

Fortsatt tillväxt trots kvarvarande restriktioner

Timingeffekt ger svagare Q2 potential kvarstår

SyntheticMR fortsatte sin tillväxt under Q2, även om det var i underkant givet vår helårsprognos om en 50%-ig tillväxt. Bolaget omsatte 11,8 MSEK (+19%) och ett EBIT-resultat på 0,1 MSEK. Tillväxten kommer från ett ökande antal licensförsäljningar av SyMRI från egen säljstyrka samt fortsatt god försäljning till GE Healthcare. Bolaget ser fortsatta Covid-19-relaterade problem i bl a Indien där bolaget bara kunde installera 3 av 6 licenser. Dessa uppskjutna intäkter bedömer vi uppgå till ca 2–3 MSEK och kommer att komma bolaget tillgodo under det tredje kvartalet. På basis av bolagets första halvår kommer vi att sänka våra helårsprognoser 2021 från 76 MSEK till 65 MSEK och för 2022 från 110 MSEK till 95 MSEK.

Bolaget är positionerat för långsiktig tillväxt

Synthetic MR har fortsatt god potential för en långsiktig tillväxt med goda marginaler på basis av att man nu har två produkter, SyMRI MSK som kan undersöka den muskuloskeletal delen (rörelseapparaten inklusive ryggrad) samt SyMRI NEURO, som tillsammans täcker ca 75% av de MR-undersökningar som görs. Tillsammans med satsningar på egen försäljningsorganisation och viktiga distributions-avtal (ex-vis United Imaging) ser vi goda förutsättningar för att bolaget fortsätter sin tillväxtresa även efter 2022. Synthetic MR har också ingått ett utvecklingsprojekt tillsammans med Canon Medical Systems. Detta kommer att utvecklas vidare till ett partnersamarbete liknande de bolaget har med de tre största kamera-tillverkarna. I och med detta kommer bolaget att täcka > 90% av leverantörer av MR-kameror vilket ytterligare befäster bolagets teknologi som marknadsledande.

Fortsatt tillväxt väntar under kommande år

På basis av bolagets första halvår sänker vi vår prognosticerade helårstillväxt från 50% till 30%. Vi behåller vår prognos om en 45%-ig tillväxt under 2022 med en EBIT-marginal på ca 30–35%. Synthetic MR har bra hävstång med ökad försäljning då man är ett mjukvarubolag med mycket hög produktmarginal och kan öka omsättningen mycket snabbt. Vi behåller vårt motiverade värde på 40 kr per aktie baserat på vår DCF samt även i jämförelse med liknande bolag på framåtblickande multiplar. Vårt att notera är att vi räknar med relativt hög tillväxt nästkommande år med tillhörande vinsttillväxt tack vare att man har goda marginaler på sin produkt.

SyntheticMR

Rapportkommentar 2021Q2

Datum 20 juli 2021
Analytiker Joakim Kindahl

Basfakta

Bransch Medicinteknik
Styrelseordförande Johan Sedih
Vd Ulrik Harrysson
Noteringsår 2013
Listning Spotlight Stockmarket
Ticker SYNT
Aktiekurs 37 kr
Antal aktier, milj. 40,4
Börsvärde, mkr 1 495
Nettoskuld, mkr -13
Företagsvärde (EV), mkr 1 482
Webbplats www.syntheticmr.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020	2021p	2022p
Omsättning	49	50	65	95
Bruttoresultat	8	5	20	41
Rörelseres. (ebit)	5	1	14	34
Resultat f. skatt	5	1	14	34
Nettoresultat	4	0	11	27
Vinst per aktie	0	0	0	1
Utd. per aktie	0	0	0	0
Omsättningstillväxt		1,8%	30,1%	45,0%
Bruttomarginal	16,9%	9,7%	31,1%	43,0%
Rörelsemarginal	10,0%	1,7%	21,9%	35,6%
P/e-tal	394,4	3314,4	131,7	55,9
EV/ebit	301,5	1713,6	103,7	44,0
EV/omsättning	30,05	29,53	22,70	15,66
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Etablerade partnersamarbeten

SyntheticMR har sedan 2015 etablerat bolagets ledande produkt SyMRI på viktiga geografier genom partnersamarbeten med de tre största leverantörerna av MR-kameror, GE Healthcare, Philips Healthcare och Siemens Healthineers. Dessa samarbeten gör att SyntheticMR exponeras mot cirka 70% av den adresserbara marknaden för MRI. På senare tid har man även signerat ett avtal med United Imaging som ger god exponering mot den asiatiska marknaden där både Kina och Sydkorea är spännande marknader. Under Q2 2021 har bolaget även initierat samarbete med Canon Medical Systems vilket gör att bolaget kommer att samarbeta med >90% av MR-kameratillverkarna vilket visar på bolagets goda position och viktiga produkt. Samarbetet med Canon ökar dessutom bolagets styrka mot marknaden i Japan där Canon har stor marknadsandel

Stor marknad - låg penetration

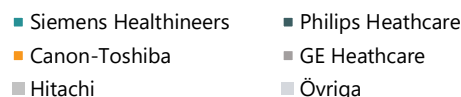
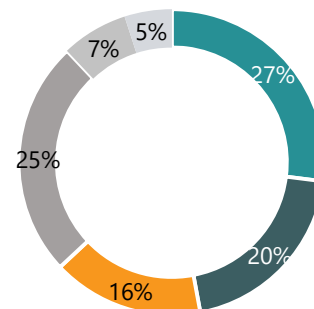
Den globala MR-marknaden värderades till cirka 4,8 miljarder dollar 2019 och förväntas uppnå en årlig tillväxt om ca 5% i Europa, 3% i Nordamerika respektive Asien-Stillahavsområdet. Efterfrågan på MR-skanning ökar stadigt drivet av en åldrande befolkning och högre förekomst av kroniska sjukdomar. Behovet av diagnostisering och uppföljning blir en central del i många patienters vårdplan, vilket stöder behovet av MR. På grund av den begränsade kapaciteten på sjukhus och kliniker, liksom de höga kostnaderna för MR-undersökningar, blir vikten av effektivitet inom MR allt viktigare. En minskning av undersökningstiden och en högre grad av noggrannhet minskar även behovet av omskanning, vilka är exempel på faktorer som visar sig viktiga för sjukhus.

SyntheticMR:s mjukvara är förhållandevis ny på en konservativ marknad. SyMRI integreras främst mot nyinstallerade MR-kameror och när dessa behöver uppdateras. Av den uppskattade andelen nya kameror på ca 5 000 st per år kan bolaget adressera ca 2500 st. I takt med att allt fler MR-kameror behöver uppdateras ser vi goda möjligheter till en stark underliggande tillväxt för SyntheticMR. Bolagets teknik är ej beroende av tillverkare utan är applicerbar på i princip alla idag installerade kameror. För att använda bolagets mjukvara behöver man installera en inställningssekvens i MR-kameran som gör att bilderna blir desamma oavsett tillverkare vilket gör Synthetic MR:s teknologi oberoende av tillverkare.

Goda framtidsutsikter med ny strategi

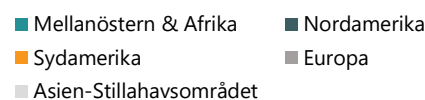
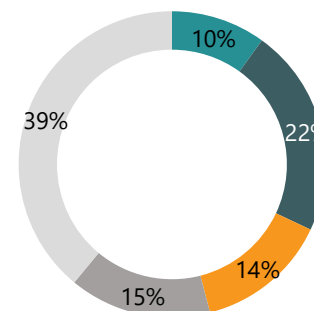
Under sommaren 2019 tillträdde Ulrik Harrysson som ny VD. Därefter implementerades en ny strategi för att återuppta en stark tillväxt. Strategin innefattar tydliga investeringar i egna globala

MR-tillverkares marknadsandel



Källa: Bolag, Frost & Sullivan 2019, Analysguiden

Geografisk fördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden

säljresurser. Detta resulterade i att bolaget bland annat etablerade ett dotterbolag i USA för att möta efterfrågan från den nordamerikanska marknaden. Dessutom utökades investeringar i egna försäljningsresurser globalt genom lokal närvaro i Indien, Japan och EU. Denna strategi har redan givit resultat genom ett signerat avtal med en av världens mest välrenommerade kliniker, Mayo Clinic i USA. Produkten kommer att installeras hos alla tre Mayo Clinic i Minnesota, Arizona och Florida.

Långsiktig potential genom god position och strategiska initiativ

Vi ser positivt på Synthetic MR:s långsiktiga potential inom ett område som blir alltmer viktigt och som drivs av större underliggande faktorer såsom demografisk fördelning, ökad andel kroniska sjukdomar där man har behov av att kunna avbilda mjukvävnader. Fördelarna finns även för sjukhusen som kan öka effektiviteten i MR-undersökningar både genom kostnadsminskningar och ökad noggrannhet. Vi ser den alltmer ökande acceptansen att använda ny teknik för att analysera MR-undersökningar givet avtalen med stora tillverkare av MR-kameror.

Genom det utökade erbjudandet genom SyMRI MSK som utökar bolagets erbjudande från att enbart omfatta hjärnan till att även omfatta övre delen av kroppen, vilket ökar andelen möjliga MR-analyser från ca 25% till ca 75%.

Vi ser den alltmer ökade acceptansen att använda ny teknik för att analysera MR-undersökningar givet avtalen med stora tillverkare av MR-kameror

Verksamheten

Historik

SyntheticMR är ett medicintekniskt bolag som grundades 2007 i Linköping. Bolaget utvecklar analys- och avbildningsmetoder för magnetisk resonanstomografi (MR eller MRI på engelska). Bolagets produkt erbjudande kan förkorta undersökningstiden och samtidigt leverera mer information till klinikerna. MR är en bilddiagnostik där inre organ avbildas med ett magnetiskt fält. Det ger exaktare bilder för mjukvävnad som hjärna, hjärta och muskler jämfört med röntgen och skiktröntgen.

Idag har bolaget en produkt som kommer i flera olika versioner där den grundläggande heter SyMRI Essentials som levererar upp till 8 olika dynamiska kontrastbilder (T1W, T2W, T2W Flair, DIR samt PSIR), den mer avancerade SyMRI NEURO innehåller utöver kontrastbilderna även segmentering, volymeräkning av hjärnvävnad och parametriska kartor. NEURO ger mer information till kliniken än konventionella MR-bilder samt ger ett mer objektivt beslutsstöd vid diagnos och uppföljning. GE Healthcare har en kundanpassad version av båda varianterna vid namn MAGiC. SyMRI MSK är en produkt som är anpassad för ryggrad, knä, höft, fot, axel, hand samt armbåge.

En konventionell MR-undersökning kräver flera sekvenser och tar således lång tid. SyntheticMR:s mjukvaruteknologi mäter absoluta värden av vävnad i hjärnan och generar justerbara kontrastbilder, automatisk biomarkörsegmentering och kvantitativa data med en enda MR-sekvens. Man kan likna det med en digitalkamera som kan generera en bild som är förprocessad eller också leverera all rådata som behövs för bilden där man i ett senare skede kan processa detta i datorns mjukvara.

Ca sex minuters undersökningstid med SyntheticMRs produkt SyMRI ger därför mer data än 20 minuter med konventionella MR-metoder. Den stora nyttan ligger dels i den förkortade undersökningstiden, dels i att metoden ger en exaktare parametrisk bild av patienten. Bolagets system sparar därmed både tid och resurser för vården. MR-utrustning är dyr att använda och behöver således användas effektivt. Bolaget har genom åren samlat starka kliniska data som belyser fördelarna med syntetisk MR jämfört med konventionell MR

Framtidsutsikter

SyntheticMR:s strategi är att sälja sin mjukvara som ett komplett erbjudande från tillverkarna av MR-kameror och efterföljande system. Målet är att vara en inkluderad del av de fem största tillverkarna. Bolagets mjukvara säljs både genom licenser via strategiska partners samt egna försäljare.

**Bolagets produkt-
erbjudande omfattar idag:**

**SyMRI Essentials, SyMRI
NEURO (GE Healthcare har
en kundanpassad variant
vid namn MAGiC) samt
SyMRI MSK.**

Marknaden

Den globala MR-marknaden värderades till cirka 4,8 miljarder dollar 2019 och förväntas uppnå en årlig CAGR om 3–5% mellan 2020–2023. Efterfrågan på MR-skanning ökar stadigt drivet av en åldrande befolkning och högre förekomst av kroniska sjukdomar. Behovet av diagnostisering och uppföljning blir en central del i många patienters vårdplan, vilket stöder behovet av MR. På grund av den begränsade kapaciteten på sjukhus och kliniker samt de höga kostnaderna för MR-undersökningar, blir vikten av effektivitet inom MR allt viktigare. En minskning av tiden och en högre grad av noggrannhet som även minskar behovet av omskanning är exempel på viktiga faktorer för sjukhus.

De största marknaderna för MR är USA, Kina och Indien både vad gäller marknadsintäkter och antal enheter på kliniker och sjukhus. Den största förväntade tillväxten prognostiseras komma från Europa, Nordamerika och marknaderna i Stillahavsområdet.

Tre marknadsdominanter

Den globala marknaden för MR-kameror består främst av tre huvudtillverkare: Philips Healthcare, Siemens Healthineers och Philips Healthcare som gemensamt har en marknadsandel om ca 73 procent. Canon-Toshiba Medical och Hitachi Medical är de näst största tillverkarna med 15,7 respektive 6,7 procent av den globala marknaden.

Nordamerikanska MR-marknaden

USA är den överlägset största MR-marknaden i världen med marknadsintäkter under 2019 på 1,1 miljarder dollar. Den amerikanska marknaden domineras av de fem marknadsdominanterna inom området, som tillsammans har en marknadsandel över 99 procent.

Japanska MR-marknaden

Den japanska MR-marknaden är den tredje största i APAC-regionen efter Kina och Indien, med marknadsintäkter under 2019 på 312 miljoner USD. Marknadsledaren av MR-kameror är den inhemska jätten Canon-Toshiba Medical Systems med en marknadsandel om 26,5 procent. Hitachi är nummer två med en marknadsandel om 14,5 procent.

Indiska MR-marknaden

Indien är en av de tre största MR-marknaderna i världen med marknadsintäkter på ca 357 miljoner USD under 2019. Likt USA domineras marknaden av de största MR-tillverkarna, där Siemens, GE och Philips gemensamt står för cirka 82 procent av totalmarknaden.

En marknad under utveckling

Vi bedömer att det finns ett antal drivkrafter som ligger till grund för att MR-marknaden fortsätter att växa. Behovet av ökad individualiserad vård och precisionsmedicin är en viktig drivkraft för den underliggande MR-industrin. Allt högre krav ställs på mer exakta svar för att förebygga underliggande sjukdomar hos patienter. Behovet av kortare undersökningstider är stort, inte bara för patientfördelarna utan även för att sänka driftkostnaderna för sjukhusen och för att öka patientgenomströmningen. Den totala samhällsekonomiska vinningen ser vi således som stor genom att använda Synthetic MR:s mjukvara, något som klinisk evidens styrker.

Exekverar på strategin

Vi anser att den utökade strategin skapar goda förutsättningar för utökade tillväxtmöjligheter, något man redan bevisat genom att i mars 2020 teckna avtal för klinisk användning av SyMRI med en av världens mest välrenommerade kliniker, Mayo Clinic i USA. Samma månad tecknades ett samarbetsavtal med en av Indiens mest kända röntgenkliniker, Mahajan Imaging. Dessa avtal ser vi som en direkt konsekvens av bolagets nya strategi att genomföra direktförsäljningar till klinik och sjukhus i stället för att endast få exponering genom diverse produktportföljer via olika OEM. Samtidigt finns sedan tidigare avtal med bland andra amerikanska MD Andersson och japanska Juntendo University Hospital.

Expanderar till nya indikationer

SyntheticMR har hittills haft sin mjukvara godkänd för kliniskt bruk av mjukvävnader i hjärnan, vilket utgör ca 25% av den totala MRI-marknaden. Bolaget har under 2020 breddat sin produktportfölj genom SyMRI MSK för andra indikationer, som exempelvis knä-, fotleder och ryggrad, vilket ökar bolagets möjliga marknad med ytterligare ca 50%. Detta skulle innebära att man når uppskattningsvis 75% av den totala MRI-marknaden. Bolaget erhöll CE-märkning under januari 2021 och har lämnat in en ansökan för FDA-godkännande, något vi antar kommer under senare delen av 2021. Vi ser detta som ett ytterligare långsiktigt värdeskapande och ett argument för att bolaget står inför en stark tillväxt kommande 5–7 åren.

Förbättrad intäktmodell

Bolaget har utvecklat sin intäktmodell över tid. Från licensbaserade intäkter som genererar mer av typen engångsintäkter till tidsbegränsade licenser med prenumerationsintäkter, vilket vi bedömer kommer att ge bolaget tydligare årliga intäkter och en jämnare tillväxt över tid.

Värdering och prognoser

Bolaget omsatte under 2020 ca 50 MSEK och vi räknar med att bolaget når ca 100 MSEK under 2022 med en EBIT-marginal om ca 35%. Därefter antar vi en årlig tillväxt på 35% fram till 2026 och gradvis därefter minskar omsättningstakten fram till 2030 där vi utgår från en ”evig” tillväxt på 3% per år. Bolagets omsättning ligger då på ca 450 MSEK.

Vår uthålliga EBIT-marginal sätter vi till 30% och använder en diskonteringsränta på 7,5% (tidigare 8%). Vi sänker diskonteringsräntan då vi ser att bolaget når ut till fler kameratillverkare vilket minskar bolagsrisken något. Basvärdet uppgår då till ca 40 kr per aktie. Utgår vi från 20% uthållig EBIT-marginal uppgår värdet till ca 30 kr och kan bolaget generera en 40%-ig EBIT-marginal ger detta ett aktievärde på ca 50 kr. Skulle vi modellera ett högre tillväxtscenario med en omsättning 2030 på ca 650 MSEK erhåller vi ett värde om ca 56 kr per aktie. Detta illustrerar känsligheten av olika antaganden gällande tillväxt och marginal.

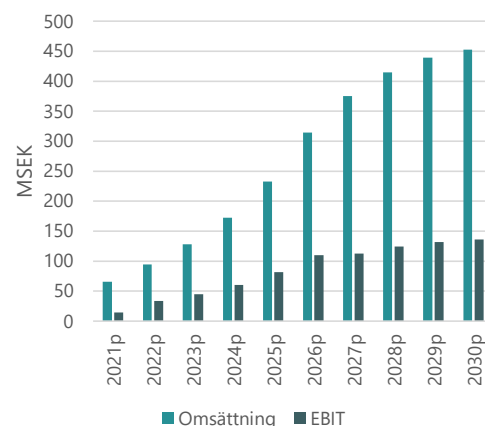
Om vi jämför med liknande bolag som är listade på Stockholmsbörsen ser vi att Synthetic MR är värderat något under snittet givet våra prognoser för 2022 även om spridningen av data är stor. Värt att notera är också att det inte finns något exakt jämförbart bolag med samma produkt vilket innebär att en bolagsjämförelse skall appliceras med försiktighet.

Bolag	EV/sales 2021p	EV/sales 2022p	EV/ebit 2021p	EV/ebit 2022p	P/e 2021p	P/e 2022p
CellaVision	16	14	58	45	75	58
Elekta	3	3	25	22	35	31
Mentice	12	8	n/a	63	n/a	79
RaySearch	3	2	24	17	42	31
Sectra	15	13	65	56	85	94
Surgical Science	41	31	159	102	179	123
Medel, jämförelsebolag	15	12	66	51	83	69
Synthetic MR	23	16	107	45	135	57

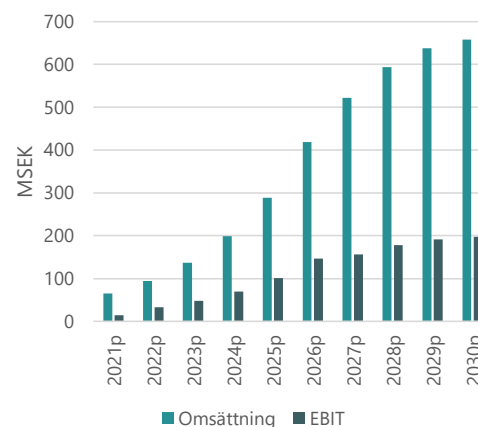
Källa: ThomsonReuters Nyckeltalen för jämförelsegruppen bygger på analytikerkollektivets prognoser

Tack vare att bolaget har hög marginal på sina produkter blir tillväxten mycket viktig kommande år samt att man över tid lyckas hålla kostnadskontroll något som leder till uthålligt höga marginaler. En hög tillväxt kommande år kombinerat med de marginaler vi ser som troliga är nyckeln till ett fortsatt värdeskapande. Vi ser kommande år som mycket intressant att följa givet de framgångar man haft under senare delen av 2020 och början av 2021.

Prognos för omsättning och EBIT i vårt
basscenario ~ 40 SEK per aktie



Prognos för omsättning och EBIT i ett
högre tillväxtscenario ~ 56 SEK per aktie



Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl