7x | | |
| | | | | P/Equity | 5.2x | 4.4x | 3.7x | 2.9x | | |
| | | | | Dividend yield | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | |
| | | | | FCF yield | (0.0)% | 0.6% | 5.2% | 6.1% | | |
| | | | | Net Debt/EBITDA | 0.4g | (0.2)g | (0.8)g | (1.1)g | | |
| | | | | | | | | | | |

| Kommande händelser | |
|--------------------|------------------|
| Q4'20 | 18 februari 2021 |

| Bolagsfakta (mkr) | |
|------------------------------|------------|
| Antal aktier | 12.6m |
| Market cap | 234 |
| Nettoskuld | 8 |
| EV | 242 |
| Free Float | 38.00% |
| Avg. No. of Daily Traded Sh. | 10.0(k) |
| Reuters/Bloomberg | ARCOMA.ST/ |
| ARCOMA.SS | |

| Kursutveckling 12 mån | |
|-----------------------|--|
| | |

| Analytiker | |
|-----------------------------|--|
| hjalmar.jernstrom@penser.se | |
| Analysavdelningen | |



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 11 November 2020

Sammanfattning

Potential för Canontillväxt

Investment Case

Vi bedömer att Arcoma är attraktivt positionerat med samarbetsavtal med stora aktörer som medför spridning i stora marknader i Europa och USA. Samarbetsavtalen, tillsammans med en ökad försäljning av kompletta system, tror vi kommer driva tillväxt i intäkterna framöver. Vidare bedömer vi att effekterna av lönsamhetsprogrammen kommer att påvisa fulla effekter framöver, samtidigt som bolaget prioriterar produktutveckling av befintliga teknikplattformar.

Bolags profil

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning genom produkterna Precision i5, Intuition (med eller utan tillvalet X-ray Cube) och segmentet Accessories. Arcoma grundades 1990 och har huvudkontor och produktion i Växjö. Arcomas produkter används inom allmän röntgen, lungröntgen, skeletteröntgen och till exempel för barnröntgen. Till referenskunder hör S:t Görans Sjukhus, Rigshospitalet i Danmark, Royal London Hospital och National University Hospital i Singapore.

Värdering

Arcoma värderas till en premie mot peerbolag, men har överlägsna tillväxtprognoser vilket motiverar en premie. Vi ser att bolaget kan växa in i en värdering i paritet med sektorbolag. Vår DCF-modell indikerar ett värde i spannet 24–26 kr, vilket är en uppsida mot dagens kurs.

Motiverat värde

24–26 kr

Premiumaktör inom digital röntgen

Arcoma är en leverantör av premiumprodukter inom konventionell digital röntgen kombinerat med tekniskt avancerade rörliga positioneringssystem. Bolaget tillverkar och säljer röntgensystem och röntgenrelaterad utrustning till kliniker, vårdcentraler och universitetssjukhus. Försäljningen är global och bedrivs via distributörer och OEM-aktörer. Produktportföljen omfattar kombinationer av detektorer, generatorer, programvara och positioneringssystem. Sammanlagt har bolaget mer än 3 500 röntgensystem installerade.

Stark tillväxt från namnkunniga samarbetspartners

Arcoma har viktiga samarbetsavtal med stora aktörer på marknaden och vi bedömer att avtalen kan bidra till en stor andel av vår prognosticerade tillväxt under de kommande åren. Under 2019 inleddes ett samarbete med Konica Minolta, som innebär att Arcomas teknikplattform integreras med Konica Minoltas för att skapa en gemensam produkt som säljs under Konica Minoltas varumärke. 2017 utvecklade Arcoma sitt samarbete med Canon Europa. Samarbetet medförde att Arcoma fick rätt att sälja Canons detektorer i EMEA-regionen, och innebar att Arcoma därmed kunde erbjuda kompletta system i regionen.



Arcomas samarbete med Konica Minolta från 2019 omfattade ursprungligen utveckling av två produkter som integreras med Konica Minoltas detektorer och mjukvara. Slutprodukten ska sedan säljas under Konica Minoltas namn. I maj 2020 utvecklades samarbetet till att omfatta ett leverantörsavtal. Avtalet innebär att Arcoma och Konica Minolta samarbetar under fem år för att erbjuda produkter bestående av komponenter från båda bolagen. Den första produkten är AeroDR X90. Arcoma kommer att stå som produktägare samtidigt som produkten säljs under Konica Minoltas namn.

Affärsmodell

Arcoma producerar och säljer system och utrustning inom konventionell digital röntgen. Digital röntgen innebär att detektorn är digital och producerar en digital röntgenbild som kan undersökas genom en dator. Relativt den traditionella analoga metoden är digital röntgen mer tidseffektiv, där en avbildning visas inom ca 7 sekunder, jämfört med den analoga metoden där kassetten måste läsas av i en separat utläsningsenhet.

En röntgenundersökning går ut på att en benstomme eller ett organ exponeras mot strålning. Röntgenexponeringen fångas upp i en detektor, som omvandlar röntgenstrålarna till en bild som presenteras på en bildskärm. Strålningen släpps igenom i varierande omfattning, vilket återskapar en bild av det som exponeras, som används för vidare diagnos.

Digital röntgen

Digital röntgen utvecklades under 1980-talet och fick ett större genomslag under 1990-talet. Digital röntgen innebar ett skifte från den analoga metoden som tidigare tillämpats, som bland annat hade inneburit ett behov av ett mörkerrum för framkallning. Digital röntgen brukar normalt delas in i Computed Radiology (CR) och Direct Digital Radiology (DR/DDR). Båda metoderna är digitala, men har skillnader avseende exempelvis funktionalitet och kostnad, samt andra skillnader gällande exempelvis slutkunder.

Computed Radiography

Computed Radiography (CR) är en radiografimetod som tillämpar en bildplatta av fosfor för avbildning. Metoden är kassettbaserad och brukar ses som ett system som används i omställningen mellan klassisk radiografi och de fullständigt digitala metoderna. Metoden tar normalt längre tid än en DR-baserad metod. Det kassettbaserade arbetssättet brukar normalt förknippas med risker eftersom kassetterna kan skadas genom hantering. Fördelen med ett CR-system är att installationen normalt kräver en lägre initial investering.

Digital Radiography

Digital radiography (DR) är en digital radiografimetod som automatiskt registrerar bilder och överför dem till en dator. DR togs fram som en uppföljare till CR, och minskade behovet av fysisk utrustning som exempelvis utläsningsenheter. En fördel med DR är att tekniken är snabbare och mer effektiv än CR – studier visar att en röntgen med CR kan ta upp till tre gånger längre tid än DR. DR-tekniken producerar även en klarare bild. Ett DR-system har dessutom högre dos-effektivitet. DR-system levereras som ett komplett system – installerade system kan därefter integreras med nya tilläggsprodukter. Ett DR-system kan vara både ett fast och ett mobilt system. Jämfört med ett CR-system är DR-systemet dyrare, men på grund av den högre kapaciteten och effektiviteten är ett DR-system det enda alternativet för större inrättningar.

Digital röntgen ersätter äldre metoder

DR-system förväntas ha den starkaste tillväxten under kommande år. CR-system förväntas dock fortsatt ha den största delen av marknaden. Sett till fördelningen mellan analoga samt CR- och DR-system stod CR-system för 46,3 % av marknaden 2019. I övergången till digitala system kan sjukhus installera både helt digitala och delvis digitala system (så kallade retrofit-system). Bilden nedan visar hur tillväxten såg ut globalt under 2018.

Produkterbudande



Arcoma Precision i5

Arcoma Precision i5 är ett stationärt röntgensystem och tillhör premiumsegmentet bland DR-system. Systemet är förhållandevis nytt och lanserades den 12 mars 2020. Precision i5 är ett system som fokuserar på effektivt och enkelt användande, och har egenskaper som touch-skärm, släta ytor för lättare desinficering samt motoriserad vinkling, vilket gör det lättare att positionera systemet. Jämfört med Intuition har Precision i5 ett större antal funktioner, och är ett mer exklusivt system, vilket återspeglas i ett högre pris. Arcoma fick sin första order för systemet i mars 2020. Ordern kom från Arcomas svenska distributör Mediel och systemet är installerat i Helsingborgs sjukhus.

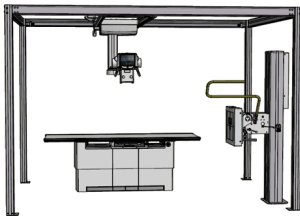
Arcoma Precision i5.



Arcoma Intuition

Arcoma Intuition är ett DR-system som beskrivs som en kombination av beprövad teknik och skandinavisk design. Systemet möjliggör kostnadseffektiv produktion av DR-bilder. Smart-space-konceptet medför att systemet kan installeras i alla sorts rum. Systemet består av upp till fyra detektorer som kan positioneras för att ge flexibilitet. Produkten tillhör premiumsegmentet bland DR-system, men Precision i5 har vissa funktioner som Intuition saknar, vilket också återspeglas av det lägre priset för Intuition.

Arcoma Intuition.



Arcoma X-ray Cube

Arcoma X-ray Cube är ett tillägg till Intuition som gör att produkten kan installeras utan inverkan på taket. Egenskaper medför flexibilitet och gör att systemet kan installeras snabbt, vilket gör produkten tillämpbar exempelvis vid temporära sjukhus eller som tillfällig lösning. Systemet har en självbärande konstruktion och behöver inte monteras i taket. Det flexibla systemet kan installeras på mindre än 24 timmar.

X-ray Cube.

Accessories

Arcoma erbjuder ett brett utbud av tillbehör till systemen. Hit hör tangentbord, batterier, batteriladdare, madrasser, dockningsstationer samt mjukvara för bildredigering, exempelvis med syftet att förbättra kontrasten. Produkterna är designade för att specifikt tillämpas inom digital röntgen. Tangentborden är till exempel utformade för att enkelt kunna desinficeras.



Accessories.

Arcoma Precision i5

Arcoma Precision utgör det senaste tillskottet till Arcomas produktutbud. Systemet beskrivs som ergonomiskt, lättanvänt och tyst. I likhet med övriga system är det i premiumklassen. Ergonomin innebär i praktiken att justering av taktöret kan göras utan större kraft. Ett komplett system består av väggstativ, takstativ och röntgenbord. I det kompletta utförandet säljs systemen tillsammans med trådlösa detektorer från Canon. Systemet lanserades under mars 2020 och samma månad fick Arcoma en order från svenska återförsäljaren Mediel.



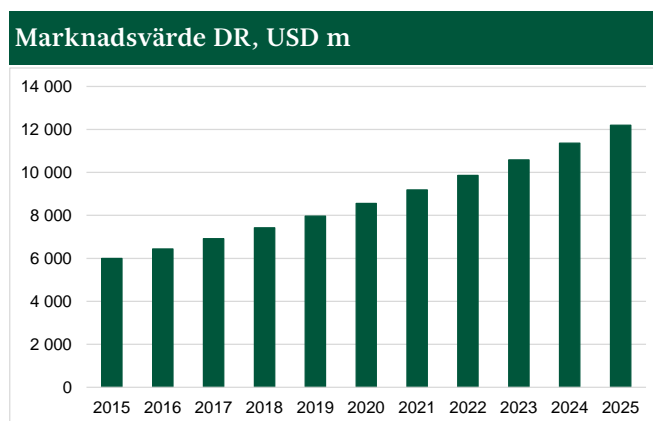
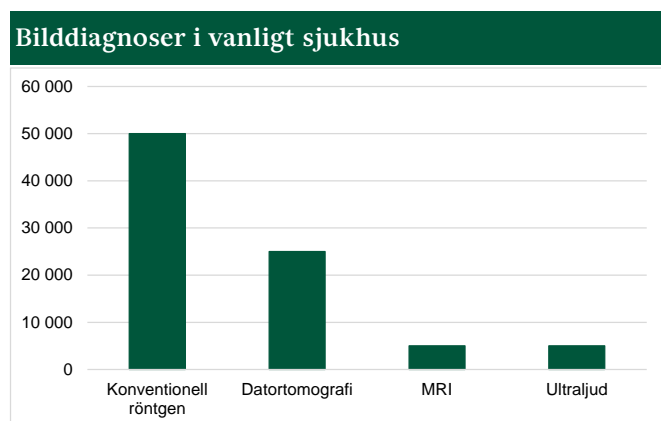
Den globala röntgenmarknaden

Antalet röntgenundersökningar som utförs ökar på ett globalt plan. Marknaden växer i takt med att fler får tillgång till möjligheten att använda röntgensystem. Marknaden drivs dessutom på av globala trender som befolkningsökning och ökande medellivslängd, vilket ökar behovet av hälsovård.

Marknaden för digital röntgen

Marknaden för digital röntgen omfattar flera applikationsområden, såsom allmän röntgen (benbrott), tandvård och ultraljud. Grafen nedan visar tillämpningsområden och illustrerar att konventionell röntgen är den vanligaste tekniken. Fokus för marknaden ligger på utveckling av tekniken mot utökad användbarhet och högre prestanda sett till bildkvalitet och strålningseffektivitet. Utöver det drivs marknaden av aspekter som en åldrande befolkning och ett behov av mer avancerad utrustning inom vården. I takt med att tekniken utvecklas ökar tillämpningsområdena vilket ökar värdet på marknaden.

Marknaden för digital röntgen förväntas växa med en CAGR om 7,3 % under perioden 2015–2025 enligt Allied Market Research. Siffrorna illustreras i grafen nedan. Tillväxten drivs av effektiviseringar, en åldrande befolkning och ökad tillgång till sjukvård. Utöver det drivs specifikt marknaden för digitalröntgen av en omställning från helt eller delvis analoga system.

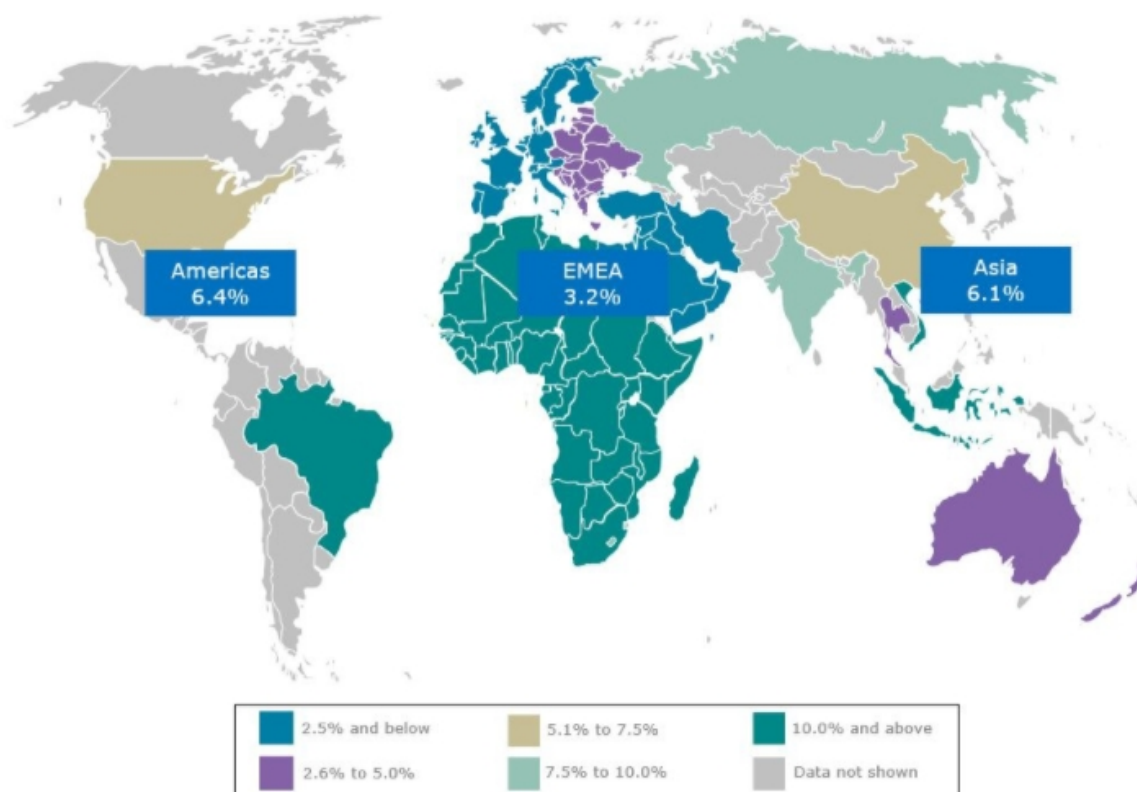


Den globala marknaden för digital röntgen är fragmenterad och stora globala aktörer har stora marknadsandelar. Till stora aktörer hör Canon, Carestream Health, Fujifilm Corporation, GE Healthcare, Hitachi Ltd, Hologic, Philips Healthcare, Shimadzu Corporation, Siemens Healthineers, Konica Minolta, Samsung Medison och Agfa-Gevaert.

Marknadsfördelning

Europa och USA är så kallade retrofit- eller utbytesmarknader, vilket innebär att tillväxten är lägre eftersom försäljning primärt syftar till att ersätta befintliga system. Asien är istället en tillväxtmarknad där en omställning från analog till digital röntgen driver mycket av tillväxten. 2015 antogs Consolidated Appropriations Act (CAA) i USA vilket reglerade statliga bidrag och påskyndade omställning av delvis eller helt analoga system till DR-system. Nedan visas utvecklingen av DR-marknaden globalt under 2018. Vi bedömer att tillväxten i Nordamerika drevs på av CAA, samtidigt som Asientillväxten drevs av en snabb allmän omställning till delvis eller helt digitala system. Nedan visas den globala tillväxten 2018 för DR-system, fördelat per världsdel.

Digital Radiography Market Growth in 2018



Källa: Signify Research

Europa

Marknaden i Europa har i stor utsträckning övergått till tillämpning av digitala röntgensystem. Övergången inleddes i slutet av 1980-talet. Kommande år väntas tillväxten drivas av produktivitet, dosreducering och kostnadsreducering. AI-drivna bildhanteringsverktyg förväntas bli allt viktigare under kommande år. Tillsammans med Asien väntas Europa stå för den största tillväxten av den totala röntgenmarknaden med förväntade tillväxttal om 5,7 % 2019–2023e. Tyskland bedöms vara den största marknaden.

Amerika

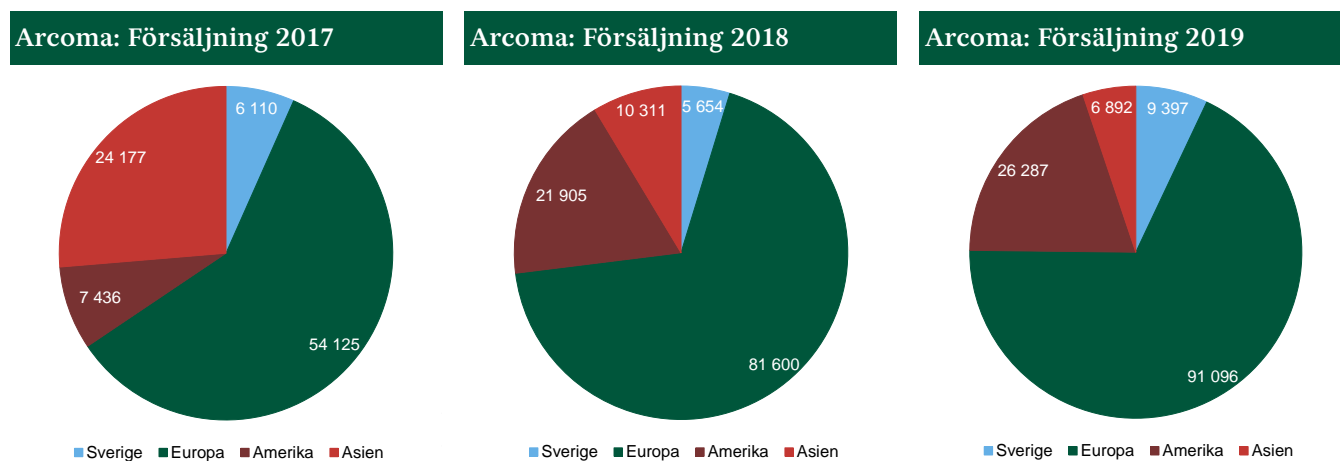
Arcoma upplevde 2018 en mycket stark efterfrågan på den nordamerikanska marknaden, som drevs av investeringar i USA och Kanada. 2015 implementerades Consolidated Appropriations Act, som reglerar statliga utgifter inom sjukvårdssektorn. Regleringarna påtvingade en övergång från CR-system till DR, genom att sänka stöd till inrättningar

som tillämpade analog teknik. Vanligt vid denna övergång var att applicera retrofit-DR, där befintliga CR-system byggdes om till digitala.

Marknaden för DR-system i Nordamerika väntas växa ensiffrigt under perioden 2017–2025e och ha en CAGR om 6,8 %. Den höga graden av konkurrens i Nordamerika väntas fortsatt bidra med prispress, vilket sänker det totala värdet på den adresserbara marknaden. Priset minskade med ca 4 % under 2018, enligt Signify Research. Amerika utgjorde den största andelen av världsmarknaden för röntgenutrustning med 37 % av det globala marknadsvärdet under 2019.

Asien

Asien är den av Arcomas marknader som väntas redovisa starkast tillväxt under perioden fram till 2025. Till viktiga pådrivande faktorer hör en åldrande befolkning, samt tillväxt i disponibel inkomst i regionen. I Asien är Kina den största marknaden för DR. Marknaden har redovisat stark volymtillväxt drivet av ökat utbud från inhemska producenter. Asien förväntas uppvisa starkast tillväxt inom den totala röntgenmarknaden 2019–2023e med en CAGR om 7,8 %.



Konkurrens och differentiering

Den utökade konkurrensen gör att återförsäljare specialiserar sig mot att erbjuda produkter inom mindre segment, t.ex. premiumsegment eller kostnadseffektiva system. De kostnadseffektiva systemen erbjuder inte samma funktioner som systemen inom premiumsegmentet. Till funktionerna i premiumprodukter hör effektivitet i arbetsflödet (exempelvis autopositionering eller assisterad positionering).

Konkurrens

Marknaden för konventionell DR är förhållandevis konkurrensutsatt. Konkurrenterna är av varierande storlek, och marknaden kan beskrivas som kraftigt fragmenterad. Till namnkunniga aktörer hör Canon Inc. (Japan), Carestream Health (USA), Fujifilm Corporation (Japan), GE Healthcare (USA), Hitachi Ltd. (Japan), Hologic Inc. (USA), Philips Healthcare (Nederländerna), Shimadzu Corporation (Japan), Siemens Healthineers (Tyskland), Konica Minolta Inc. (Japan), Samsung Medison Co., Ltd. (Korea), Agfa-Gevaert (Belgien), Sedecal (Spanien) och United Imaging (Kina). Bland dessa aktörer placerar sig Arcoma tydligt i premiumsegmentet.

Premiumaktörer

Bland återförsäljare inom premiumsegmentet finns bland andra GE Healthcare, som är GE Medicals enhet för försäljning av bland annat medicinteknisk utrustning. Segmentet säljer produkter inom stationära och mobila röntgensystem. Philips Healthcare, som är Philips enhet för distribution av medicinteknik, tillhandahåller mobil och stationär utrustning för röntgen. Även Siemens och Samsung hör till premiumaktörer. Siemens tillhandahåller flera system för digital röntgen, med premiumfunktioner såsom underlättad positionering. Samsungs produkter har premiumegenskaper såsom assisterad positionering, men även funktioner som underlättar doshantering.

Mellansegment





Inom mellansegmentet finns Carestream, Sedecal och United Imaging. Carestream är tidigare Eastman Kodak Company Health Group. Carestream tillhandahåller DR- och CR-system, mjukvara för bildbehandling samt system för analog röntgen. Carestream omsatte ca USD 1,9 md 2019. Sedecal tillhandahåller mobila och stationära röntgensystem samt tillhörande utrustning. United Imaging är ett kinesiskt bolag som har stort geografiskt fokus på den inhemska marknaden, men med en global verksamhet och över 10 000 installerade system globalt.

Volymsegment

Till volymsegmentet hör FujiFilm, Agfa-Gevaert och Shimadzu. För brutna året 2019/2020 omsatte FujiFilms röntgensegment JPY 336 md (~ USD 3,1 md). Agfa-Gevaert tillhandahåller DR- och CR-system och säljer både mobila och digitala system, samt programvara för bildhantering. Röntgensegmentet av Agfa omsatte 2019 EUR 536 m.

Prissättning

Priset för ett DR-system varierar kraftigt beroende på funktionalitet och marknad, och det är därmed mycket svårt att precisera prisnivåer. Vanligtvis delar man in DR-system i tre huvudsakliga kategorier som skiljer sig åt rörande pris, funktionalitet och slutkund. CR-system har enligt våra bedömningar ett pris om ca 200 000 kr. Första nivån för golvmonterade system är 400 000–600 000 kr. Segment två har priser om 500 000–700 000 kr och omfattar golvmonterade system av högre kvalitet samt några takmonterade system. Det tredje segmentet är ett premiumsegment och kostar 1,0–1,7 mkr. Premiumsegmentet är praktiskt taget alltid helt digitalt och har funktioner relaterade till användarvänlighet och rörelseassistans.

| Centrala avtal och samarbetspartners | | |
|---|------------------------------|--|
| Motpart | | Omfattning |
|  CANON MEDICAL | Canon Medical Systems USA | Distribution, service och reservdelar i USA och Kanada |
|  KONICA MINOLTA | Konica Minolta | Distribution, service och reservdelar globalt |
|  | Siemens | Reservdelsförsäljning globalt |
|  CANON MEDICAL | Canon Medical Systems Europe | Distribution, service och reservdelar i Europa |

OEM-partners och kunder

En central bidragande aspekt till Arcomas tillväxt kommande år är enligt våra estimat samarbetsavtalen med Canon, Konica och Siemens. Avtalen möjliggör bland annat att Arcoma kan erbjuda kompletta röntgensystem.

Arcomas adresserbara marknad har breddats i takt med att man etablerar avtal med viktiga aktörer på marknaden. Avtalen innebär att Arcoma bidrar med komponenter och reservdelar för OEM-partners på den globala marknaden. Arcoma har länge sålt färdiga system och reservdelar till industriledande OEM-partners såsom Konica Minolta, Siemens och Canon. Arcoma har löpande etablerat avtal med dessa aktörer som omfattar försäljning inom specifika områden eller av särskilda produkter. Vi bedömer att avtalen är viktiga för Arcomas försäljning och ledningen har även kommunicerat under 2018 att man förväntar sig att "affären med Canon kommer att växa gradvis under flera år".

Canon

Arcoma har samarbetsavtal med Canon Medical Systems i Europa och USA, som är segment inom japanska Canon. Canon bedriver försäljning av DR-system via egna säljorganisationer och via ägda bolag, och dit hör Virtual Imaging som är en amerikansk återförsäljare av mobila och stationära DR-system. Virtual Imaging är idag helt integrerad i Canons verksamhet. Canon adderade Medical Systems-verksamheten 2016 genom att förvärva Toshiba Medical Systems, som 2018 bytte namn till Canon Medical Systems. 2019 omsatte segmentet Medical Systems ca 37 mdkr.

Canon Medical Systems Europe (CMSE)

2017 upprättade Canon Medical Systems Europe och Arcoma ett avtal som innebar att Arcoma fick sälja röntgensystem med Canons mjukvara och detektorer till kunder över hela Europa, Mellanöstern och Afrika. Avtalet medförde att Arcoma kunde börja sälja kompletta system, vilket ökade den adresserbara marknaden. Det uppskattade årliga värdet av samarbetet för Arcomas del var 25 mkr vid tidpunkten då avtalet kommunicerades. 2018 utökades samarbetet med CMSE. Det utökade samarbetet medför att Arcomas positioneringsutrustning kan säljas via Canons försäljningskanaler i Europa, vilket expanderar den adresserbara marknaden inom Europa.

Canon Medical Systems USA (CMSU)

Arcoma har även sedan länge ett avtal med Canons amerikanska verksamhet, Canon Medical Systems USA. 2013 slöts ett avtal som innebar att Arcomas produkter kunde säljas under Canons varumärke. Försäljningen via CMSU innebar att Canons dotterbolag Virtual Imaging i Nordamerika sålde systemen RadPro Omnera 400A och 400T. 2018 kommunicerade Arcoma att samarbetet med Canon i Nordamerika utökats. Fram till denna tidpunkt hade försäljningen av Arcomas produkter via Canon i Nordamerika bedrivits via Canons dotterbolag Virtual Imaging. Genom det förnyade avtalet började Canon sälja kompletta system baserade på Arcomas teknik via de egna säljkanalerna, vilket markant ökade den adresserbara marknaden samt möjligheten för tillväxt i Nordamerika.

Konica Minolta Europa

Konica Minolta tillverkar bland annat elektroniska bildbehandlingsprodukter. Bolaget har huvudkontor i Japan och omsatte 2019 ca USD 1,6 md. Arcomas samarbete med Konica Minolta från 2019 omfattade ursprungligen utveckling av två produkter som integreras med Konica Minoltas detektorer och mjukvara. Slutprodukten ska sedan säljas under Konica Minoltas namn. I maj 2020 utvecklades samarbetet till att omfatta ett leverantörsavtal. Avtalet innebär att

Arcoma och Konica Minolta samarbetar under fem år för att erbjuda produkter bestående av komponenter från båda bolagen. Den första produkten är AeroDR X90. Arcoma kommer att stå som produktägare, men produkterna säljs under Konica Minoltas namn.

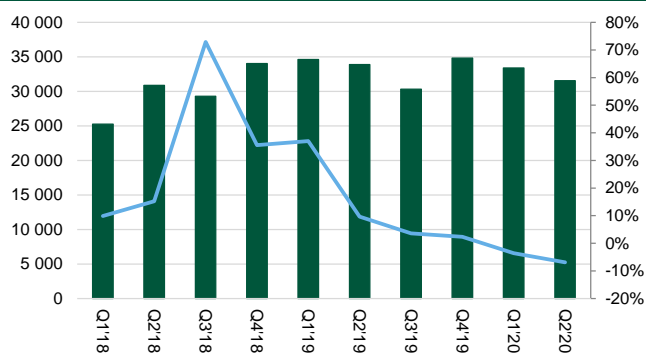
Siemens Healthineers

Siemens Healthineers är moderföretaget till flera medicintekniska företag. Huvudkontoret ligger i Tyskland. Produkterbudandet är brett och omfattar bland annat DR-system, tomografisystem samt produkter relaterade till strålningsterapi, ultraljud och mammografi. För det brutna året 2018/2019 omsatte Imaging, som är bolagets största redovisningssegment, USD 10 md.

Historik

Arcoma grundas 1990 i Växjö. 1995 lanserar bolaget sitt första autopositionerande system. 2009 skriver bolaget ett OEM-avtal med FujiFilm. 2010 tecknar bolaget ett OEM-avtal med Konica Minolta Europa. 2014 noteras Arcoma på Nasdaq First North. Två år senare, 2016, meddelar bolaget att det svenska företaget Stille förvärvar Arcomas amerikanska dotterbolag Arcoma North America. Verksamheten som såldes omsatte ca 10 mkr. 2018–2019 utvecklar Arcoma relationen med Canon till att omfatta distributionsavtal vilket förstärker bolagets position.

Försäljning (tkr) och tillväxt

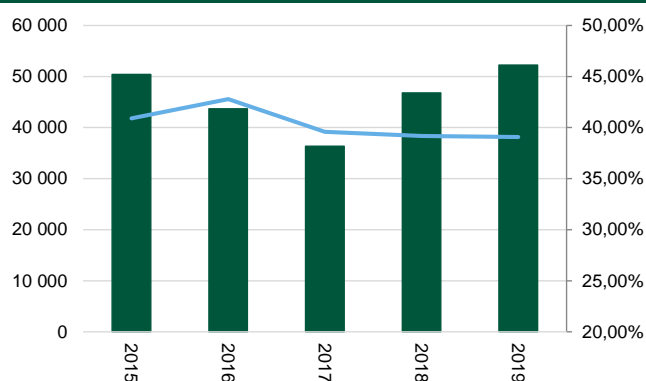


Historik: försäljning och avtal

Under 2015 vann bolaget upphandlingar i Sydkorea, Hong Kong och Indien. Samma år steg försäljningen från röntgensystem till distributörer med 25 % y/y. En minskad försäljning till OEM-kunder bidrog dock till att försäljningen minskade 5 % på koncernnivå.

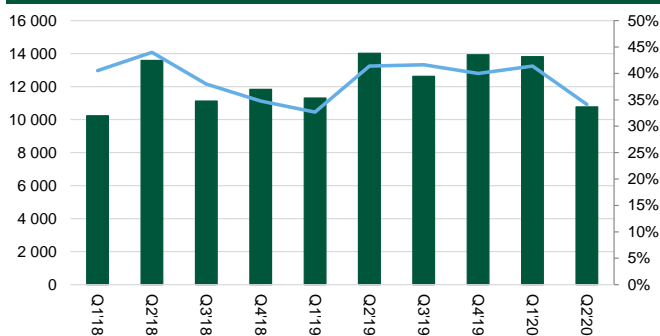
2016 fortsatte OEM-försäljningen att avta, och bolaget genomdrev en omorganisation för att bemöta den minskade försäljningen. Under året tecknar bolaget ett avtal med Canon i Europa. 2017 utökar man partnerskapet med Canon vilket innebär att Arcoma får distribuera Canons detektorer inom hela EMEA. Efter att 2016 ha meddelat att man säljer det amerikanska dotterbolaget Arcoma North America till svenska Stille, minskade intäkterna under 2017 inom Amerika vilket bidrog till negativ tillväxt på koncernnivå. Justerat för försäljningen steg intäkterna 5 % y/y 2017.

Bruttoresultat och bruttomarginal



2018 växer Arcomas intäkter med 30 %, med kraftig tillväxt inom Nordamerika och Europa. Nordamerikanska marknaden uppvisade en tillväxt om 132 % y/y 2018. Starkt bidragande till koncernens tillväxt under 2018 var samarbetet med Canon. Eftersom Arcoma kompletterat sitt utbud med Canons detektorer, kunde man erbjuda kompletta system under 2018 vilket kraftigt ökade tillväxten.

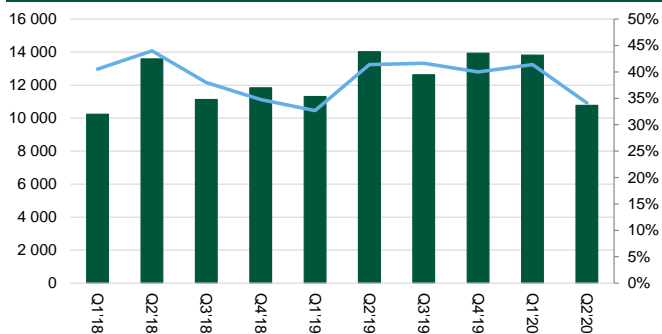
Bruttoresultat och bruttomarginal



Intäkterna i Amerika har historiskt varit volatila. 2017 sålde Arcoma dotterbolaget Arcoma North America till svenska medicinteknikbolaget Stille. Detta gav förhållandevis låga jämförelsetal vilket bidrog till stark tillväxt 2018 i Amerika.

Under 2019 tecknar bolaget ett distributörsavtal för Turkiet. Bolaget inleder också ett utvecklingsarbete med Konica Minolta Europa. Tillväxten i försäljning för året uppgår till 12 %, efter att utvecklingen i Nordamerika var något lägre än väntat. EMEA växte med 18 % y/y.

Bruttoresultat och bruttomarginal



Lönsamhet och marginaler

Lönsamhetsmässigt har bruttomarginalen varit omkring 40 % 2017–2019. Under 2018–2019 pressades bruttomarginalen av att bolaget hade en stor andel detektorförsäljning, med förhållandevis lägre marginaler. Egenproducerade produkter har högre marginal, men ökningen kunde inte fullt motverka pressen från detektorerna. 2019 förekom även en viss priserosion i marknaden.

EBITDA och EBITDA-marginal

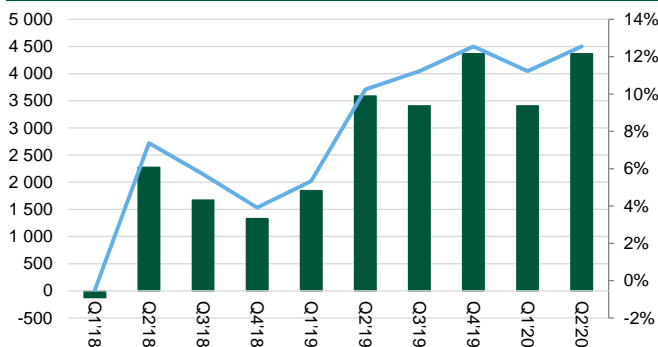


Arcoma redovisade ett positivt EBITDA-resultat under 2018 efter två år av negativt EBITDA. Marginalmässigt stärkte bolaget EBITDA-marginalen till 10 % 2019. Under Q1'20 redovisade bolaget en mycket stark EBITDA-marginal vilket genererades av en starkt bruttomarginal via produktmixen, men även minskad operativ kostnadsbas.

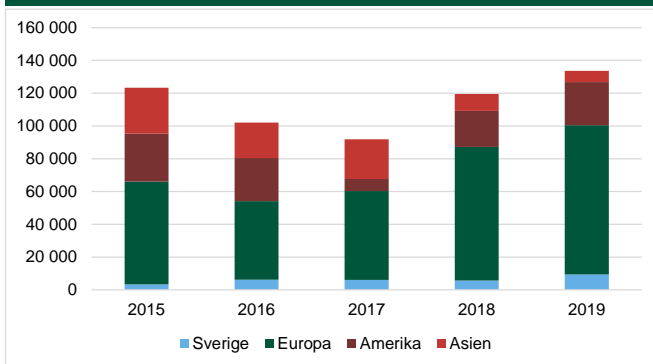
Finansiell ställning

Arcoma hade vid utgången av Q2'20 en nettoskuld om 7,5 mkr. Bolaget har en kassa om 3,7 mkr och en outnyttjad checkkredit om 4,8 mkr. Trots att bolaget investerat mycket i utveckling av nya produkter bedömer vi att investeringstakten kommer att avta. Vi bedömer utifrån årets kassaflöde att bolaget har tillräckligt med likvida medel för den fortsatta expansionen.

EBITDA och EBITDA-marginal



Geografisk intäktsfördelning



Prognoser

Arcomas tillväxt kommande år väntas fortsätta drivet av samarbetet med Canon, underliggande tillväxt på stora marknader och en ökad andel kompletta system. Den globala marknaden för digital röntgen och tillhörande utrustning präglas av förhållandevis låg insyn. Under 2018 bestod enligt våra uppskattningar Arcomas omsättning av färre än 150 affärer. Det medför att affärerna är mycket stora, samtidigt som prognososäkerheten är relativt stor.

Våra tillväxtestimat för kommande år baseras på bland annat samarbeten med Canon och avtalen med Konica Minolta. Vi bedömer att intäkterna kommer att växa starkt genom att Arcomas produkter saluförs via Canons egna försäljningskanaler. Samtidigt har bolagets egna produktutbud blivit mer attraktivt i takt med att man integrerat Canons detektorer vilket gett möjligheten att sälja kompletta system. Bolaget har själva kommunicerat förhoppningar om tillväxt via affären med Canon, och man förväntar sig att "affären med Canon kommer växa gradvis under flera år". Q1 2019 kommunicerade man även att "försäljningen via vår partner Canon är fortsatt på en relativt låg nivå. Vi ser en stor potential i framtida tillväxt på den amerikanska marknaden".

Canons undersegment Medical Systems hade för det brutna året 2018/2019 en omsättning om USD 7 430. Konica Minoltas omsättning för hela koncernen uppgick till 9 665 mkr för 2018/2019. Siemens Healthineers hade 2019 en omsättning om USD 9 971 m. Sammanlagt blir omsättningen från de tre bolagen och segmenten USD 27 md. Enligt estimat från Fortune Business Insights står Varex Imaging Coporation, Agfa-Gevaert Group och FujiFilm tillsammans med Konica Minolta och Canon för mer än 50 % av den globala marknaden för digital röntgen 2018.

Intäktestimat

Canon, Siemens och Konica Minolta säljer produkter utöver DR-system för konventionell röntgen. Vi bedömer att försäljningen till DR-marknaden för dessa tre företag uppgår till USD 3 md, givet en total marknad värd ca USD 7 md. Marknadsandelarna för dessa aktörer uppgår därmed till 43 %, enligt våra estimat. För aktörer av den storleken är tillväxt långt över marknadstillväxt (7,3 %) svårt att uppnå.

Med en omsättning om 134 mkr är Arcoma en liten aktör i sammanhanget, vilket medför att de breda distributionsnäten inom Konica Minolta och Canon snabbt kan ge stark utväxling. Under 2018 bedömer vi att Arcomas omsättning i Nordamerika och Europa drevs av samarbetet med Canon, tillsammans med försäljningen av kompletta system, och att tillväxten under året ger en indikation om den utväxling man kan vänta sig från samarbetet. På liknande vis bedömer vi att tillväxten i Europa under 2018 kan härledas till samarbetet med CMSE.

För att uppskatta ett framtida värde av samarbetet med Canon och Konica Minolta vill vi isolera tillväxten som kom via distributörsavtalen 2018, vilket var första året med distributörsavtal med CMSE och CMSU. Vi utgår från ett antagande att samtliga segment växer organiskt i linje med marknadstillväxten för 2018-2019, och antar vidare att resterande tillväxt kommer från OEM-avtalen med Canon (försäljning via Canons egna försäljningsorganisation). Detta ger att 25 % respektive 10 % av omsättningen för 2018-2019 utgjordes av avtalen, samtidigt som de bidrog med en genomsnittlig tillväxt (för koncernen) om 17 % för 2018 - 2019.

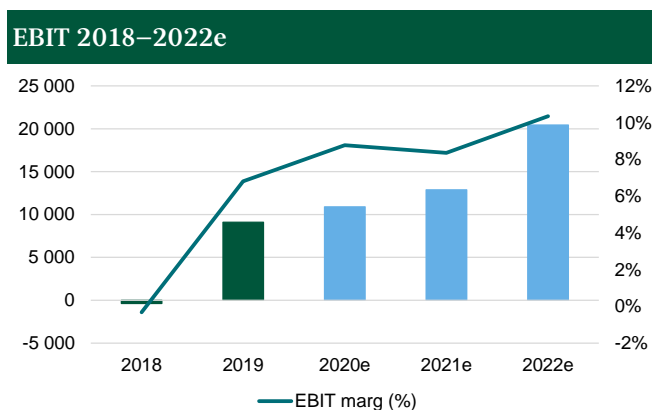
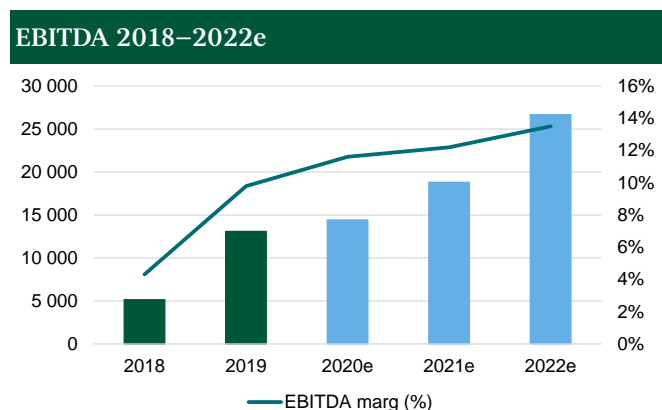
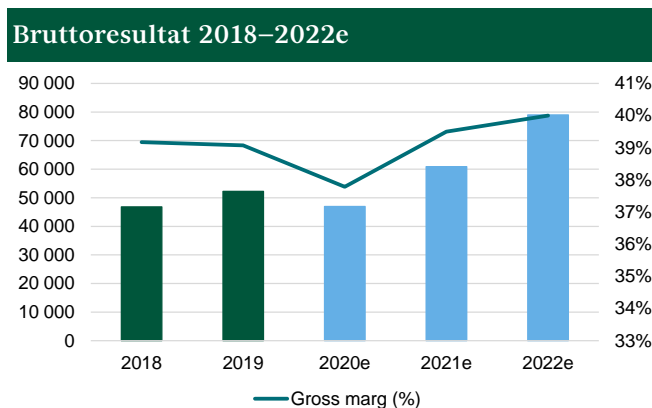
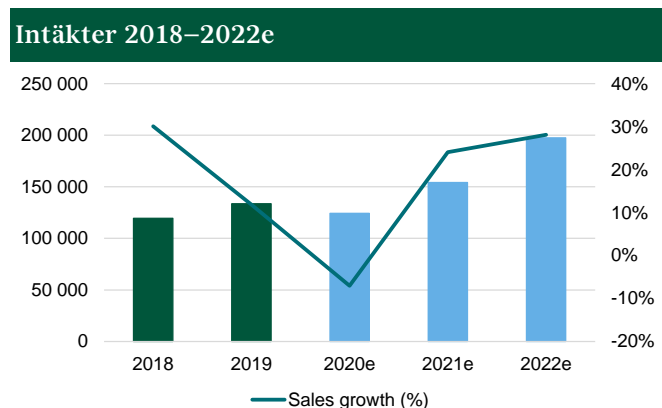
Under 2020 påverkas försäljningen av Covid-19-pandemin, som bland annat haft en kraftig inverkan på antalet bildundersökningar som utförs globalt. Vi bedömer dock att marknadstillväxten kommer att återgå till ett normalläge 2021 (est CAGR 7% t.o.m 2025), och att tillväxten från Canon-avtalen 2018-2019 (est CAGR 17 % för perioden) fortskrider i samma takt. Detta medför att Canon-försäljningen i absoluta termer accelererar, vilket är förenligt med ledningens uttalanden angående tillväxtförväntningarna som citerats tidigare. Detta ger tillväxtestimat för 2021 om 24 %. Avtalet med Konica Minolta är i dagsläget svårt att utvärdera, men vi bedömer att avtalet börjar påvisa effekt 2022 vilket bidrar med ytterligare 4 % tillväxt i intäkter, vilket ger en tillväxt för Arcoma 2022e om 28 %. Det bör dock understrykas att intäkterna historiskt uppvisat volatilitet. Därmed föreligger stor osäkerhet i prognoserna.

Lönsamhetsestimater

Bruttomarginalen är bland annat ett resultat av produktmixen. Detektorer har förhållandevis låg marginal vilket medför att en ökad andel försäljning av kompletta system eller ökad andel försäljning av detektorer medför lägre bruttomarginal. Samtidigt skapar förmågan att sälja kompletta system högre tillväxtpotential. Utöver det arbetar Arcoma för att minska produktionskostnaderna i syfte att stärka bruttomarginalen, och vi ser att effekterna av detta kan bli synliga under 2020. Vi bedömer att Arcoma kan stärka bruttomarginalen under 2021e–2022e till 39,5 % respektive 40 %.

Vi bedömer att bolaget kan uppnå marginalförbättringar (EBITDA) under 2021–2022 genom OPEX-reduceringar, primärt försäljningskostnader. OEM-försäljning via Konica Minolta och Canon kräver inte samma försäljningskostnader då annonsering och den praktiska försäljningen assisteras av deras organisationer - vi ser därmed minskade försäljningskostnader som drivare för en stärkt EBITDA-marginal. Givet ett antagande att 30 % av personalkostnader samt övriga externa kostnader är relaterade till försäljning och marknadsföring, medför det att försäljning via OEM-partners innebär 30 % lägre kostnader för de två posterna. Detta medför marginalförbättringar i takt med att andelen OEM-försäljning stiger. Dynamiken medför att andelen personal- samt övriga externa kostnader minskar från 29 % av omsättningen 2019 till 27 % respektive 26,5 % 2021e - 2022e. Sammanlagt medför dessa antaganden att vi bedömer att Arcoma kan stärka EBITDA-marginalen till ca 14 % 2022e. En marginal om 14 % är under sektorsnittet om 18 % för 2022e.

Arcoma har ett underskottsavdrag som per 2019-12-31 uppgick till 27 mkr. Utöver de redovisade underskottsavdragen finns det betydliga, ej redovisade belopp relaterade till Arcoma. Vi bedömer därmed att ingen skatt kommer betalas under 2020–2021.



Värdering

Arcoma har länge haft en lönsamhet som varit förhållandevis låg jämfört med övriga bolag i medicintekniksektorn. Samtidigt har bruttomarginalen pressats nedåt efter att man börjat erbjuda kompletta system som involverar detektorer. För 2021 handlas Arcoma till en premie mot peergruppen, men vi ser att den starka tillväxten gör att bolaget kan växa in i värderingen mot slutet av prognosperioden. Vår DCF indikerar en uppsida från dagens kursnivåer.

Multipeljämförelse – bolagsurval

Vår samling av jämförelsebolag består av verksamma bolag inom röntgenutrustning och bolag inom övrig röntgenrelaterad utrustning. **Varex Imaging Corporation (VREX:US)** är ett amerikanskt bolag som utvecklar och säljer hård- och mjukvara inom röntgensektorn, exempelvis röntgenrör, detektorer och mjukvara. Börsvärde ca 4,8 mdkr. Varex Imaging har höga ensiffriga EBITDA-marginaler som väntas gå mot tvåsiffrigt 2022 enligt konsensusestimat.



Agfa-Gevaert (AGFB:BB) är en tysk-belgisk koncern med verksamhet inom bildsystem och relaterad utrustning. Agfa-Gevaerts segment Radiology Solutions erbjuder produkter inom digital röntgen, och utgjorde ca 24 % av intäkterna helåret 2019. Börsvärde ca 6,3 mdkr. Bolaget har låga ensiffriga EBITDA-marginaler, och konsensusestimaten indikerar att marginalerna förväntas stiga under 2021e–2022e, dock förbli på en ensiffrig nivå.

Konica Minolta (4902:JP) är en stor tillverkare av elektroniska bildbehandlingsprodukter med huvudkontor i Japan. Bolaget tillverkar och säljer digitala trådlösa röntgensystem, som inkluderar både hård- och mjukvara. 2019 utgjorde Healthcare-segmentet, som innefattar försäljningen av röntgenmaskiner och utrustning, ca 10 % av intäkterna. Konsensusestimaten för EBITDA-marginalen 2021e–22e visar att marginalen förväntas stärkas till tvåsiffrigt 2022e. Marknadsvärdet uppgår till ca 11 mdkr.

Siemens Healthineers (SHL:GR) tillverkar och säljer röntgenrelaterad utrustning såsom maskiner, mjukvara och tillbehör. Segmentet Imaging, som inkluderar den röntgenrelaterade försäljningen, var 2019 bolagets klart största och utgjorde då 62 % av intäkterna. Bolagets produktutbud inom segmentet fokuserar på digital röntgen, och bolaget tillhandahåller både stationära och mobila system. Lönsamhetsmässigt har bolaget redan i dagsläget en stark lönsamhet med EBITDA-marginal 2019 om 20%, med konsensusestimat om en marginal på 21–22% för 2021e–22e. Börsvärde ca 426 mdkr.

Vieworks (100120:KS) är en koreansk tillverkare av röntgenapparater och relaterad utrustning. Till utrustningen hör kompletta system som inkluderar detektorer. Huvudparten av intäkterna kommer från Korea som stod för 82

% av intäkterna 2019. Lönsamhetsmässigt har Vieworks starka EBITDA-marginaler som uppgick till 20 % 2019, och har konsensusestimat om en marginal på 21–22 % för 2021e–22e. Börsvärdet är ca 2,3 mdkr.

Hologic (HOLX:US) är ett amerikanskt bolag som bland annat säljer digitala röntgenmaskiner. Röntgensystemen är dock primärt utvecklade för mammografi. Systemen är både stationära och mobila och produktutbudet omfattar förhållandevis många varianter. Systemen innehåller även mjukvara och tillhörande utrustning. Segmentet som omfattar röntgenutrustning stod för 39 % av intäkterna 2019. Lönsamheten är stark, med konsensusestimat om en bruttomarginal 2021e om 64 %, över snittet för jämförelsegruppen om 46 %. EBITDA-marginalen 2021e är 33 % enligt konsensus, drivet av en högre bruttomarginal än jämförelsegruppen. Börsvärdet är ca 154 mdkr.

Shimadzu Corporation (7701:JP) är ett japanskt företag som bland annat tillverkar medicinsk utrustning, vilket omfattar digitala mobila och stationära röntgensystem med tillhörande utrustning. Geografiskt finns ett Asienfokus där 50 % av intäkterna 2019 kom från Japan och 18 % från Kina. Konsensusestimaten för lönsamheten indikerar att EBIT-marginalen förväntas bli högt ensiffrig för året (9% 2020e), för att stärkas 2021e–22e till 11 % respektive 12 %. Börsvärdet motsvarar ca 75 mdkr. Tabellerna nedan illustrerar lönsamhet, tillväxt och värdering för jämförelsegruppen.

Värderingsmultiplar: Konsensus (Arcoma EPB est)

| | MV (mkr) | EV/EBITDA x | | | | EV/EBIT x | | | | P/E x | | | | EV/Sales x | | | |
|----------------|----------|-------------|------|------|------|-----------|------|------|------|-------|------|------|------|------------|-----|-----|-----|
| | | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e |
| Varex Imaging | 4 864 | 12,7 | 18,1 | 13,6 | 10,5 | 16,8 | 33,8 | 16,4 | 14,2 | 10,9 | N/A | 29,9 | 17,4 | 1,9 | 1,2 | 1,3 | 1,2 |
| Agfa-Gevaert | 6 256 | 5,8 | -0,4 | -0,3 | -0,3 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 69,0 | 13,2 | 12,5 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| Konica Minolta | 11 024 | 7,5 | 8,6 | 5,7 | 5,4 | 32,7 | N/A | 19,5 | 16,7 | 32,3 | N/A | 31,9 | 17,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Siemens Health | 425 797 | 13,4 | 15,4 | 13,5 | 12,0 | 16,8 | 19,5 | 16,4 | 14,4 | 22,4 | 24,4 | 21,3 | 19,4 | 2,7 | 3,0 | 2,8 | 2,6 |
| Vieworks | 2 282 | 8,2 | 7,5 | 7,5 | 6,7 | 9,4 | 8,4 | 8,1 | 7,3 | 12,0 | 10,6 | 10,9 | 9,8 | 1,8 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |
| Hologic | 154 345 | 15,1 | 15,7 | 11,5 | 14,5 | 16,6 | 17,0 | 13,0 | 14,8 | 20,7 | 18,5 | 19,9 | N/A | 4,8 | 5,8 | 4,8 | 5,5 |
| Shimadzu Corp | 74 848 | N/A | N/A | N/A | N/A | 18,5 | 24,1 | 19,4 | 17,6 | 28,4 | 34,1 | 27,6 | 25,0 | 2,0 | 2,3 | 2,1 | 2,0 |
| Average | | 10,4 | 10,8 | 8,6 | 8,1 | 18,5 | 20,6 | 15,5 | 14,2 | 21,1 | 31,3 | 22,1 | 16,9 | 2,3 | 2,4 | 2,2 | 2,2 |
| Arcoma | 243,41 | 19,5 | 15,9 | 12,2 | 8,6 | 28,1 | 21,1 | 16,3 | 11,0 | 37,9 | 26,2 | 20,4 | 13,6 | 1,9 | 1,9 | 1,5 | 1,2 |

Tillväxtdata: Konsensus (Arcoma EPB est)

| | Sales growth (%) | | | | EBITDA growth (%) | | | | EBIT growth (%) | | | | EPS growth (%) | | |
|----------------------|------------------|------|-----|-----|-------------------|------|-----|------|-----------------|------|-----|------|----------------|------|-----|
| | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e |
| Varex Imaging | 1% | -6% | 0% | 2% | 0% | -54% | N/A | 4% | 6% | N/A | N/A | 19% | -44% | N/A | N/A |
| Agfa-Gevaert | 2% | -12% | -2% | -5% | 49% | -13% | 26% | 5% | 31% | 27% | 15% | 13% | N/A | N/A | N/A |
| Konica Minolta | -6% | -12% | 6% | -2% | -9% | -30% | 51% | 5% | -54% | -78% | N/A | N/A | N/A | 31% | N/A |
| Siemens Healthineers | 8% | 0% | 6% | 7% | 12% | -4% | 13% | 11% | 11% | -7% | 19% | 15% | 24% | -2% | 14% |
| Vieworks | 4% | 14% | 2% | 8% | 14% | 14% | 0% | 12% | 14% | 19% | 2% | 10% | 17% | 11% | -3% |
| Hologic | 5% | 5% | 22% | N/A | 4% | 19% | 33% | -15% | 12% | 21% | 37% | -15% | -87% | N/A | 40% |
| Shimadzu Corp | -1% | -6% | 7% | 4% | -2% | -12% | 18% | 8% | -6% | -20% | 27% | 12% | -2% | -21% | 27% |
| Average | 2% | -2% | 6% | 2% | 10% | -11% | 24% | 4% | 2% | -15% | 20% | 9% | -33% | 5% | 20% |
| Arcoma | 12% | -7% | 24% | 28% | 154% | 10% | 30% | 42% | Neg | 20% | 29% | 49% | Neg | 28% | 29% |

Marginaler: Konsensus (Arcoma EPB est)

| | Gross margin (%) | | | | EBIT margin (%) | | | | EBITDA margin (%) | | | | FCF margin (%) | | | |
|----------------------|------------------|-----|-----|-----|-----------------|-----|-----|-----|-------------------|-----|-----|-----|----------------|-----|-----|-----|
| | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e | 19 | 20e | 21e | 22e |
| Varex Imaging | 35% | 27% | 32% | 32% | 11% | 4% | 8% | 9% | 15% | 7% | 9% | 12% | 9% | 3% | -1% | 6% |
| Agfa-Gevaert | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 3% | 5% | 6% | 8% | 6% | 8% | 9% | -5% | 8% | 5% | 12% |
| Konica Minolta | 47% | 46% | 46% | 47% | 2% | 0% | 3% | 3% | 7% | 6% | 9% | 10% | N/A | N/A | 7% | 20% |
| Siemens Healthineers | 40% | 39% | 40% | 41% | 16% | 15% | 17% | 18% | 20% | 19% | 21% | 22% | 3% | 3% | 4% | 4% |
| Vieworks | 53% | 53% | 53% | 53% | 19% | 20% | 20% | 20% | 22% | 22% | 21% | 22% | 4% | 7% | 10% | 9% |
| Hologic | 62% | 63% | 64% | 65% | 29% | 34% | 37% | 37% | 32% | 37% | 42% | 38% | 4% | 5% | 8% | 8% |
| Shimadzu Corp | 40% | 39% | 40% | 41% | 11% | 9% | 11% | 12% | N/A | N/A | N/A | N/A | 3% | 4% | 2% | 3% |
| Average | 46% | 44% | 46% | 46% | 15% | 12% | 14% | 15% | 17% | 16% | 18% | 19% | 3% | 5% | 5% | 9% |
| Arcoma | 39% | 38% | 40% | 40% | 7% | 9% | 9% | 11% | 10% | 12% | 12% | 14% | 0% | 1% | 5% | 6% |

Multipelvärdering

Tabellerna ovan visar Arcomas värdering mot jämförelsegruppen. För 2021 handlas Arcoma till en premie sett till en EV/EBITDA-multipel om 42 %. Samtidigt växer Arcomas EBITDA för perioden 2020e–2022e starkare än jämförelsegruppen med en överlägsen EBITDA-tillväxt 2022e. EV/EBITDA för 2022e är 8,6x motsvarande en premie om 6 %. Vi ser därmed potential för Arcoma att växa in i värderingen och få en multipel i paritet med sektorkollegor.

Arcoma har något svagare EBITDA- och bruttomarginaler än gruppens snitt. Även kassaflödena är något lägre. Den starka tillväxten som prognosticeras för Arcoma är dock avsevärt kraftigare än övriga, vilket motiverar den premie som bolaget har på lönsamhetsmultiplerna för 2021e.

DCF synliggör långsiktiga värden

Utvecklingen inom DR-marknaden med mer avancerade produkter ställer krav på CAPEX-investeringar för att kontinuerligt utveckla befintliga teknikplattformar. Vi bedömer att investeringarna storleksmässigt är ojämna över tid och är relativt höga under perioder när helt nya system utvecklas, för att sedan vara mindre under längre perioder. Vi bedömer att de intensiva investeringarna under 2019–H1'20 i stor utsträckning relaterat till att utveckla Precision-plattformen och att investeringarna framöver kommer att avta. Bortom prognosperioden bedömer vi att investeringar kommer vara ca 2 % av omsättningen.

Bortom prognosfönstret ser vi att försäljningstillväxten avtar något. 2025–2027 bedömer vi att bolaget växer i linje med marknaden om ca 7 %, 2028–2030 ser vi försäljningstillväxt om 5 %. Vi ser att Arcoma kan stärka sin EBITDA-marginal mot 15 % 2024, vilket är en marginal motsvarande genomsnittet för peergruppen. I likhet med medicintekniksektorn och specifikt sektorn för digital röntgen kräver verksamheten bred lagerhållning vilket binder rörelsekapital. För 2019 är rörelsekapital 23 % av intäkterna. Nedan visas rörelsekapital för några sektorkollegor. Vi bedömer att lagerhållningen kan effektiviseras något mot en långsiktig nivå för WC/Sales om 19 %.

| Bolag | WC/Sales 2019 |
|---------------|---------------|
| Varex Imaging | 35% |
| Hologic | 22% |
| Shimadzu Corp | 46% |

Vi har tillämpat en diskonteringsränta (WACC) om 11 %. Räntan baseras på en riskfri ränta om 2 %, en nettoskuld om ca 8 mkr, cost of equity om 12 % och en cost of debt om 4,5 %. Vår DCF baseras vidare på en tillväxt bortom prognoshorisonten om 2 %. Vår DCF motiverar ett värde i spannet 24–26 kr. Riktkursen motsvarar en uppsida om ca 40 % mot senast betalda kurs.

DCF-modell

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 | 2029 | 2030 |
|------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Sales | 119 | 134 | 124 | 154 | 197 | 237 | 280 | 308 | 338 | 372 | 398 | 426 | 456 |
| Sales growth | 30% | 12% | -7% | 24% | 28% | 20% | 18% | 10% | 10% | 10% | 7% | 7% | 7% |
| EBIT | 0 | 9 | 11 | 13 | 20 | 33 | 39 | 43 | 47 | 52 | 56 | 60 | 64 |
| EBIT margin | 0% | 7% | 9% | 8% | 10% | 14% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% | 14,0% |
| tax rate | 24,0% | 24,0% | 21,4% | 20,6% | 20,6% | 20,6% | 20,6% | 20,6% | 20,6% | 20,6% | 20,6% | 20,6% | 20,6% |
| Capex | -0,9 | -11,1 | -12,6 | -4,1 | -3,1 | -4,0 | -5 | -6 | -5 | -7 | -7 | -9 | -9 |
| Depr&Amort | -5,5 | -4,0 | -3,5 | -5,9 | -6,2 | -5,2 | -5 | -6 | -5 | -7 | -7 | -9 | -9 |
| Net WC to sales | 20% | 23% | 25% | 22% | 20% | 20% | 20% | 20% | 19% | 19% | 19% | 19% | 19% |
| Change in WC | -4,3 | 0,2 | -0,9 | -2,8 | -5,6 | -7,9 | -8,5 | -5,6 | -2,8 | -6,4 | -5,0 | -5,3 | -5,7 |
| FCFF | 0 | 2 | 1 | 12 | 18 | 26 | 31 | 37 | 45 | 46 | 51 | 54 | 58 |
| NPV factor | | 1,105 | 1,000 | 0,905 | 0,819 | 0,741 | 0,671 | 0,607 | 0,549 | 0,497 | 0,450 | 0,407 | 0,368 |
| PV of FCF | 0,0 | 2,4 | 0,9 | 10,7 | 14,7 | 19,6 | 20,6 | 22,7 | 24,5 | 22,7 | 22,9 | 22,1 | 21,4 |
| PV terminal | 257,2 | | | | | | | | | | | | |
| PV forecast | 48 | | | | | | | | | | | | |
| Current net d | 7,6 | | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 299,3 | | | | | | | | | | | | |
| Adjustments | 0 | | | | | | | | | | | | |
| Per share | 24,76 | | | | | | | | | | | | |

Avslutningsvis bör det tilläggas att prognoserna är förenade med osäkerhet, givet att affärerna är förhållandevis stora i relation till Arcomas totala storlek. Kombinationerna av kompletta system och detektorer har stor inverkan på bruttomarginalen, vilket reflekteras i den operativa lönsamheten. Graferna nedan visar historisk värdering (NTM-estimat).

Känslighetstabellerna illustrerar DCF-modellens känslighet för antaganden kring försäljningstillväxt, diskonteringsräntor och tillväxt bortom prognosfönstret.

Känslighetstabell: Tillväxt 2021e-2022e

| Sales growth 2021 | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 16% | 20% | 24% | 28% | 32% |
| | 23,48 | 24,11 | 24,74 | 25,37 | 26,00 |
| Sales growth 2022 | | | | | |
| | 16% | 20% | 24% | 28% | 32% |
| | 22,91 | 23,52 | 24,10 | 24,74 | 25,35 |

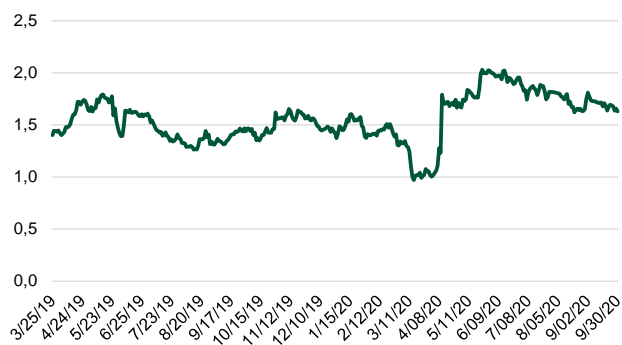
Känslighetstabell: WACC, terminal growth

| | | Terminal growth (%) | | | |
|----------|-------|---------------------|-------|-------|-------|
| | | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% |
| WACC (%) | 8,5% | 34,0 | 36,5 | 39,3 | 42,6 |
| | 9,5% | 28,0 | 29,7 | 31,6 | 33,9 |
| | 10,5% | 23,5 | 24,7 | 26,1 | 27,7 |
| | 11,5% | 20,1 | 21,0 | 22,0 | 23,1 |
| | 12,5% | 17,3 | 18,0 | 18,8 | 19,6 |

Känslighetstabell: WACC, 2030e EBIT

| | | Terminal growth (%) | | | |
|----------------|-------|---------------------|-------|-------|-------|
| | | 1,50% | 2,00% | 2,50% | 3,00% |
| 2030e EBIT (%) | 12,0% | 20,5 | 21,6 | 22,7 | 24,0 |
| | 13,0% | 22,0 | 23,1 | 24,4 | 25,9 |
| | 14,0% | 23,5 | 24,7 | 26,1 | 27,7 |
| | 15,0% | 25,0 | 26,3 | 27,8 | 29,5 |
| | 16,0% | 26,5 | 27,9 | 29,5 | 31,3 |

Historisk EV/Sales (NTM, x)



Historisk EV/EBIT (NTM, x)



Risker

Valutaexponering

Arcomas breda geografiska exponering medför exponering mot växelkurser. Med försäljning i både EUR och USD påverkas intäkterna av respektive valutas rörelse mot den svenska kronan.

Regulatoriska godkännanden

Medicinsk utrustning är beroende av regulatoriska godkännanden. Det är nödvändigt att ha regulatoriska godkännanden av de produkter man säljer, och därmed förekommer en risk i ansökan och upprätthållande av befintliga godkännanden.

Utökad konkurrens

Arcoma verkar på en konkurrensutsatt marknad. Både marknaden för detektorer och övrig röntgenutrustning är enligt våra bedömningar starkt konkurrensutsatt. Till risker hör att stora globala aktörer breddar sitt produktutbud till att omfatta samma utbud som Arcoma. Utökad konkurrens kan medföra lägre intäkter alternativt pressade marginaler.

Finansiering

Arcoma är verksamma inom en kapitalintensiv bransch, som förändras och ställer krav på investeringar. Detta kräver ofta stora initiala utlägg vilket skapar en risk relaterad till finansiering.

Ägare, ledning och styrelse

Styrelse

- Lars Kvarnhem är styrelseordförande. Lars har 20 års branscherfarenhet och har bland annat varit VD för Anmedic och Human Care. Tidigare har Lars haft en operativ roll i styrelsen för medtech-segmentet av Medcap. Lars har dessutom varit i styrelsen för Abilia Sverige Holding AB, Cardiolex Medical AB, Inpac AirContainer och medtech-bolaget Stille AB.
- Mats Thorén sitter i styrelsen och har tidigare erfarenheter från medtech-sektorn genom sin roll som account executive för hälsovårdssektorn på Handelsbanken Capital Markets. Mats har varit analytiker inom biotech- och hälsovårdssektorn på Enskilda Securities, samt partner på Catella Healthcare. Till tidigare styrelseuppdrag hör bland annat C-Rad, Cellartis och MIP Technologies.
- Anders Dahlberg är ansvarig för Business Development på Aleris Group, och har tidigare varit VD för Aleris Omsorg. Anders har 15 års erfarenhet som partner och managementkonsult inom flera olika industrier. Anders har en Master of Science i Industriell Ekonomi vid Chalmers University of Technology.
- Jesper Söderqvist är Arcomas före detta VD och har mer än 14 års erfarenhet från Life Science, bland annat som Vice President Portfolio Management på Elektra och VD för Sectras dotterbolag Sectra Mamea AB. Jesper har en M.Sc. i ingenjörsvetenskap samt en PhD i partikelfysik, båda från KTH Royal Institute of Technology.

Ledning

- Susanne Rydberg är VD. Susanne har lång erfarenhet från ledande positioner och var tidigare VD för Eurofins BioPharma Product Testing Sweden AB. Dessförinnan var Susanne verksamhetschef för Lindes Nordeuropeiska Healthcare division
- Mattias Rundberg är CFO. Mattias har mångårig erfarenhet som finanschef och var senast CFO för Scandinavian Design Online.

Ägardata

Sunstone Capital är största ägare med 26,63 % av kapitalet. Näst största ägare är Bengt Julander med 26 % av rösterna. Bengt Julander är storägare i andra bolag som MedCap, Calliditas Therapeutics, Sedana Medical och Stille. Lars Kvarnhem är tredje största ägare med 10 % av rösterna.

| Största ägare | Röster | Aktier |
|------------------------|---------------|---------------|
| Sunstone Capital | 26% | 26% |
| Bengt Julander | 26% | 26% |
| Lars Kvarnhem | 10% | 10% |
| Mats Thorén | 5% | 5% |
| Avanza Pension | 5% | 5% |
| Hans Mathias Johansson | 3% | 3% |
| Futur Pension | 3% | 3% |
| David Holme | 2% | 2% |
| Nordnet Pension | 2% | 2% |
| Göran Alm | 1% | 1% |

Resultaträkning

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Nettoomsättning | 130 | 123 | 102 | 92 | 119 | 134 | 124 | 154 | 197 |
| Övriga intäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kostnad sålda varor | -75 | -73 | -59 | -55 | -73 | -82 | -77 | -93 | -118 |
| Bruttovinst | 55 | 50 | 44 | 37 | 47 | 52 | 47 | 61 | 79 |
| Personalkostnader | -36 | -34 | -33 | -26 | -25 | -22 | -18 | -23 | -29 |
| Övriga externa kostnader | -13 | -15 | -15 | -15 | -16 | -17 | -15 | -19 | -24 |
| Rörelseresultat (EBITDA) | 7 | 1 | -4 | -4 | 5 | 13 | 14 | 19 | 27 |
| Avskrivningar | -7 | -8 | -9 | -6 | -6 | -4 | -4 | -6 | -6 |
| Resultat (EBIT) | 1 | -6 | -13 | -10 | 0 | 9 | 11 | 13 | 20 |
| Extraordinära Poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Justerat Resultat (EBIT) | 1 | -6 | -13 | -10 | 0 | 9 | 11 | 13 | 20 |
| Finansisella intäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finanssniella kostnader | -4 | -1 | -1 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | -3 | -8 | -13 | -11 | -1 | 9 | 11 | 13 | 20 |
| Skatter | 4 | 1 | 2 | 1 | -1 | -3 | -2 | -3 | -4 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat Rapporterat | 1 | -6 | -12 | -10 | -2 | 6 | 8 | 10 | 16 |
| Nettoresultat (just) | 1 | -6 | -12 | -10 | -2 | 6 | 8 | 10 | 16 |

Kassaflödesanalys

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| Rörelseresultat | 1 | -6 | -12 | -10 | -2 | 6 | 11 | 13 | 20 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 1 | 7 | 5 | 6 | 6 | 5 | 4 | 6 | 6 |
| Förändringar i rörelsekapital | -2 | -3 | 2 | -5 | -4 | 0 | -1 | -3 | -6 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -1 | -2 | -5 | -9 | 0 | 11 | 14 | 16 | 17 |
| Investeringar | -5 | -5 | -1 | 5 | -1 | -11 | -13 | -4 | -3 |
| Avyttringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fritt Kassaflöde | -5 | -7 | -6 | -4 | -1 | 0 | 1 | 12 | 13 |
| Utdelningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nyemission/återköp | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Förvärv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 5 | 14 | 3 | 3 | 4 | -6 | 5 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 0 | 7 | -2 | -1 | 3 | -6 | 6 | 12 | 13 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoskuld (just) | 2 | -4 | -3 | -3 | -6 | -2 | -3 | -15 | -29 |

Balansräkning

| | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | |
| Goodwill | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga immateriella tillgångar | 32 | 30 | 23 | 19 | 15 | 17 | 32 | 31 | 30 |
| Materiella anläggningstillgångar | 2 | 1 | 1 | 1 | 0 | 6 | 1 | 1 | 2 |
| Övriga anläggningstillgångar | 4 | 6 | 8 | 9 | 8 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Summa anläggningstillgångar | 38 | 37 | 31 | 29 | 23 | 29 | 39 | 39 | 38 |
| Varulager | 23 | 21 | 20 | 15 | 20 | 23 | 22 | 25 | 30 |
| Övriga omsättningstillgångar | 18 | 19 | 16 | 20 | 26 | 30 | 26 | 29 | 35 |
| Likvida medel | 0 | 7 | 5 | 4 | 8 | 2 | 8 | 20 | 33 |
| Summa omsättningstillgångar | 41 | 47 | 40 | 40 | 53 | 55 | 57 | 74 | 98 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 79 | 84 | 71 | 68 | 76 | 84 | 96 | 112 | 135 |
| Eget Kapital och skulder | | | | | | | | | |
| Eget Kapital | 42 | 50 | 37 | 41 | 39 | 45 | 54 | 64 | 80 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa Eget Kapital | 42 | 50 | 37 | 41 | 39 | 45 | 54 | 64 | 80 |
| Räntebärande skulder | 2 | 3 | 2 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Icke-räntebärande skulder | 35 | 32 | 32 | 26 | 36 | 39 | 42 | 49 | 56 |
| Summa skulder | 37 | 34 | 34 | 27 | 37 | 39 | 42 | 49 | 56 |
| Summa Eget Kapital och skulder | 79 | 84 | 71 | 68 | 76 | 84 | 96 | 112 | 135 |

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 fransäger 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.

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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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