



Arcoma

Gedigen plattform för tillväxt och lönsamhet

Nytäckning ☒Rapport ☐Viktig händelse ☐

Risk och avkastningspotential

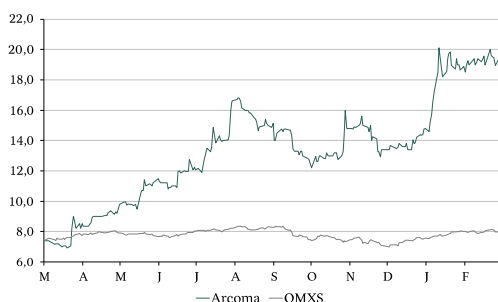
Kurspotential	Medel
Riskenivå	Hög
Kurs	19,40
Högsta/Lägsta (12M)	20,10/6,90
Antal aktier (m)	12,6
Börsvärde (SEKm)	277
Nettoskuld (SEKm)	-6
Enterprise Value (SEKm)	271
Reuters/Bloomberg	ARCOMA.ST/ARCOMA.SS
Listning	First North

Estimat och värdering (SEK)

	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljning	119	161	209	262
EBITDA	5	13	18	33
EBIT	-0	7	13	28
Vinst f. skatt	-1	7	13	28
EPS, just.	-0,13	0,56	0,84	1,73
EK/A	2,73	3,23	3,97	5,50
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	NM	NM	50,5	106,1
EBIT Marg.	-0,3	4,5	6,0	10,6
ROE	-4,0	16,6	20,7	32,4
ROCE	-1,1	21,7	36,6	72,7
Nettoskuld/EK	-0,16	-0,27	-0,37	-0,48
EV/Fsg.	1,58	1,68	1,29	1,04
EV/EBITDA	36,6	21,6	15,2	8,3
EV/EBIT	NM	37,7	21,5	9,8
P/E, just.	NM	34,7	23,1	11,2
P/EK	5,00	6,01	4,89	3,53
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
23/05/2019	Q1-rapport	
22/08/2019	Q2-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

Digital röntgen volymsegmentet i strukturell tillväxtbransch

Vi initierar bevakning på Arcoma. Bolaget är en ledande leverantör av konventionell digital röntgen kombinerat med tekniskt avancerade rörliga positioneringssystem. Marknaden för digitala röntgensystem, där 2D utgör den dominerande tekniken sett till antal undersökningar, uppgick 2017 till USD 8,1 miljarder, och förväntas växa med en CAGR på 8,5% till 2023, drivet av globala megatrender såsom befolkningsökning och en ökad medellivslängd som driver ett ökat behov av hälsovård, samt stort effektiviseringsbehov av vården.

Plattform för tillväxt och lönsamhet

Vi bedömer att 75% av Arcomas systemförsäljning sker under eget varumärke och 25% till OEM-partners. Efter de senaste årens partnerskaps- och återförsäljaravtal med Canon Medical Systems, som möjliggör för Arcoma att erbjuda sina kunder detektorer och bildhanteringssystem i en komplett lösning, så ligger fokus nu att utveckla partnernätverket, växa i USA och Europa, öka andelen kompletta lösningar samt realisera påbörjade kostnadsbesparingar.

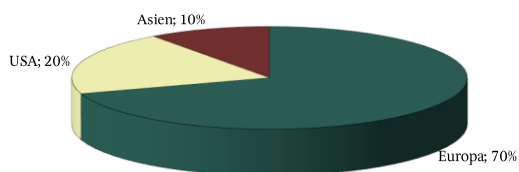
Tillväxt och besparingar kraftfull mix för resultatlyft 2019-20

Baserat på ett omfattande förändringsarbete under 2018 ser vi potential för ett väsentligt bättre resultat framöver. Vi räknar nu med att försäljningstillväxten på 30% under 2018 accelererar ytterligare något 2019, vilket trots försiktiga antaganden om en något lägre bruttomarginal innebär en EBITDA-marginal på 7,8% 2019e och 8,5% 2020e. Det gör att bolagets nettokassa på 6 mkr och kassaflöde kommer räcka för att bära bolaget till uthållig lönsamhet.

Utrymme för fortsatt uppvärdering – Hög potential till hög risk

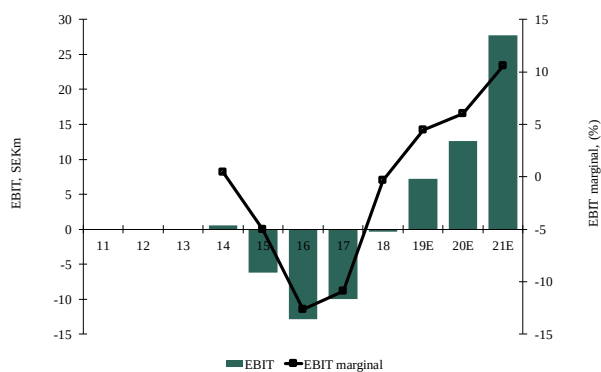
Med ett lovande långsiktigt partnerskap med Canon, en underliggande strukturell tillväxt i efterfrågan kombinerat med ett omfattande förändringsarbete av både organisation och plattform utgör dock värderingen på EV/EBITDA 15,2x '20e, 8,3x '21e en rabatt mot sektorn. Det förklaras delvis av Arcomas jämförelsevis svaga lönsamhet. Om bolaget fortsätter utvecklingen mot vårt förväntade utfall för 2021e ser vi potential för ca 40 procentenheters kontraktion av rabatten de kommande 12-18 månaderna, motsvarande en uppsida på 50%. Samtidigt visar en kassaflödesvärdering med en WACC på 12% en uppsida på 30%. Sammantaget ser vi därför en medelhög potential i aktien, medan risken för förseningar av det väntade lyftet och en hög prognososäkerhet ger en hög risk.

Arcoma – Försäljning per marknad



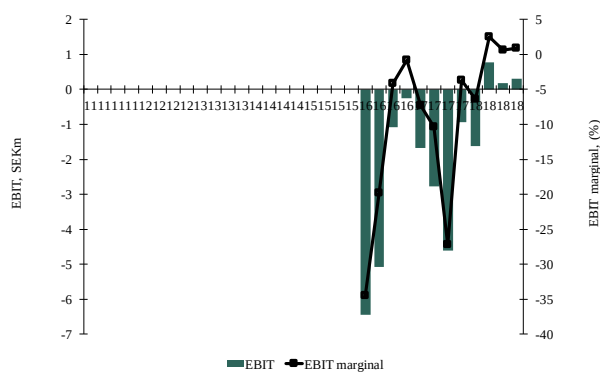
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – Resultatutveckling, helår



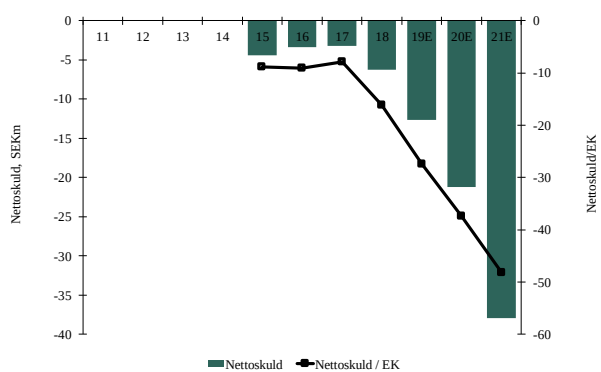
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – Finansiell ställning



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

Arcoma – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)		277
Antal utestående aktier (m)		12,6
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)		8
Fritt handlade aktier		30,9%
Största aktieägare	Röster	Aktier
Bengt Julander	27,8%	27,8%
Sunstone Capital	26,8%	26,8%
Priego AB	9,1%	9,1%
Chrisco Invest ApS	5,4%	5,4%
Övriga	30,9%	30,9%
Ordförande	Lars Kvarnhem	
Verkställande direktör	Jesper Söderqvist	
Finansdirektör	-	
Investerarkontakt	Jesper Söderqvist	
Telefon / Internet	+46470-70 69 00 / www.arcoma.se	
Nästa rapport	23 May 2019	
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank		

Investment case

Arcoma är en premiumleverantör av konventionell digital röntgen kombinerat med tekniskt avancerade rörliga positioneringssystem. Arcomas marknad väntas växa med 8% CAGR. De senaste årens partnerskaps- och återförsäljaravtal med Canon har stärkt Arcomas kunderbjudande och räckvidd markant, inte minst i USA, samtidigt som Arcoma växer i sin största marknad Europa. Med full utväxling på gjorda kostnadsbesparingar de kommande åren räknar vi med en fördubbling av intäkterna och en ökning av EBITDA från 5 mkr till 33 mkr mellan 2018 och 2021e. Jämfört med medicintekniksektorn i stort handlas Arcoma-aktien till en betydande rabatt. En del av det förklaras av bolagets jämförelsevis låga lönsamhet. Men om bolaget fortsätter lyfta omsättning och lönsamhet mot vår prognos för 2021 ser vi potential för ca 40 procentenheters kontraktion av rabatten 2021e, vilket innebär en omvärderingspotential på ca 50%. Samtidigt visar vår kassaflödesvärdering en uppsida på 30%. Sammantaget ser vi därför en medelhög potential i aktien, medan osäkerheten om utsikterna motiverar en hög risk.

Ledande leverantör av konventionell digital röntgen

Arcoma är en ledande leverantör av takhängda digitala röntgensystem i premiesegmentet, med hög kvalitet och avancerad teknik. Arcomas produkter erbjuder den senaste digitala bildtekniken kombinerat med tekniskt avancerade rörliga positioneringssystem, vilket erbjuder kunden kompletta, konfigurerbara och funktionella digitala röntgensystem. Användning av digital röntgen i 2D ger sjukvården förutsättningar för att använda sina resurser optimalt och att korta ledtiden mellan diagnos och behandling av patient. Bolagets digitala röntgensystem säljs både under eget varumärke och som OEM-produkter, som säljer Arcomas design under eget varumärke. Försäljningen av bolagets eget varumärke uppgår till cirka 75% av omsättningen och resterande 25% är försäljning till OEM-partners. Arcoma har idag över 3 500 röntgensystem installerade världen över.

Marknadstillväxt på 8,5 % CAGR 2018-2023

Marknaden för digitala röntgensystem uppgick till USD 8,1 miljarder år 2017, och förväntas öka till USD 13,0 miljarder år 2023, vilket motsvarar en CAGR på 8,5%. Tillväxten drivs av globala megatrender såsom befolkningsökning och en ökad medellivslängd som driver ett ökat behov av hälsovård, samt stora behov av effektiviseringar av vårdkedjan. Största marknaden är Nordamerika, följt av Europa, medan Asien visar högst tillväxttakt. Arcoma hämtar dock 70% av sin omsättning i Europa, 20% i Nordamerika och 10% av omsättningen i Asien.

Flera viktiga avtal som stärker erbjudande och räckvidd

Den breda produktportföljen erbjuder kombinationer av detektorer, generatorer, programvara och positioneringssystem som kan kombineras till en för kunden optimal konfiguration. Produkter finns i olika kostnadsnivåer för olika kliniska behov och utrymmesbegränsningar.

Fokus framåt för Arcoma är nu etablera nya partners, exekvera pågående program för sänkta produktkostnader, driva försäljning av kompletta lösningar i Europa för större affärer samt att driva produktutveckling för att öppna upp nya marknadsmöjligheter. De senaste åren har bolaget lagt ner mycket jobb på att etablera distributionskanaler i Asien och har fått

till fina referensinstallationer som skapar möjligheter på lite längre sikt. Därtill är nya distributörsavtal och länder en tillväxtmöjlighet på sikt.

De senaste åren har ett flertal viktiga avtal tecknats som stärkt Arcomas erbjudande och räckvidd markant.

- I oktober 2017 ingick Arcoma ett partnerskap med Canon Europa. Det här väntades då bidra till en försäljningsökning på ca 25 mkr per år, där full potential ännu ej är nådd. Under avtalet ska Arcoma, under eget varumärke, sälja röntgensystem med Canons mjukvara och detektorer till kunder över hela Europa, Mellanöstern och Afrika.
- I april 2018 slöts ett återförsäljaravtal med Canon Medical Systems Europe (CMSE) där de avtalade att Canon ska marknadsföra Arcomas befintliga produkter under varumärket Aceso and Aceso+. Avtalet ger Arcoma betydligt starkare marknadsnärvaro i centrala och södra Europa.
- I juni 2018, mottog Arcoma en ramorder på SEKm 38 från amerikanska Virtual Imaging, som ägs av Canon och säljer Arcomas röntgensystem både via distributörer och direkt till slutkund i USA och Kanada. Detta var en viktig order som gav ett kvitto på att Arcomas produkter står sig på den nordamerikanska marknaden.
- I augusti 2018 annonserades att Canon Medical Systems USA (CMSU) kommer sälja Arcomas produkter. Arcomas röntgensystem såldes redan i Nordamerika av Canons dotterbolag Virtual Imaging under produktnamnen RadPro Omnera 400A och 400T. Med det nya avtalet med CMSU (som har en betydligt större organisation med strax under 100 säljare, som förvärvades från Toshiba 2017) utökas nu säljstyrkan som kommer marknadsföra Arcomas produkter.
- I februari 2019, slöts ett distributörsavtal mellan Canon Medical Systems i Turkiet och Arcoma som gör att Canon kommer att kunna sälja Arcomas produkter i Turkiet från och med den 15 februari 2019.

Stora bolag som Canon rör sig dock långsamt och ändrar inte kursen så ofta. Därför är det naturligt att anta att det kommer ta viss tid innan dessa avtal ger full effekt. Det innebär att vi ser en betydande framtida potential att växa med Canon.

Potential för betydande lyft av omsättning och lönsamhet

Drivet av en fortsatt tillväxt i Europa, ökad försäljning via Canon och en ökad försäljning av kompletta system där detektorer ingår så ökade försäljningen med 30% under 2018. Geografiskt sett ökade försäljningen signifikant i USA och Europa. Med avtalet med CMSU i augusti 2018, där deras nära 100 säljare kommer kunna börja sälja Arcomas produkter så ser vi potential för ett fortsatt betydande bidrag till försäljningstillväxten från den amerikanska marknaden.

Genom en fortsatt ökad försäljning av kompletta system i Europa, en ökad försäljning i USA, ett ökat samarbete med Arcomas distributörer och en stabil och växande eftermarknadsförsäljning så räknar vi med att omsättningen kan fortsätta växa, med 35% 2019e för att sedan plana ut något till 30% 2020e och 25% 2021e. Osäkerheten i dessa siffror är dock

mycket hög. Som en motvikt till den höga osäkerheten i prognosen för systemförsäljningen utgörs 15-20% av intäkterna utgörs av en stabil eftermarknadsaffär med betydligt högre marginaler än nyförsäljningen.

Medan en ökad andel affärer med detektorer inkluderade både lyfter omsättningen och pressar bruttomarginalen, så har bolaget även arbetat med att öka skalbarheten i bolagets produktion och sänka bolagets produktionskostnader. Med befintlig organisation klarar Arcoma nu att leverera en omsättning på 15 mkr per månad, vilket innebär att bolaget kan växa med 50% redan under 2019 utan att addera kapacitet. Vi räknar med att se de fulla effekterna av kostnadsbesparingarna under 2020. Sammantaget räknar vi med ett lyft i bolagets EBITDA-marginal framöver. Från 4,3% 2018 räknar vi med att en tvåsiffrig tillväxttakt och fortsatta effekter av kostnadsbesparingarna lyfter EBITDA-marginalen till 7,8% 2019e och 12,5% år 2021e. Det innebär en ökning av EBITDA från 5 mkr till 33 mkr mellan 2018 och 2021e.

Värdering och slutsats – medelhög potential till hög risk

Jämfört med medicintekniksektorn i stort handlas Arcoma-aktien till en betydande rabatt, mätt som EV/EBITDA, på ca 10% 2020e och 50% 2021e. En del av det förklaras av bolagets jämförelsevis låga lönsamhet. Men om bolaget fortsätter lyfta omsättning och lönsamhet mot vårt förväntade utfall för 2021e ser vi potential för ca 40 procentenheters kontraktion av rabatten 2021e, över de kommande 12-18 månaderna. Det motsvarar då en målmultipel på 12,8x EBITDA 2021e, en kurs på 30 kr, och en uppsida på ca 50%. Vår diskonterade kassaflödesmodell med en WACC på 12% visar istället ett DCF-värde på 26 kr per aktie, vilket motsvarar en uppsida på 30%. Även om intäktsprognosen är förknippad med en särskilt hög osäkerhet så ser vi en medelhög potential i aktien. Bolagets installerade bas och spridning på antal kunder och regioner gör att riskratingen gränsar till medelhög. Men det faktum att bolaget ännu inte visar positivt resultat, samt att de faktorer som ska lyfta resultatet precis är i början av att materialiseras, motiverar ändå en hög risk tills vidare.

Marknad och konkurrenssituation

Arcoma verkar på en stabilt växande marknad med starka underliggande drivkrafter som en ökad befolkning och medellivslängd, samtidigt som det finns stora behov av att effektivisera vården, och då inte minst diagnostiken. Största marknaden är Nordamerika, medan Asien visar högst tillväxttakt. Konventionell digital röntgen är fortfarande dominerande sett till antalet undersökningar.

Befolkningsökning, ökad medellivslängd och effektivare vårdflöden

I takt med den globala befolkningsökningen och ökade medellivslängden så ökar behovet av hälsovård. Den ändrade åldersstrukturen skapar också behov av att effektivisera vården då det är färre i arbete som skall finansiera och leverera vården. Ett vanligt svar på detta är söka öka produktiviteten genom snabb och korrekt diagnos och därigenom minska vårdtiderna. Här spelar bilddiagnostik med bland annat röntgen en viktig roll för att snabbt ställa diagnos och sätta in rätt behandling. Medicinsk bilddiagnostik är en integrerad och väsentlig del av många vårdflöden och behandlingar, vilket gör att behovet av röntgenundersökningar långsiktigt förväntas öka.

Marknadstillväxt på 8,5 % CAGR 2018-2023

Den digitala röntgenmarknaden uppgick till USD 8,1 miljarder år 2017, och förväntas öka till USD 13,0 miljarder år 2023, vilket motsvarar en CAGR på 8,5%, enligt analysföretaget MarketsandMarkets.

Enligt analysföretaget Qurate Business Intelligence uppgick den digitala röntgenmarknaden, mätt som antal enheter, till 21 349 enheter år 2016, vilket väntas öka till 34 944 enheter år 2022. Precis som marknadstillväxten mätt i värde så motsvarar det en CAGR på 8,5%, vilket indikerar en förväntan om en totalt sett stabil prisutveckling på systemen (Andra bedömare ger dock en mer komplex bild av utsikterna för industrin, se nedan Möjligheter och utmaningar för aktörerna på DR-marknaden). Den ökade förekomsten av sjukdomar som tuberkulos, osteoporos och kardiovaskulära sjukdomar väntas i kombination med en växande, åldrande befolkning och produktlanseringar driva tillväxten, särskilt i segmentet generella radiografiska applikationer. Den globala digitala röntgenmarknaden kan även segmenteras baserat på portabilitet, i fasta digitala röntgensystem och bärbara digitala röntgensystem. 2018 utgjorde fasta digitala röntgenanläggningar den största delen av den digitala röntgenmarknaden. Tillgången till kostnadseffektiva lösningar och omfattande tillämpning av dessa system inom diagnostik förväntas driva tillväxten av detta marknadssegment.

Konventionell röntgen störst inom bilddiagnostik

Mer avancerade tekniker som datortomografi och magnetresonanskamera är en stor bidragsgivare till marknadstillväxten inom radiologi, men även i de mest utvecklade marknaderna och på de mest högspecialiserade sjukhusen är konventionell röntgen den vanligaste undersökningen eftersom det är billigare, ger högre patientgenomströmning och en lägre stråldos till patienter. Nedanstående tabell visar typiska siffror på antal undersökningar fördelat på teknologi för en typisk röntgenklinik på ett större sjukhus, vilket illustrerar den fortfarande dominerande roll som konventionell röntgen har inom diagnostiken.

Typiskt antal undersökningar på röntgenklinik på större

Röntgenklinik

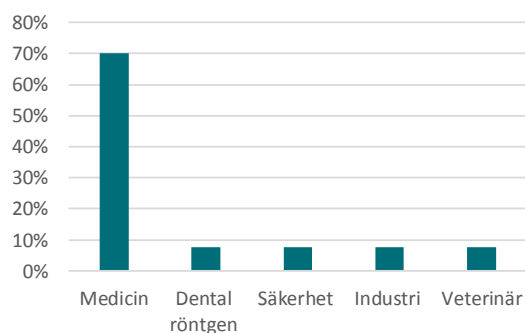
Konventionell röntgen	50 000
Datortomografi	25 000
MRI	5 000
Ultraljud	5 000

Mammografiavdelning

Mammografi (screening och kliniska)	62 000
-------------------------------------	--------

Källa: Arcoma, Erik Penser Bank

Arcoma – Röntgenmarknaden fördelat på



Källa: Signify Research, Erik Penser Bank

Två huvudsakliga teknologier, DR resp. CR

Digital röntgen innebär en elektronisk fångst eller registrering av en röntgenexponering. Exponeringen fångas i en detektor som omvandlar röntgenstrålarna till en digital signal, som sedan presenteras på en bildskärm för diagnos. En bild från ett digitalt röntgensystem som visas på en bildskärm kan ha kommit från en av två tekniker, nämligen Computed Radiography (CR) och Direct Digital Radiography (DR / DDR).

CR använder en bildplatta med fosfor för att skapa den digitala bilden. CR använder ett kassettbaserat system som analog film och brukar anses vara en övergång mellan klassisk radiografi och de allt populärare helt digitala metoderna. CR anses oftast som det initialt mest kostnadsvänliga valet. CR används nästan exakt som vanlig film och kräver därför få förändringar i arbetsflödet och en mindre initial investering jämfört med DR-enheter av liknande kvalitet. CR-system ökar inte arbetsflödet på samma sätt som ett DR-system och kan kräva mer underhåll. CR-kassetter riskerar dessutom att bli skadade om de hanteras felaktigt, men är mycket billigare att ersätta än en DR-panel.

Digital Radiography (DR) betraktas som den senaste tekniken inom radiografin, som med hjälp av en digital röntgendetektor automatiskt registrerar bilder och överför dem till en dator för visning. Dessa system finns dessutom både som fasta och mobila enheter. DR är det dyrare alternativet men erbjuder en mycket högre effektivitet och kvalitet som mer än kompenserar för det högre initiala priset för många användare. Med tanke på dess höga kapacitet i termer av volym är det ofta det naturliga valet för större kliniker.

Baserat på dessa fördelar väntas DR visa den högsta tillväxttakten den närmaste åren, medan CR fortfarande väntas utgöra den största andelen av marknaden fram till 2024, enligt analysföretaget Global Industry Analysts.

Arcoma – Fördelar och nackdelar med DR vs CR

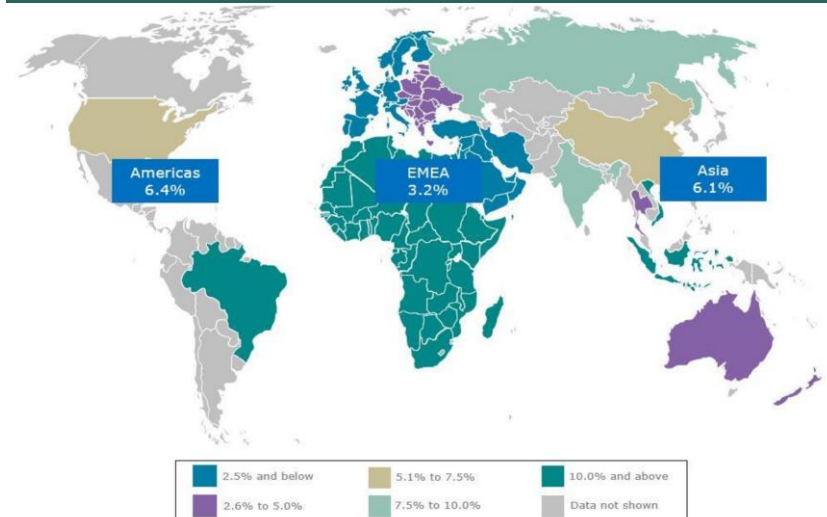
Direct Radiography	Computed Radiography
Fördelar Snabbare bildinhämtning Bättre bildkvalitet Högre volymkapacitet Lägre ståldos förbättrad patientgenomströmning lägre driftskostnader	Fördelar Lägre initial investering Högre grad av kompatibilitet med traditionella system Effektiv för mindre kliniker med lägre volymer Mer flexibel med fler storlekar
Nackdelar Högre initial kostnad Lägre flexibilitet Kräver högre skydd mot handhanvandefel	Nackdelar Tar längre tid för att visa bilden Risk för överexponering Hög underhållskostnad

Källa: JPI Healthcare Solutions

Ojämn efterfrågebild geografiskt sett

Globalt sett är Europa och USA så kallade utbytes- eller retrofitmarknader, med en viss marknadstillväxt. På tillväxtmarknaderna i framförallt Asien ökar levnadsstandarden och därmed även behoven och möjligheterna att finansiera en förbättrad sjukvård. Samtidigt pågår också ett skifte från analog till digital röntgenteknik i Asien, vilket påskyndar tillväxten. Arcoma hämtar 70% av sin omsättning i Europa, 20% i Nordamerika och 10% av omsättningen i Asien.

Arcoma – Marknaden för digital radiografi, 2018



Källa: MarketsandMarket, Erik Penser Bank

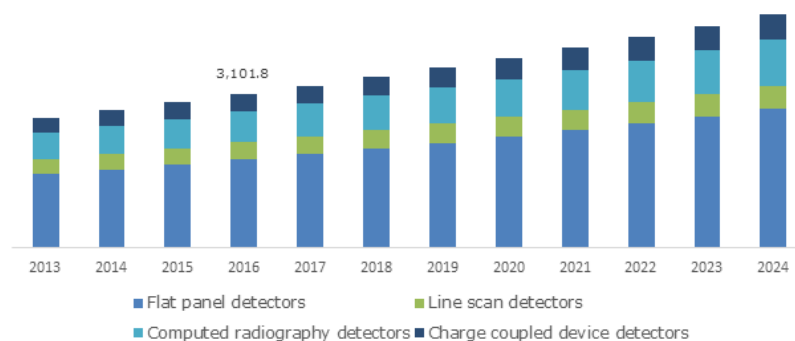
USA – Regelverksförändring dödade marknaden för analog och CR

Under 2018 dominerades efterfrågan av Nordamerika. Den höga tillväxten på den nordamerikanska marknaden är hänförlig till de starka ekonomierna i USA och Kanada, vilket har möjliggjort betydande investeringar i ny teknik.

En viktig förändring i den amerikanska marknaden var the Consolidated Appropriations Act 2015 som sänkte ersättningarna inom Medicare för röntgenbilder tagna med analoga eller CR-system. Det här tvingade i praktiken de få kvarvarande användarna av CR att byta till DR-system. Många valde dock att uppgradera sina CR-system med så kallade DR-retrofit-kits. Marknaden för DR-system väntas nu växa med en gradvis fallande ensiffring tillväxttakt. Priset på DR-system i USA väntas fortsätta minska på grund av en hög konkurrens mellan systemleverantörer, vilket väntas hämma den totala marknadstillväxten sett till värde. Snittpriset för

ett platsmonterat DR-system beräknades minska med ca 4% under 2018, enligt Signify Research.

Arcoma – Marknaden för medicinsk röntgen i USA, USDm



Källa: Global Market Insights, Erik Penser Bank

Västeuropa – Låg ensiffrig tillväxttakt

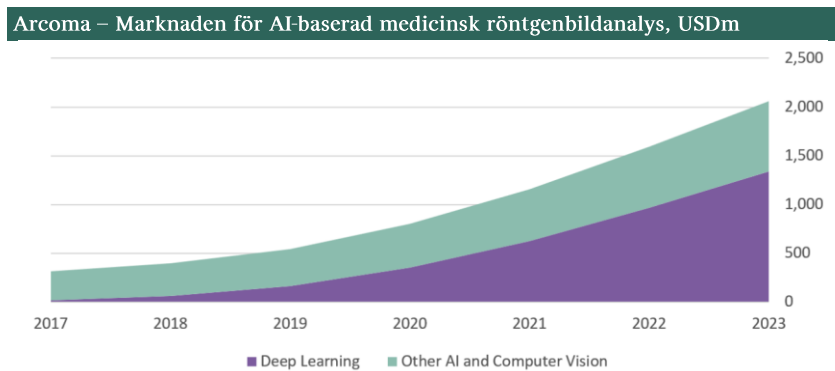
Västeuropeiska marknaden har till största del övergått till DR och beräknas nu visa låg ensiffrig tillväxt framöver. Liksom den amerikanska marknaden är dosreducering, ägandekostnader och arbetsflödesproduktivitet de viktigaste tillväxt drivarna, medan AI-drivna bildhanteringsverktyg väntas bli allt viktigare de närmaste åren, enligt Signify Research.

Asien – Efterfrågan på DR i Kina börjar sakta in

Medan Nordamerika är störst sett till efterfrågan så väntas Asien registrera den högsta tillväxttakten mätt som CAGR fram till 2023. Den höga tillväxten i Asien beror på den växande andelen äldre av befolkningen, särskilt i Japan, och ökade disponibla inkomster. Kina är den största marknaden för DR i Asien och marknaden har ökat snabbt de senaste åren, delvis på grund av tillgången till lågkostnadssystem från inhemska tillverkare. Marknaden väntas visa fortsatt tillväxt de närmaste åren, men med en avtagande takt då marknaden mognar. Den kinesiska DR-marknaden beräknas ha växt med cirka 7% 2018, med mobila DR-system som främsta drivkraft för tillväxten, särskilt i de större städerna.

Möjligheter och utmaningar för aktörerna på DR-marknaden

I den händelse att marknadstillväxten avtar och konkurrensen ökar måste leverantörer utveckla sina erbjudanden för att skydda marginaler och marknadsandelar. Hög bildkvalitet och doshantering ses nu som en självklarhet av de flesta kunder och erbjuder begränsade möjligheter till differentiering. På kort sikt kommer förbättrat arbetsflöde och produktivitet att vara fokusområden för produktutveckling. Framöver bedömer analysföretaget Signify Research att mer avancerade funktioner baserade på AI och maskininlärning kommer integreras i DR-systemen, med ett inledande fokus på verktyg kan avlasta inom rutinuppgifter. Signify Research uppmanar därför leverantörer av DR-system att implementera en sammanhängande strategi för AI för att undvika risken av ett utbrett priskrig.



Källa: Signify Research, Erik Penser Bank

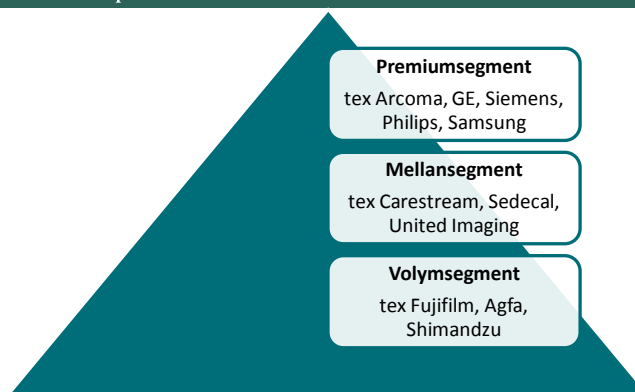
Flertal namnkunniga konkurrenter

Arcoma verkar på en fragmenterad marknad med flera både stora och små globala och mer lokala spelare. Marknaden för digital röntgen är kraftigt konkurrensutsatt med flera både mindre och större spelare.

De mer namnkunniga aktörerna är Canon Inc. (Japan), Carestream Health (USA), Fujifilm Corporation (Japan), GE Healthcare (USA), Hitachi Ltd. (Japan), Hologic, Inc. (USA), Philips Healthcare (Nederländerna), Shimadzu Corporation (Japan), Siemens Healthineers (Tyskland), Konica Minolta, Inc. (Japan), Samsung Medison Co., Ltd. (Korea) och Agfa Gevaert (Belgien). Därtill kommer även spanska Sedecal och United Imaging från Kina, som är en relativt ny spelare. Arcoma uppger att man inte mött United Imaging på de marknader där de säljer än, men att United Imaging verkar ha ambitioner att växa. Det är dock värt att notera att Arcoma är ett kvalitetsvarumärke som anses ligga ett segment över både Sedecal och United Imaging.

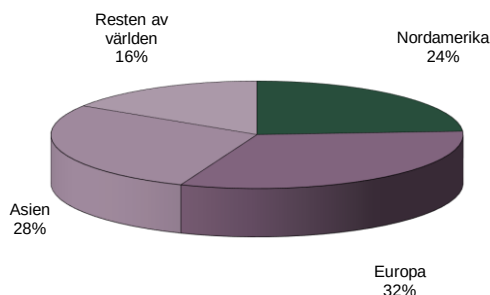
Efter marknaden som helhet växer så är prispressen på marknaden ”inte enorm”, enligt bolaget. Arcoma har en tydlig positionering i premiumsegmentet.

Arcoma – Marknadsposition



Källa: Bolagsrapporter, ADI Media Research, Erik Penser Bank

Arcoma – Geografisk fördelning av marknadsaktörernas hemvist



Källa: MarketsandMarkets, Erik Penser Bank

Produkter

Arcoma tillhandahåller kompletta DR-system och delsystem via återförsäljare och OEM-kunder för användning på sjukhus, kliniker och bildcentraler av alla storlekar. Arcoma marknadsför två egna produktserier, Precision och Intuition.

Precision

Arcoma marknadsför Precision som den optimala kombinationen av den 4:e generationens automatiska positioneringsteknik med ergonomisk design. Precision är enligt bolaget ett avancerat digitalt radiografiskt system som skapar ett effektivt arbetsflöde och maximerar patientgenomströmningen för kliniken.

Intuition

Arcoma marknadsför Intuition som en unik kombination av beprövad teknik och skandinavisk design som skapar en förstklassig, men ändå kostnadseffektiv DR-bildlösning. Intuition har en mängd olika bildplattformar, och erbjuder en kostnadseffektiv lösning till ett brett utbud av kliniska behov. Med Arcomas Smart Space-koncept kan Intuition installeras i alla sorters rum.

Arcoma - Precision



Källa: Arcoma, Erik Penser Bank

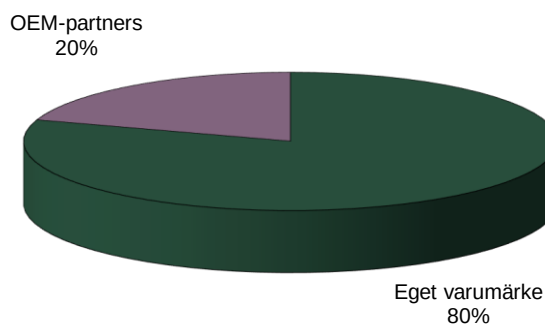
Arcoma – Intuition



Källa: Arcoma, Erik Penser Bank

Förutom Arcomas DR-system under eget varumärke så tillverkar bolaget medicinska system och delsystem för sina globala OEM-partners, som inkluderar några av de största företagen inom medicinteknik globalt. Försäljningen av bolagets eget varumärke uppgår till cirka 80 % av omsättningen och resterande 20% är försäljning till OEM-partners.

Arcoma – Geografisk fördelning av marknadsaktörer



Källa: MarketsandMarkets, Erik Penser Bank

Kommande lyft i intäkter och lönsamhet

Arcoma visar en positiv intäktstrend som väntas fortsätta drivet av en utveckling av partnernätverket, fortsatt tillväxt i Europa, en ökad andel kompletta system samt samarbetet med Canon. Samtidigt väntas större avtal med en högre andel detektorer inkluderade pressa bruttomarginalen. Med full utväxling på gjorda kostnadsbesparingar under de kommande åren räknar vi sammantaget med en fördubbling av intäkterna och en ökning av EBITDA från 5 mkr till 33 mkr mellan 2018 och 2021e.

Goda chanser för betydande omsättningslyft

En avgörande faktor för värdet på varje enskild order och Arcomas omsättning som helhet är huruvida den enskilda affären omfattar detektorer eller om dessa ligger utanför ordern, då detektorerna kan stå för så mycket som halva ordervärdet. Drivet av försäljningen via Canon och en ökad försäljning av kompletta system där detektorer ingår så ökade försäljningen med 30% under 2018. Geografiskt sett ökade försäljningen signifikant i USA och Europa.

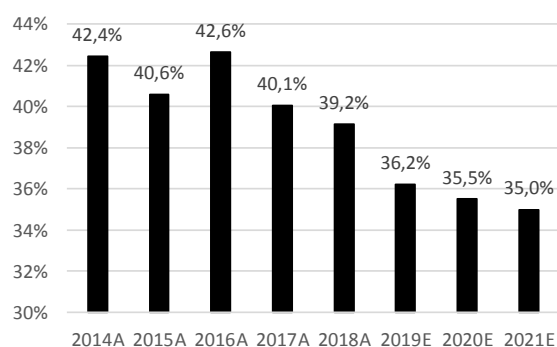
Med avtalet med CMSU i augusti 2018, där deras strax under 100 säljare kommer kunna börja sälja Arcomas produkter, under namnet RadPro Omnera 400A och 400T så räknar vi ett fortsatt betydande bidrag till försäljningstillväxten från den amerikanska marknaden.

Genom en fortsatt ökning av försäljning av kompletta system i Europa, en ökad försäljning i USA, ett ökat samarbete med Arcomas distributörer och en stabil och växande eftermarknadsförsäljning så räknar vi med att omsättningen kan fortsätta växa, med 37% 2019e vilket planar ut något till 30% 2020e och 25% 2021e. Osäkerheten i dessa siffror är dock mycket hög. Som en motvikt till den höga osäkerheten i prognosen för systemförsäljningen utgörs 15-20% av intäkterna utgörs av en stabil eftermarknadsaffär med betydligt högre marginaler än nyförsäljningen.

Svårprognosticerad kostnadsutveckling

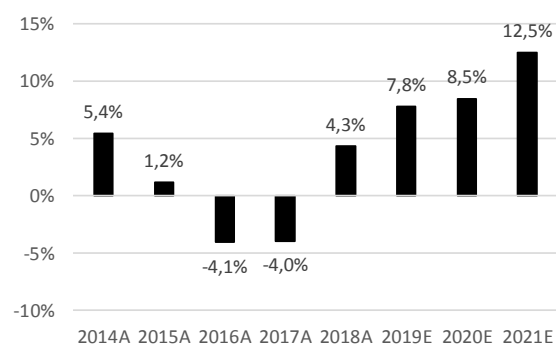
En betydenade insatsvara i Arcomas system är detektorerna, som kan stå för upp till halva kostnaden. Efter avtal med Canon om leverans av detektorer och bildhanteringssystem så kan Arcoma nu leverera hela system inklusive detektorer och bildhantering, vilket lyfter omsättningen markant samtidigt som det pressar bruttomarginalen. För helåret 2018 var bruttomarginalen en procentenhet lägre än 2017, pga att fler kompletta system med detektorer skeppades. Även en högre andel affärer i Asien, där prisnivån är lägre, har pressat bruttomarginalen.

Arcoma - Bruttomarginal, 2014-2021e



Källa: Arcoma, Erik Penser Bank

Arcoma – EBITDA-marginal, 2014-2021e



Källa: Arcoma, Erik Penser Bank

Bolaget har även arbetat med att öka skalbarheten i bolagets produktion och sänka bolagets produktionskostnader. Arcoma har nu en organisation på plats som klarar att leverera en omsättning på 15 mkr per månad, vilket innebär att bolaget kan växa med 50% redan under 2019 i befintlig kostym. Vi räknar dock med att se de fulla effekterna av kostnadsbesparingarna först under 2020.

Sammantaget räknar vi därför med ett lyft i bolagets EBITDA-marginal framöver. 2018 lyckades bolaget vända två år av förluster på EBITDA-nivå till en EBITDA-marginal på 4,3%. Vi räknar med att den utvecklingen fortsätter, drivet av en tvåsiffrig tillväxttakt och fortsatta effekter av kostnadsbesparingarna. Vi räknar med en EBITDA-marginal på 7,8% 2019e som ökar till 12,5% år 2021e.

Nettokassa och kassaflöde kommer bära bolaget till stabil lönsamhet

Trots ett betydande omsättningslyft 2018 och en positiv EBITDA-marginal på 4,3% så sänkte avskrivningar och finansieringskostnader nettoresultatet till en förlust på 1,6 mkr 2018. Inte heller det fria kassaflödet blev positivt för helåret på grund av en ökad rörelsekapitalbindning på 4 mkr. Vid slutet av 2018 hade Arcoma en nettokassa på 6 mkr. Med ett begränsat investeringsbehov och ett fritt kassaflöde på 9 mkr i år och 11 mkr nästa år, väntas pengarna i kassan räcka tills bolaget når stabil lönsamhet.

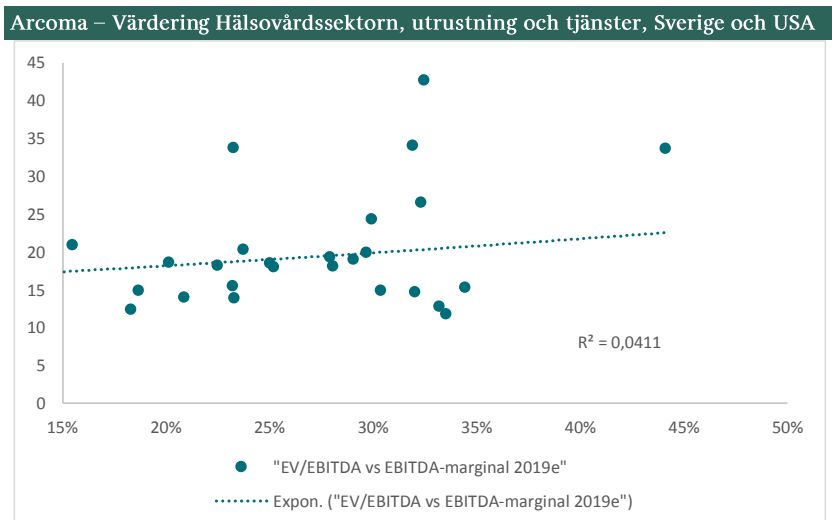
Marginallyft möjliggör multiplexpansion

Jämfört med medicintekniksektorn i stort handlas Arcoma-aktien till en betydande rabatt, mätt som EV/EBITDA. En del av det förklaras av bolagets jämförelsevis låga lönsamhet. Men om bolaget fortsätter lyfta omsättning och lönsamhet mot vår prognos för 2021 ser vi potential för nära 40 procentenheters kontraktion av rabatten 2021e, vilket innebär en omvärderingspotential på ca 50%.

Blandat stöd för värderingsrabatt mot jämförelsegruppen

Efter en nära fördubbling av kursen under 2018, från 7,50 kr till 13,80 kr, och fortsatt brant uppgång till 20 kr efter årsskiftet så har även värderingsmultiplarna stigit i motsvarande takt. Aktien handlas nu till EV/EBITDA 21,6x 2019e, 15,2x 2020e, på våra estimat. Med en väntad fortsatt tillväxt och marginalförbättring 2021e så sjunker värderingen, mätt som EV/EBITDA till 8,3x 2021e.

Jämfört med värderingen av sektorn för hälsovårdsutrustning i Sverige och USA så utgör det en rabatt på ca 10% jämfört med medianen av 2020 års EV/EBITDA-multiplar för jämförelsegruppen och en rabatt på ca 50% jämfört med 2021 års multiplar. Jämförelsegruppen presterar dock totalt sett betydligt bättre sett till lönsamheten, med en median för EBITDA-marginalen på 25% år 2018, 26% 2019 och 27% 2020. Det kan jämföras med Arcomas EBITDA-marginal på 4,3%, 7,8% resp. 8,5% för motsvarande perioder. Detta verkar motivera en betydande värderingsrabatt mot jämförelsegruppen (å andra sidan skalar inte jämförelsegruppens värdering nämnvärt med högre lönsamhet, vilket är ett vanligt förekommande mönster i andra branscher, se figur nedan).



Källa: Factset, Erik Penser Bank

Sett till en mindre jämförelsegrupp, begränsad till bolag med jämförbar lönsamhet (avgränsad till bolag med EBITDA-marginal under 20%), så minskar värderingsrabatten på 2020 års multiplar något, medan rabatten är fortsatt hög på ca 40% på 2021 års multiplar. Det förklaras delvis av en förväntad fortsatt förbättring i Arcomas lönsamhet till en EBITDA-marginal på 12,5% år 2021e.

Antaget att Arcoma fortsätter öka både tillväxt och EBITDA-marginal mot vårt förväntande utfall för 2021e borde det vara rimligt med en kontraktion av rabatten för prognosår, från ca 50% till 10%, över de kommande 12-18 månaderna. Det motsvarar då en målmultipel på 12,8x EBITDA 2021e, en kurs på 30 kr, och en uppsida på 50%.

DCF indikerar en medelhög kurspotential

I vår diskonterade kassaflödesberäkning av Arcoma så antar vi att tillväxttakten faller till marknadstillväxten på 8,5% efter 2021e, i linje med de externa bedömningarna av marknaden. Från 2025 räknar vi med att Arcoma och marknaden fortsätter växa något snabbare än BNP, baserat på de uthålliga strukturella drivkrafter som redogjordes för i marknadsbeskrivningen. Med en WACC på 12% motsvarar det ett totalt nettonuvärde på 366 mkr eller 26 kr per aktie. Det i sin tur motsvarar en uppsida jämfört med dagens kurs på ca 30%.

Arcoma – Diskonterad kassaflödesvärdering (DCF)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Terminal Value
Omsättning	160,9	209,2	261,5	283,8	307,9	334,1	350,8	368,3	386,7	406,0	
Omsättningsstillväxt	34,7%	30,0%	25,0%	8,5%	8,5%	8,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
COGS	-102,7	-134,9	-170,0	-184,4	-200,1	-217,1	-228,0	-239,4	-251,4	-263,9	
Bruttomarginal	36,2%	35,5%	35,0%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	
OPEX	-45,8	-56,5	-58,8	-62,4	-67,7	-73,5	-77,2	-81,0	-85,1	-89,3	
som andel av omsättning	28,4%	27,0%	22,5%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	13x EBITDA
EBITDA	12,5	17,8	32,7	36,9	40,0	43,4	45,6	47,9	50,3	52,8	686,2
EBITDA-marginal	7,8%	8,5%	12,5%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	
Betald skatt	0,0	-1,9	-5,7	-6,5	-7,1	-7,7	-8,0	-8,4	-8,8	-9,3	
CAPEX	-3,2	-4,2	-5,2	-5,7	-6,2	-6,7	-7,0	-7,4	-7,7	-8,1	
Nettokassaflöde	9,3	11,7	21,8	24,7	26,8	29,1	30,6	32,1	33,7	35,4	
Discount factor 12%	1,0000	0,8929	0,7972	0,7118	0,6355	0,5674	0,5066	0,4523	0,4039	0,3606	0,3220
Nettonuvärde (NPV)	9,3	10,5	17,4	17,6	17,0	16,5	15,5	14,5	13,6	12,8	220,9
Totalt NPV	365,5										
Antal aktier	14,3										
DCF-värde per aktie	25,6										

Hög prognososäkerhet

Arcoma verkar på en global marknad i en jämförelsevis svår genomlyst bransch men få och stora enskilda affärer. Som illustration kan nämnas att hela Arcomas omsättning 2018 bedöms ha utgjorts av färre än 150 affärer. När strax under 100 säljare i Canon amerikanska säljkår i CMSU nu börjar sälja Arcomas produkter är det svårt att uppskatta vilket genomslag det kommer ha på bolagets omsättning, och i vilken takt. Genomslaget på vår prognos för EBITDA 2020e och 2021e kan därför komma att avvika markant, både till det bättre och det sämre, jämfört med vår nuvarande bedömning.

Framtida kapitalbehov

Givet bolagets unika affärsmodell, nettokassan på 6 mkr och det förväntat positiva kassaflödet redan 2019e, ser vi inte några direkta skäl att bolaget behöver ytterligare kapital i närtid. Med stöd av en 50% uppsida sett till multiplarna och ca 30% uppsida i en DCF ser vi sammantaget en medelhög potential i aktien, men till en hög risk i ljuset av en förväntad kraftig uppvärdering samt osäkerhet i resultatprognoser.

Arcoma – Sektorn medicinteknik och tjänster, värdering och nyckeltal

	Kurs		MV (mdkr)	EV/EBITDA (just.)			P/E (just.)			Dir.avk.	EBITDA-marg.			Kursutveckling	
	(lokal)			19e	20e	21e	19e	20e	21e		20e	18	19e	20e	1mån
CellaVision AB	282,8	SEK	7	40,7	33,3	28,4	59,1	49,5	42,1	0,7%	32,5%	37,3%	39,8%	4%	7%
Boule Diagnostics AB	6	SEK	1	14,9	12,8	11,3	22,8	19,9	17,8	17,6%	14,8%	17,0%	17,9%	-4%	-34%
Biotage AB	13,1	SEK	8	31,9	26,4	23,6	41,8	38,7	38,4	13,7%	23,3%	25,0%	27,1%	13%	-3%
Illumina, Inc.	319	USD	435	35,2	29,3	25,4	45,5	39,2	n/a	0,0%	31,9%	33,3%	35,1%	8%	-11%
Varian Medical Systems, Inc.	138	USD	116	18,8	16,3	13,8	-	-	n/a	0,0%	20,1%	19,7%	20,4%	5%	22%
Elekta AB Class B	12	SEK	44	14,7	12,1	n/a	-	36,6	21,6	17,1%	n.m.	12%	18%	-10%	-6%
Abbott Laboratories	8	USD	1 302	18,7	16,5	14,8	24,9	22,2	20,0	16,6%	25,0%	26,3%	27,3%	7%	16%
Medtronic plc	92	USD	1 144	12,1	11,3	n/a	18,8	16,7	-	2,5%	n/a	37,3%	37,1%	-1%	-6%
Thermo Fisher Scientific Inc.	271	USD	1 002	18,6	16,9	15,4	-	-	-	0,3%	25,2%	26,0%	26,4%	8%	11%
Danaher Corporation	132	USD	875	20,9	17,2	16,5	27,7	24,6	22,7	0,6%	23,8%	24,2%	27,1%	18%	22%
Becton, Dickinson and Company	245	USD	612	14,0	12,4	10,5	20,3	18,0	16,2	1,4%	0,3	34%	35%	-1%	-6%
Intuitive Surgical, Inc.	578,0	USD	618	35,2	30,1	25,6	47,4	41,2	35,5	0,0%	44,1%	41,6%	41,2%	5%	4%
Stryker Corporation	198,0	USD	684	18,5	16,7	15,2	24,4	22,2	20,2	1,2%	28,1%	28,5%	28,9%	6%	13%
Boston Scientific Corporation	38,2	USD	490	18,5	15,7	13,9	24,3	21,1	18,6	0,0%	27,9%	29,2%	30,1%	-5%	1%
Baxter International Inc.	78	USD	372	14,2	12,7	12,3	23,9	21,0	18,9	1,2%	23,3%	26,0%	27,2%	6%	1%
Edwards Lifesciences Corporation	192	USD	370	28,7	25,5	22,3	-	-	-	0,0%	0,3	33%	33%	10%	25%
Primo Water Corporation	15,2	USD	5	n/a	n/a	n/a	-	-	-	n/a	18,3%	19,2%	20,2%	9%	-18%
Zimmer Biomet Holdings, Inc.	129,6	USD	245	12,3	11,2	10,3	16,6	15,6	14,6	0,8%	33,5%	34,0%	34,6%	5%	-1%
IDEXX Laboratories, Inc.	225,7	USD	180	n/a	n/a	n/a	-	-	n/a	0,0%	26,0%	n/a	n/a	10%	-6%
Teleflex Incorporated	305	USD	130	20,2	17,4	14,9	-	-	n/a	0,4%	29,7%	29,3%	30,7%	11%	13%
ResMed Inc.	101	USD	134	19,2	16,9	14,8	30,0	27,5	23,6	1,6%	0,3	32%	31%	1%	-11%
Hologic, Inc.	47,7	USD	129	14,8	13,4	12,5	18,5	16,8	14,7	0,0%	32,0%	32,7%	33,0%	3%	16%
STERIS Plc	125,2	USD	98	15,1	13,5	n/a	23,6	21,3	n/a	0,8%	n/a	25,7%	26,5%	2%	10%
Hill-Rom Holdings, Inc.	107,1	USD	66	14,3	12,5	11,4	-	n/a	n/a	0,8%	20,9%	20,6%	21,7%	3%	17%
Masimo Corporation	137	USD	67	25,1	20,4	16,8	-	n/a	n/a	0,0%	29,9%	28,9%	30,4%	6%	12%
Bio-Rad Laboratories, Inc. Class A	316	USD	88	21,2	18,7	16,1	-	n/a	n/a	0,0%	0,2	18%	19%	15%	6%
LivaNova Plc	98,2	USD	44	18,5	16,2	13,8	-	n/a	n/a	0,0%	22,5%	22,3%	23,4%	0%	-20%
Bruker Corporation	40,2	USD	58	15,6	13,8	12,3	-	n/a	n/a	0,4%	18,7%	19,5%	20,3%	8%	22%
Wright Medical Group NV	32,3	USD	38	29,8	23,1	18,0	-	n/a	n/a	0,0%	14,0%	17,2%	20,0%	2%	15%
Integra LifeSciences Holdings Corporation	57	USD	45	15,8	13,9	12,2	21,3	19,1	17,2	0,0%	23,2%	24,4%	25,3%	3%	-9%
Globus Medical, Inc. Class A	49	USD	44	16,4	14,1	12,9	-	n/a	n/a	0,0%	0,3	35%	36%	2%	-10%
Surgical Science Sweden AB	117,8	SEK	1	n/a	n/a	n/a	77,7	56,5	n/a	0,0%	17,2%	n/a	n/a	-12%	60%
RaySearch Laboratories AB Class A	98,7	SEK	3	12,2	8,1	7,0	38,0	22,9	17,0	0,5%	33,2%	35,0%	43,1%	3%	-23%
Medel				20,2	17,3	15,6	42,3	36,6	21,6	2,4%	26,0%	27,2%	28,6%	4%	4%
Median				18,5	16,3	14,8	43,7	36,6	21,6	0,4%	25,6%	26,3%	27,3%	5%	4%
Arcoma	19,4	SEK	0,3	21,6	15,2	8,3	34,7	23,1	11,2	0,0%	4,3%	7,8%	8,5%	5%	33%

Källa: Factset, Bolagsdata

Bolagsstyrning

Arcoma styrelse har en gedigen bakgrund och kompetens inom relevanta områden. Tillsammans äger styrelsen och ledningen ca 1,9 miljoner aktier i Arcoma motsvarande ca 15% av bolaget.

Styrelse och ledning

Arcomas styrelse och ledning representerar ett gediget och kommersiellt kunnande inom den internationella medicinteknikindustrin. Tre av fyra av styrelsens medlemmar bedöms som beroende i förhållande till bolagets större ägare. Tillsammans äger styrelsen och ledningen ca 1,9 miljoner aktier i Arcoma motsvarande ca 15% av bolaget. Styrelsen består av ordförande Lars Kvarnhem, ledamöterna Peter Benson, Mats Thorén och Anders Dahlberg. Ledningsgruppen består av VD Jesper Söderqvist, CFO AnnaPia Johansson m.fl.

- **Jesper Söderqvist**, född 1966, har varit VD sedan februari 2018. Jesper Söderqvist har 14 års erfarenhet från Life Science, radiologi och strålterapi, bland annat som Vice President Portfolio Management på Elekta och VD på Sectra AB:s dotterbolag Sectra Mamea AB. Jesper är civilingenjör och har doktorsgrad i fysik båda från KTH. Jesper Söderqvist äger 25 000 aktier + 240 000 teckningsoptioner.
- **AnnaPia Johansson**, född 1971, har varit anställd som CFO sedan 2015. AnnaPia har mer än 10 års erfarenhet som CFO och controller från Tecna Group och Strålfors. AnnaPia har utbildning i Internationell ekonomi från Linnéuniversitetet och Handelshögskolan i Wien. AnnaPia Johansson äger 15 000 aktier + personaloptioner.
- **Lars Kvarnhem**, född 1972, har varit styrelseordförande sedan 2017. Lars Kvarnhem har mer än 15 års erfarenhet av ledning och affärsutveckling av företag och verksamhetsprocesser inom medicinteknik. Han har tidigare bland annat varit VD och huvudägare i det medicintekniska bolaget Anmedic AB samt styrelseledamot i Stille AB. Lars har bla utbildning från KTH Executive School. Lars Kvarnhem äger 1 149 425 aktier via Priego AB.
- **Peter Benson**, född 1955, har varit styrelseledamot sedan 2010. Peter Benson är civilekonom från Lunds universitet och har en MA i Economics från University of California. Peter Benson är Managing Partner för Sunstone Capital Life Science Ventures och har tidigare bland annat varit chef för Life Science Investments för Vækstfonden och medlem av Pharmacia AB:s koncernledning. Han äger inga aktier i Arcoma.
- **Mats Thorén**, född 1971, har varit styrelseledamot sedan 2012 (dessförinnan två år som suppleant). Mats Thorén har en ekonomiutbildning från Handelshögskolan i Stockholm. Mats är professionell styrelsemedlem och affärsrådgivare och har tidigare bland annat varit ansvarig för healthcare i Sverige på Handelsbanken Markets Corporate Finance samt partner på Catella Healthcare Investments. Mats Thorén äger 666 100 aktier privat och via Vixco Capital AB.
- **Anders Dahlberg**, född 1976, är Divisionschef på Aleris Omsorg och medlem av koncernledningen i Aleris, en av de ledande privata vårdgivarna i Skandinavien. Anders är styrelseledamot i Human Care och Abilia. Han var tidigare partner på managementkonsultfirman Applied Value.

Risker och osäkerhetsfaktorer

Utöver de generella risker som omfattar alla investeringar i aktier och småbolag så är en investering i Arcoma förknippad med ett flertal bolags- och aktiespecifika risker och osäkerhetsfaktorer.

Stort beroende av enskild partner

Arcoma har träffat partner- och återförsäljaravtal med Canon vilka bedöms ha en särskild betydelse för bolagets kunderbjudande då det möjliggör för Arcoma att erbjuda detektorer och bildhanteringssystem i en komplett lösning. Canon å sin sida valt Arcoma för att få en komplett produktportfölj inom radiologi. Skulle endera parten avsluta avtalet så riskerar det att ha en negativ effekt på bolagets tillväxtutsikter.

Utdragna lönsamhetsproblem

Det finns inget som garanterar att, trots de åtgärdsprogram som genomförts och de expansionsplaner som Arcoma planerar, koncernen i framtiden kommer att gå med vinst. Arcoma verkar i en medicinteknisk bransch som påverkas av säsongsvariationer då orderflöde och försäljning sett till enskilda kvartal kan variera.

Insatsvaror i kompletta system från Canon

Även om Arcoma har ett nära samarbete och partnerskap med Canon på flera plan, så utgör insatsvaror till leveranser av kompletta system, framförallt detektorer och bildhanteringslösningar, från Canon också en potentiell risk för bolaget.

Valutarisk

En del av Arcomas försäljningsintäkter och kostnader sker i andra valutor än SEK (i dagsläget euro och USD). Valutakurser kan väsentligen förändras vilket skulle kunna påverka Arcomas kostnader och framtida intäkter negativt.

Regulatoriska godkännanden

Som leverantör av medicinteknisk utrustning är Arcomas verksamhet beroende av regulatoriska godkännanden. Även om bolaget arbetar med konventionell digital röntgenteknik finns alltid en risk för att regulatoriska motgångar kan fördröja expansion på nya marknader och lansering av nya produkter. Att ha regulatoriska godkännanden på plats för befintliga produkter och kunskap om de regulatoriska processerna är på många sätt en förutsättning för att bedriva verksamhet som medtechbolag, men det är samtidigt en styrka relativt en del yngre jämförelsebolag.

Ökat pris- och konkurrenstryck

Omfattande satsningar från konkurrenter skulle kunna medföra risker i form av försämrade försäljning och lönsamhet för Arcoma. Vidare kan företag med global verksamhet som i dagsläget arbetar med närliggande områden bestämma sig för att etablera sig inom Arcomas verksamhetsområde.

Arcoma – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	0	0	130	123	102	92	119	161	209	262
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad för sålda varor	0	0	-75	-73	-59	-55	-73	-103	-135	-170
Bruttovinst	0	0	55	50	44	37	47	58	74	92
Försäljningskostnader	0	0	-6	-7	-7	-7	-8	-9	-12	-12
Administrationskostnader	0	0	-18	-17	-17	-13	-13	-13	-17	-17
Forsknings- och utvecklingskostnader	0	0	-24	-24	-24	-20	-21	-23	-28	-29
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före avskrivningar	0	0	7	1	-4	-4	5	13	18	33
Avskrivningar	0	0	-7	-8	-9	-6	-6	-5	-5	-5
Goodwill-avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat	0	0	1	-6	-13	-10	-0	7	13	28
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	-4	-1	-1	-1	-1	-0	-0	-0
Resultat före skatt	0	0	-3	-8	-13	-11	-1	7	13	28
Skatter	0	0	4	1	2	1	-1	0	-2	-6
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	0	0	1	-6	-12	-10	-2	7	11	22

Kassaflödesanalys

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Resultat före avskrivningar	0	0	7	1	-4	-4	5	13	18	33
Förändring av rörelsekapital	0	0	0	-3	2	-5	-4	-0	-1	-3
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	-1	-3	-0	-1	-0	-2	-6
Kassaflöde från löpande verksamheten	0	0	0	-2	-5	-9	0	12	15	24
Finansiella nettokostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Betald skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investeringar	0	0	0	-5	-1	5	-1	-3	-4	-5
Fritt kassaflöde	0	0	0	-7	-6	-4	-1	9	11	19
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	0	0	0	14	3	3	4	0	0	0
Övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	0	0	0	7	-2	-1	3	9	11	19
Icke kassaflödespåverkande justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld, rapporterad	0	0	0	-4	-3	-3	-6	-13	-21	-38

Balansräkning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	0	0	0	30	23	19	15	13	12	11
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	1	1	0	2	5	8
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	6	8	9	8	8	8	8
Summa anläggningstillgångar	0	0	0	37	31	29	23	24	25	28
Varulager	0	0	0	21	20	15	20	29	52	65
Kundfordringar	0	0	0	19	16	20	26	38	42	52
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	0	0	0	7	5	4	8	14	23	39
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	47	40	40	53	81	117	157
SUMMA TILLGÅNGAR	0	0	0	84	71	68	76	105	142	185
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	0	0	0	50	37	41	39	46	57	79
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	0	0	0	50	37	41	39	46	57	79
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	3	2	1	2	2	2	2
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	0	0	0	3	2	1	2	2	2	2
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	32	32	26	36	58	84	105
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	0	0	32	32	26	36	58	84	105
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	0	0	0	84	71	68	76	105	142	185

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – 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	-0,62	-1,13	-0,78	-0,13	0,56	0,84	1,73
Vinst per aktie, justerad	0,00	0,00	0,00	-0,62	-1,13	-0,78	-0,13	0,56	0,84	1,73
Rörelsens kassaflöde/aktie	0,00	0,00	0,00	-0,23	-0,45	-0,70	0,00	0,87	1,04	1,70
Fritt kassaflöde per aktie	0,00	0,00	0,00	-0,71	-0,54	-0,28	-0,06	0,64	0,75	1,33
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	4,82	3,61	3,23	2,73	3,23	3,97	5,50
Eget kapital per aktie, ex goodwill	NM	NM	0,00	1,92	1,42	1,71	1,70	2,31	3,14	4,71
Substansvärde per aktie	0,00	0,00	0,00	-0,43	1,42	1,71	1,70	2,31	3,14	4,71
Nettoskuld per aktie	0,00	0,00	0,00	1,92	-0,33	-0,25	-0,50	-1,00	-1,68	-3,00
EV per aktie	-	-	11,91	7,47	3,44	7,25	13,21	18,51	17,92	16,75
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	-	0,1	10,3	10,3	12,6	14,3	14,3	14,3	14,3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	-	7,1	10,3	10,3	12,6	14,3	14,3	14,3	14,3

Värdering

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E-tal, rapporterat	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	34,7	23,1	11,2
P/E-tal, justerat	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	34,7	23,1	11,2
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	NM	NM	NM	NM	4 334,7	22,4	18,6	11,4
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	30,3	25,8	14,6
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	0,0	-9,0	-14,2	-3,7	-0,4	3,3	3,9	6,9
Direktavkastning	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel, justerad	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	0,0	0,0
Kurs/eget kapital	-	-	NM	1,64	1,04	2,32	5,00	6,01	4,89	3,53
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	NM	4,11	2,65	4,40	8,05	8,39	6,19	4,12
Kurs/substansvärde	-	-	NM	NM	2,65	4,40	8,05	8,39	6,19	4,12
EV/omsättning	NM	NM	0,01	0,63	0,35	1,00	1,58	1,68	1,29	1,04
EV/EBITDA	-	-	0,2	52,1	NM	NM	36,6	21,6	15,2	8,3
EV/rörelseresultat	-	-	2,7	NM	NM	NM	NM	37,7	21,5	9,8
Aktiekurs, årsslut	-	-	11,91	7,90	3,77	7,50	13,65	19,40	19,40	19,40
Aktiekurs, årshögsta	-	-	13,32	13,08	7,85	10,70	16,80	20,10	-	-
Aktiekurs, årslägst	-	-	9,87	5,25	3,73	3,57	6,90	13,40	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	-	11,42	8,75	5,14	6,30	11,24	17,29	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	2	82	39	95	195	277	277	277
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	2	77	36	92	189	271	271	271

Tillväxt och marginaler

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättningsstillväxt, årsförändring	NM	NM	NM	-5,5	-17,2	-10,0	30,1	34,7	30,0	25,0
Rörelseresultat, årsförändring	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	75,8	119,4
Vinst per aktie, årsförändring	NM	NM	NM	-	NM	NM	NM	NM	50,5	106,1
EBITDA marginal	NM	NM	5,4	1,2	-4,1	-4,0	4,3	7,8	8,5	12,5
EBITA marginal	NM	NM	0,4	-5,0	-12,6	-10,9	-0,3	4,5	6,0	10,6
Rörelsemarginal	NM	NM	0,4	-5,0	-12,6	-10,9	-0,3	4,5	6,0	10,6
Vinstmarginal, justerad	NM	NM	-2,3	-6,1	-13,1	-12,0	-0,7	4,4	6,0	10,6
Nettomarginal, justerad	NM	NM	0,7	-5,2	-11,4	-10,7	-1,3	4,4	5,1	8,4
Skattesats	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	15,0	20,6

Lönsamhet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Avkastning på eget kapital	NM	NM	NM	-25,8	-26,7	-25,1	-4,0	16,6	20,7	32,4
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	NM	NM	NM	-13,0	-3,7	8,1
Avkastning på sysselsatt kapital	NM	NM	NM	-27,2	-32,4	-27,9	-1,1	21,7	36,6	72,7
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	NM	NM	NM	-13,4	-0,6	20,4

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Investeringar	0	0	0	5	1	-5	1	3	4	5
Investeringar/omsättning	NM	NM	0,0	4,0	0,9	-5,9	0,8	2,0	2,0	2,0
Investeringar/avskrivningar	NM	NM	0,0	0,6	0,1	-0,8	0,2	0,6	0,8	1,1
Varulager/omsättning	NM	NM	0,0	16,9	19,2	16,7	16,5	18,3	25,0	25,0
Kundfordringar/omsättning	NM	NM	0,0	15,7	15,3	21,6	21,4	23,4	20,0	20,0
Leverantörsskulder/omsättning	NM	NM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelsekapital/omsättning	NM	NM	0,0	32,6	34,6	38,3	37,9	41,7	45,0	45,0
Kapitalomsättningshastighet	NM	NM	NM	2,93	1,31	1,32	1,65	1,77	1,69	1,60

Finansiell ställning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoskuld, rapporterad	0	0	0	-4	-3	-3	-6	-13	-21	-38
Soliditet	NM	NM	NM	59,2	52,4	60,0	51,2	43,8	40,0	42,6
Skuldsättningsgrad	NM	NM	NM	-0,09	-0,09	-0,08	-0,16	-0,27	-0,37	-0,48
Nettoskuld/börsvärde	-	-	0,00	-0,05	-0,09	-0,03	-0,03	-0,05	-0,08	-0,14
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	0,0	-3,0	0,8	0,9	-1,2	-1,0	-1,2	-1,2

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

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning

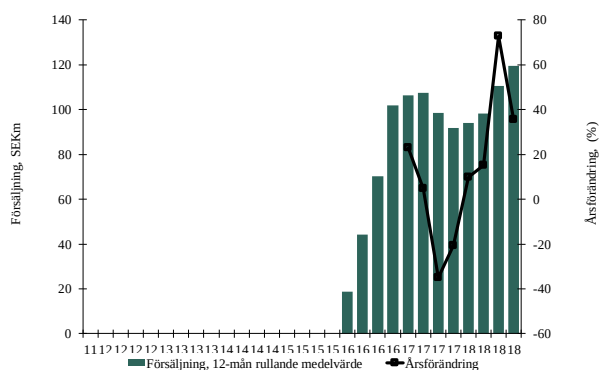
	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418
Nettoomsättning	19	26	26	32	23	27	17	25	25	31	29	34
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-14	-19	-19	-22	-16	-21	-15	-18	-19	-21	-23	-26
Resultat före avskrivningar	-5	-3	1	3	0	-1	-3	-0	-0	2	2	1
Avskrivningar och amorteringar	-2	-2	-2	-3	-2	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-1
Rörelseresultat	-6	-5	-1	-0	-2	-3	-5	-1	-2	1	0	0
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	0	0	0	1	-1	-1	0	-0	-0	-0	-0
Resultat före skatt	-8	-5	-1	-0	-1	-4	-6	-1	-2	1	0	-0
Resultat före skatt, justerat	-8	-5	-1	-0	-1	-4	-6	-1	-2	1	0	-0
Skatter	0	0	0	2	1	0	0	0	0	0	0	-1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-8	-5	-1	2	0	-4	-6	-1	-2	1	0	-1

Tillväxt och marginaler

	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418
Nettoomsättning	NM	NM	NM	NM	22,9	4,9	-35,1	-20,6	9,9	15,2	72,9	35,6
Rörelseresultat	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA marginal	-24,3	-12,4	4,2	7,9	1,9	-2,5	-19,1	-0,6	-0,5	7,4	5,7	3,9
Rörelsemarginal	-34,5	-19,8	-4,2	-0,8	-7,3	-10,4	-27,2	-3,7	-6,4	2,5	0,6	0,9
Vinstmarginal, justerad	-41,7	-17,9	-3,1	-0,6	-4,4	-13,1	-32,5	-3,7	-6,6	2,4	0,2	-0,1
Skattesats	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	0,0	NM

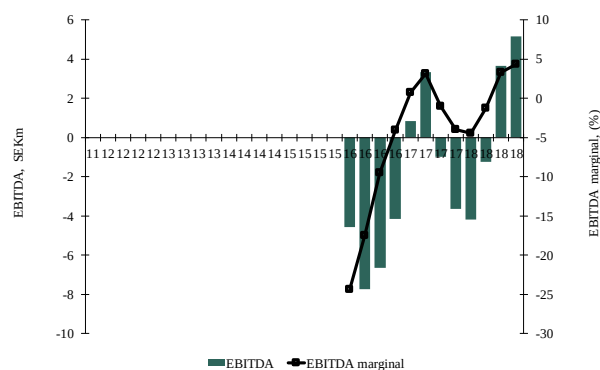
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



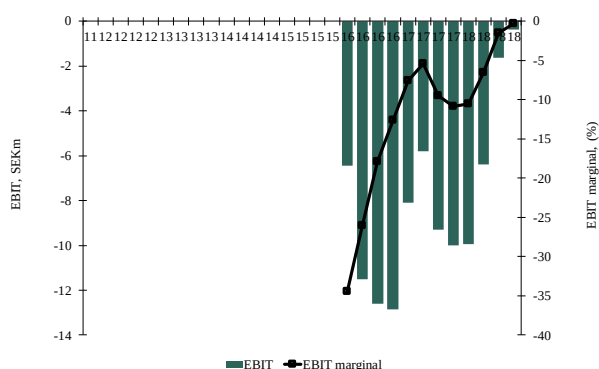
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



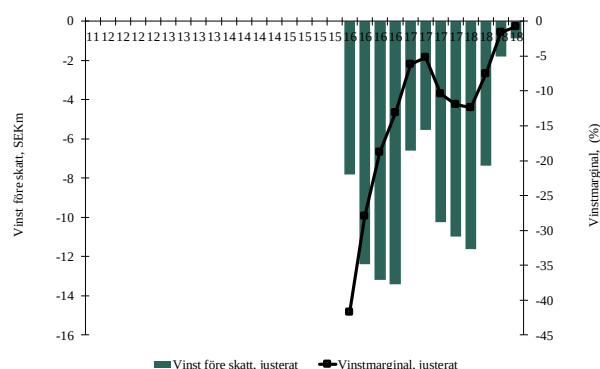
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Arcoma – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



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 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. Det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månaders perioden. 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 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 eller fördrda 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. Banken är Certified Advisor (CA) till bolaget i denna publikation.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.
