

**ANALYTIKER**

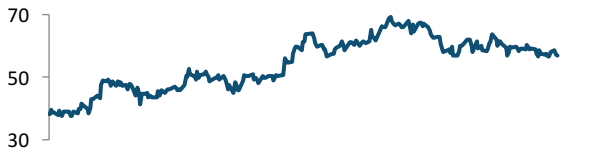
Enes Ljuca	Äger aktier i bolaget
Dante Haqués	Äger aktier i bolaget

**BOLAGETS NAMN**

Aktiekurs	56,75
52 v högsta / lägsta	69,3/37,6
Antal aktier	4 827 638
Börsvärde (MSEK)	276,4
Nettoskuld (MSEK)	25,4
EV (MSEK)	301,8
Sektor	Hälsovård
Lista / kortnamn	STIL
Nästa rapport	2017-11-16

**UTVECKLING**

1 månad	-3,78 %
3 månader	-13,26 %
1 år	44,21 %
YTD	25,00 %

**AKTIEKURS 1 år (SEK)**

**Huvudägare %**

Linc AB (Bengt Julander)	65,32%
Försäkringsbol. Avanza Pension	11,88%
Biosed Scientific AB	1,65%
Philip Sieberg	1,40%

**Ledning**

Verkställande Direktör	David Jern
Styrelseordförande	Michael Berg

MSEK	2015A	2016A	2017E	2018E
Omsättning	83,4	93,3	118,7	136,5
EBIT	10,2	16,3	12,6	23,6
EBIT-marginal	12 %	16,9 %	11 %	17 %
EV/S	0,7	1,3	2,1	1,0
EV/EBIT	5,4	7,8	19,8	11

**Marginalexpansion om 12 % till följd av operativa omstruktureringar.** Efter genomfört förvärv har Stille valt att flytta produktion för nyförvärvet från Kalifornien till Torshälla. Omlokaliseringen väntas sänka administrationskostnader med 4 % samt COGS ned 10 %. Sammantaget förväntas effektiviseringarna till följd av omlokalisering kunna öka EBIT-marginalen med 12 % för 2018E (LTM).

**Förvärv breddar sortiment och och skapar kostnadssynergier.**

Under Q1 2017 har Stille förvärvat Arcomas dotterbolag Arcoma North America (numera Stille North America). Förvärvet anskaffades på multipeln P/S 0,85 för egna medel med en köpeskilling om 8,5 MSEK. Stille NA antas ha bidragit med 5 % på nedersta linjen för 2017 Q2 och antas till följd av integrering kunna bidra med 10 % på nedersta linjen för 2018. Den diversifierade kundportföljen som tillkommer antas kunna bidra med ökad tillväxt och penetration på den amerikanska marknaden där omsättning för 2018 estimeras utgöra 47 % av total försäljning.

**Väletablerade försäljningskanaler med en underliggande marknadsmässig CAGR om 8,6 % fram till 2021 .**

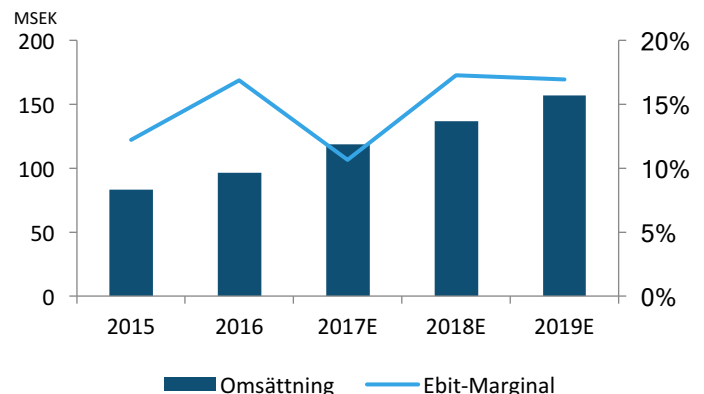
Partneravtal med bland annat GE och Philips skapar säkrare kassaflöden och medför även en kvalitetsstämpel på Stilles produkter. Att bägge företagen är befästa i USA underlättar även ökad försäljning på den marknaden vars CAGR inom medicinsk utrustning estimeras till 6,4 % fram till 2020. GE och Philips räknas som två drivare för den estimerade marknadstillväxten vilket talar för Stille.

**Finansiell ställning möjliggör förvärv.**

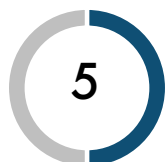
Förvärv av Arcoma North America gjordes utan belåning vilket placerar Stille i en fördelaktig finansiell ställning för framtida förvärv. De har i Q2 2017 en kassa på 27 MSEK och en Net Debt / EBITDA på -2,47. Förutsatt att Stille framgent kan fortsätta identifiera billiga förvärv kan detta förväntas bidra med 10 % på nedersta raden.

**Bull-case ger en uppsida om 123 % för 2019.**

Synergieffekterna som följer förvärvet av Medstone genomsyrar framtida förvärv där EV/EBIT estimeras till 16,3. Enligt multipelanalys ger det en uppsida på 69% och 66 % enligt DCF.



Värde drivare



Quality of earnings

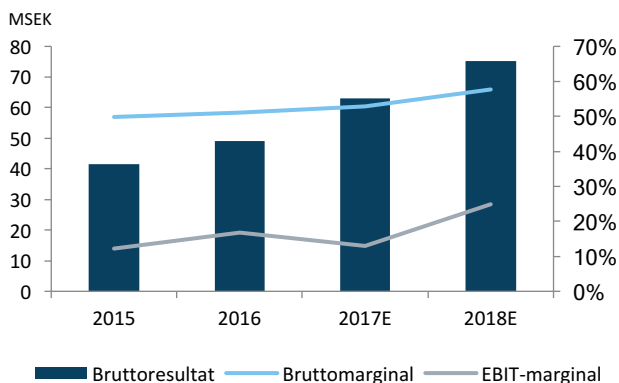


Ledning &amp; styrelse



Risknivå

**Operativa omstruktureringar förväntas öka EBIT-marginal med 12 %.** Efter genomfört förvärv under 2017 har Stille flyttat produktionen för det köpta bolaget från Kalifornien till Torshälla. Omstruktureringen förväntas sänka både COGS och Administrationskostnader med 10 % respektive 4 %. Den förväntade minskningen i COGS består till stor del av minskade lönekostnader vilka förväntas minska med 20 % till följd av dagens löneskillnader mellan USA och Sverige. Förväntad minimering av administrationskostnader bygger på historisk omstrukturering av liknande typ. Kostnadseffektiviseringen beräknas ge utslag på lönsamheten under 2018 med en utökad EBIT-marginal om 12 % samt bruttomarginal med 6 %.

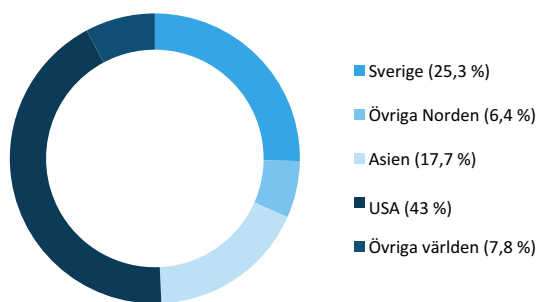


**Försäljningssynergier om 20 % till följd av förvärv.** Stille förvärvade i början av 2017 Arcoma North America vilka är verksamma inom försäljning och tillverkning av operationsbord. Arcoma NA anskaffades för 8,5 MSEK med egna likvida medel på multipeln P/S 0,85. Förvärvet ses som strategiskt då det breddar den befintliga produktportföljen och skapar en bredare exponering mot USA, vilket är i linje med tidigare uttalad strategi. Arcoma NA antas ha bidragit med 20 % av omsättningen i Q2 2017 samt 5 % på nedersta linjen. Vidare estimeras Arcoma NA bidra med 15 % av omsättningen för 2018. Till följd av integration estimeras Stille NA:s EBIT-marginal framgent att gå i linje med Stilles, vilket i ett Basescenario estimeras hamna på 15 %.

**Stark finansiell ställning möjliggör fortsatt förvärvsarbete.** I dagsläget har Stille en Net Debt / EBITDA på -2,47. De har motsvarande 21 MSEK i skulder varav endast 1,3 MSEK är räntebärande. Fortsättningsvis, innehar bolaget likvida medel motsvarande 27 MSEK i Q2 2017. En kassa motsvarande 9 % av EV samt en låg Net Debt / EBITDA skapar möjligheter att framgent fortsätta med framgångsrika förvärv som kan fortsätta bidra med ökade marginaler.

**Kompetent ledning med erfarenhet av omstruktureringar.** Den tidigare styrelseledamoten David Jern tillträdde som VD 2014 och har varit en nyckelperson i arbetet med omstrukturering. Den innehavande kompetensen bäddar gott för att pågående omstruktureringar även dem ska bli framgångsrika.

**Etablerade försäljningskanaler minskar inträdes-barriärer.** Stille har sedan tidigare partneravtal med stora företag såsom GE, Siemens, Philips och Ziehm. Samarbetena är även en strategisk fördel för Stille och dess expansion i U.S.A. Att bland annat GE och Ziehm är stationerade på den amerikanska marknaden främjar detta penetrationen av marknaden ytterligare. Den strategiska fördelen för Stille att redan ingå i partnerskap med stora aktörer medför mindre ev. säljbearbetning och säkrare kassaflöden vad gäller deras försäljning.



**Marknadstillväxt om 8,6 % och demografiska trender talar för.** Personer över åldern 65 i USA spenderar i snitt \$ 2,026 på sjukvård efter att de fyllt 65, vilket är 7x mer än åldersgrupper mellan 19 och 26. Stille innehar i dagsläget 43 % av sin försäljning i USA motsvarande 41 MSEK. Den totala underliggande marknaden för medicinsk utrustning var 2016 värd \$483,5 bUSD och förväntas växa med en CAGR på 8,6 % fram till 2021.

**Politiska upphandlingar och omstruktureringar kan ge bakslag.** Den nuvarande Trump-administrationen i U.S.A. fortsätter arbetet med att försöka avveckla Affordable Care Act ("ACA"), även känt som Obama-Care. ACA står idag för cirka 5-20 % av rörelseresultatet för flera hälsovårdsbolag (i.e. Molina, Centene & WellCare). Stille agerar som underleverantör till många hälsovårdsbolag i USA och kan komma att bli utselekterade på grund av kostnadsbesparingar utförda av de bolag som är beroende av ACA. Därav kan en lyckad avveckling leda till lägre EBIT-marginaler i industrin vilket kan sätta press på utrustningsbolag likt Stille. Den tidigare historiska utvecklingen innan omstruktureringar tagit form har inte varit imponerande. Utvecklingen har varit präglad av låg omsättningstillväxt och under vissa år negativa vinstmarginaler. Vid en mindre lyckad omstrukturering och utebliven tillökning av marknadsandelar kan en framtid till mötes vara lik historien. Detta skulle vara till följd av en utebliven kostnadsminimering och en endast temporär lönsamhet som effekt av omstrukturering.

## Bolagsbeskrivning

Stille AB är ett medicinteknikföretag som tillverkar, utvecklar och säljer kirurginstrument och operationsbord. Stille strävar efter att alltid ligga i framkant och samtliga av företagets produkter är inom premiumssegmentet. Företaget har varit verksamt sedan 1841 och är således ett av de äldsta inom sitt område.



### Bullscenari

I ett bullscenari lyckas Stille bibehålla en omsättnings-tillväxt på 15 % under 2018 och 2019 parallellt till fortsatta omstruktureringar och förvärv. Arbeta för utökad distribution i USA ger framtida frukt och intäkstillväxt från USA förväntas ligga på 15-20 % 2018 och 2019. EBIT-marginalen antas ligga på 20 %. Detta till grund av kostnadsminimeringar till följd av omstrukturering som förväntas sänka COGS med 10 % samt Administrationskostnader med 4 %. Dessa antaganden har stöd i Stilles redovisade resultat under de två första kvartalen med en omsättningstillväxt motsvarande 23 % samt en minskad materialkostnad, som andel av omsättning på 49% (55 % f.g. år). Fortsättningsvis, antas Stilles EBIT-marginaler förbättras av framtida förvärv under 2018 och 2019. I en bullish EV/EBIT antas Stille handlas till en multipel av 16,3 för 2018. Detta kommer av ett branschsnitt med 25 % rabatt för storlekskillnad.

Till följd av detta finns, i ett bullscenari, en uppsida på 94,91 % för 2018 från nuvarande kurs på 56,75 kr.

Bull	2017E	2018E	2019E
Omsättning	118,72	146,03	175,24
EBIT-Marginal	15 %	20 %	19 %
EV/EBIT	16,3	16,3	16,3

### Bearsenari

I ett scenari där klimatet är mer nedstämt för Stille innebär det att omstruktureringstrenden inte medför några kostnadsminimeringar. Bruttomarginalen minskar och återgår till en nivå på 45 %. En misslyckad integrering av produkten Medstone via förvärv av Arcoma North America leder till uteblivna intäkter och bidrar till oförändrade kostnader. Uteblivna kostnadsminimeringar leder till en pressad lönsamhet och en EBIT-marginal om 8 %. Satsningar på utökade marknadsandelar i USA ger inte heller någon frukt och bolaget lyckas endast utöka sin omsättning i USA med 4% kommande år. Detta leder till en total omsättningsökning på endast 5 % för 2018 och 2019. EV/EBIT sätts i ett Bearsenari till 7, med basepeers i utgångspunkt dock nedjusterad för de sämre resultaten av ovannämnda utfall, vilket ger en möjlig nedside på – 56 % för 2019.

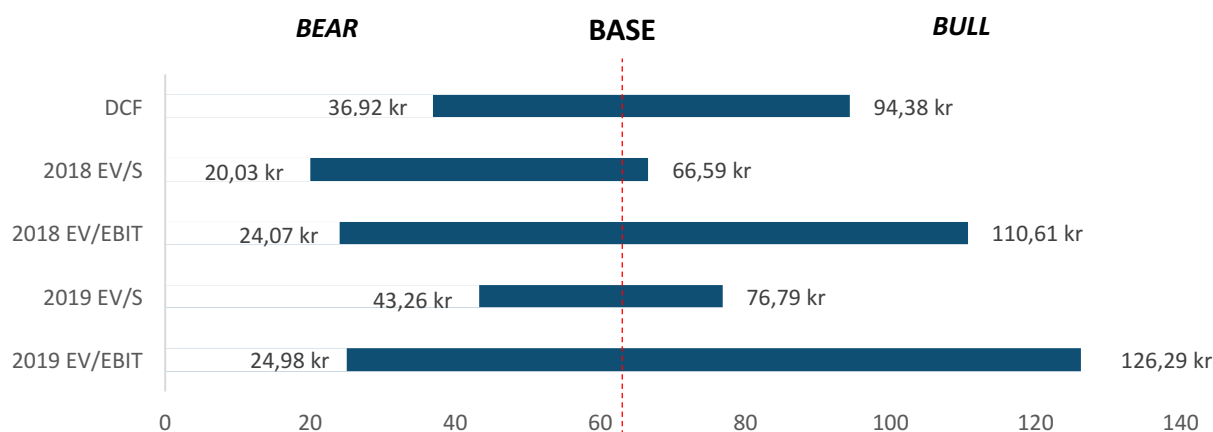
Bear	2017E	2018E	2019E
Omsättning	103,08	106,17	109,36
EBIT-Marginal	6 %	4 %	4 %
EV/EBIT	7	7	7

### Basescenari

Vid ett basescenari når arbetet för ett utökad distributionsnätverk i USA inte upp till historiska nivåer om 25 % som framställs i ett Bull-case utan estimeras till 15-20 %. EV/EBIT är satt till 11 för 2019 med en benchmark mot Steris som levererar likartade produkter som Stille. Steris att betrakta som ett mer moget bolag än Stille och är därför ett bra riktmärke. Kostnadsminimeringar till följd av omstruktureringar inträffar, dock inte i samma utbredning som i ett Bullscenari, och minskar COGS med 5 % samt administrationskostnader med 2 %. Bruttomarginalen hamnar på 49 %. Detta leder framgent till en EBIT-marginal på 15 %. Omsättningstillväxten för 2018 och 2019 estimeras till 10 % till följd av tillväxt i USA.

**Värderingsutsikten har Stilles förvävsstrategi och lönsamhet som utgångspunkt.** I en *discounted cash flow* ("DCF") *valuation* beräknas Stilles WACC till 9,07 % och LTG om 2,5 %. Antagandet är inklusive en justerad marknadspremie för att motsvara den högre risken som medföljer mindre bolag. Dessutom, motiveras den lägre nivån på WACC genom Stille låga skuldnivåer och räntekostnader. Fortsättningsvis har Stille jämförts med konkurrenter både i med liknande börsvärde men dessutom med större bolag som Geringe. Därefter har riskjusterade multiplar satts för att utgöra ett värderingsspann för Stille för multipelvärderingen. Som beskrivits ovan är en av drivarna för Stille dess möjlighet att fortsätta ta marknadsandelar i USA och är därför en central del i värderingen. I valet av multiplar läggs emfas på lönsamhet eftersom det är den huvudsakliga prestationsindikatorn och kommer att reflektera bolagets förmåga att genomföra effektiva omstruktureringar och förvärv. Det breda värderingsintervallet speglar dynamiken i Stilles framtid. Värderingen är högst beroende av utveckling i ovannämnda faktorer.

### SCENARIO ANALYSIS - VALUATION



## Strengths

- Utförda lyckade förvärv i samband med en uttalad förvärvsintention styrker expansionsplaner
- Kostnadsminimeringar till följd av omstruktureringar
- Högt insiderägande
- Stille har gedigen erfarenhet inom området och dess ålder underbygger detta

## Weaknesses

- Kostnadsminimeringar kan tänkas vara temporära
- Stilles historiska siffror på effektivisering finns endast under en kortare tid.
- Stilles framtida prestation förutsätter att deras bord fortsätter vara av premiumkvalité vilket medför en hög R&D-budget.

## Opportunities

- Partneravtal ökar möjlighet för expansion i USA
- Underliggande växande marknad

## Threats

- Politiska risker kring Affordable Care Act
- Höga förväntningar kopplade till Stilles framtida förvärv kan medföra ett bakslag i ett sämre förvärvsscenario.

## Bedömning av bolaget



Värdedrivare

Tidigare lyckade omstruktureringar talar för att den pågående ska vara lyckad och ge upphov till högre marginaler. Arbete för utökat distributionsnätverk i USA estimeras bidra till framtida tillväxt.



Quality of Earnings

Saknar stabil omsättnings- och vinsttillväxt historiskt. Möjlighet till framtida förvärv och omstruktureringar talar dock för en framgent ökad lönsamhet.



Ledning & styrelse

VD David Jern har via utbildning och tidigare erfarenhet kompetens inom finans och kemi vilket gör honom till en nyckelperson för framtida förvärv. Även styrelseordförande Michael Berg har avgörande kompetens inom branschen från bland annat styrelseuppdrag i Getinge.



Riskenivå

Politiska oroligheter i USA gällande Affordable Care Act kan leda, i värsta fall, till en större utmaning för etablissemang på den amerikanska marknaden. Osäkerheter kring pågående omstrukturering existerar och skulle framgent ge upphov till pressade marginaler till följd av endast temporära kostnadsminimeringar.

**Ansvarsbegränsning**

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analys, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

**Intressekonflikter och opartiskhet**

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

**Övrigt**

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

**Upphovsrätt**

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).