ERIK PENSER BANK

Penser Access
Hälsovård | Sverige
2 juli 2019

Analysavdelningen | +46 8 463 80 00
rikard.engberg@penser.se

This report was completed and disseminated 02 July 2019: 8:30 CET

Surgical Science

Nytäckning ☐
Rapport ☐
Viktig händelse ☑

SensGraphic a match made in Heaven

Risk och avkastningspotential

Kurspotential	**Hög**
Risknivå	**Medel**
Kurs	238,00
Högsta/Lägsta (12M)	238,00/58,30
Antal aktier (m)	6,7
Börsvärde (SEKm)	1 377
Nettoskuld (SEKm)	-40
Enterprise Value (SEKm)	1 337
Reuters/Bloomberg	SUS.ST/SUS SS
Listning	First North

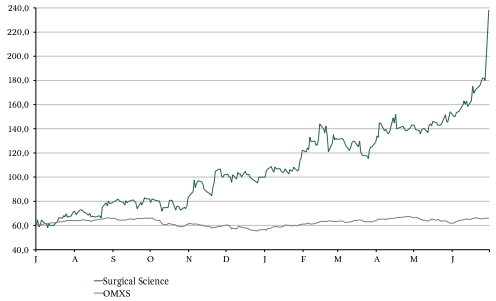
Siffrorna ovan är baserade på sittantal aktier för innevarande år

Estimat och värdering (SEK)

	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljning	66	122	191	232
EBITDA	6	31	77	105
EBIT	-4	25	69	97
Vinst f. skatt	-4	25	69	97
EPS, just	-0,9	2,9	8,0	11,3
EK/A	16,3	59,8	67,8	79,1
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0
EPS Tillv.	NM	NM	177,3	41,4
EBIT Marg.	NM	20,5	36,1	41,9
ROE	NM	4,8	11,8	14,3
ROCE	NM	6,9	18,3	25,9
Nettoskuld/EK	-	-	-	-
EV/fsg.	6,82	12,79	7,97	6,21
EV/EDITDA (just.)	185,0	50,2	19,8	13,7
EV/EBIT (just.)	-275,0	62,3	22,1	14,8
P/E	-256,3	71,4	29,9	21,1
P/EK	11,62	3,70	3,26	2,80
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Förvärvar ett ledande bolag inom mjukvara för robotkirurgi

Surgical Science har tecknat ett villkorat avtal om att förvärva bolaget SenseGraphic för 300 mkr på kassa och skuldfribasis. Bolaget hade en proforma försäljning om 50 mkr för kalenderåret 2018 och en EBIT om 40 mkr för samma år. Intäkterna består till merparten av licensintäkter från sålda Intuitive Surgical Da Vinci system då man har varit med och utvecklat en modul till bolagets utbildningsplattform. Köpeskillingen utgörs till 40% av aktier och till 60% av likvida medel. För att finansiera transaktionen genomför SuS en riktad nyemission till institutionella investerare.

Ett mycket intressant förvärv…

SenseGraphic utvecklar medicinsk simuleringsmjukvara och har b.la. utvecklat delar av Intuitvie Surgicals träningsprogram SimNow by Da Vinci, SensGraphic utvecklar här modulen Basic Skills. Intuitive Surgical är med sina ~5 000 installerade system den globala ledaren inom robotkirurgi. Sensgraphic erhåller en licensintäkt för varje sålt Da Vinci system med ett SimNow paket. Intuitive Surgical fasar för tillfället ut ett annat träningsprogram vilket gör att SensGraphic även får exponering mot försäljning på den redan installerade basen av Intuitive Surgical system. Utöver avtalet med Intuitive Surgical har bolaget utvecklat simuleringsmjukvara inom ögonkirurgi, ultraljud och dental simulering. Genom förvärvet ökar SuS antalet anställda med 19 personer varav merparten är utvecklare med spetskompetens inom utveckling av haptisk mjukvara. Vi tror att denna kompetens kommer att bidra till fortsatt tillväxt inom industriella samarbeten då Sensgraphic jobbar nära flera stora medicintekniska bolag, men även av kärnaffären Educational Products. Vi ser potential för goda synergier då SuS är ledande inom simulering av specifika ingrepp medan SenseGraphic jobbar med generell ”traning”.

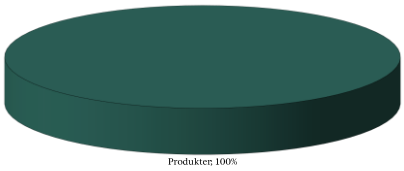
…leder till betydande estimathöjningar

Genom förvärvet når bolaget i princip sitt mål om en försäljning om 50 mkr ifrån industriella samarbeten år 2021 redan nästa år. Marginalen i det konsoliderade bolaget ökar kraftigt vilket leder till betydande estimatförändringar. Vi väljer att konsolidera intäkterna från SensGraphic och prognostiserar en tillväxt i linje med marknaden för robotkirurgi d.v.s. en CAGR om 15-20%. Vi bibehåller också de marginaler som SensGraphic har haft historiskt. Då vi ändrar våra estimat väljer vi också att justera vårt motiverade värde till 260-280 kr baserat på de nya estimaten. SUS handlas då till EV/EBITDA ~22x. Vi ser sen fortsatt hög potential i aktien, nu till en medelhög risk.

Datum	Händelse	Plats
23/08/2019	Q2-rapport	

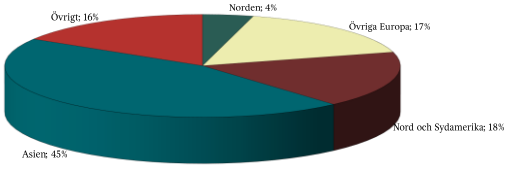
Se sista sidan för disclaimer.

Surgical Science – Försäljning per segment



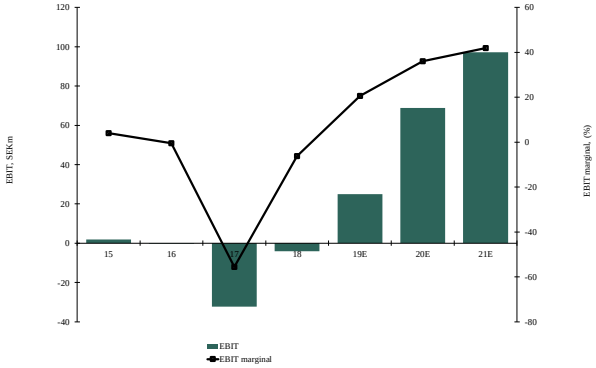
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Försäljning per marknad



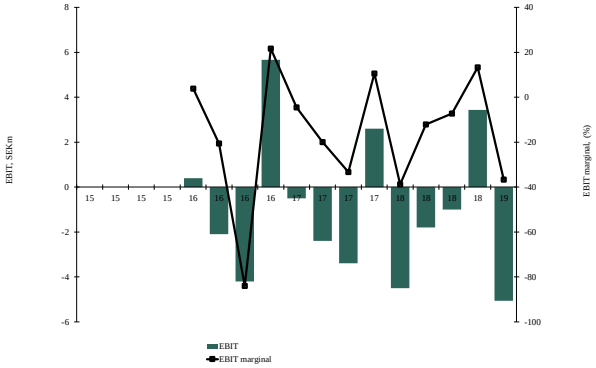
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Resultatutveckling, helår



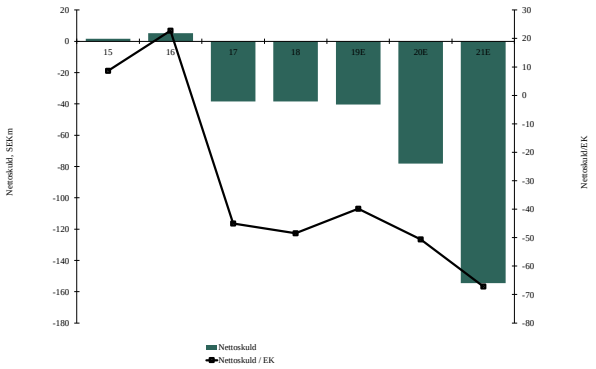
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)		1 377
Antal utestående aktier (m)		6,7
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)		3
Fritt handlade aktier		38,9%
Största aktieägare	**Röster**	**Aktier**
Jan Bengtsson	34,6%	34,6%
Roland Bengtsson	26,5%	26,5%
Landsnora Software	14,3%	14,3%
Swedbank Robur Fonder	8,7%	8,7%
Övriga	15,9%	15,9%
Ordförande		Roland Bengtsson
Verkställande direktör		Gisli Hennermark
Finansdirektör		Anna Ahlberg
Investerarkontakt		Anna Ahlberg
Telefon / Internet		+46 31 741 6560 / www.surgicalscience.com
Nästa rapport		23 August 2019

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Investment case

Surgical Science designar och utvecklar hård- och mjukvara för kirurgisimulatorer, som de säljer till ledande sjukhus och universitet världen över, till exempel Mount Sinai Hospital i New York och Harvard Medical School. Genom att ha funnits på marknaden länge (sedan början av 2000-talet) har man byggt upp en världsledande IP- och produktportfölj. Bolaget befinner sig nu i framkant av flera starka makrotrender, såsom övergången ifrån öppen bukkirurgi till laparoskopi, ökade krav på validering inom sjukvården samt framväxten av robotkirurgi.

Verkar på en marknad som gynnas av starka makrotrender

Under senare tid har utbildningen av kirurger genomgått en förändring, i syfte att öka patientsäkerheten och minska de monetära och emotionella kostnader som kan uppstå vid misstag. Ett exempel på vad som kan ses som en brist i den traditionella kirurgutbildningen är att den tredje vanligaste dödsorsaken i USA är misstag i vården. För att göra vården säkrare har nu simulatorer börjat komplettera den traditionella utbildningen där man ofta övar på djurkadaver eller modeller. Med simulatorer så får man en objektivitet/mätbarhet så man kan säkerställa att tekniska färdigheter existerar på tillräcklig nivå. Dessutom blir utbildningen mer tidseffektiv. Vid övningsoperationer på levande grisar krävs det en lärare per elev, men med simulatorer kan lärartätheten sänkas utan att kvaliteten blir lidande.

Paradigmskifte inom kirurgin leder till ett ökat behov av simulatorer

Titthålskirurgi i buken har länge dominerats av öppen bukkirurgi. WHO bedömer antalet större kirurgiska ingrepp till 232 miljoner per år. Av dessa utförs endast 10 miljoner genom titthålskirurgi. Tillväxten väntas konservativt vara runt 8% per år i antal operationer. Titthålskirurgi eller laproskopi innebär att man gör ett mindre hål i buken och sedan använder sig av en kamera för att genomföra operationen.

Titthålskirurgi innebär mindre infektionsrisk för patienter och minskar belastningen på sjukhus eftersom patienter inte behöver ligga kvar lika länge på sjukhuset. En studie från John Hopkins-universitetet visade att om man ökade antalet minimalinvasiva ingrepp med 50% så skulle man kunna reducera antalet sjukhusdagar med 140 000 bara i USA. En studie gjord av NHS i Storbritannien visar att risken för bråck efter operation halveras och andelen återbesök minskar från 52% till 0,2%.

Övergången till titthålskirurgi innebär dock ett nytt tillvägagångssätt att genomföra operationer och därför krävs det utbildning och träning. I dagsläget har de flesta kirurger genomgått sin utbildning i traditionell kirurgi och behövs ”läras om”. Det är denna trend som Surgical Science kan utnyttja på många av sina nyckelmarknader.

Trenden med titthålskirurgi har kommit väldigt starkt i Kina där en stor befolkning ökar trycket på sjukhus att vara mer effektiva och sjukhustid ska minimeras för att öka kapaciteten. Här har titthålskirurgi vuxit kraftigt på grund av centrala politiska beslut och det finns inte lika stort institutionellt motstånd mot förändringar inom medicinutbildning som i västvärlden.

Regulatoriska trender

Surgical Science är aktiva inom en av de mest reglerade industrierna i världen, sjukvård. Detta är en industri som är trögrörlig, men ibland uppkommer regleringar som spelar Surgical Science i händerna. Det tydligaste exemplet på detta är att det i Danmark har blivit lag på att kirurger inom gynekologi ska genomgå en obligatorisk certifiering i kirurgsimulator innan de får operera på patienter. Här har SuS blivit partner till danska sjukhus och ansvarar för certifieringen. Vi tror att detta är en regulatorisk trend som kommer att sprida sig till fler länder och då ligger Surgical Science i framkant för att möta behovet som kommer uppstå. SuS har under H2'18 och 2019 jobbat för att ingå i de certifieringsprogram som franska kirurger har för att upprätthålla förmåga över tid. Frankrike har lagstiftat att kirurger genom simulering eller dylikt måste öva ett visst antal timmar per år. Genom en lokal säljresurs kan SuS slå sig in på denna marknad.

Detta är dock en långsiktig trend då sjukvård är omgiven av stora mängder administration och vi tror bolagets ansträngningar kommer bära frukt på lång sikt. Det är dock viktigt att påpeka att SuS inte behöver ett regulatoriskt godkännande på en marknad för att sälja en produkt, detta göra att man snabbt kan slå sig in på nya marknader till skillnad från bolag som kräver kliniska studier och ett regulatoriskt godkännande för att få säljas.

Ett affärsområde med stor potential

Ett affärsområde där vi tror att Surgical Science kommer att kunna växa snabbt och med höga marginaler är det affärsområdet industriella samarbeten. Här genererar Surgical Science intäkter genom licenser från tillverkare av olika former av medicintekniska system. Licenserna kommer i två delar, först ett konsultarvode för att anpassa SuS mjukvara för nya produkter sedan en licens för varje såld produkt med simuleringsmjukvara.

För närvarande har man specialiserat sig på system till robotassisterad kirurgi då antalet aktörer på denna marknad väntas växa på grund av att den ledande aktören Intuitive Surgical har flera nyckelpatent som löpt ut under 2017 och 2018. Dessutom har teknikutveckling gjort att robotassisterad kirurgi får fler tillämpningsområden vilket resulterar i en större marknad. Som vi tidigare nämnde görs det 232 miljoner större kirurgiska ingrepp per år, av dessa görs ca 875 000 med hjälp av robotkirurgi. Marknaden för robotkirurgi väntas växa med mellan 15-20% årligen.

Dessa intäkter började rinna in redan under Q4 2017, då främst i form av konsultarvoden för att anpassa simuleringsmjukvara till Meere companys och CMR Surgicals produkter. Denna anpassning är nu klar för båda bolagen. Meere Company lanserade sin kirurgsimulator Revo-Sim sent i Q1 och vi tror att intäkterna från licenser och sålda enheter kommer börja bidra till försäljningen under H2'19 och framåt.

Efter andra kvartalets utgång har ett nytt samarbete med Meere Company inletts. Detta projekt innefattar en ny simuleringsmodul till Revo-I som innefattar kolektomi (kirurgiskt borttagande av tjocktarm). Detta kommer bli den första simuleringsprodukten i sitt slag och finansernas av ett EU-anslag om EUR 500 000 som kommer att betalas ut under 24 månader. Vi

ser detta som ett styrketecken av två anledningar. Den första är att man knyter sig närmare Meere Company, den andra är att man får ett tillskott i kassan. Dessutom ger det trovärdighet när det gäller att vinna den här typen av anslag.

CMR Surgical väntas lanseras under H2 2019. Till skillnad från Intuitive Surgicals produkt behöver inte CMRs produkt en anpassad operationssal utan kan monteras i en befintlig operationssal och flyttas runt mellan salar. Vidare sänker CMRs robotar inlärningstiden för kirurger. I en studie gjord av bolaget där SuS simuleringsmjukvara används reduceras tiden att lära sig ett enklare ingrepp från 100 träningstillfällen till ca 30 min. CMR har under Q2,18 säkrat en s.k. serie-B finansiering om USD 100m från befintliga investerare samt Zhejiang Silk Road Fund. Detta är den största kapitalanskaffningen i Europa i sektorn under 2018 vilket visar att SuS har satsat på rätt häst.

Exponering mot marknadsledaren

Den 28 juni annonserade Surgical Sciecne att man har för avsikt att förvärva det svenska bolaget Sensegraphics. Sensegraphic är ett mjukvarubolag med inriktning på medicinsk simulering. En av bolagets kunder är Intuitive Surgical där man har utvecklat delar av simuleringspaketet Davinci SimNow.

Utöver exponeringen mot marknadsledaren inom robotkirurgi har Sense Graphics utvecklat simuleringsmjukva för ögonkirurgi och dental simulering. Sammanfattningsvis ser vi mycket positivt på detta strategiskt intressanta förvärv och bedömer att Sens Graphics kommer att kunna växa 15-20% kommande år. Det leder till att SuS når sina 2021 mål för industriella samarbeten redan nästa år. Vi bedömer också att intresset kommer att öka markant för SuS då man nu blir en global ledare inom robotkirurgisimulering.

Potential till uppvärdering

Vi har i värderingen valt att titta på ett antal bolag inom både medtech och vertikal mjukvara med liknande bruttomarginaler för att hitta ett motiverat värde på bolaget. I och med förvärvet av SenseGraphics ökar nu SuS sin lönsamhet markant vilket gör att vi anser att bolaget ska värderas på en EV/EBITDA-multipel omkring 22-24x på 2020 års estimat, vilket motsvarar en kurs om 260-280 kr på medellång sikt.

Surgical Science – Peer table

	Kurs		MV	EV/Sales (just.)			EV/EBITDA (just.)			Gross Margin			Kursutveckling	
	(lokal)		(mdkr)	19e	20e	21e	19e	20e	21e	19e	20e	21e	1mån	6mån
Medtech														
Sectra AB Class B	342	SEK	13	8,3	7,6	7,0	40,0	35,4	32,2	85,6%	84,7%	84,7%	3%	81%
Bactiguard Holding AB	5	SEK	2	8,9	6,8	4,6	29,3	19,7	14,6	88,0%	95,1%	95,1%	14%	13%
Xvivo Perfusion AB	196,0	SEK	5	20,0	12,2	8,3	121,5	64,2	36,7	72,8%	67,2%	67,2%	5%	48%
RaySearch Laboratories AB Class B	132,6	SEK	5	5,9	4,9	4,1	n/a	n/a	n/a	93,3%	89,5%	89,5%	11%	37%
CellaVision AB	329,0	SEK	8	17,7	15,5	13,5	47,8	40,2	35,8	74,4%	73,8%	73,8%	12%	72%
Medtronic plc	98,1	USD	1 227	4,7	4,4	4,1	12,9	12,0	10,7	70,5%	70,1%	70,1%	6%	8%
Intuitive Surgical, Inc.	529,3	USD	570	13,8	11,8	10,2	33,9	29,0	26,0	71,0%	70,8%	70,8%	14%	11%
Abbott Laboratories	84,5	USD	1 390	5,0	4,6	4,2	20,2	17,9	16,0	59,3%	59,5%	59,5%	11%	17%
Align Technology, Inc.	27,8	USD	203	8,6	6,9	5,6	31,3	23,9	18,4	73,9%	73,0%	73,0%	-4%	30%
IDEXX Laboratories, Inc.	28,6	USD	225	10,4	9,3	8,4	n/a	n/a	n/a	56,3%	56,9%	56,9%	12%	51%
ABIOMED, Inc.	27,1	USD	112	12,1	9,5	7,4	n/a	n/a	n/a	83,2%	82,9%	82,9%	1%	-18%
Teleflex Incorporated	34,3	USD	145	6,6	6,0	5,5	22,6	19,4	16,8	57,1%	58,2%	58,2%	17%	30%
Hologic, Inc.	4,9	USD	121	4,6	4,2	4,0	14,2	12,7	11,7	63,2%	58,7%	58,7%	10%	17%
Medel				**9,7**	**8,0**	**6,7**	**37,4**	**27,4**	**21,9**	**73%**	**72%**	**72%**		
Median				**8,6**	**6,9**	**5,6**	**30,3**	**21,8**	**17,6**	**72,8%**	**70,8%**	**70,8%**		
Vertical Software														
RealPage, Inc.	6,1	USD	52	5,7	4,8	n/a	20,2	16,0	n/a	63,5%	61,8%	61,8%	2%	23%
Medidata Solutions, Inc.	9,3	USD	53	7,5	6,4	5,5	31,6	25,5	20,5	75,5%	75,2%	75,2%	0%	35%
Blackbaud, Inc.	8,4	USD	38	5,0	4,7	4,4	24,7	22,2	n/a	60,8%	60,6%	60,6%	7%	31%
AppFolio Inc Class A	10,6	USD	33	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	62,0%	60,3%	60,3%	7%	74%
Veeva Systems Inc Class A	16,7	USD	225	21,5	17,8	14,8	56,3	46,5	38,3	73,0%	74,9%	74,9%	6%	83%
Workday, Inc. Class A	21,8	USD	450	13,3	10,7	8,6	67,8	55,3	33,2	74,8%	75,5%	75,5%	5%	34%
Guidewire Software, Inc.	10,3	USD	77	10,1	8,9	7,5	59,3	59,6	38,3	62,1%	60,5%	60,5%	1%	26%
Medel				**10,6**	**8,9**	**8,2**	**43,3**	**37,5**	**32,6**	**67%**	**67%**	**67%**		
Median				**8,8**	**7,7**	**7,5**	**44,0**	**36,0**	**35,7**	**64%**	**62%**	**62%**		
Surgical Science	238,0	SEK	1,2	12,8	8,0	6,2	50,2	19,8	13,7	76,3%	77,0%	77,0%	55%	138%

Surgical Science – Våra estimatförändringar (SEK)

	2019E			2020E			2021E		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Försäljning	85	122	43,0%	124	191	53,1%	151	232	53,5%
EBIT	-3	25	NM	10	69	618,2%	18	97	451,0%
EPS just.	-0,57	3,33	NM	1,50	7,97	432,5%	2,79	11,27	304,2%

Source: Erik Penser Bank

Surgical Science – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	-	-	-	46	52	58	66	122	191	232
Övriga intäkter	-	-	-	6	6	4	6	5	3	2
Kostnad för sålda varor	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bruttovinst	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Försäljningskostnader	-	-	-	-24	-29	-31	-34	-51	-67	-81
Administrationskostnader	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Forsknings- och utvecklingskostnader	-	-	-	-20	-21	-25	-32	-39	-42	-43
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före avskrivningar	-	-	-	**9**	**9**	**-22**	**6**	**31**	**77**	**105**
Avskrivningar	-	-	-	-7	-9	-10	-10	-6	-8	-8
Goodwill-avskrivningar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat	-	-	-	**2**	**-0**	**-32**	**-4**	**25**	**69**	**97**
Extraordinära poster	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-	-	-	-0	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Resultat före skatt	-	-	-	**2**	**-0**	**-32**	**-4**	**25**	**69**	**97**
Skatter	-	-	-	0	4	2	-0	-5	-15	-21
Minoritetsintressen	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-	-	-	**2**	**3**	**-31**	**-5**	**19**	**53**	**76**

Kassaflödesanalys

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Resultat före avskrivningar	-	-	-	9	9	-22	6	31	77	105
Förändring av rörelsekapital	-	-	-	-0	6	0	1	-17	-19	-11
Övriga kassaflödespåverkande poster	-	-	-	-1	-1	30	-1	-5	-15	-21
Kassaflöde från löpande verksamheten	-	-	-	**8**	**13**	**8**	**7**	**8**	**43**	**72**
Finansiella nettokostnader	-	-	-	-0	-0	-0	0	-0	-0	-0
Betald skatt	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Investeringar	-	-	-	-1	-0	-3	-1	-10	-10	-2
Fritt kassaflöde	-	-	-	**7**	**13**	**5**	**5**	**-2**	**33**	**70**
Utdelningar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-	-	-	-7	-8	-5	-7	1	5	6
Avyttringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nyemission/återköp av egna aktier	-	-	-	0	0	65	300	0	0	0
Övriga justeringar	-	-	-	2	-4	-30	-300	3	0	0
Kassaflöde	-	-	-	**2**	**2**	**35**	**-1**	**2**	**38**	**76**
Icke kassaflödespåverkande justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoskuld, rapporterad	-	-	-	**2**	**5**	**-39**	**-38**	**-40**	**-78**	**-155**

Balansräkning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	-	-	-	27	27	24	23	29	24	18
Materiella anläggningstillgångar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Innehav i intresseföretag och andelar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga anläggningstillgångar	-	-	-	2	5	12	9	13	15	9
Summa anläggningstillgångar	-	-	-	**30**	**37**	**39**	**40**	**343**	**340**	**328**
Varulager	-	-	-	4	6	8	5	12	19	23
Kundfordringar	-	-	-	13	13	8	11	30	48	58
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	6	5	4	5	5	5	5
Likvida medel	-	-	-	2	4	39	38	40	78	155
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	**25**	**27**	**60**	**60**	**88**	**150**	**241**
SUMMA TILLGÅNGAR	-	-	-	**54**	**64**	**99**	**100**	**431**	**490**	**569**
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	-	-	-	20	22	86	79	401	455	530
Minoritetsintressen	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	-	-	-	**20**	**22**	**86**	**79**	**401**	**455**	**530**
Långfristiga finansiella skulder	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga långfristiga skulder	-	-	-	22	19	3	4	4	4	4
Summa långfristiga skulder	-	-	-	**22**	**19**	**3**	**4**	**4**	**4**	**4**
Kortfristiga finansiella skulder	-	-	-	4	9	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	-	-	-	4	2	4	0	10	15	19
Skatteskulder	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga kortfristiga skulder	-	-	-	6	11	7	16	16	16	16
Kortfristiga skulder	-	-	-	**13**	**22**	**11**	**16**	**26**	**31**	**34**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	-	-	-	**54**	**64**	**99**	**100**	**431**	**490**	**569**

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Värdering och nyckeltal (SEK)

Aktiedata

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Vinst per aktie, rapporterad	0,00	0,00	0,00	1,16	0,67	-6,34	-0,93	2,88	7,97	11,27
Vinst per aktie, justerad	0,00	0,00	0,00	1,16	0,67	-6,34	-0,93	3,33	7,97	11,27
Rörelsens kassaflöde/aktie	0,00	0,00	0,00	1,35	0,35	7,13	-0,29	0,28	5,64	11,39
Fritt kassaflöde per aktie	0,00	0,00	0,00	4,78	2,62	1,01	1,11	-0,27	4,86	10,46
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,00	0,00	0,00	13,97	4,61	17,58	16,32	15,09	23,06	34,33
Eget kapital per aktie, ex goodwill	-	-	-	13,97	4,61	17,58	16,32	15,09	23,06	34,33
Substansvärde per aktie	0,00	0,00	0,00	13,97	4,61	17,58	16,32	15,09	23,06	34,33
Nettoskuld per aktie	0,00	0,00	0,00	1,21	1,05	-7,92	-7,91	-6,02	-11,66	-23,05
EV per aktie	-	-	-	-	-	67,08	92,09	231,03	226,34	214,95
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	-	-	1,4	4,9	4,9	4,9	5,8	6,7	6,7
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	-	-	1,4	4,9	4,9	4,9	6,7	6,7	6,7

Värdering

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E-tal, rapporterat	-	-	-	-	-	NM	NM	82,8	29,9	21,1
P/E-tal, justerat	-	-	-	-	-	NM	NM	71,4	29,9	21,1
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	-	-	-	10,5	NM	863,9	42,2	20,9
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	-	-	-	74,4	90,2	NM	48,9	22,8
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	-	-	-	1,3	1,1	-0,1	2,0	4,4
Direktavkastning	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel, justerad	NM	NM	NM	0,0	0,0	NM	NM	0,0	0,0	0,0
Kurs/eget kapital	-	-	-	-	-	4,27	6,13	15,78	10,32	6,93
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	-	-	-	4,27	6,13	15,78	10,32	6,93
Kurs/substansvärde	-	-	-	-	-	4,27	6,13	15,78	10,32	6,93
EV/omsättning	-	-	-	-	-	5,63	6,82	10,99	8,17	6,70
EV/EBITDA	-	-	-	-	-	NM	74,0	43,2	20,3	14,8
EV/rörelseresultat	-	-	-	-	-	NM	NM	53,5	22,6	16,0
Aktiekurs, årsslut	-	-	-	-	-	75,00	100,00	238,00	238,00	238,00
Aktiekurs, årshögsta	-	-	-	-	-	91,25	106,60	182,00	-	-
Aktiekurs, årslägsta	-	-	-	-	-	55,00	47,40	100,00	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	-	-	-	-	73,86	72,90	135,15	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	365	486	1 377	1 596	1 596
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	326	448	1 337	1 556	1 556

Tillväxt och marginaler

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättningstillväxt, årsförändring	-	-	-	-	12,4	11,9	13,3	85,1	56,7	21,9
Rörelseresultat, årsförändring	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	175,6	41,2
Vinst per aktie, årsförändring	NM	NM	NM	NM	-41,9	NM	NM	NM	139,2	41,4
EBITDA marginal	-	-	-	19,3	16,6	-37,6	9,2	25,5	40,3	45,3
EBITA marginal	-	-	-	4,0	-0,4	-55,6	-6,2	20,5	36,1	41,9
Rörelsemarginal	-	-	-	4,0	-0,4	-55,6	-6,2	20,5	36,1	41,9
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	3,5	-0,9	-55,9	-6,2	20,3	36,0	41,7
Nettomarginal, justerad	-	-	-	3,5	6,3	-53,2	-6,9	15,9	28,1	32,6
Skattesats	-	-	-	0,0	NM	NM	NM	22,0	22,0	22,0

Lönsamhet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Avkastning på eget kapital	-	-	-	-	15,6	-57,2	-5,5	21,4	41,8	39,3
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	3,2	8,0
Avkastning på sysselsatt kapital	-	-	-	-	-0,9	-86,5	-9,3	49,1	100,2	127,8
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	10,5	36,3

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Investeringar	-	-	-	1	0	3	1	10	10	2
Investeringar/omsättning	-	-	-	1,3	0,8	4,5	2,3	8,2	5,2	0,9
Investeringar/avskrivningar	-	-	-	0,1	0,0	0,3	0,1	1,7	1,3	0,3
Varulager/omsättning	-	-	-	8,2	11,4	14,5	7,2	10,0	10,0	10,0
Kundfordringar/omsättning	-	-	-	27,5	24,9	14,1	17,2	25,0	25,0	25,0
Leverantörsskulder/omsättning	-	-	-	7,6	3,9	6,2	0,0	8,0	8,0	8,0
Rörelsekapital/omsättning	-	-	-	28,2	32,4	22,4	24,3	27,0	27,0	27,0
Kapitalomsättningshastighet	-	-	-	-	0,88	0,71	0,66	1,05	1,19	1,01

Finansiell ställning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoskuld, rapporterad	-	-	-	2	5	-39	-38	-40	-78	-155
Soliditet	-	-	-	36,0	35,2	86,5	79,7	77,1	81,3	85,6
Skuldsättningsgrad	-	-	-	0,09	0,23	-0,45	-0,48	-0,40	-0,51	-0,67
Nettoskuld/börsvärde	-	-	-	-	-	-0,11	-0,08	-0,03	-0,05	-0,10
Nettoskuld/EBITDA	-	-	-	0,2	0,6	1,8	-6,4	-1,3	-1,0	-1,5

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Surgical Science – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning

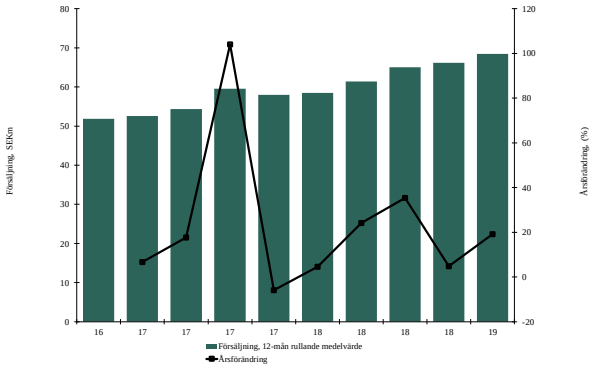
	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119
Nettoomsättning	10	5	26	11	12	10	25	12	15	14	26	14
Övriga intäkter	2	1	1	2	1	1	0	2	2	1	1	0
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-0
Resultat före avskrivningar	**-0**	**-2**	**8**	**3**	**0**	**-1**	**6**	**-2**	**1**	**2**	**6**	**-2**
Avskrivningar och amorteringar	-2	-2	-2	-3	-3	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Rörelseresultat	**-2**	**-4**	**6**	**-1**	**-2**	**-3**	**3**	**-5**	**-2**	**-1**	**3**	**-5**
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0
Finansnetto	-0	0	-0	-0	-0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	**-2**	**-4**	**6**	**-1**	**-2**	**-3**	**3**	**-5**	**-2**	**-1**	**0**	**-5**
Resultat före skatt, justerat	**-2**	**-4**	**6**	**-1**	**-2**	**-3**	**3**	**-5**	**-2**	**-1**	**0**	**-5**
Skatter	0	0	4	0	0	0	2	0	0	0	0	-0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	**-2**	**-4**	**9**	**-1**	**-2**	**-3**	**4**	**-5**	**-2**	**-1**	**0**	**-5**

Tillväxt och marginaler

	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119
Nettoomsättning	-	-	-	6,7	17,6	104,0	-5,9	4,5	24,2	35,3	4,9	19,2
Rörelseresultat	NM	NM	NM	NM	NM	NM	-54,1	NM	NM	NM	32,0	NM
EBITDA marginal	-2,0	-46,0	29,2	22,6	0,8	-9,8	22,3	-14,7	5,4	11,6	23,3	-14,5
Rörelsemarginal	-20,6	-84,0	21,6	-4,5	-20,0	-33,3	10,5	-38,8	-12,1	-7,2	13,3	-36,7
Vinstmarginal, justerad	-21,6	-84,0	21,1	-4,5	-20,0	-33,3	10,5	-38,8	-12,1	-7,2	0,5	-35,8
Skattesats	NM	NM	-67,7	NM	NM	NM	-61,5	NM	NM	NM	0,0	NM

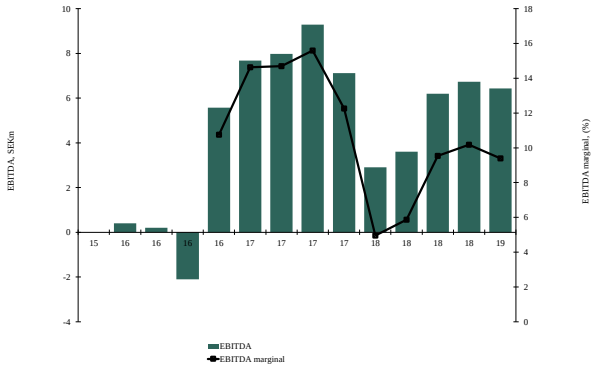
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



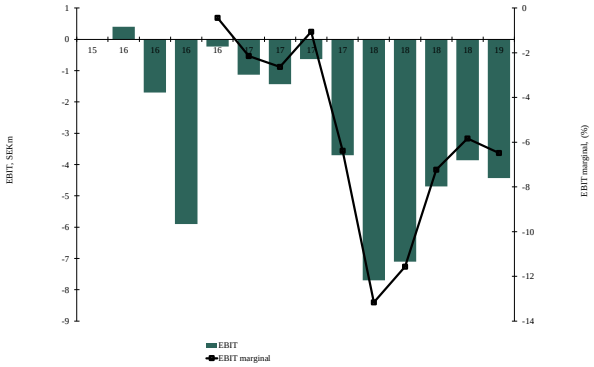
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



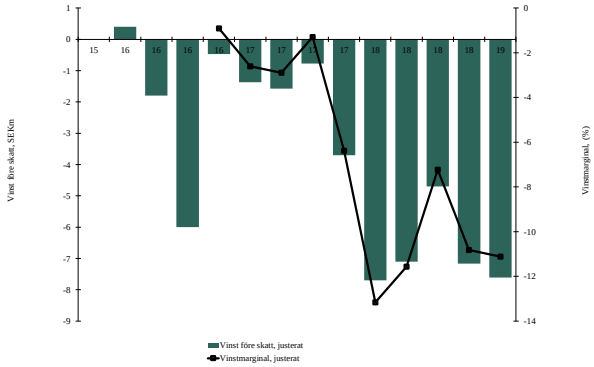
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Rörelseresultat, 12-mån rullande



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Surgical Science – Resultat f. skatt, 12-mån rullande



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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 fö 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 frånsäger 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. det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolvmånadersperioden. 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 Exchang 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, son 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 anställda 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 be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment 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.

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