



Sammanfattning

Avbrutet förvärv påverkar resultatet

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 23–25 kr.

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 %.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 19 February 2021

Sammanfattning

Avbrutet förvärv påverkar resultatet

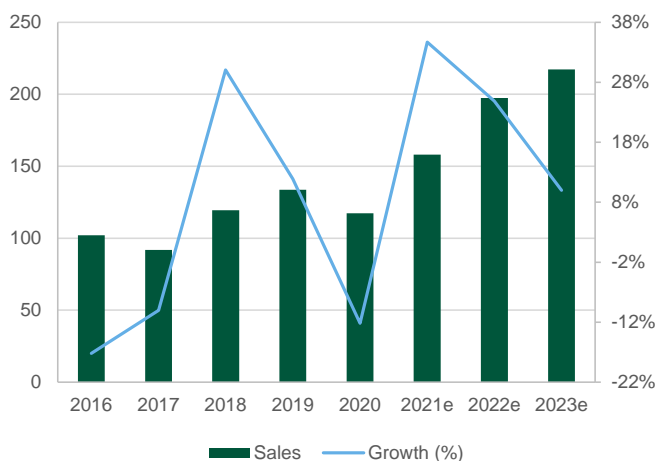
Bolag	WC/Sales 2019
Varex Imaging	35%
Hologic	22%
Shimadzu Corp	46%

Vi har tillämpat en diskonteringsränta (WACC) om 11 %. Räntan baseras på en riskfri ränta om 2 %, en nettoskuld om ca 9 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 23–25 kr.

Motiverat värde

24–26 kr

Intäkter och tillväxt



Intäkter och tillväxt

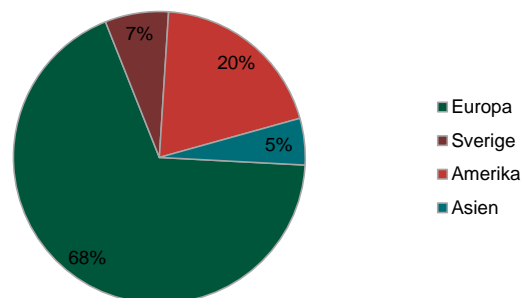


Aktieägardata

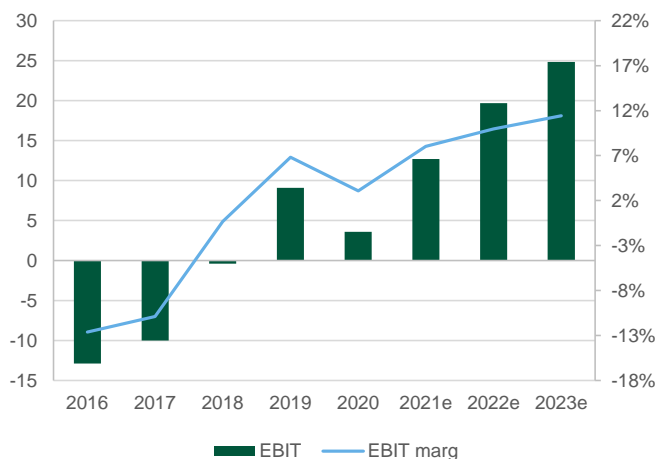
Största aktieägare	Röster	Aktier
Sunstone Capital	26,3%	26,3%
Bengt Julander	25,7%	25,7%
Lars Kvarnhem	10,1%	10,1%
Mats Thorén	5,3%	5,3%
Övriga	33%	33%

Ordförande	Lars Kvarnhem
Verkställande direktör	Sanna Rydberg
Finansdirektör	Mattias Rundgren
Investerarkontakt	Sanna Rydberg
Hemsida	https://www.arcoma.se/

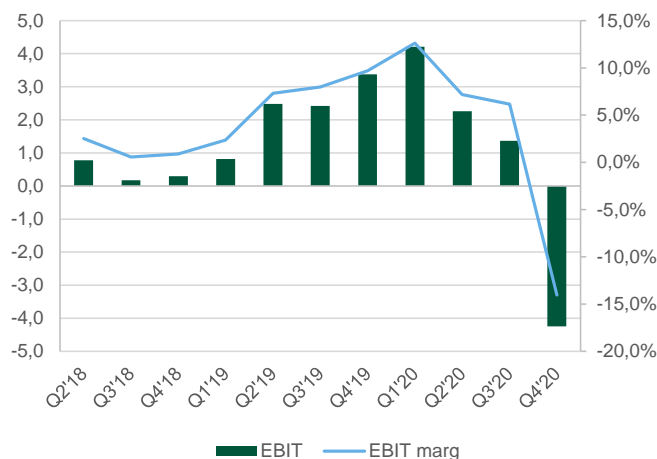
Intäktsfördelning



EBIT och marginal



EBIT och marginal



Kvartalet i detalj

Under kvartalet arbetade Arcoma med att genomföra ett förvärv. Förvärvet avsåg bidra till att stärka försäljningskanalerna och utvecklingskapaciteten med ett förvärv som skulle ge kompletterande verksamheter eller

produkter. Förvärvet fullbordades inte och kvartalet belastas med flera engångsposter som sammanlagt uppgår till 3,5 mkr. Utöver detta omklassificerades projektrelaterade intäkter vilket bidrog till att sänka bruttomarginalen till 36 %. Utan justeringar skulle bruttomarginalen uppgått till 39 %.

Framöver bedömer vi att bolaget kommunicerar viss optimism kring inledningen på det nya året. Bolaget nämner "ökad efterfrågan på viktiga marknader" vilket indikerar en god inledning av 2021. Vi bibehåller vår bedömning från tidigare att pandemins effekter på sjukvården skapat en uppdämd efterfrågan på investeringar relaterade till digital röntgen, och vi ser möjligheter för effekter av det redan under 2021.

Investeringstakten under tredje kvartalet fortsatte att avta mot föregående kvartal. Under Q4 investerade bolaget 1,8 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.

Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	130	123	102	92	119	134	117	158	197	217
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-75	-73	-59	-55	-73	-82	-72	-96	-118	-130
Bruttovinst	55	50	44	37	47	52	533	62	79	87
Personalkostnader	-36	-34	-33	-26	-25	-22	-19	-24	-29	-31
Övriga externa kostnader	-13	-15	-15	-15	-16	-17	-19	-20	-24	-24
Rörelseresultat (EBITDA)	7	1	-4	-4	5	13	7	18	25	31
Avskrivningar	-7	-8	-9	-6	-6	-4	-3	-5	-6	-6
Resultat (EBIT)	1	-6	-13	-10	0	9	4	13	20	25
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	1	-6	-13	-10	0	9	4	13	20	25
Finansisella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansniella kostnader	-4	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-3	-8	-13	-11	-1	9	2	12	19	25
Skatter	4	1	2	1	-1	-3	0	-3	-4	-5
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	1	-6	-12	-10	-2	6	1	10	15	19
Nettoresultat (just)	1	-6	-12	-10	-2	6	1	10	15	19

Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	1	-6	-12	-10	-2	6	4	13	20	25
Icke kassaflödespåverkande poster	1	7	5	6	6	5	3	5	6	6
Förändringar i rörelsekapital	-2	-3	2	-5	-4	0	0	-6	-5	-6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-2	-5	-9	0	11	7	12	16	19
Investeringar	-5	-5	-1	5	-1	-11	-12	-4	-3	-3
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	-5	-7	-6	-4	-1	0	-5	8	13	16
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	5	14	3	3	4	-6	11	0	0	0
Kassaflöde	0	7	-2	-1	3	-6	6	8	13	16
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	2	-4	-3	-3	-6	-2	9	-13	-27	-45

Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	32	30	23	19	15	17	29	29	28	26
Materiella anläggningstillgångar	2	1	1	1	0	6	1	2	2	2
Övriga anläggningstillgångar	4	6	8	9	8	6	6	6	6	6
Summa anläggningstillgångar	38	37	31	29	23	29	37	37	36	34
Varulager	23	21	20	15	20	23	24	25	30	33
Övriga omsättningstillgångar	18	19	16	20	26	30	26	30	35	39
Likvida medel	0	7	5	4	8	2	9	16	29	45
Summa omsättningstillgångar	41	47	40	40	53	55	58	72	94	117
SUMMA TILLGÅNGAR	79	84	71	68	76	84	95	110	130	151
Eget Kapital och skulder										
Eget Kapital	42	50	37	41	39	45	50	59	75	94
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	42	50	37	41	39	45	50	59	75	94
Räntebärande skulder	2	3	2	1	2	0	0	0	0	0
Icke-räntebärande skulder	35	32	32	26	36	39	45	49	56	57
Summa skulder	37	34	34	27	37	39	45	49	56	57
Summa Eget Kapital och skulder	79	84	71	68	76	84	95	109	130	151

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