

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



STILLE AB

Lönsam vinnare i global nisch

2021-03-19

Gustav Lill

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Stille AB (publ) ("Stille" eller "Bolaget") är ett av världens äldsta medicintekniska bolag som utvecklar, tillverkar och marknadsför produkter inom två affärsområden, operationsbord, 60 % av intäkterna och kirurgiska instrument, 40 % av intäkterna. Med drygt 180 år av nära samarbete med läkare och kirurger har Stille skapat sig ett varumärke känt över hela världen. Bolaget fokuserar på att tillhandahålla produkter som genom design, funktion, kvalitet och känsla skall ge läkare möjlighet att ge en effektivare och säkrare vård för patienter. Stille har sitt huvudkontor i Torshälla och är noterat på Nasdaq First North Growth Market.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

| | |
|--------------------|-------|
| Innehåll | 3 |
| Investeringsidé | 5 |
| Bolagsbeskrivning | 6 |
| Marknadsanalys | 7 |
| Finansiell analys | 8-11 |
| Värdering | 12 |
| Bull & Bear | 13 |
| Ledning & Styrelse | 14-15 |
| Appendix | 16-19 |

VÄRDEDRIVARE

6/10

Stille har tagit de största investeringarna i organisationen vilket banar väg för högre marginaler kommande år. Nya distributionskanaler för kirurgiska instrument och nylansering av imagiQ tillsammans med vårdskulden estimeras driva omsättningstillväxten framgent. Eventuella förvärv har utelämnats i denna analys och ses endast som en option i investeringscasen.

HISTORISK LÖNSAMHET

7/10

Stille har en historik av lönsam tillväxt där omsättningen har vuxit med en CAGR om 16,4 % mellan åren 2015-2019. Rörelseresultatet har konsekvent varit positivt under dessa år med en CAGR om 29,3 % mellan åren 2015-2019 och Analyst Group estimerar att denna positiva trend kommer hålla i sig.

LEDNING & STYRELSE

5/10

I stort sett hela ledningsgruppen och styrelsen är nya i Stille, vilket utgör både en risk och en möjlighet. Ledningsgruppen har starka, relevanta meriter. Drygt 50 % av kapitalet ägs av erfarna investerare och fonder men många insiders saknar aktieinnehav helt, vilket kan förklaras med att de är nyligen tillträdna men som likväl drar ned betyget något.

RISKPROFIL

2/10

Den finansiella risken bedöms som låg i Stille. Bolaget är välkapitaliserat med en stor kassa och inga räntebärande skulder. Nettoskulden uppgår till -38,1 MSEK och -2,1 gånger EBITDA. Bolaget verkar på en relativt stabil marknad med förutsägbar efterfrågan och har varit kassaflödespositiva i sju år.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

Stille är en nischad, global aktör med marknadsledande produkter som i drygt 180 år skapat innovationer med hög kvalitet. Bolaget är kortsiktigt pressat av Covid-19 där ~35 % av alla operationer förskjutits vilket gett upphov till en värdsuld som kommer ligga till grund för framtida tillväxt. Bolaget estimeras omsätta 187,1 MSEK med en EBIT-marginal om 19,7 % år 2022 och genom en peer-värdering med stöd av en DCF-modell härleds ett motiverat värde om 132 kr i ett Base scenario.

• Kraftig marknadstillväxt inom Stilles fokusområden

Stilles fokusområden estimeras växa i genomsnitt 9,2 % årligen och nå en global omsättning om sammanlagt 35,7 mdUSD år 2026. Trots att marknaden till största del domineras av större aktörer har Stilles imagiQ en marknadsledande position inom flera segment av minimalinvasiv kirurgi. På kort sikt har alla förskjutna operationer gett upphov till en värdsuld som kommer behövas arbetas bort i takt med att vården återgår till normal verksamhet. McKinsey estimerar att det kommer krävas att sjukvården opererar på 10 % över normal kapacitet, i 20 månader, för att bli av med det uppdämda behovet.

• Marginalförbättringar att vänta

De senaste tre åren har Stille gjort stora investeringar i organisationen och de största stegen är nu tagna. Produktionen är flyttad från USA till Sverige och samlad under ett tak samt så är försäljningsorganisation på plats i Amerika, vilket förväntas försätta driva försäljningen på Stilles viktigaste marknad. Detta estimeras driva EBIT-marginalen från 10,2 % år 2019 till 19,7 % år 2022.

• Optimerat produkterbjudande

Hälso- och sjukvården investerar i allt större utsträckning i helhetslösningar istället för flertalet enstaka produkter. Som marknadsledare inom vissa nischer utgör Stille en attraktiv partner och har etablerade samarbeten med distributörer som GE, Philips och Siemens, vilka har en global räckvidd. En gynnsam trend är att antalet minimalinvasiva operationer ökar och flyttar ut från sjukhusen till dagkirurgiska centrum, vilket ofta kräver en hybrid eller mobil röntgenutrustning så som Stilles mobila operationsbord. Med redan goda upparbetade distributionskanaler ska Stille börja tillhandahålla helhetspaket från båda affärsområdena.

• Kortsiktigt pressat av Covid-19

Den kortsiktiga risken för Stille är fortsatt hög beträffande Covid-19, vilket medför att sjukhusen fortsätter prioritera intensivvård framför operations sjukvård. På längre sikt är den största risken att Stille dragit på sig för stor kostnadskostym, där Bolaget måste hålla sig relevanta för att få utväxling på de investeringar som gjorts i organisationen.

AKTIEKURS | 113 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR
88,4 kr

BASE
132 kr

BULL
149,8 kr

STILLE

| | |
|-------------------------------|----------------------------------|
| Senast betalt (2021-03-18) | 113 |
| Antal Aktier (st.) | 4 827 638 |
| Market Cap (MSEK) | 545,5 |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) | -38,1 |
| Enterprise Value (MSEK) | 507,4 |
| V.52 prisintervall (SEK) | 73,8 – 135,5 |
| Lista | Nasdaq First North Growth Market |

UTVECKLING

| | |
|-----------|--------|
| 1 månad | 28,1 % |
| 3 månader | 29,3 % |
| 1 år | 42,5 % |
| YTD | 23,9 % |

HUVUDÄGARE (HOLDINGS)

| | |
|------------------------|--------|
| Bengt Julander | 42,2 % |
| HealthInvest Partners | 9,7 % |
| Lannebo Fonder | 8,9 % |
| SEB Fonder | 5,5 % |
| Aktia Asset Management | 4,6 % |

VD OCH ORDFÖRANDE

| | |
|------------------------|------------------------|
| Verkställande Direktör | Hanna Ernestam Wilkman |
| Styrelseordförande | Göran Brorsson |

FINANSIELL KALENDER

| | |
|------------------------|------------|
| Kvartalsrapport 1 2021 | 2021-04-28 |
|------------------------|------------|

PROGNOS (BASE), MSEK

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Totala intäkter | 160,3 | 149,7 | 167,1 | 187,1 |
| <i>Omsättningstillväxt</i> | <i>15,4 %</i> | <i>-6,6 %</i> | <i>11,9 %</i> | <i>11,8 %</i> |
| Bruttoresultat | 102,0 | 94,3 | 108 | 125 |
| <i>Bruttomarginal</i> | <i>63,6 %</i> | <i>63 %</i> | <i>64,5 %</i> | <i>66,8 %</i> |
| EBIT | 28,5 | 14,5 | 26,9 | 36,8 |
| <i>EBIT-marginal</i> | <i>17,8 %</i> | <i>10,2 %</i> | <i>16,3 %</i> | <i>19,7 %</i> |
| Nettoresultat | 22,9 | 8,3 | 20,6 | 28,4 |
| <i>Nettomarginal</i> | <i>14,3 %</i> | <i>5,8 %</i> | <i>12,5 %</i> | <i>15,2 %</i> |
| EV/S | 4 | 3,5 | 2,9 | 2,4 |
| EV/EBIT | 22,5 | 35,8 | 17,8 | 12,2 |
| P/E | 27 | 67,8 | 26,4 | 19,2 |

INVESTERINGSIDÉ

Med närmare 180 år i ryggen har Stille byggt ett varumärke som är känt över hela världen. Tillsammans med läkare och kirurger har Bolaget i årtal byggt produkter med hög produktkvalitet och innovation vilket medfört att Stille är marknadsledande inom flera segment av minimalinvasiv kirurgi. Hela sektorn är pressad av uteblivna operationer till följd av Covid-19 men den underliggande marknaden är i tillväxt och de uteblivna operationerna ger upphov till vårdskuld som kommer behöva arbetas bort. Stille handlas till, en enligt Analyst Group obefogad rabatt, om 33 % på 2022 mot jämförbara bolag.

Fokusområden estimeras visa en stark marknadstillväxt

9,2 %

**CAGR I
MARKNADS
TILLVÄXT**

Inom segmentet kirurgiska instrument har Bolaget strategiskt valt att fokusera på hjärt-kärl- och plastikkirurgi, gemensamt för dessa kirurgiska discipliner är att kirurgerna ofta behöver sy ihop både kärl och nerver, därmed behövs mycket fina och precisa instrument. Idag har Stilles kirurgiska instrument en marknadsandel om mindre än 1 % utanför Norden, vilket indikerar god tillväxtpotential där Bolaget kan kapitalisera genom nuvarande distributörer. Marknaden för minimalinvasiv kirurgi förväntas omsätta 33,8 mdUSD 2026 med en CAGR om 9,6 % från 2019 där Stilles imagiQ är det marknadsledande operationsbordet inom flera områden. Affärsområdet operationsbord har historiskt vuxit snabbare än marknaden med en CAGR om 25,8 %, med fortsatt produktutveckling och fler distributionskanaler estimeras segmentet växa dubbelt så snabbt som marknaden mellan åren 2020 och 2022 med en CAGR om 18 %.

Marginalförbättring att vänta

De senaste tre åren har Stille investerat mycket i organisationen och har nu gjort de största investeringarna. Bolaget har kontinuerligt under de tre senaste åren byggt ut fabriken och adderat nya funktioner för att möta den ökande efterfrågan. Produktionen av operationsborden i Medstone-serien har flyttats från USA till Sverige vilket kapar overheadkostnader i produktionen. Det finns fortfarande möjligheter att effektivisera produktionen av operationsbord vilket över tid förväntas ge förbättrade bruttomarginaler. Med en ny service- och försäljningsorganisation på plats i USA, vilket har gett avtryck i affärsområdet operationsbord där tillväxten förväntas återgå till 22% år 2021 efter ett svagt 2020 till följd av pandemin, kan nu Bolaget fortsätta kapitalisera på investeringarna. År 2019 etablerade Stille en egen RnD-avdelning, detta för att säkra bolagets marknadsledande position inom operationsbord samt framtida tillväxt. En stor del av RnD är hänförligt till imagiQ som inom kort kommer få en nystart när man lanserar nya features till bordet.

Optimerat produkterbjudande

**SYNERGIER
MELLAN
AFFÄRS-
OMRÅDENA**

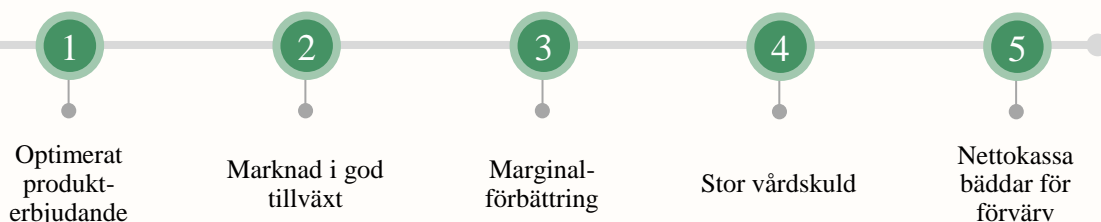
Sjukvården investerar i allt större utsträckning i helhetslösningar än individuella produkter. Ett optimerat produkterbjudande och synergier mellan affärsområdena skapar möjligheter till korsförsäljning för Stille. På så sätt kan affärsområdet kirurgiska instrument dra nytta av redan etablerade samarbeten med flertalet stora aktörer som GE och Siemens vilka har öppnat upp den globala marknaden för Stilles affärsområde Operationsbord och driver dess tillväxt. I takt med att mer makt flyttas från de kliniska verksamheterna till inköpsenheter inom sjukhusens administration blir det viktigare med bra samarbeten med stora distributörer. I takt med att Stille skapar helhetslösningar från båda sina affärsområden ska Bolaget bli en än mer attraktiv samarbetspartner.

**132 KR PER
AKTIE I
MOTIVERAT
VÄRDE**

Motiverat värde om 132 kr i ett Base scenario

Idag handlas Stille till EV/EBIT 12,2 på 2022 års estimat vilket innebär en rabatt om 33 % mot jämförbara bolag. I ett Base scenario estimeras motiverat värde till 132 kr per aktie baserat på en peer-värdering med stöd från en DCF-modell.

HIGHLIGHTS



BOLAGSBESKRIVNING

MÅNGÅRIG
INNOVATION
UPPHOV
TILL STARKT
VARUMÄRKE

Stille är ett svenskt medicintekniskt bolag som under drygt 180 år tillverkar och marknadsfört operationsinstrument av premiumkvalitet. Produkterna utvecklas i nära samarbete med läkare och kirurger som samtidigt agerar ambassadörer åt företaget. Genom generationer av innovation och kvalitetsarbete har Stille byggt upp ett starkt varumärke med en strävan att utveckla lösningar som gör kirurgiska ingrepp säkrare och mer kostnadseffektiva. Tillsammans med distributörer har Stille en marknadsnärvaro över stora delar av världen där ett särskilt fokus läggs på två marknadssegment; kardiovaskulär kirurgi och plastikkirurgi.

Affärsmodell

Stille utvecklar, tillverkar och säljer medicintekniska produkter. Bolaget säljer via OEM-tillverkare och distributörer till sjukhus, kliniker och dagkirurgiska enheter. Produkterna kommer i en grundsetup som sedan konfigureras baserat på vilken typ av kirurgi kunden efterfrågar, samtidigt tillhandahåller Bolagets service-del utgör mindre än 5 % av total omsättning. OEM-tillverkare av originalutrustningen är företag som integrerar och säljer Stilles utrustning i sitt egna operationssalserbjudande, oftast tillverkare av C-bågar, vilket är en mobil röntgenutrustning.

Operationsbord

Det största av Stilles två segment är operationsbord, vilket stod för 60 % av omsättningen år 2020. Operationsborden används tillsammans med röntgenutrustning för visualisering av patienten och erbjuder exceptionellt hög genomlysighet under ett ingrepp. Borden är speciellt anpassade för minimalinsiva ingrepp där hög precision och bildkvalitet är nödvändig. Idag är Stilles operationsbord, som används tillsammans med C-bågen, är marknadsledande inom bl.a. vaskulära ingrepp och har en rad etablerade samarbeten med bl.a. GE Healthcare, Ziehm Imaging, Philips och Siemens Healthcare som är Stilles främsta distributörer inom segmentet. imagiQ är Stilles mest avancerade operationsbord och kännetecknas av hög funktionalitet, 60 % bättre genomlysning jämfört med andra bord vilket reducerar patientens exponering av strålning och förkortar operationstiden med 40 minuter. Det finns flera patent kopplade till imagiQ, vilket skyddar dess position på marknaden. Medstone-serien förvärvades år 2017 och kompletterar produktportföljen med ett förmånligare pris än imagiQ, borden finns i en mängd varianter och kan enkelt konfigureras för att passa olika kirurgiska ingrepp.

Kirurgiska instrument

Kirurgiska instrument är det mindre segmentet som stod för 40 % av omsättningen år 2020. Segmentet är lönsammare och visade en EBIT-marginal på 17 % år 2020, vilket är påverkat pandemin och segmentet visade en marginal på 28 % år 2019. Stille erbjuder en komplett portfölj av över tusen olika kirurgiska instrument, allt från vanliga operationssaxar till unika instrument och mikroinstrument i rostfritt stål eller titan i premiumsegmentet som säljs via direktförsäljning eller via distributörer där Synovis och IMS är mest prominenta. Stille är det enda företaget i världen som fortfarande smider instrumenten för hand vilket ger en unik känsla och hållbarhet där Stille ger 30 års garanti, än idag kommer det fortfarande in instrument som är kring 100 år gamla till service, vilket visar på Bolagets kvalitetsnivå. SuperCut lyfts fram som världens bästa kirurgsax med egenskaper som ger maximal skärstyrka med minimal kraft, något som konkurrenter försökt kopiera i årtal utan att lyckas.

Strategisk utsikt

Styrelsen och ledningen tog under år 2019 fram uttalade finansiella mål och strategier för de kommande fem åren. Bolaget ska ha minst 10 % organisk tillväxt med en EBIT-marginal som ska överstiga 17 % och soliditeten ska ej understiga 40 % i genomsnitt över 5 år. Bolaget ska aktivt leta efter kompletterande förvärv och har kapacitet att förvärva bolag som omsätter upp till 100 MSEK. För att nå målen ska Stille skapa mer synergier mellan affärsområdena, fortsatt marknadsexpansion via distributörer och förstärka dess närvaro i USA samt fortsätta investera i produktutveckling för att säkerställa produktledarskap. Historiskt har Stille kontinuerligt levererat enligt uppsatta mål, vilket också syns i räkenskaperna. Givet dagens situation med Covid-19 senareläggs dock operationerna, detta innebär dock inte att de ställs in, utan förskjuts och byggs därför upp en stark framtida orderingång.

MARKNADS-
LEDANDE
INOM
MINIMAL-
INVASIV
KIRURGI

LÅNGA
KUND-
RELATIONER

MARKNADSANALYS

Ur ett globalt perspektiv läggs allt mer resurser på sjukvård, både i relativa och absoluta termer. Ungefär 234 miljoner operationer genomförs årligen och antalet väntas öka på grund av förbättrade ekonomiska förutsättningar, både på samhälls- och individnivå. En generell marknadstillväxt för samtliga av Stilles produktutbud är därför att vänta.

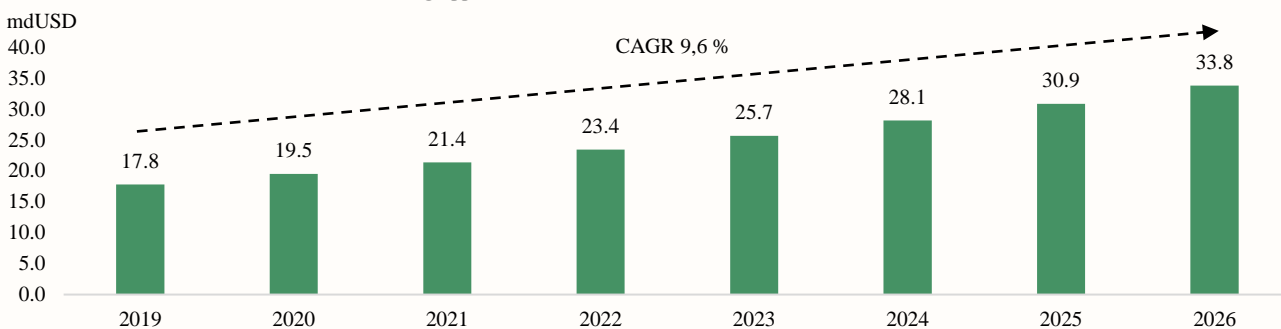
Marknaden för minimalinvasiva ingrepp förväntas växa

Andelen av operationer som utförs med minimalinvasiva ingrepp ökar kontinuerligt, drivet av teknologiska framsteg och en större medvetenhet kring fördelarna, vilket medför att andelen operationer som utförs med minimalinvasiva ingrepp kontinuerligt ökar. Marknaden förväntas visa en CAGR om 9,6 % fram till 2026, för att nå ett marknadsvärde om 33,8 mdUSD. Minimalinvasiva ingrepp har flera fördelar så som kortare sjukhusvistelse, minskat patienttrauma och kortare återhämtningstid. Den underliggande faktorn till tillväxten är att befolkningen blir äldre och utgör en större andel vilket medför fler förekomster av sjukdomar som artrit, cancer och hjärt-kärlsjukdomar, vilka alla kräver kirurgisk behandling. Minimalinvasivt ingrepp kräver visualisering för att kirurgen ska kunna genomföra ingreppet vilket uppnås med hjälp av röntgenutrustning vilken kan vara stationär eller mobil (c-båge). Stille menar att dagens vanliga, fasta, installation i stor utsträckning kommer att bytas ut mot specialiserade, bildbehandlade operationssalar med hybrid eller mobil c-båge.

**STARK
MARKNADS-
TILLVÄXT
OM 9,6 %
CAGR 2019-
2026**

Stark CAGR drivet av längre livslängd och högre andel äldre befolkning

Estimerat marknadsvärde för minimalinvasiva ingrepp



Källa: Acumen Research and Consulting (2019)

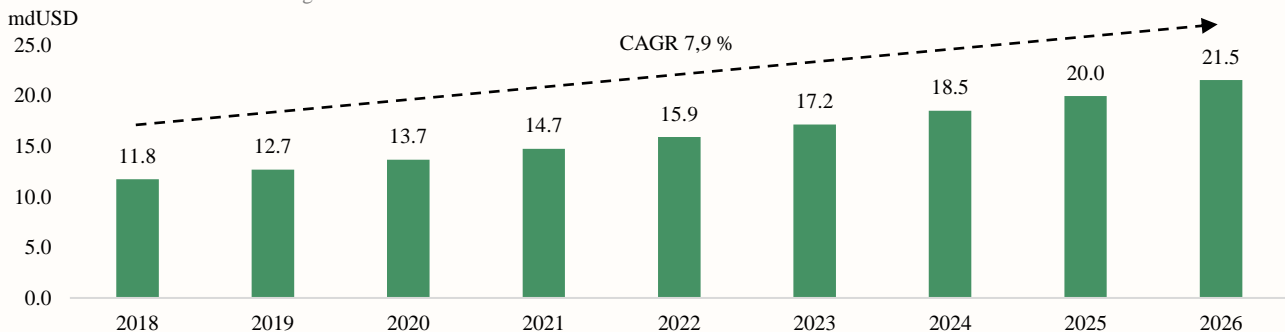
Ökad efterfrågan på kirurgiska instrument

**MARKNADS-
TILLVÄXT
OM 7,9 %
CAGR 2018-
2026**

Den globala marknaden för kirurgiska instrument har en god tillväxt och förväntas omsätta 21,5 mdUSD 2026. Tillväxten är delvis driven av ökad efterfrågan inom hjärt-kärlkirurgi samt plastikkirurgi, vilket är Stilles strategiska fokus. Gemensamt för dessa är behovet av att sy ihop både kärl och nerver där det krävs mycket fina och precisa instrument. Stille har idag en marknadsandel utanför Norden om <1 % där Analyst Group bedömer att Bolaget har goda förutsättningar att växa sin marknadsandel utanför Norden.

Kraftig tillväxt på kirurgiska instrument drivet av större andel äldre i befolkningen

Estimerat marknadsvärde för kirurgiska instrument



Källa: Grand View Research (2019)

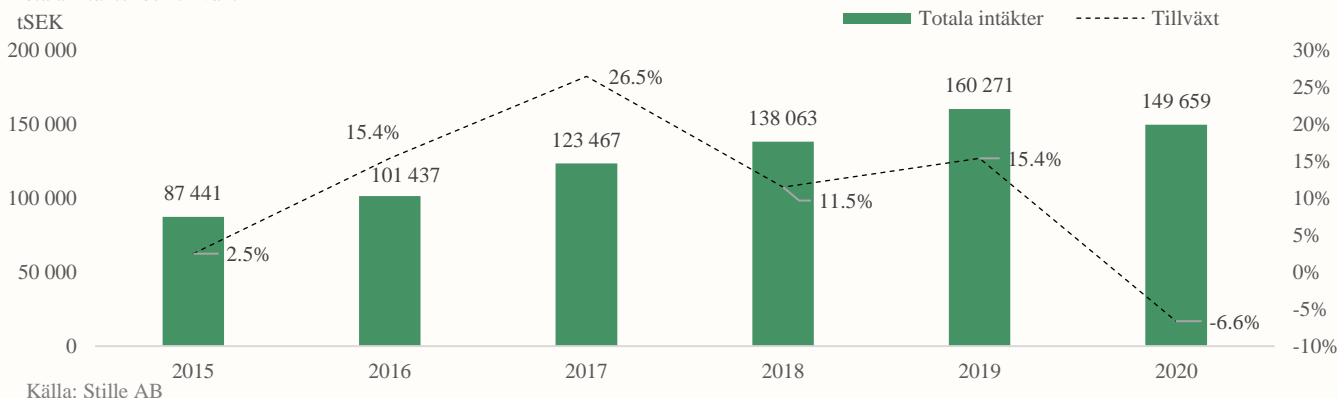
FINANSIELL PROGNOIS

Historiskt god omsättningstillväxt

Stille har mellan åren 2015-2020 vuxit med en genomsnittlig årlig, lönsam, tillväxt om 11,3 %. Majoriteten av tillväxten är organisk förutom förvärvet av Medstone som integrerades i affärsområdet operationsbord år 2017. Affärsområdet operationsbord har varit den stora drivaren i Stilles tillväxt med en CAGR om 17,5 %. Detta är 7,9 %-enheter snabbare än den underliggande marknaden och implicerar att Stilles operationsbord tagit marknadsandelar. Analyst Group estimerar Stille marknadsandel till 10% av alla operationsbord kopplat till C-arm och Stille estimeras fortsätta ta marknadsandelar framåt.

Historisk tillväxt under lönsamhet

Totala intäkter och tillväxt



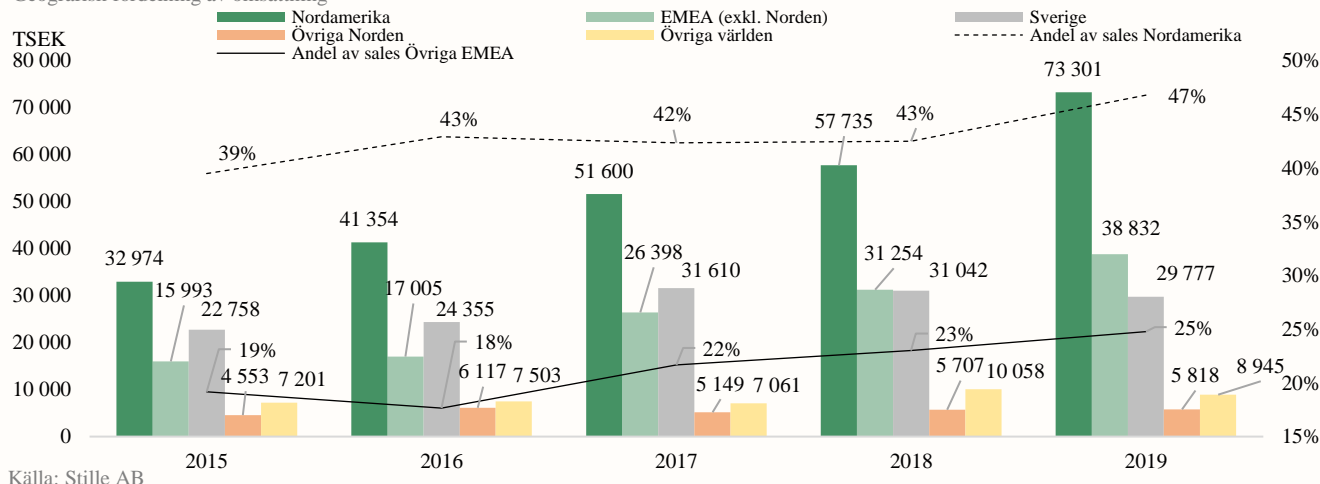
Starkt momentum i USA och Europa

Stille satsade på ökad marknadsexpansion i Europa under år 2019 vilket gav resultat, Bolaget har vuxit omsättningen i Europa med 25 % i årlig genomsnittstillväxt med tilltagande styrka och utgör nu 25 % av omsättningen. Fokus framgent är att satsa mer på Nordamerika där Bolaget redan har ett starkt momentum med en försäljningstillväxt årligen om 22 % CAGR med tilltagande styrka de senaste 5 åren, vilket utgjorde 47 % av omsättningen år 2019. Stille redovisade däremot negativ tillväxt i Sverige år 2018 och 2019 med -2 % respektive -4 %, men samtidigt växte Stille kraftigt med 30 % under 2017 i Sverige. Liknande omvänt mönster återfinns i resten av Norden där Stille växte 13 % åren 2018 och 2019 men -16 % år 2017. Detta beror på att inköpen oftast görs via offentlig upphandling, vilka är direkt drivna av prioriteringar inom vården.

SATSNINGAR I AMERIKA OCH EUROPA GER UTVÄXLING

Starkt momentum i Nordamerika och Europa

Geografisk fördelning av omsättning

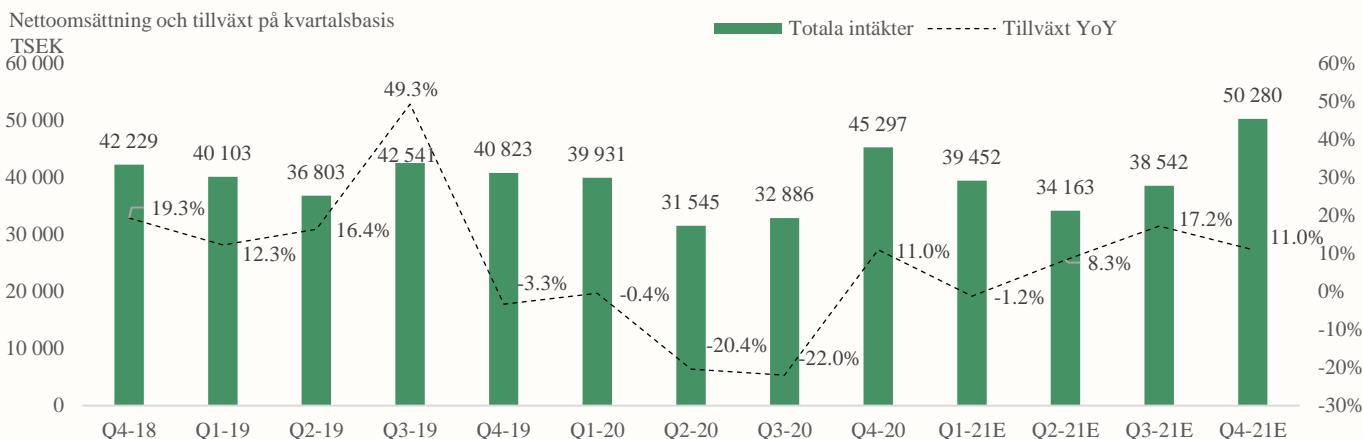


FINANSIELL PROGNOIS

Omsättningsprognos

Stille är beroende av att operationer utförs och mellan mars och juli 2020 utfördes i genomsnitt ~35 % färre operationer jämfört med år 2019. Detta innebär i sin tur att en vårdskuld håller på att byggas upp hänfört alla operationer som skjutits upp. McKinsey estimerar att det kommer krävas att sjukvården opererar på 10 % över normal kapacitet, i 20 månader, för att bli av med det uppdämda behovet. Sedan kulmen av Covid-19 pandemin har sjukhus runt om i världen långsamt börjat öppna upp för elektiva operationer men inte till full kapacitet.

Nettoomsättning och årlig tillväxt där ett svagt Q4-19 var till följd av större ordrar i Q3-19



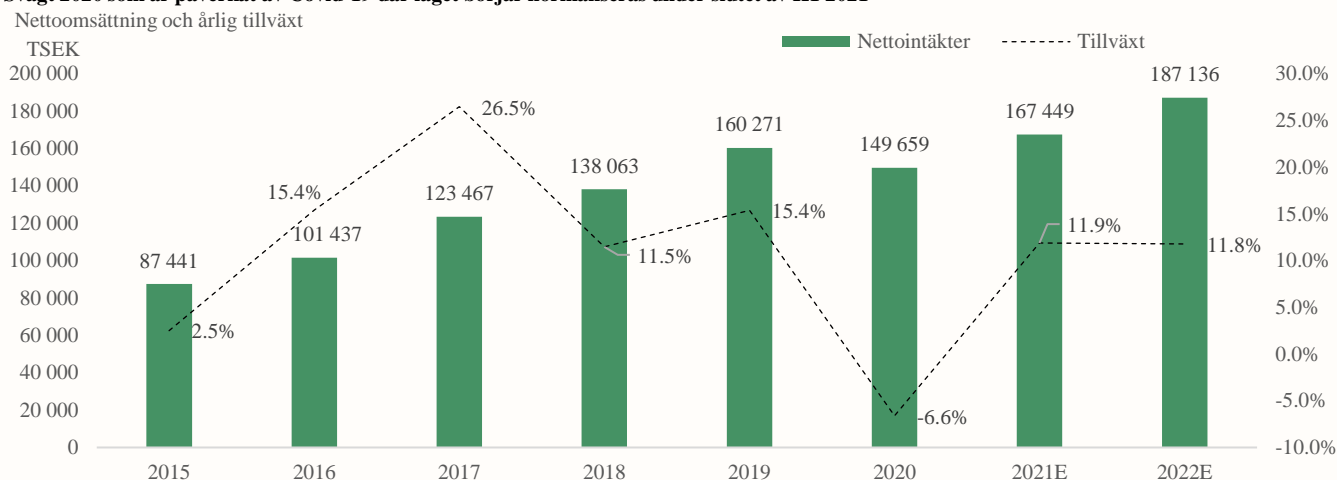
Källa: Stille AB & Analyst Group prognos

Intäktsprognos för räkenskapsåren 2020-2022

Analyst Group estimerar en genomsnittlig omsättningstillväxt mellan åren 2019-2022 om 5,3 % för Stille, där år 2020 visade en negativ tillväxt om -6,6 % till följd av pandemin. I takt med att pandemin hamnar under kontroll kommer vårdskulden börja betas av, vilket estimeras till H2-21. Förutom en stark underliggande marknadstillväxt gynnas Stille av att minimalinvasiva operationer flyttas ut till dagkirurgiska centrum. Mellan åren 2016 och 2019 har Stille vuxit med en CAGR om 16,5 %, detta till följd av gynnsamma satsningar i Europa och Nord Amerika. I ett Base scenario estimerar Analyst Group en genomsnittlig intäktsstillväxt om 11,8 % mellan åren 2020 och 2022.

**CAGR OM
11,8 %
MELLAN
2020-2022**

Svagt 2020 som är påverkat av Covid-19 där läget börjar normaliseras under slutet av H1 2021



Källa: Stille AB & Analyst Group prognos

FINANSIELL PROGNOIS

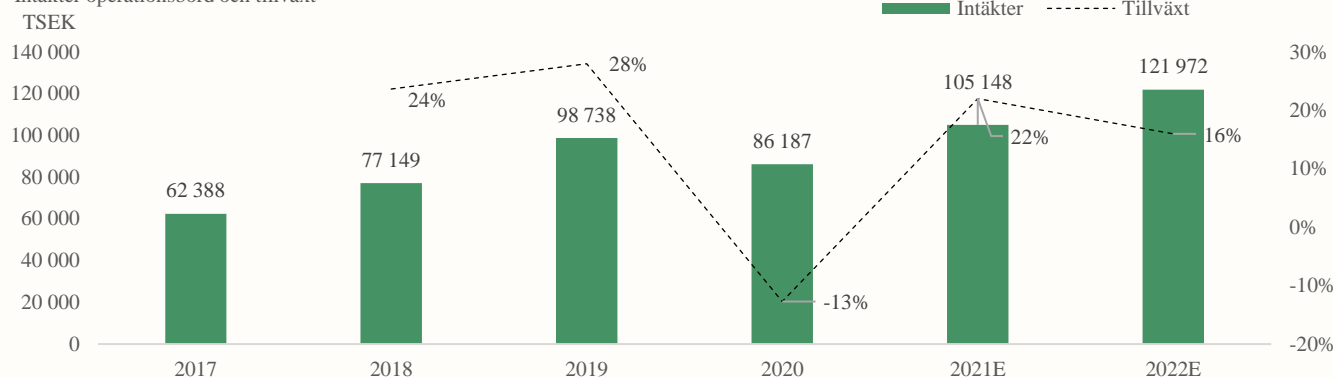
Operationsbord

GYNNAS AV
HÖGRE
EFTER-
FRÅGAN PÅ
MOBILITET

Affärsområdet Operationsbord är det segment som historiskt visat högst tillväxt där den totala omsättningen ökade med en CAGR om 11,4 % mellan åren 2017 och 2020 till 86,2 MSEK där år 2020 är påverkat av pandemin. Om man normaliserar för pandemin växte segmentet med en CAGR om 25,8%. imagiQ har varit den största bidragaren till tillväxten och är idag marknadsledande inom flera nischer av minimalinvasiv kirurgi. Inom kort förväntas en nylansering av bordet med nya features vilket gör att affärsområdet kan fortsätta växa snabbare än marknaden och ta marknadsandelar inom nya vertikalnischer. Stilles produktkatalog innehåller flertalet mindre och mobila operationsbord vilka gynnas av att fler och fler standardoperationer ut från sjukhusen till dagkirurgiska enheter där den vanliga fasta installationen ersätts av specialiserade bildbehandlade operationssalar, med antingen hybrid eller mobil C-båge. Den genomsnittliga årliga omsättningstillväxten förväntas bli 7,3 % mellan åren 2019 och 2022. Den lägre tillväxten hänförs de förändrade prioriteringarna inom sjukvården till följd av pandemin.

Analyst Group estimerar hög tillväxt inom affärsområdet operationsbord drivet av rådande trender

Intäkter operationsbord och tillväxt



Källa: Stille AB & Analyst Group prognos

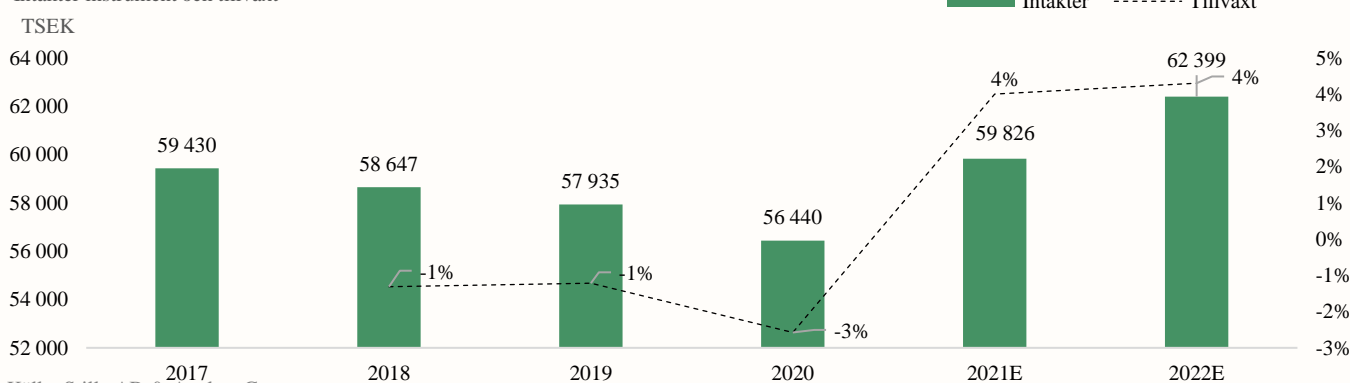
Kirurgiska instrument

NYTT FOKUS
DRIVER
TILLVÄXT

Idag är Stille så stora i Sverige att tillväxtpotentialerna är begränsade men Bolagets marknadsandel utanför Norden understiger 1 %, drivet av ett historisk fokus på den nordiska marknaden. I takt med att sjukhusen i större grad hellre investerar i helhetslösningar kan de kirurgiska instrumenten komplettera operationsbordens produktbudande och utnyttja redan starka distributionskanaler samt starka samarbetspartners med global räckvidd. Till följd av växande medelklass och att efterfrågan på premiumprodukter ökar estimeras Stilles tillväxt så småningom konvergera mot marknaden där Analyst Group estimerar en genomsnittlig intäktsstillväxt om 3,1 % mellan åren 2019 och 2022.

Analyst Group estimerar tilltagande tillväxt 2021 drivet av vårdskulden och nya distributionskanaler

Intäkter instrument och tillväxt



Källa: Stille AB & Analyst Group prognos

FINANSIELL PROGNOIS

LÖNSAM TILLVÄXT MED GOD KOSTNADS- KONTROLL

Kostnadsprognos

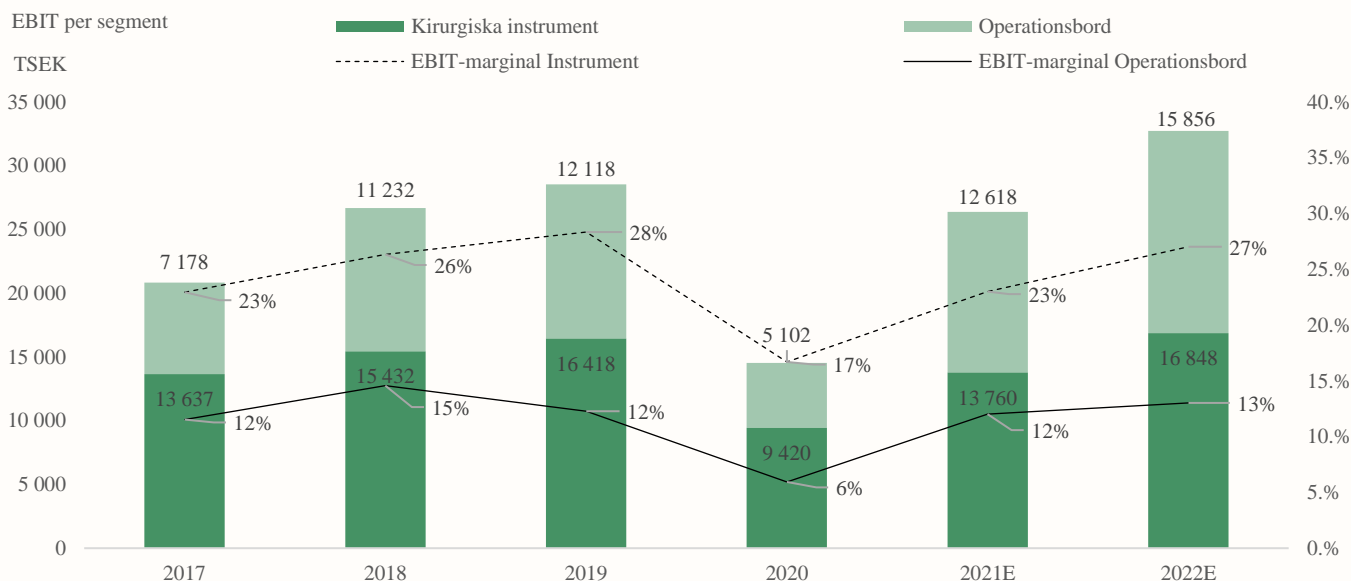
Stille har samlat tillverkningen under ett tak och kommer fortsätta effektivisera linjerna för att göra produktionen mer lean. Även skalfördelar som kommer med större volymer i båda affärsområdena gör att bruttomarginalen estimeras stiga från 2019-årsnivåer om 63,6 % till 64,5 % år 2021. För att Stille ska behålla sin relevans på marknaden är det ytterst viktigt att Bolaget lyckas rekrytera rätt kompetens. Bolaget har nettoanställt 9 nya arbetare under 2020, där majoriteten anställdes under Q1. År 2021 och år 2022 estimeras Stille fortsätta anställa folk med i genomsnitt 3 om året där anställningar framgent har fokus på service- och försäljningsorganisationen. Personalkostnaderna estimeras växa med 6,9 % CAGR mellan åren 2019 och 2022 och nå en kostnad om 50,4 MSEK. Externa kostnader är kopplade till storleken på organisationen och andelen övriga externa kostnader uppgick till 24,7 MSEK år 2019 och estimeras växa med en CAGR om 3,1 % mellan åren 2019-2022 och då nå 27,1 MSEK. Historiskt har externa kostnader varit ~ 15 % av omsättningen, vilket är i linje med vad Analyst Group estimerar. Under 2020 har Stille investerat per Q4 21,6 MSEK där stor del beräknas vara hänfört upprådning av imagiQ med nya features vilket förväntas lanseras under 2021/2022. Avskrivningarna estimeras öka mellan åren 2019 och 2022 med en CAGR om 13 % och nå 7,3 MSEK år 2022 hänfört tidigare investeringar.

Lönsamhet

Stille har historiskt visat på lönsam tillväxt med god kostnadskontroll. Sedan 2014 har Stille haft en stigande EBIT-marginal, där marginalen gått från 11,7 % år 2015 till 17,8 % 2019 där år 2020 blir ett undantag med 10,2 %. Affärsområdet kirurgiska instrument är det lönsammaste av segmenten med en EBIT-marginal om 16,7 % år 2020 men med en normaliserad marginal om 28,3 %. Operationsbord visade år 2020 en marginal om 5,9 % men en normaliserad marginal om 12,3 %. Stille har tagit de största kostnaderna för investeringarna när man byggt upp en RnD-avdelning, flyttat den amerikanska produktionen till Sverige och förbättrat försäljningsorganisationen. Till följd av uttrullningen av vaccin förväntas även 2021 lönsamhet påverkas av pandemin. Analyst Group estimerar en rörelsemarginal om 16,1 % för år 2021, trots att man vidtagit kraftiga åtgärder för att minska kostnadsmassan så som permitteringar och uppsägningar av konsulter för att därefter normaliseras år 2022 om 19,7 %. Marginalförbättringarna är drivet av högre omsättning och gynnsam produktmix där instrumenten har högre lönsamhet samt lägre investeringar i organisationen framgent. Lönsamheten för 2020 har också påverkats av en nedskrivning om 3 MSEK hänfört lagervärdet till följd av effektivitetsarbetet och genomlysning av bolagets produktportfölj.

KIRURGISKA INSTRUMENT DRIVER LÖNSAMHET

Högre kapacitetsutnyttjande och gynnsam produktmix driver högre marginaler



Källa: Stille AB & Analyst Group prognos

VÄRDERING

132 KR
MOTIVERAT
VÄRDE

Jämförelse av Stille och peers

För att ge perspektiv på Stilles värdering och som stöd till DCF så jämförs Bolaget med andra bolag som verkar inom medicinteknik för operationer och kirurgiska instrument. Även om det finns skillnader avseende produkter återfinns flera likheter mellan bolagen, så som affärsmodell, intäktsmodell och adresserbar marknad. Bolagen är av varierande storlek men verkar mot samma kunder antingen som konkurrenter eller komplement till Stille.

| 2022E (mUSD) | Hill-Rom | Steris | Teleflex | Stryker | Le Maitre | Elos Medtech | Stille |
|---------------------|----------|--------|----------|---------|-----------|--------------|--------|
| Marketcap | 7 289 | 15 962 | 19 444 | 88 851 | 986 | 126 | 64 |
| Enterprise Value | 8 308 | 15 962 | 18 994 | 95 978 | 986 | 152 | 52,7 |
| Omsättningstillväxt | 4% | 18% | 8% | 7% | 7% | 11% | 11,8% |
| Bruttomarginal | 51% | 45% | 56% | 65% | 67% | 32% | 67% |
| EBITDA-marginal | 22% | 28% | 32% | 29% | 33% | 20% | 23% |
| EBIT-marginal | 20% | 23% | 29% | 27% | 24% | 12% | 20% |
| Nettomarginal | 10% | 16% | 19% | 17% | 18% | 8% | 15% |
| ROE | 20% | 16% | 17% | 24% | 14% | 11% | 26% |
| EV/S | 2,7 | 4,6 | 6,4 | 4,9 | 6,2 | 1,3 | 2,4 |
| EV/EBITDA | 12,4 | 16,6 | 20,0 | 18,0 | 20,4 | 7,5 | 10,3 |
| EV/EBIT | 14,0 | 20,5 | 21,5 | 19,5 | 20,4 | 13,2 | 12,2 |
| P/E | 23,4 | 29,5 | 39,5 | 27,5 | 35,2 | 16 | 19,2 |

Då alla bolag är lönsamma appliceras en EV/EBIT multipel för att jämföra rörelsevinsten med hänsyn till kapitalstrukturen men även hur kapitalintensiva bolagen är. Medelvärdet av peertabellens EV/EBIT är 19 på 2022 års rörelsevinst, vilket gör att Stille idag handlas till rabatt om 33 %. Samtliga bolag är större än Stille, handlas på större marknadsplatser och är likvidare aktier, vilket motiverar att Stille ska handlas till en viss rabatt. I andra sidan av vågskålen så är Stille ett mindre bolag som växer omsättningen snabbare än alla jämförbara bolag till en högre avkastning på det egna kapitalet. Bolaget förväntas växa den årliga genomsnittsomsättningen med 11,8 % mellan åren 2020 och 2022 och nå intäkter om 187,1 MSEK. Med en EBIT-marginal om 19,7 % estimeras Bolaget göra 36,8 MSEK i rörelseresultat och en vinst per aktie om 5,9 kr. Analyst Group anser att en multipel om EV/EBIT 15 är en rimlig multipel för Stille, vilket skulle innebära att Stille handlades till en rabatt om 19,9 % mot jämförbara bolag vars medel-EV/EBIT är 19.

5,9 KR VINST
PER AKTIE
2022

DCF sammanfattning och känslighet

| DCF värdering (TSEK) | Kostnad av kapital |
|----------------------------------|----------------------|
| NPV av estimat | Risikfri ränta 2,0% |
| NPV Terminalvärde | Risk premium 5,35% |
| NPV framtida kassaflöde | Beta 0,69 |
| Nettoskuld | Smallcap premium 3% |
| DCF värde av eget kapital | Cost of equity 9,42% |
| DCF värde per aktie | Cost of debt 0% |
| Nuvarande aktiepris | Cost of lease 2,7% |
| | WACC 8,1% |

DCF känslighet

| | | Cost of equity | | | | |
|------------------------|----|----------------|-------|--------------|-------|-------|
| | | 8,4% | 8,9% | 9,4% | 9,9% | 10,4% |
| Andel eget kapital (%) | 71 | 167 | 154,4 | 143,5 | 134,8 | 126,7 |
| | 81 | 147,8 | 136,9 | 127,1 | 119,3 | 112 |
| | 91 | 132,9 | 122,9 | 114,4 | 106,9 | 100,3 |

BULL & BEAR

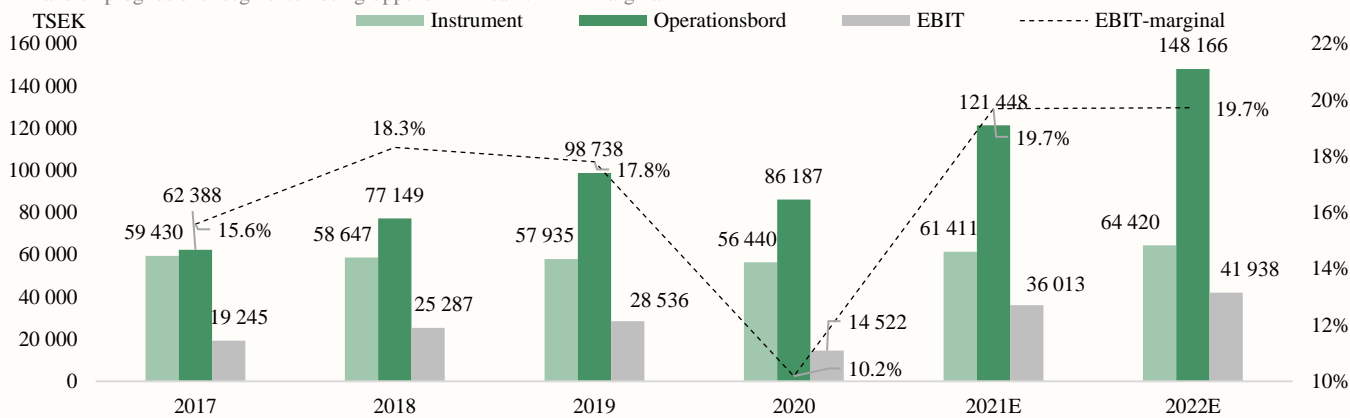
Bull scenario

149,8 KR
MOTIVERAT
VÄRDE

Elektiv kirurgi öppnar upp under H1 2021 och närmar sig full beläggning under H2 2021 vilket skapar tillväxt för Stille då vårdskulden ska börja arbetas ner. Investeringarna i organisationen ger stark utväxling och affärsområdet operationsbord fortsätter växa med en CAGR om 14,5 % 2019-2022, vilket är hälften så fort som det historiska snittet till följd av pandemin. Kirurgiska instrument kan utnyttja upparbetade distributionskanalerna och får en smartare go-to-market vilket gör att Stille kan sälja det som paketlösningar. Tillväxten på instrumentsidan konvergerar mer mot marknadstillväxten och omsättningen för affärsområdet växer 10,2 % mellan 2019-2022 med CAGR om 3,3 %. Bolaget fortsätter att skala upp verksamheten för att möta tillväxten vilket resulterar i att EBIT-marginalen stannar på en konstant nivå. I Bull scenario för 2022 estimeras Stille öka omsättningen med en CAGR om 22,1 % 2020-2022 och omsätta 212,6 MSEK med en EBIT om 41,9 MSEK. DCF-modellen estimerar motiverat värde till 149,8 kr med en WACC om 8,1 %.

Nya produkt erbjudanden och smartare go-to-market driver tillväxten

Finansiell prognos över segmenten och gruppens EBIT samt EBIT-marginal



Källa: Stille AB & Analyst Group prognos

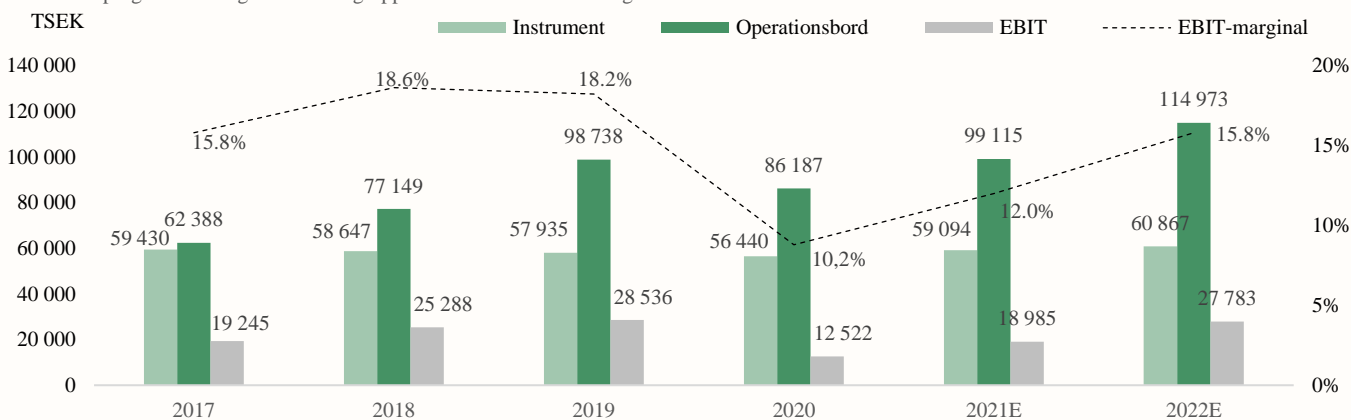
Bear scenario

88,4 KR
IMOTIVERAT
VÄRDE

I ett Bear scenario estimeras omsättningen att öka med 23,3 % mellan åren 2020-2022 och en CAGR om 11 % till följd av utdragna lock-downs runt om i världen. Elektiva operationer som gradvis öppnats upp får dras tillbaka till följd av nya smittovågor. Bolaget har skalat upp organisationen och står nu med en högre kostnads massa med vikande omsättning vilket resulterar i att EBIT-marginalen estimeras till 12 % år 2021 och 15,8 % år 2022. I Bear scenario estimerar DCF-modellen ett motiverat värde om 88,4 kr med en WACC om 8,2 %.

Fortsatta förskjutningar i elektiva operationer till följd av nya smittovågor av Covid-19

Finansiell prognos över segmenten och gruppens EBIT samt EBIT-marginal



Källa: Stille AB & Analyst Group prognos

LEDNING & STYRELSE



Hanna Ernestam Wilkman, VD och koncernchef

Hanna är VD och koncernchef i Stille sedan 2019 och kom senast från Akademikliniken där hon jobbade som VD (2017-2019). Innan dess spenderade hon drygt 12 år på Sectra som General manager för deras "Orthopaedic Solutions" (2005-2017) och drygt 10 år på Johnson and Johnson (1995-2005). Hanna är även styrelseledamot i Elos Medtech AB sedan 2019.

Innehav: 22 200 aktier.



Niklas Carlén, CFO

Niklas anslöt sig till Stille i juni 2020 efter varit ekonimichef på Eskilstuna Strängnäs Energi och Miljö AB i 11 månader. Tidigare har Niklas varit CFO på Tools (2016-2019), Gunnebo Industries (2015-2016), Swecon Anläggningsmaskiner (2010-2015) och Calix Group (2008-2010)

Innehav: 0 aktier.



Göran Brorsson, styrelseordförande

Göran har varit styrelseordförande i Stille sedan 2015. Tidigare VD på Elos Medtech (2000-2015) och nu styrelseordförande i Prismatic Sensors AB, QuickCool, Suturion.

Innehav: 26 500 aktier.



Stefan Tell, styrelsemedlem

Styrelsemedlem i Stille sedan 2019. 2011-2019 var Stefan VD på SyntheticMR och prio till det CFO/Manager/Strategist på Siemens (2006-2011), VD på Verify Consulting (2000-2006) konsult till AstraZeneca (2000-2003)

Innehav: 450 aktier.



Thomas Anderzon, styrelsemedlem

Thomas har varit styrelsemedlem i Stille sedan 2019. Tidigare ordförande i Swedish Medtech (2017-2019) och flertalet positioner inom GE Healthcare (2003-2019). Styrelsemedlem i ThoNiMa

Innehav: 430 aktier.

LEDNING & STYRELSE



Lars Kvarnhem, styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2020. VD i Human Care Group (2012-nu). Flertalet styrelseuppdrag, bl.a. styrelseordförande i Arcoma, Swevet, Part Production, Reison Medical, Priego, Ovon och styrelseledamot i Cavis Technologies

Innehav: 0 aktier.

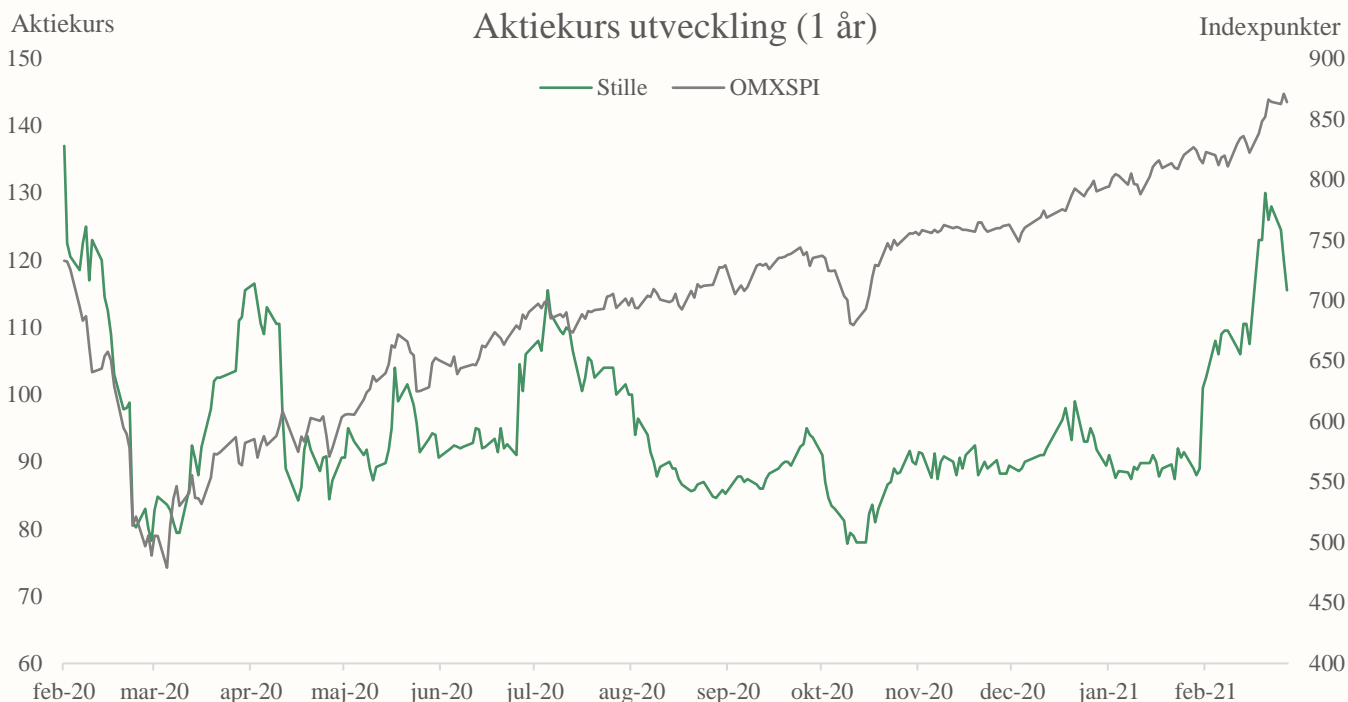


Karin Fisher, styrelseledamot

Styrelsemedlem sedan 2020. Till vardags VD i RLS Global (2018-nu), tidigare ”Senior Director Business Developer på Getinge (2018-2018). Sales and Marketing Director US och South America för Xvivo (2015-2018). Head of Global Marketing Communications Getinge (2014-2015), Global Product and Marketing Manager hos Neoventa Medical (2013-2014) samt flertalet positioner inom Johnson and Johnson (2002-2013).

Innehav: 1 000 aktier.

APPENDIX



| TSEK | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-----------------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Nettoomsättning | 83 479 | 96 334 | 121 818 | 135 796 | 156 673 |
| Aktiverat arbete för egen räkning | | | | | |
| Övriga rörelseintäkter | 3 962 | 5 103 | 1 649 | 2 267 | 3 598 |
| Totala intäkter | 87 441 | 101 437 | 123 467 | 138 063 | 160 271 |
| Handelsvaror | -28 103 | -33 334 | -43 083 | -51 055 | -58 290 |
| Bruttoresultat | 59 338 | 68 103 | 80 384 | 87 008 | 101 981 |
| Bruttomarginal | 67,9% | 67,1% | 65,1% | 63,0% | 63,6% |
| Övriga externa kostnader | -20 256 | -18 637 | -18 342 | -20 032 | -24 757 |
| Personalkostnader | -24 287 | -27 011 | -33 700 | -36 937 | -41 274 |
| Avskrivningar | -2 495 | -3 267 | -3 413 | -3 508 | -5 131 |
| Övriga rörelsekostnader | -2 105 | -2 918 | -5 684 | -1 244 | -2 283 |
| EBIT | 10 195 | 16 270 | 19 245 | 25 287 | 28 536 |
| EBIT-marginal | 11,7% | 16,0% | 15,6% | 18,3% | 17,8% |
| Finansiella intäkter | 393 | 603 | 0 | 333 | 930 |
| Finansiella kostnader | -92 | -84 | -652 | -57 | -694 |
| EBT | 10 496 | 16 789 | 18 593 | 25 563 | 28 772 |
| Skatt | | | -4 038 | -5 019 | -5 893 |
| Nettoresultat | 10 496 | 16 789 | 14 555 | 20 544 | 22 879 |
| Nettomarginal | 12% | 17% | 12% | 15% | 14% |

APPENDIX

| Base scenario (tSEK) | 2020 | 2021E | 2022E |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Nettoomsättning | 142 627 | 164 975 | 184 371 |
| Aktiverat arbete för egen räkning | | | |
| Övriga rörelseintäkter | 7 032 | 2 475 | 2 766 |
| Totala intäkter | 149 659 | 167 449 | 187 136 |
| Kostnad sålda varor | -55 377 | -59 444 | -62 129 |
| Bruttoresultat | 94 282 | 108 005 | 125 007 |
| Bruttomarginal | 63,0% | 64,5% | 66,8% |
| Övriga externa kostnader | -28 005 | -24 280 | -27 135 |
| Personalkostnader | -39 319 | -47 589 | -50 361 |
| Avskrivningar | -4 382 | -5 861 | -6 550 |
| Övriga rörelsekostnader | -8 054 | -3 349 | -4 117 |
| EBIT | 14 522 | 26 926 | 36 845 |
| EBIT-marginal | 10,2% | 16,1% | 19,7% |
| Finansiella intäkter | 374 | 0 | 0 |
| Finansiella kostnader | -4 078 | -677 | -680 |
| EBT | 10 818 | 26 249 | 36 165 |
| Skatt | -2 545 | -5 617 | -7 739 |
| Nettoresultat | 8 273 | 20 632 | 28 426 |
| Nettomarginal | 6% | 12% | 15% |

| Base scenario | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <i>Omsättningstillväxt</i> | 11,5% | 15,4% | -6,6% | 11,9% | 11,8% |
| <i>Bruttomarginal</i> | 63,0% | 63,6% | 63,0% | 64,5% | 66,8% |
| <i>EBITDA-marginal</i> | 20,9% | 21,0% | 12,6% | 19,6% | 23,2% |
| <i>EBIT-marginal</i> | 18,3% | 17,8% | 10,2% | 16,1% | 19,7% |
| <i>Nettomarginal</i> | 14,9% | 14,3% | 5,5% | 12,3% | 15,2% |
| Enterprise Value (TSEK) | 300 279 | 617 938 | 519 477 | 491 392 | 460 613 |
| EV/S | 3,8 | 3,2 | 3,5 | 2,9 | 2,5 |
| EV/EBITDA | 10,4 | 18,4 | 27,5 | 15,0 | 10,6 |
| EV/EBIT | 11,9 | 21,7 | 35,8 | 18,2 | 12,5 |
| P/E | 14,6 | 27,0 | 67,4 | 27,0 | 19,6 |
| Vid Motiverat värde (132) | | | | | |
| | | | 598 800 | 580 757 | 552 672 |
| EV/S | | | 4,0 | 3,5 | 3,0 |
| EV/EBITDA | | | 31,7 | 17,7 | 12,7 |
| EV/EBIT | | | 41,2 | 21,6 | 15,0 |
| P/E | | | 71,0 | 28,5 | 20,7 |
| Nettoskuld/EBITDA | -1,23 | -1,7 | -2,1 | -2,2 | -2,5 |

APPENDIX

| Base Case | 2020a | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|-----------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Operationsbord | | | | | | | | | | | |
| Intäkter | 86 187 | 105 148 | 121 972 | 140 268 | 159 905 | 182 292 | 207 813 | 234 828 | 265 356 | 297 199 | 332 863 |
| <i>Tillväxt</i> | <i>-13%</i> | <i>22%</i> | <i>16%</i> | <i>15%</i> | <i>14%</i> | <i>14%</i> | <i>14%</i> | <i>13%</i> | <i>13%</i> | <i>12%</i> | <i>12%</i> |
| EBIT | 5 102 | 12 618 | 15 856 | 19 637 | 22 387 | 25 521 | 31 172 | 35 224 | 39 803 | 44 580 | 49 929 |
| <i>EBIT-margin</i> | <i>6%</i> | <i>12%</i> | <i>13%</i> | <i>14%</i> | <i>14%</i> | <i>14%</i> | <i>15%</i> | <i>15%</i> | <i>15%</i> | <i>15%</i> | <i>15%</i> |
| Instrument | | | | | | | | | | | |
| Intäkter | 56 440 | 59 826 | 62 399 | 65 519 | 68 795 | 72 235 | 75 124 | 78 129 | 80 473 | 82 887 | 85 374 |
| <i>Tillväxt</i> | <i>-3%</i> | <i>6%</i> | <i>4%</i> | <i>5%</i> | <i>5%</i> | <i>5%</i> | <i>4%</i> | <i>4%</i> | <i>3%</i> | <i>3%</i> | <i>3%</i> |
| EBIT | 9 420 | 13 760 | 16 848 | 17 690 | 19 263 | 20 226 | 21 035 | 21 876 | 22 532 | 23 208 | 23 905 |
| <i>EBIT-margin</i> | <i>17%</i> | <i>23%</i> | <i>27%</i> | <i>27%</i> | <i>28%</i> | <i>28%</i> | <i>28%</i> | <i>28%</i> | <i>28%</i> | <i>28%</i> | <i>28%</i> |
| Totalt | | | | | | | | | | | |
| Bruttovinst | 94 282 | 108 005 | 125 007 | 139 945 | 144 081 | 160 352 | 178 250 | 197 163 | 217 872 | 239 454 | 263 489 |
| <i>Bruttomarginal</i> | <i>63%</i> | <i>65%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> | <i>67%</i> |
| SG&A | -79 760 | -75 766 | -81 612 | -86 645 | -94 427 | -105 697 | -116 141 | -129 109 | -143 432 | -158 363 | -175 016 |
| EBIT | 14 522 | 26 926 | 36 845 | 45 990 | 41 649 | 45 747 | 52 207 | 57 100 | 62 336 | 67 788 | 73 834 |
| <i>EBIT-marginal</i> | <i>10%</i> | <i>16%</i> | <i>20%</i> | <i>19%</i> | <i>18%</i> | <i>18%</i> | <i>18%</i> | <i>18%</i> | <i>18%</i> | <i>18%</i> | <i>18%</i> |
| Skatt | -2 545 | -5 617 | -7 739 | -9 696 | -9 790 | -11 172 | -12 219 | -13 340 | -14 507 | -15 800 | 0 |
| Nettovinst | 8 273 | 20 632 | 28 426 | 35 613 | 28 041 | 34 574 | 39 987 | 43 760 | 47 829 | 51 988 | 73 834 |

| DCF värdering (TSEK) | | Kostnad av kapital | |
|----------------------------------|----------------|--------------------|-------------|
| NPV av estimat | 209 830 | Risikfri ränta | 2,0% |
| NPV Terminalvärde | 365 882 | Risk premium | 5,35% |
| NPV framtida | | | |
| kassaflöde | 575 712 | Beta | 0,69 |
| Nettoskuld | -6 780 | Smallcap premium | 3% |
| DCF värde av eget kapital | | | |
| DCF värde per aktie | 121,8 | Cost of equity | 9,42% |
| Nuvarande aktiepris | 115,5 | Cost of debt | 0% |
| | | Cost of lease | 2,7% |
| | | WACC | 8,1% |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| DCF | | | | | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| EBIT | 16 270 | 19 245 | 25 287 | 28 536 | 14 522 | 26 926 | 36 845 | 45 990 | 41 649 | 45 747 | 52 207 | 57 100 | 62 336 | 67 788 | 73 834 |
| Skatt | 0 | -4 038 | -5 019 | -5 893 | -3 108 | -5 762 | -7 885 | -9 842 | -8 913 | -9 790 | -11 172 | -12 219 | -13 340 | -14 507 | -15 800 |
| NOPAT | 16 270 | 15 207 | 20 268 | 22 643 | 11 415 | 21 164 | 28 960 | 36 148 | 32 736 | 35 957 | 41 034 | 44 881 | 48 996 | 53 281 | 58 034 |
| D&A | 3 267 | 3 413 | 3 508 | 5 131 | 4 382 | 5 861 | 6 550 | 7 311 | 8 004 | 8 908 | 9 903 | 10 954 | 12 104 | 13 303 | 14 638 |
| Capex | -1 500 | -3 400 | -4 500 | -7 800 | -23 444 | -5 000 | -4 500 | -7 311 | -8 004 | -8 908 | -9 903 | -10 954 | -12 104 | -13 303 | -14 638 |
| Change in NWC | | -9 851 | -12 763 | -1 650 | 11 778 | -3 982 | -2 925 | -5 369 | -9 508 | -6 698 | -7 530 | -7 796 | -8 526 | -8 885 | -9 893 |
| FCFF | 20 130 | 7 805 | 8 456 | 17 935 | 4 131 | 18 043 | 28 085 | 30 779 | 23 229 | 29 259 | 33 504 | 37 085 | 40 470 | 44 396 | 48 140 |
| Discounted Cash flow | | | | | | 16 685 | 24 017 | 24 340 | 16 987 | 19 787 | 20 952 | 21 446 | 21 643 | 21 956 | 22 016 |

APPENDIX

| Bull scenario | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Operationsbord | | | | | | | | | | | |
| Intäkter | 86 187 | 121 448 | 148 166 | 180 763 | 216 915 | 258 129 | 307 174 | 362 465 | 424 084 | 491 938 | 570 648 |
| <i>Tillväxt</i> | | 23% | 22% | 22% | 20% | 19% | 19% | 18% | 17% | 16% | 16% |
| EBIT | 19 432 | 23 707 | 27 114 | 30 368 | 36 138 | 46 076 | 54 370 | 67 853 | 73 791 | 73 791 | 91 304 |
| <i>EBIT-margin</i> | | 16,0% | 16,0% | 15,0% | 14,0% | 14,0% | 15,0% | 15,0% | 16,0% | 15,0% | 16,0% |
| Instrument | | | | | | | | | | | |
| Intäkter | 56 440 | 61 411 | 64 420 | 67 641 | 71 023 | 73 864 | 76 819 | 79 123 | 81 497 | 83 942 | 86 460 |
| <i>Tillväxt</i> | | 6% | 5% | 5% | 5% | 4% | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| EBIT | 16 581 | 18 231 | 19 278 | 20 597 | 21 642 | 22 662 | 23 500 | 23 634 | 24 343 | 24 343 | 25 073 |
| <i>EBIT-margin</i> | | 27% | 28% | 29% | 29% | 29% | 30% | 30% | 29% | 29% | 29% |
| Totalt | 142 627 | 182 859 | 212 586 | 248 404 | 287 939 | 331 994 | 383 993 | 441 589 | 505 581 | 575 880 | 657 108 |
| Grossrev | 87002 | 115201 | 134142 | 156991 | 182265 | 209156 | 241915 | 278201 | 318516 | 362804 | 413978 |
| <i>Grossmargin</i> | 61% | 63% | 63% | 63% | 63% | 63% | 64% | 64% | 64% | 64% | 64% |
| SG&A | 72 480 | 79 188 | 92 205 | 110 599 | 131 300 | 151 376 | 173 178 | 200 331 | 227 029 | 264 670 | 297 601 |
| EBIT | 14 522 | 36 013 | 41 938 | 46 392 | 50 965 | 57 780 | 68 738 | 77 869 | 91 488 | 98 134 | 116 377 |
| <i>EBIT-marginal</i> | 10% | 19,7% | 19,7% | 18,7% | 17,7% | 17,4% | 17,9% | 17,6% | 18,1% | 17,0% | 17,7% |
| Skatt | -2 545 | -7 923 | -9 226 | -10 206 | -11 212 | -12 712 | -15 122 | -17 131 | -20 127 | -21 589 | -25 603 |
| Nettovinst | 8 273 | 28 090 | 32 711 | 36 186 | 39 753 | 45 069 | 53 615 | 60 738 | 71 360 | 76 544 | 90 774 |
| <i>Nettomarginal</i> | 5,8% | 15,4% | 15,4% | 14,6% | 13,8% | 13,6% | 14,0% | 13,8% | 14,1% | 13,3% | 13,8% |

| Bull scenario | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Omsättningsstillväxt | 11,5% | 15,4% | -7% | 22% | 16% | 17% |
| Bruttomarginal | 63,0% | 63,6% | 61,0% | 63,0% | 63,1% | 63,2% |
| EBITDA-marginal | 20,9% | 21,0% | 12,6% | 22,9% | 22,8% | 21,6% |
| EBIT-marginal | 18,3% | 17,8% | 9,7% | 19,7% | 19,7% | 18,7% |
| Nettomarginal | 14,9% | 14,3% | 5,5% | 15,4% | 15,4% | 14,6% |
| Enterprise Value (TSEK) | 300 279 | 617 938 | 519 477 | 510 230 | 499 427 | 480 280 |
| EV/S | 2,2 | 3,9 | 3,5 | 2,8 | 2,3 | 1,9 |
| EV/EBITDA | 10,4 | 18,4 | 27,5 | 12,2 | 10,3 | 8,9 |
| EV/EBIT | 11,9 | 21,7 | 35,8 | 14,2 | 11,9 | 10,4 |
| P/E | 27,1 | 24,4 | 67,4 | 19,9 | 17,0 | 15,4 |

| Bear scenario | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e | 2030e |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Operationsbord | | | | | | | | | | | |
| Intäkter | 86 187 | 99 115 | 114 973 | 133 369 | 153 375 | 176 381 | 201 074 | 229 224 | 261 316 | 297 900 | 339 606 |
| <i>Tillväxt</i> | | 15% | 16% | 16% | 15% | 15% | 14% | 14% | 14% | 14% | 14% |
| EBIT | 10 903 | 13 797 | 16 004 | 18 405 | 21 166 | 24 129 | 27 507 | 31 358 | 35 748 | 35 748 | 40 753 |
| <i>EBIT-margin</i> | | 11% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| Instrument | | | | | | | | | | | |
| Intäkter | 56 440 | 59 094 | 60 867 | 63 301 | 65 833 | 68 467 | 71 890 | 75 484 | 80 013 | 84 814 | 89 903 |
| <i>Tillväxt</i> | | 2% | 3% | 4% | 4% | 4% | 5% | 5% | 6% | 6% | 6% |
| EBIT | 15 364 | 14 608 | 14 559 | 13 825 | 13 693 | 14 378 | 15 097 | 16 003 | 16 963 | 16 963 | 17 981 |
| <i>EBIT-margin</i> | | 26% | 24% | 23% | 21% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% | 20% |
| Totalt | 142 627 | 158 209 | 175 840 | 196 670 | 219 208 | 244 847 | 272 964 | 304 709 | 341 329 | 382 714 | 429 509 |
| Bruttovinst | 82 296 | 102 994 | 114 823 | 128 622 | 144 020 | 154 254 | 171 967 | 191 967 | 215 037 | 241 110 | 270 591 |
| <i>Bruttomarginal</i> | 58% | 65% | 65% | 65% | 66% | 66% | 66% | 66% | 66% | 66% | 66% |
| SG&A | 67 773 | 84 009 | 87 041 | 97 155 | 108 069 | 113 854 | 125 563 | 140 166 | 157 011 | 176 049 | 197 574 |
| EBIT | 14 522 | 18 985 | 27 783 | 31 467 | 35 950 | 40 400 | 46 404 | 51 801 | 58 026 | 65 061 | 73 017 |
| <i>EBIT-marginal</i> | 10,2% | 12,0% | 15,8% | 16% | 16% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% | 17% |
| Skatt | -6 249 | -4 177 | -6 112 | -6 923 | -7 909 | -8 888 | -10 209 | -11 396 | -12 766 | -14 314 | -16 064 |
| Nettovinst | 8 273 | 14 808 | 21 671 | 24 544 | 28 041 | 31 512 | 36 195 | 40 404 | 45 260 | 50 748 | 56 953 |
| <i>Nettomarginal</i> | 5,8% | 9,4% | 12,3% | 12,5% | 12,8% | 12,9% | 13,3% | 13,3% | 13,3% | 13,3% | 13,3% |

| Bear scenario | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Omsättningsstillväxt | 11,5% | 15,4% | -7% | 6% | 11% | 12% |
| Bruttomarginal | 63% | 64% | 58% | 65% | 65% | 65% |
| EBITDA-marginal | 21% | 21% | 13% | 15% | 19% | 19% |
| EBIT-marginal | 18% | 18% | 10% | 12% | 16% | 16% |
| Nettomarginal | 15% | 14% | 6% | 9% | 12% | 12% |
| Enterprise Value (TSEK) | 300 279 | 617 938 | 519 477 | 508 108 | 496 888 | 481 386 |
| EV/S | 2,2 | 3,9 | 3,5 | 3,2 | 2,8 | 2,4 |
| EV/EBITDA | 10,4 | 18,4 | 27,5 | 21,6 | 15,2 | 13,2 |
| EV/EBIT | 11,9 | 21,7 | 35,8 | 26,8 | 17,9 | 15,3 |
| P/E | 27,1 | 24,4 | 67,4 | 37,7 | 25,7 | 22,7 |

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt Bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och överblickning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Stille AB (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

Analytikern äger aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund