



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 30 June 2020

ScandiDos

COVID-19 drar ner försäljningen

Negativ tillväxt i Q4 2019/20

Omsättningen sjönk med 12% y/y, och uppgick till 14,2 mkr (16,1 mkr), vilket var under vår förväntan om 20 mkr. Avvikelsen var primärt drivet av COVID-19 som stängt ner många marknader. Däremot märkte bolaget av en vändning på den asiatiska marknaden. Bruttomarginalen sjönk till 64% (74%) drivet av en lagernedskrivning (71% justerat). EBIT uppgick till -3,8 mkr (-0,4 mkr) vilket var ca 4 mkr under vår förväntan.

Geografiska expansionen fortsätter

Under perioden lyckades bolaget sälja Delta⁴ Phantom+ system till fyra sjukhus i Algeriet samt tre system till Thailand. Efter periodens utgång kom även orders från Nya Zeeland. Det vi gillar är att bolaget klarar att sälja sina produkter på distans samt att det synliggör det värde produkterna ger användarna. Vi förväntar oss att den digitala försäljningskanalen kommer fortsätta öka under H2'20.

Tvingas sänka EPS-estimatet framöver

P.g.a kvartalets utfall sänker vi vårt EPS-estimat för 20/21 drivet av att COVID-19 har påverkat försäljningen mer än vad vi tidigare räknat med. Dock ser vi ljuspunkter i form av en bättre efterfrågebild i Asien, större försäljning digitalt samt att personalkostnaderna kommer minska ett par mkr under H2'20 drivet av permitteringar. Sammanfattningsvis ser vi en hög potential i aktien till en medelhög risknivå.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19/20	20/21e	21/22e	22/23e	Motiverat värde	6.00 - 4.00	
EPS, just 20/21e	-0.09	0.26	-133.3%	Sales,m	57	67	80	95	Current price	2.45
EPS, just 21/22e	0.2	0.52	-60.7%	Sales Growth	17.3%	17.1%	20.0%	18.0%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22/23e	0.34	0	Infinity %	EBITDA, m	(12.1)	0.7	13.0	19.2	Kurspotential	High
				EBIT, m	(12.9)	(3.8)	8.4	14.0		
				EPS, adj	(0.48)	(0.09)	0.20	0.34		
				EPS Growth	(26.1)%	(81.8)%	(336.2)%	66.4%		
				Equity/Share	1.1x	1.0x	1.2x	1.6x		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(22.5)%	(5.6)%	10.4%	14.7%		
				ROE	(28.4)%	(8.4)%	16.6%	21.6%		
				ROCE	(27.9)%	(8.8)%	16.4%	21.4%		
				EV/Sales	1.89x	1.62x	1.35x	1.14x		
				EV/EBITDA	(9.0)x	152.8x	8.3x	5.6x		
				EV/EBIT	(8.4)x	(28.9)x	12.9x	7.8x		
				P/E, adj	(5.1)x	(28.3)x	12.0x	7.2x		
				P/Equity	3.2x	3.4x	3.0x	2.6x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(16.7)%	1.1%	9.1%	13.2%		
				Net Debt/EBITDA	0.6g	(11.4)g	(1.0)g	(1.2)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q1 2020/21	25 september		
Årstämma	6 oktober		
-	-		

Bolagsfakta		Analytiker	
Antal aktier	41.5m	johan.lochen@penser.se Analysavdelningen	
Market cap, mkr	102		
Nettoskuld, mkr	(7)		
EV, mkr	95		
Free Float	90.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	90.0(k)		
Reuters/Bloomberg	SDOSb.ST/SDOS SS		



Sammanfattning

COVID-19 drar ner försäljningen

Investment Case

ScandiDos erbjuder kvalitetssäkring av avancerad strålterapi av cancer. De två marknadsledande aktörerna Varian och Elekta uppskattar att marknaden för strålterapi kommer att växa med 70% de kommande två decennierna. ScandiDos nya produkt Delta⁴ Discover installeras på linjäracceleratoren till skillnad från Delta⁴ Phantom+, vilket innebär att den potentiella marknaden nu blir dubbelt så stor sett till antal system.

Bolags profil

Cancer är den näst största dödsorsaken i världen efter hjärt- och kärlsjukdomar. Under 2012 diagnostiserades över 14 miljoner nya cancerfall globalt och 8,2 miljoner människor dog i cancer. Idag lever 32,6 miljoner med cancer (upp till 5 år efter diagnos). De högsta cancerfrekvenserna har noterats i Nordamerika, Europa, Australien och Nya Zeeland. En undersökning från American Cancer Society, publicerad 2016, visade att varannan man och var tredje kvinna i USA kommer att få diagnosen cancer någon gång under sin livstid.

Antalet nya fall förväntas öka med 70% under de kommande två decennierna, vilket visar på ett stort behov av avancerad cancervård. En bidragande faktor till att antalet cancerfall ökar är den ökade livslängden samt att diagnostiken har förbättrats, vilket leder till att fler cancerfall upptäcks, allt oftare i ett tidigt skede, vilket förbättrar möjligheterna till överlevnad. De viktigaste metoderna idag för cancerbehandling är kirurgi, strålbehandling och cellgiftsbehandling. En cancerpatient behandlas ofta med en kombination av dessa metoder. Enligt International Atomic Energy Agency (IAEA) finns i dagsläget ca 8 000 strålterapikliniker och ca 11 000 linjäracceleratorer i världen. Detta leder till att marknaden som ScandiDos verkar på står inför en tillväxtresa de kommande åren.

Motiverat värde

För att värdera ScandiDos använder vi oss av en "Sum of the Parts"-värdering (SOTP). Vi räknar med att bolagets Delta⁴ Phantom-system ökar sin försäljning med en CAGR (årlig snitttillväxt) om ca 10%, från ca 110 st 2017/18 till 220st under 2024/25e, drivet av Delta⁴ Phantom+ MR och lanseringen av planeringssystemet Delta⁴ TPV under början av '20/21 (som använder Monte Carlo-algoritmer). Med ett avkastningskrav på 12% ger detta ett motiverat värde på 606 mkr.

Försäljningen av Delta⁴ Discover har inte tilltagit i den volym vi tidigare räknat med, men vi räknar fortsatt med att det nya EU-direktiv för kvalitetssäkring vid strålbehandling som planeras instiftas under början av 2021 kommer öka efterfrågan på den kvalitét och noggrannhet Delta⁴ Discover levererar. Dock drivet av COVID-19 tvingas vi dra ned våra försäljningsestimat vilket leder till ett lägre motiverat värde sjunker till 306mkr från tidigare 350mkr. Till detta adderar vi även att bolagets kostnadsbas kommer öka till 95 mkr till 2024/25e från dagens 73 mkr. Sammantaget ger det ett motiverat värde för ScandiDos på 217mkr eller 5,2 kr per aktie. Vi ser med andra ord en fortsatt hög kurspotential i aktien men till en medelhög risk.

ScandoDos - Sum of the Parts

Sum of the Parts	mkr	kr per aktie
Delta4 Phantom+	606	14,6
Delta4 Discover	306	7,4
Kostnader	-702	-16,9
Nettokassa	7	0,2
Total SOTP	217	5,2
Antal aktier	41,5	
Värde per aktie	5,2	

Bolagsfakta

Största aktirägare	Röster	Aktier
Avanza Pension	10,20%	10,20%
Christer Fåhraeus	8,88%	8,88%
MW Asset Management AB	7,24%	7,24%
Nordnet Pension	5,72%	5,72%
Övriga	67,57%	67,57%
Ordförande		Olof Sandén
Verkställande direktör		Görgen Nilsson
Finansdirektör		Catarina Arkebäck
Investerarkontakt		-
Hemsida		www.scandidos.com/

Resultaträkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoomsättning	47,4	50,6	48,8	57,3	67,1	80,5	94,9
Övriga intäkter	4	4	3	4	4	5	5
Extraordinära intäkter							
Kostnad sålda varor	-12	-14	-12	-15	-17	-19	-22
Bruttovinst	39,9	41,2	40,2	46,1	53,5	67,0	78,1
Försäljningskostnader	-18,7	-20,0	-22,8	-21,6	-22,8	-21,7	-25,6
Administrationskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,8	-0,9
Forskning- och utveckling	-28,2	-27,6	-29,2	-32,2	-29,1	-31,4	-32,3
Övriga kostnader	-0,6	-0,8	-4,5	-4,5	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	-7,6	-7,2	-16,3	-12,1	0,7	13,0	19,2
Avskrivningar	-4,6	-4,5	-1,3	-0,8	-4,5	-4,7	-5,3
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-12,1	-11,7	-17,5	-12,9	-3,8	8,4	14,0
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-12,1	-11,7	-17,5	-12,9	-3,8	8,4	14,0
Finanssella intäkter	0,0	0,6	0,7	0,2	0,2	0,1	0,1
Finanssella kostnader	-0,5	-0,2	-0,6	-0,4	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-12,6	-11,3	-17,5	-13,1	-3,6	8,5	14,1
Skatter	-0,1	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	-12,7	-11,6	-17,8	-13,1	-3,6	8,5	14,1
Nettoresultat (just)	-12,7	-11,6	-17,8	-13,1	-3,6	8,5	14,1

Kassaflödesanalys

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
Nettoreultat Rapporterat	-8,6	-7,0	-13,5	-8,7	0,9	13,0	19,2
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Förändringar i rörelsekapital	-4,5	-2,2	0,0	3,0	4,5	1,8	0,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13,2	-9,2	-13,5	-5,7	5,4	14,8	19,2
Investeringar	-2,5	-3,7	-8,8	-4,1	-4,3	-5,0	-5,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-15,7	-12,9	-22,3	-9,8	1,1	9,8	14,2
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	18,2	14,2	15,2	14,7	0,0	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	2,5	1,3	-7,1	4,9	1,1	9,8	14,2
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld (just)	-6,2	-8,0	-0,7	-6,9	-8,1	-13,3	-22,4

Balansräkning

	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E	2021/22E	2022/23E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	29,6	28,7	32,8	32,5	32,3	37,3	42,3
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	29,8	29,0	33,4	33,0	32,8	37,8	42,8
Varulager	22,2	24,3	29,8	27,9	15,9	18,1	21,4
Kundfordringar	2,5	2,7	3,3	3,1	1,8	2,0	2,4
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	8,3	9,1	2,0	6,9	8,1	13,3	22,4
Summa omsättningstillgångar	32,9	36,1	35,1	38,0	25,8	33,4	46,1
SUMMA TILLGÅNGAR	62,7	65,1	68,5	71,0	58,6	71,3	89,0
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	44,0	46,6	28,6	46,3	42,7	51,1	65,2
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	44,0	46,6	28,6	46,3	42,7	51,1	65,2
Långfristiga finansiella skulder	2,1	1,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	2,1	1,1	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	17,4	18,5	39,3	24,7	15,9	20,1	23,7
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	17,4	18,5	39,3	24,7	15,9	20,1	23,7
Summa Eget Kapital och skulder	63,5	66,1	69,2	71,0	58,6	71,3	89,0

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.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda 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