



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 13 November 2020

Arcoma

Pandemieffekter i tredje kvartalet

Intäktsstapp Covid-relaterat

Intäkterna för kvartalet uppgick till 22,2 mkr (30,4 mkr) vilket var lägre än våra estimat om 27,3 mkr. Ledningen kommunicerar att intäkterna minskar primärt via Covid-19-effekter som förskjuter kundinvesteringar. Omsättningen i Nordamerika och Asien ökar y/y men försäljningen i Europa minskar. En annan faktor är allmänt lägre försäljning i USA. Bolaget kommunicerar en "viss återhämtning" under Q4.

Stärkt bruttomarginal

EBITDA uppgick till 2,1 mkr (3,4 mkr) mot våra estimat om 3 mkr. OPEX-posterna visade inga större avvikelser från våra estimat men bruttomarginalen var starkare än estimat vilket bidrog till förhållandevis stor motståndskraft i EBITDA. EBITDA-marginalen uppgick till 13 % (11,23 %).

Långsiktig potential kvarstår

Vi ser en uppdämd efterfrågan som potentiellt kan realiseras 2021. Vi justerar ned OPEX-basen 2020e på grund av lägre personalkostnader vilket ger EBIT 2020e om 11,3 mkr (10,9 mkr). Intäkter 2020e är 119 mkr (tidigare 124), delar av intäktsstappet förskjuts till 2021e som blir 158 mkr (154 mkr). Vi bibehåller motiverat värde om 24-26 kr.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	24.00 - 26.00	
EPS, just 20e	0.73	0.67	8.3%	Sales,m	134	119	158	197	Current price	17.00
EPS, just 21e	0.85	0.79	7.4%	Sales Growth	11.9%	(11.3)%	33.4%	24.9%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	1.29	1.26	2.3%	EBITDA, m	13.1	14.5	19.3	27		
				EBIT, m	9.1	11.4	13.8	20.9		
				EPS, adj	0.52	0.73	0.85	1.29		
				EPS Growth	(507.0)%	40.0%	16.5%	52.1%		
				Equity/Share	3.5	4.2	5.1	6.4		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	6.8%	9.6%	8.7%	10.6%		
				EV/Sales	1.69x	1.90x	1.43x	1.14x		
				EV/EBITDA	17.2x	15.6x	11.7x	8.5x		
				EV/EBIT	24.8x	19.8x	16.3x	10.8x		
				P/E, adj	32.7x	23.4x	20.0x	13.2x		
				P/Equity	4.8x	4.0x	3.3x	2.7x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(0.0)%	1.3%	4.4%	6.4%		
				Net Debt/EBITDA	0.4g	(0.3)g	(0.8)g	(1.1)g		

Kommande händelser	
Q4'20	18 februar 2021

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	12.8m
Market cap	218
Nettoskuld	8
EV	226
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	



Sammanfattning

Pandemieffekter i tredje kvartalet

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, skelettröntgen 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.

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 ojämnta 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 sektorkolleger. 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%



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 13 November 2020

Sammanfattning

Pandemieffekter i tredje kvartalet

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 prognoshorizonten om 2 %. Vår DCF motiverar ett värde i spannet 24–26 kr. Riktkursen motsvarar en uppsida om ca 40 % mot senast betalda kurs.

	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												

Motiverat värde

24–26 kr

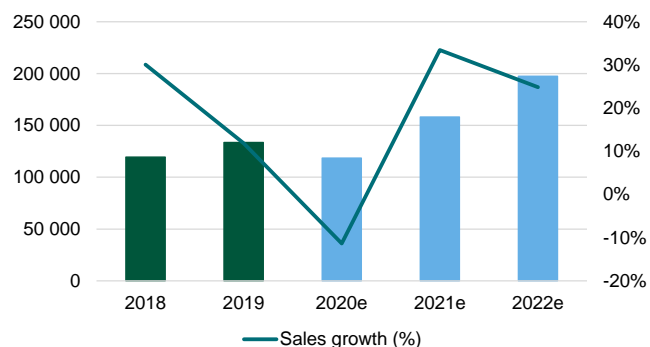
Kvartalet i detalj

Bruttomarginalen för perioden uppgick till 46 %, vilket är en förstärkning q/q (bruttomarginalen var 34 % Q2'20) samt y/y (bruttomarginalen var 42 % Q3'19). Förklaringen till den förstärkta bruttomarginalen var produktmixen, en ökad andel försäljning i eftermarknaden, men också en god kostnadskontroll i produktionen. Försäljning som inkluderar detektorer sänker normalt försäljningen vilket medför att en produktmix koncentrerad åt eftermarknadsförsäljning stärker bruttomarginalen.

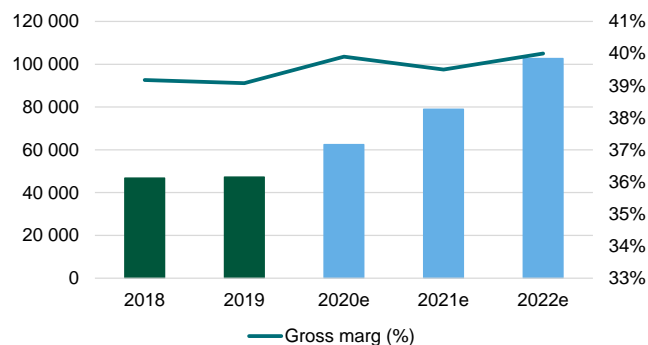
Investeringsstakten under tredje kvartalet avtog något mot föregående kvartal. Under Q3 investerade bolaget 1,9 mkr vilket kan jämföras med investeringar om 3 mkr Q2'20 och 11 mkr 2019. Vi bedömer att investeringarna kan avta något framöver, då vi räknar med att merparten av investeringarna relaterade till utvecklingen av plattformen Precision i5 är utförda, och att investeringar framöver relaterar till att vidareutveckla befintliga plattformar. Rörelsekostnader minskade 26 % y/y och kan härledas till bolagets kostnadskontroll och det aktiva arbetet med att effektivisera produktionen.

Arcoma upplevde Covid-19-relaterade effekter under kvartalet, som primärt påverkat intäkterna. Bolaget kommunicerar att den primära effekten är att anbud och inköp skjuts på framtiden. Vi bedömer att den långsiktiga tillväxtprofilen inte förändras av Covid-19-effekterna, och bedömer att kundernas behov och efterfrågan är oförändrad. Därmed ser vi en uppdämd efterfrågan som kan komma att omsättas till ökad försäljning för Arcoma under 2021.

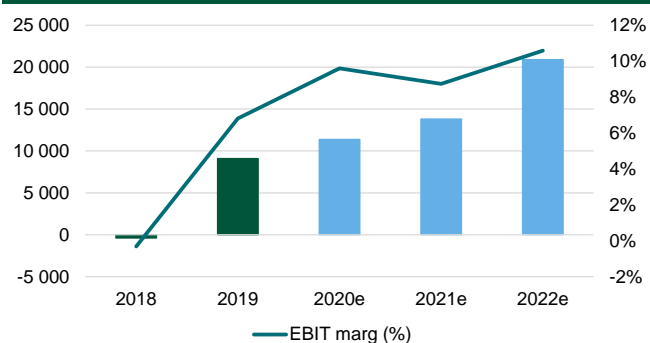
Intäkter 2018 - 2022e



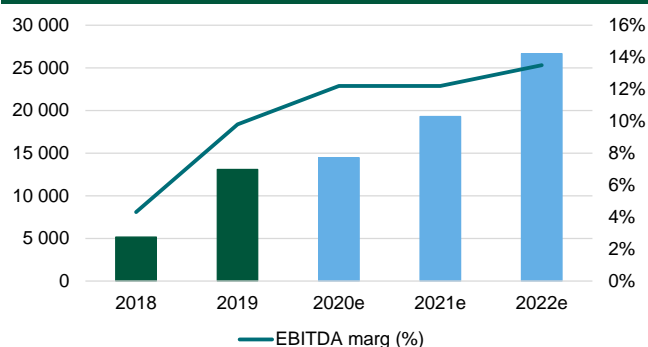
Bruttoresultat 2018 - 2022e



EBIT 2018 - 2022e



EBITDA 2018 - 2022e



Aktieägardata

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	119	158	197
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-75	-73	-59	-55	-73	-82	-71	-96	-118
Bruttovinst	55	50	44	37	47	52	47	62	79
Personalkostnader	-36	-34	-33	-26	-25	-22	-18	-23	-29
Övriga externa kostnader	-13	-15	-15	-15	-16	-17	-15	-20	-24
Rörelseresultat (EBITDA)	7	1	-4	-4	5	13	14	19	27
Avskrivningar	-7	-8	-9	-6	-6	-4	-3	-5	-6
Resultat (EBIT)	1	-6	-13	-10	0	9	11	14	21
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	1	-6	-13	-10	0	9	11	14	21
Finansisella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-4	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0
Resultat före skatt	-3	-8	-13	-11	-1	9	12	14	21
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	9	11	16
Nettoresultat (just)	1	-6	-12	-10	-2	6	9	11	16

Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Rörelseresultat	1	-6	-12	-10	-2	6	11	14	21
Icke kassaflödespåverkande poster	1	7	5	6	6	5	4	5	6
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	2	-5	-4	0	0	-5	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-2	-5	-9	0	11	15	14	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	3	10	14
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	8	10	14
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	2	-4	-3	-3	-6	-2	-5	-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	32	31
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	40	39
Varulager	23	21	20	15	20	23	21	25	30
Övriga omsättningstillgångar	18	19	16	20	26	30	25	30	35
Likvida medel	0	7	5	4	8	2	10	19	34
Summa omsättningstillgångar	41	47	40	40	53	55	56	75	98
SUMMA TILLGÅNGAR	79	84	71	68	76	84	95	115	137
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	42	50	37	41	39	45	54	65	81
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	42	50	37	41	39	45	54	65	81
Räntebärande skulder	2	3	2	1	2	0	0	0	0
Icke-räntebärande skulder	35	32	32	26	36	39	40	50	56
Summa skulder	37	34	34	27	37	39	40	50	56
Summa Eget Kapital och skulder	79	84	71	68	76	84	95	115	137

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