



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 7 October 2020

Surgical Science

Har ingått ett långsiktigt ramavtal med Auris Health Inc.

En game changer

SuS har ingått ett långsiktigt ramavtal med Auris Health, en del av Ethicon inom J&J koncernen, om ett samarbete kring utveckling av simulering för robotkirurgi. Initialt väntas avtalet bidra med 10 mkr i konsultintäkter under perioden 2020-2021. Därefter väntas en royalty per sålt robotsystem. J&J beräknar kunna inleda kliniska prövningar på människor under H2'22. Därefter följer en process för regulatoriskt godkännande.

Mindre justeringar under prognosperioden...

Vi höjer EPS-estimaterna med 3% 2021 p.g.a. den konsultavgift som kommer att betalas ut i samband med tillpassningsarbetet som väntas pågå framtills de kliniska studierna inleds. För 2022 höjer vi EPS-estimaterna med ca 8,5%. Med anledning av ökad osäkerhet kring Covid-19 sänker vi våra EPS estimat med 0,2 kr för innevarande år.

...men höjning av motiverat värde

Avtalet med Auris/J&J gör att SuS tar ett stort steg emot att nå sitt mål om en omsättning på 400 mkr 2024. Detta gör att vi höjer vårt motiverade värde till 95-105 kr vilket motsvarar nuvärdet av bolagsvärdet 2024 om målet nås. Se investment case i analysen för resonemang.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	95.00 - 105.00	
EPS, just 20e	0.81	1	-19.0%	Sales,m	102	127	178	220	Current price	96.40
EPS, just 21e	1.46	1.41	2.9%	Sales Growth	54.5%	24.7%	40.5%	23.4%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	1.62	1.49	8.5%	EBITDA, m	30	54	81	88	Kurspotential	
				EBIT, m	15.2	36.0	63.3	70.1		
				EPS, adj	0.37	0.81	1.46	1.62		
				EPS Growth	NA%	121.1%	80.2%	11.2%		
				Equity/Share	11.6	12.5	13.9	15.5		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	NA%	NA%	35.6%	31.9%		
				ROE (%)	3.1%	6.5%	10.5%	10.4%		
				ROCE	4.4%	9.8%	16.5%	17.8%		
				EV/Sales	32.21x	25.83x	18.38x	14.89x		
				EV/EBITDA	107.7x	60.6x	40.2x	37.1x		
				EV/EBIT	215.3x	90.9x	51.6x	46.6x		
				P/E, adj	263.9x	119.4x	66.2x	59.6x		
				P/Equity	8.3x	7.7x	6.9x	6.2x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	2.0%	0.5%	1.1%	1.4%		
				Net Debt/EBITDA	(1.8)g	(1.2)g	(1.2)g	(1.6)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån			
Q3'20 rapport	05/11/2020				

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker			
Antal aktier	34.5m	rikard.engberg@penser.se			
Market cap	3,326	Analysavdelningen			
Nettoskuld	(56)				
EV	3,270				
Free Float	31.00%				
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)				
Reuters/Bloomberg	SUS.ST/SUS.SS				



Sammanfattning

Har ingått ett långsiktigt ramavtal med Auris Health Inc.

Investment Case

Surgical Science designar och utvecklar hård- och mjukvara för kirurgisimulatorer. Dessa säljs till ledande sjukhus och universitet världen över, till exempel Mount Sinai Hospital i New York och Harvard Medical School. Tack vare en sedan många år väletablerad marknadsposition har man byggt upp en världsledande IP- och produktportfölj. Bolaget befinner sig nu i framkant av flera starka makrotrender, som övergången från öppen bukirurgi till laparoskopi och framväxten av robotkirurgi.

Bolags profil

Verkar på en marknad som gynnas av starka makrotrender

Surgical Science rider på en stark strukturell tillväxt som har sin grund i att kirurgi är inne i ett paradigmskifte. Nedan följer en tidslinje framtagen av det amerikanska bolaget Medtronic om hur kirurgi har utvecklats. Genom sitt segment educational products har Sus ridit på övergången från traditionell kirurgi till titthålskirurgi (minimally invasive surgeries, MIS) och genom affärsområdet Industry/OEM får bolaget en exponering mot den växande robotkirurgin.

I dagsläget finns det ca 39 000 kirurger utbildade för att genomföra robotkirurgiska ingrepp. De system som finns är dock underutnyttjade och endast 2% av möjliga ingrepp genomförs med robotkirurgi, trots stora medicinska fördelar. Nedan redovisas de anledningar som det amerikanska bolaget Medtronic stött på i en undersökning om varför inte robotkirurgi används mer.

Kostnad: Höga kostnader är den främsta anledningen till den låga nyttjandegraden av robotassisterad kirurgi (RAS). Enligt australiensiska NHS krävs 150-200 ingrepp för att motivera investeringen om USD 0,5-2,5m. Enligt Medtronics undersökning är det även den höga kostnaden per ingrepp som gör att RAS-system underutnyttjas. Ett ingrepp med en Da Vinci robot kostar 700-3 500 USD.

Nyttjandegrad: Den största anledningen förutom kostnader relaterat till varför nyttjandegraden är låg inom robotkirurgi är att de system som för närvarande finns på marknaden kräver en specialdesignad operationssal. Detta begränsar användandet av RAS till stora kliniker med möjlighet att specialbygga operationssalar.

SuS samarbetar med fyra olika bolag som alla befinner sig i olika stadium i utvecklingen. Nedan följer en kort beskrivning av SuS främsta kunder inom segmentet OEM och varför vi tror att antalet robotsystem kommer öka kraftigt de kommande 4-5 åren:

Intuitive Surgical (ISRG):

Fn. det ledande systemet inom robotkirurgi. ISRG grundades 1995 och hade 2019 en omsättning om USD ~4 400m och en EBIT om USD 1 800m. Genom att vara först på marknaden har man lyckats bygga upp en bas om ca 5 600 system globalt, men, med fokus på USA. Intäkterna är fördelade på nyförsäljning (30%), service/support(17%) och förbrukningsartiklar (53%). 2019 genomfördes mer än 1,2m ingrepp i Da Vinci system.

Av ISRGs installerade bas bedömer vi att närmare 60-70% av systemen har någon form av simuleringsmjukvara installerad vilket gör att vi bedömer att närmare 70% av nyförsäljningen säljs med en simuleringsmjukvara. Vi har detta som grund för att skatta tillväxten inom denna del av SuS. SuS utvecklar delar av det simuleringspaket som är kompatibelt med ISRGs Da Vinci system.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 7 October 2020

Sammanfattning

Har ingått ett långsiktigt ramavtal med Auris Health Inc.

Bolaget hade länge, genom patent, en monopolsituation på marknaden, men, flertalet av dessa löpte ut under 2017 vilket öppnat upp för andra aktörer.

CMR Surgical:

CMR grundades 2014 och säkrade en tredje finansieringsrunda med b.la. GE-Healthcare i september 2019. Vid denna kapitalanskaffning tillfördes GBP 200m vilket gjorde det till den största privata finansieringsrundan i Europa inom medicinteknik under 2019. Bolaget är ett av de högst värderade start-uppen inom medicinteknik i Europa. I Q4'19 lanserade CMR RAS systemet Versius.

I oktober 2019 såldes de fyra första Versius systemen till två ledande indiska sjukhus, Galaxy Care i Pune och CG Curie Manavata Cancer Centre i Nashik. Bolaget har trots Covid-19 lyckats med att sälja system i Europa. På den brittiska marknaden har man vunnit flertalet affärer under 2020. I september 2020 sålde man sina första system i Frankrike, en marknad med ca 1 500 sjukhus där MIS-ingrepp genomförs. Av dessa genomförs endast 6% med robotkirurgi vilket visar tillväxtpotentialen för utmanare inom området.

Versius adresserar de två problem som beskrevs ovan med de nuvarande robotsystemen på marknaden. För det första bedömer vi att CAPEX och OPEX är betydligt lägre för Versius än DaVinci. Enligt CMR är kostnaden för att äga och införskaffa ett Versius system likvärdig med traditionella MIS-ingrepp. För att göra sitt erbjudande attraktivt erbjuder CMR s.k. managed-service vilket innebär att sjukhuset får tillgång till all service och förbrukningsvaror till ett fast pris. Detta skulle lösa problematiken med att den höga ingreppskostnaden avskräcker ifrån investeringar i Da Vinci. Vi anser att då kostnaden är att jämföra med ett traditionellt MIS ingrepp konkurrerar CMR i dagsläget på en USD 15bn marknad dvs. marknaden för MIS och RAS.

Det andra stora problemet som Versius löser är att den höjer nyttjandegraden markant. Versius består av självständiga moduler vilket till skillnad ifrån Da Vinci flyttas fritt mellan operationssalar och sjukhus vilket adresserar den viktiga frågan om att befintliga robotar ”binder upp” operationssalar.

Meeredcompany

Rvevio-i är ett system utvecklat av det koreanska bolaget Meerecompany. Systemet skiljer sig ifrån Versius då samtliga robotarmar är kopplade till en modul snarare än självständiga (se bild nedan). Detta gör att vi bedömer att den inte är lika flexibel som Versius. Roboten har hittills bara fått ett regulatoriskt godkännande i Korea. Vi bedömer Meerecompany som en nyckelkund men, tror att systemet främst kommer säljas på den koreanska marknaden och ev. andra asiatiska marknader.

Auris Health

Auris förvärvades 2019 av J&J för ca USD 3,4bn upfront och USD 2.35bn i potentiella tilläggsköpeskillningar. Bolaget befinner sig fortfarande i ett utvecklingsstadium med målsättning att inleda process för regulatoriskt godkännande av sina robotsystem 2022. Royalties från sålda Auris system kan därför tidigast nå Surgical Science 2023. J&J nämner i sin Q2 rapport att bolaget kommer inkorporera element från Auris och Verb Surgical, tidigare ett JV med Google i sin nya robotsystem vilka väntas inleda studier på människor under H2'22.

Värdering



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 7 October 2020

Sammanfattning

Har ingått ett långsiktigt ramavtal med Auris Health Inc.

Mycket ligger i kursen efter kraftig uppgång

Vi har i värderingen tittat på ett antal bolag inom medtech med liknande bruttomarginaler för att hitta en målmultipel. Detta har resulterat i att vi bedömer att bolaget ska värderas på en EV/EBITDA-multipel omkring 30x 2024. Vi har valt att höja vår målmultipel till 30x från 25x för att reflektera den multipel expansion som skett i marknaden

Bolaget har följande finansiella mål. Dessa mål ligger nära våra 2024 estimat.

- En omsättning om 400 mkr 2024
- EBITDA marginal om minst 40%

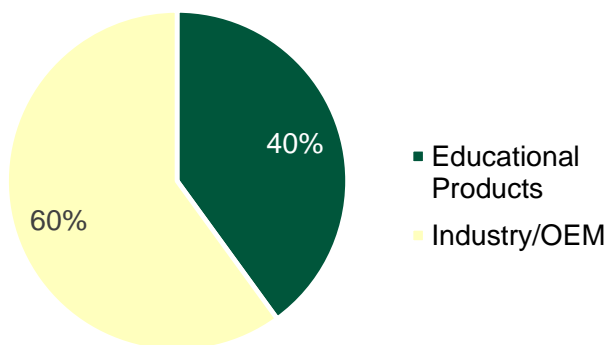
Resonomanget ovan ger en kurs kring 130 kr, vilket ger ett nuvärde om 95-105 kr med en diskonteringsränta om 10%. Innan ramavtalet med Auris Health, annonserades räknade vi med en diskonteringsränta om 12%. Vi bedömer att Auris kommer bli en av de främsta konkurrenterna till ISRG. Avtalet sänker således risken i bolaget. Längst bak i analysen presenteras känslighetstabeller där försäljning, WACC och EV/EBITDA-multipels betydelse på nuvärde presenteras.

I estimaten som leder fram till vår 2024 försäljning räknar vi inte med några förvärv. Vi bedömer även att nya stora OEM avtal kan göra att bolaget väljer att justera målen vilket gör att vi ser att det kan finnas en ytterligare uppsida ifrån vårt motiverade värde.

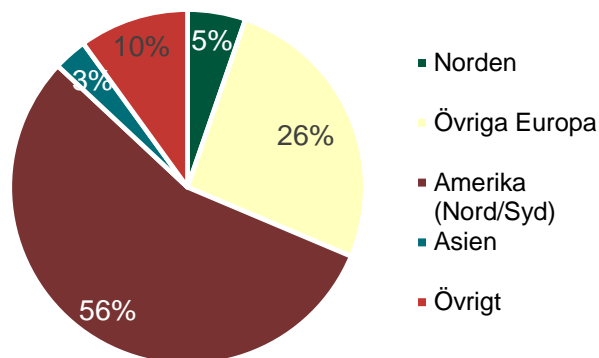
Motiverat värde

Resonemanget ovan ger ett motiverat värde om 95-105 kr.

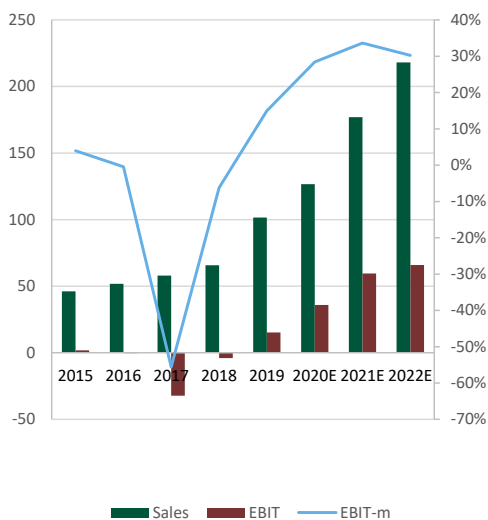
Operationella segment



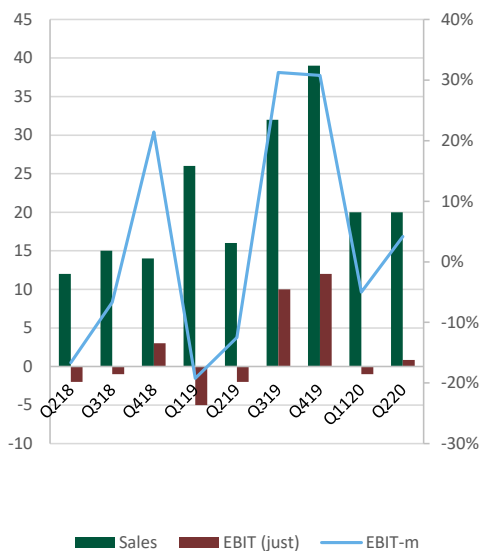
Geografiska segment



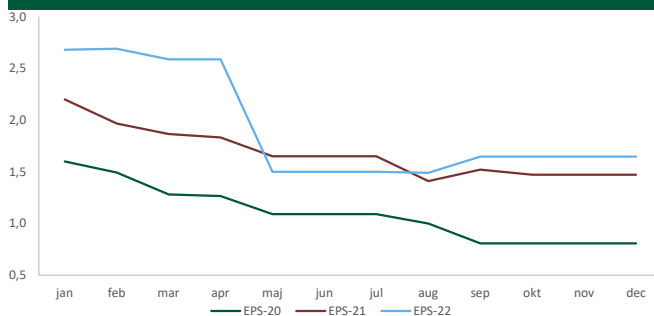
Försäljning och EBIT (Y/Y)



Försäljning och EBIT (Q/Q)



EPS justeringar



Bolagsfakta

Största aktörägare	Röster	Aktier
Marknadspotentialen AB	24,40%	24,40%
Semlin Kapitalförvaltning AB	18,70%	18,70%
Landsnora Software AB	10,10%	10,10%
Handelsbanken Fonder	7,80%	7,80%
Övriga	39,00%	39,00%
Ordförande		Roland Bengtsson
Verkställande direktör		Gisli Hennermark
Finansdirektör		Anna Ahlberg
Investerarkontakt		Anna Ahlberg
Hemsida		https://surgicalscience.com/

Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning						58,0	65,7	101,5	126,6	179,8	221,6
Övriga intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära intäkter											
Kostnad sålda varor						nmf	-16,5	-17,9	-17,7	-12,0	-28,8
Bruttovinst						nmf	49,2	83,6	108,9	167,8	192,8
Försäljningskostnader						0,0	-30,7	-38,1	-45,5	-55,0	-60,0
Admin						0,0	-8,8	-12,7	-15,4	-22,0	-25,0
FOU						0,0	-13,7	-16,9	-20,7	-24,0	-30,0
Övriga kostnader						-53,2	0,0	-0,7	-1,3	-1,0	-3,0
Extraordinära kostnader											
Rörelseresultat (EBITDA)						-21,8	6,0	30,4	54,0	85,8	92,8
Avskrivningar						-10,4	-10,1	-15,2	-18,0	-18,0	-18,0
Goodwillnedskrivningar											
Resultat (EBIT)						-32,2	-4,1	15,2	36,0	67,8	74,8
Extraordinära Poster						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)						-32,2	-4,1	15,2	36,0	67,8	74,8
Finansiella intäkter						-0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,2	0,0
Finansiella kostnader						-0,2	0,0	0,1	-0,2	-0,2	0,0
Resultat före skatt						-32,6	-4,1	15,3	35,5	67,3	74,8
Skatter						1,6	-0,4	-2,7	-7,9	-13,8	-15,3
Minoritetsintressen						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat						-31,0	-4,5	12,7	27,6	53,5	59,6
Nettoresultat (just)						-31,0	-4,5	12,7	27,6	53,5	59,6

Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat						-31,0	-4,5	12,7	27,6	53,5	59,6
Icke kassaflödespåverkande poster						38,5	10,0	16,9	18,2	18,2	18,0
Förändringar i rörelsekapital						0,2	1,4	25,6	-9,9	-14,4	-11,3
Kassaflöde från den operationella verksamheten						7,7	6,9	55,2	35,9	57,4	66,3
Investeringar						0,0	0,0	-20,8	-20,0	-20,0	-18,0
Avyttringar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde						7,7	6,9	34,4	15,9	37,4	48,3
Utdelningar						0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp						65	0	200	0	0	0
Förvärv						-4,1	0,0	-201,4	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar						-19,1	1,6	-10,2	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde						49	8	22,9	15,9	37,4	48,3
Icke kassaflödespåverkande poster						0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)						-38,5	-38,5	-54,3	-62,2	-99,6	-147,9

Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR											
Goodwill						0,0	0,0	0,0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar						27,5	30,5	327,2	337,2	339,2	339,2
Materiella anläggningstillgångar						6,5	3,6	9,1	9,1	9,1	9,1
Räntebärande anläggningstillgångar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar						5,4	5,6	7,2	7,2	7,2	7,2
Summa anläggningstillgångar						39,4	39,8	343,4	353,4	355,4	355,4
Varulager						8,4	4,7	7,2	12,7	18,0	22,2
Kundfodringar						8,2	11,3	17,1	31,7	45,0	55,4
Övriga omsättningstillgångar						4,4	5,5	19,3	19,3	19,3	19,3
Likvida medel						38,5	38,5	69,2	77,2	114,6	162,8
Summa omsättningstillgångar						59,5	60,0	112,8	140,8	196,8	259,7
SUMMA TILLGÅNGAR						98,9	99,7	456,2	494,2	552,2	615,1
Eget Kapital och skulder											
Eget Kapital						86	79	402	430	483	543
Minoritetsintressen						0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital						85,5	79,4	401,7	429,5	483,3	542,9
Långfristiga finansiella skulder						0,0	0,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Pensionsavsättningar						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
Övriga långfristiga skulder						2,8	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder						2,8	4,4	15,0	15,0	15,0	15,0
Kortfristiga finansiella skulder						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder						3,6	0,0	0,0	10,1	14,4	17,7
Skatteskulder						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder						7,0	15,9	39,6	39,6	39,6	39,6
Summa kortfristiga skulder						10,6	15,9	39,6	49,7	54,0	57,3
Summa Eget Kapital och skulder						98,9	99,7	456,2	494,2	552,2	615,1

Finansiella nyckeltal

Aktiedata

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad						-6,34	-0,93	0,37	0,81	1,56	1,73
EPS Justerad						-6,34	-0,93	0,64	0,81	1,56	1,73
FCF/aktie						1,58	1,42	1,00	0,46	1,08	1,40
Utdelning/aktie						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie						17,58	16,32	11,64	12,45	14,01	15,74
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)						4,86	4,86	34,50	34,50	34,50	34,50
(Choice) Snitt antal aktierefer utspädning											

Värdering

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
P/E, justerat						nmf	-83,9	121,6	96,4	50,0	45,1
P/EK						4,4	4,8	6,7	6,3	5,6	5,0
P/FCF						49,2	55,0	78,0	168,7	71,9	55,7
Direktavkastning						0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerat						0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales						5,9	5,2	25,9	20,7	14,4	11,5
EV/EBITDA						-15,6	56,3	86,7	48,6	30,2	27,4
EV/EBIT						-10,6	-83,7	173,4	73,0	38,2	33,9
Aktiekurs, årets slut											
EV, årets slut						340,4	340,4	2633,3	2625,4	2588,0	2539,7

Tillväxt och marginaler

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Omsättningsstillväxt						nmf	13%	55%	25%	42%	23%
EBIT, tillväxt						nmf	-87%	-473%	137%	88%	10%
EPS just, tillväxt						nmf	-85%	-169%	26%	93%	11%
EBITDA marginal						nmf	9%	30%	43%	48%	42%
EBIT marginal						nmf	-6%	15%	28%	38%	34%
Skattesats						5%	-11%	17%	22%	20%	20%

Lönsamhet

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
ROE						nmf	-6%	3%	6%	11%	11%
ROCE						nmf	-4%	3%	8%	13%	12%

Kvartalsvis data

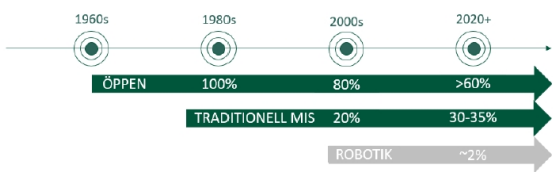
Resultaträkning

	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220
Nettoomsättning	12,0	10,2	24,6	11,3	14,8	13,7	25,9	13,8	16,1	32,3	39,3	19,7	20,6
Övriga intäkter	1,2	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	-3,4	-3,7	-3,4	-6,1	-3,4	-3,9	-4,3	-6,3	-3,2	-2,8
Bruttovinst				7,9	11,2	10,2	19,9	10,4	12,2	28,0	33,0	16,5	17,9
Försäljningskostnader	-13,2	-11,7	-19,5	-6,0	-8,0	-7,3	-9,4	-8,3	-8,1	-10,0	-11,7	-9,9	-8,6
Admin				-2,9	-1,3	-1,3	-3,3	-3,7	-2,0	-3,9	-3,0	3,0	-3,8
FOU				-3,8	-3,7	-2,6	-3,7	-3,2	-3,7	-4,4	-5,6	5,3	-3,9
Övriga kostnader				0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,9	-0,7
(Choice) Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	0,0	-0,5	5,3	-2,2	0,7	1,5	6,1	-2,0	1,3	14,0	17,0	3,7	5,0
Avskrivningar	-2,6	-2,9	-2,8	-2,5	-2,5	-2,5	-2,6	-3,1	-3,0	-4,5	-4,6	-4,5	-4,1
Goodwillnedskrivningar													
Resultat (EBIT)	-2,4	-3,4	2,5	-4,8	-1,8	-1,0	3,4	-5,1	-1,7	9,5	12,4	-0,8	0,8
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-2,4	-3,4	2,5	-4,8	-1,8	-1,0	3,4	-5,1	-1,7	9,5	12,4	-0,8	0,8
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	0,5	-0,6
Resultat före skatt	-2,4	-3,4	2,5	-4,8	-1,8	-1,0	3,4	-4,9	-1,7	9,8	12,1	-0,3	0,2
Skatter	0,0	0,0	1,7	0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,1	-0,1	0,4	-2,8	-0,4	-0,4
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-2,4	-3,4	4,2	-4,7	-1,7	-1,0	2,9	-5,1	-1,8	10,2	9,2	-0,7	-0,2
Nettoresultat (just)	-2,4	-3,4	4,2	-4,7	-1,7	-1,0	2,9	-5,1	-1,8	10,2	9,2	-0,7	-0,2

Tillväxt och marginaler

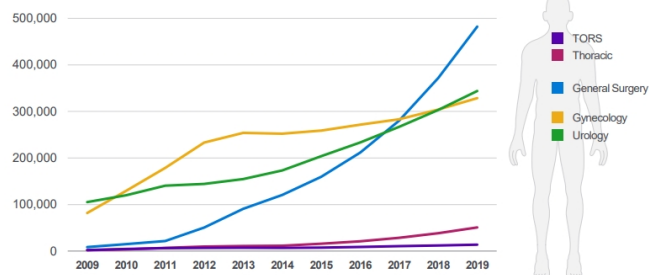
	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q120
Omsättningsstillväxt				#REF!	23%	34%	5%	23%	9%	136%	51%	42%	28%
EBIT, tillväxt				nmf	nmf	nmf	38%	nmf	nmf	nmf	260%	nmf	-150%
Bruttomarginal	0%	0%	0%	70%	75%	75%	77%	75%	76%	87%	84%	84%	87%
EBITDA marginal	0%	nmf	21%	nmf	5%	11%	23%	nmf	8%	43%	43%	9%	13%
EBIT marginal	nmf	nmf	6%	nmf	nmf	nmf	9%	nmf	nmf	24%	32%	nmf	2%
Skattesats	#VALUE!	nmf	-67%	nmf	nmf	nmf	16%	nmf	nmf	-4%	23%	nmf	nmf

Tidslinje över kirurginsutveckling

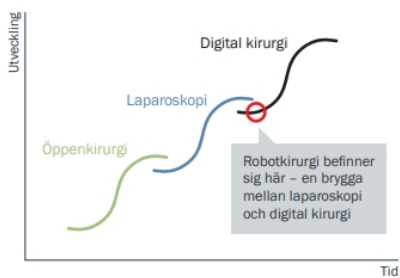


Source: Erik Penser Bank, Medtronic

Robotkirurgiska ingrepp



Utveckling Robotkirurgi



Da Vinci



CMR Versius



Revio-i



Känslighetstabeller gällande värdering

WACC (X) and EV/EBITDA (Y) (sales 400 2424 EBITDA margin 40%)							
	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
24	77,2	74,4	71,7	69,1	66,6	64,3	62,1
26	84,4	81,3	78,3	75,5	72,8	70,3	67,8
28	91,5	88,2	85,0	82,0	79,0	76,3	73,6
30	98,7	95,1	91,7	88,4	85,2	82,2	79,4
32	105,9	102,0	98,3	94,8	91,4	88,2	85,1
34	113,1	109,0	105,0	101,2	97,6	94,2	90,9
36	120,3	115,9	111,7	107,7	103,8	100,2	96,7

WACC (X) and Sales 2024 (Y) (EBITDA margin 40% and EV/EBITDA 30)							
	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
343	83,4	80,3	77,4	74,6	72,0	69,4	67,0
361	88,2	85,0	81,9	79,0	76,2	73,5	70,9
380	93,3	89,9	86,7	83,6	80,6	77,8	75,0
400	98,7	95,1	91,7	88,4	85,2	82,2	79,4
420	104,1	100,3	96,7	93,2	89,9	86,7	83,7
441	109,8	105,8	101,9	98,3	94,8	91,4	88,2
463	115,7	111,5	107,4	103,6	99,9	96,4	93,0

WACC (X) and Sales EBITDA margin given Sales of 400 mkr (Y) and EV/EBITDA 30							
	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%
36%	88,0	84,7	81,7	78,7	75,9	73,3	70,7
38%	93,3	89,9	86,7	83,6	80,6	77,8	75,0
40%	98,7	95,1	91,7	88,4	85,2	82,2	79,4
42%	104,1	100,3	96,7	93,2	89,9	86,7	83,7
44%	109,5	105,5	101,7	98,0	94,5	91,2	88,0
46%	114,9	110,7	106,7	102,9	99,2	95,7	92,4
48%	120,3	115,9	111,7	107,7	103,8	100,2	96,7

Peer table

	Kurs (lokal)	MV (mdkr)	EV/Sales (just.)			EV/EBITDA (just.)			EV/EBIT (just.)			P/E (just.)			Gross Margin			Kursutveckling		
			20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	20e	21e	22e	1mån	6mån	
Medtech																				
Sectra AB Class B	596	SEK	23	13	13	11	40	35	32	72	67	57	92	82	71	87,7%	87,7%	87,7%	-1%	53%
Bactiguard Holding AB	170	SEK	6	19	19	13	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	58	29	20	n/a	n/a	n/a	-9%	65%
Xvivo Perfusion AB	200,0	SEK	5	25	25	18	171	91	41	25737	207	61	851	152	64	75,1%	75,1%	75,1%	14%	20%
RaySearch Laboratories AB Class B	93,0	SEK	3	4	4	3	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	86	57	33	93,6%	93,6%	93,6%	1%	6%
CellaVision AB	303,0	SEK	7	13	13	11	48	40	36	46	33	27	67	49	41	67,1%	67,1%	67,1%	-1%	-5%
Intuitive Surgical, Inc.	693,1	USD	711	19	19	16	53	39	32	60	42	35	79	54	44	66,0%	66,0%	66,0%	4%	12%
Abbott Laboratories	101,6	USD	1 577	6	6	5	23	19	16	27	21	19	31	26	23	58,1%	58,1%	58,1%	3%	15%
Revenion	34,4	EUR	11	16	16	13	56	37	30	56	38	0	68	46	0	69,7%	69,7%	0,0%	20%	0%
Align Technology, Inc.	297,3	USD	205	11	11	8	84	30	24	91	31	24	n/a	n/a	n/a	68,8%	68,8%	68,8%	-5%	9%
IDEXX Laboratories, Inc.	383,3	USD	286	13	13	11	45	40	36	52	46	40	n/a	n/a	n/a	57,4%	57,4%	57,4%	6%	36%
Mentice	94,2	SEK	2	13	13	10	n/a	n/a	n/a	n/a	106	46	n/a	141	61	n/a	n/a	n/a	28%	37%
ABIOMED, Inc.	310,0	USD	122	16	16	13	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	80,1%	80,1%	80,1%	7%	84%
Medel				14,0	14,0	11,0	65,0	41,4	30,8	3725,8	68,6	34,4	178,9	72,7	39,2	72%	72%	65%		
Median				13,3	13,3	11,5	50,2	38,0	32,1	55,6	42,1	33,6	68,2	53,2	37,3	69,3%	69,3%	67,9%		

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