

VÄRDE PAPPRET



Värdeinvestering på svenska



MEDISTIM

Hidden champion i
medicinteknik-
branschen

Detta är ett utdrag från Värdepappret

Ett nummer av Värdepappret innehåller i
genomsnitt tre analyser och en artikel med
fokus på aktier och värdeinvestering.

VIKTIG INFORMATION OCH KONTAKTUPPGIFTER

PRENUMERERA

För att prenumerera på Värdepappret är det enklast att gå in på hemsidan www.vardepappret.se och klicka på "prenumerera". Betalning kan göras med kort. Det går även bra att skicka ett mejl till info@vardepappret.se om du skulle vilja betala mot faktura.

OM VÄRDEPAPPRET

Värdepappret är en oberoende tidning som ges ut en gång i månaden av Värdepappret Sverige AB, org. nr. 556982-3296. Bolaget innehar F-skatt. Utgivare är Kenny Granath.

Nya nummer skickas ut med e-post till alla prenumeranter efter börsens stängning den sista fredagen varje månad.

Värdepapprets innehåll är skyddat av upphovsrätten och får inte spridas.

VÄRDEPAPPRETS REDAKTION

Andreas Larsson	andreas@vardepappret.se
Erik Mossinger	erik@vardepappret.se
Kenny Granath	kenny@vardepappret.se
Love Hultgren	love@vardepappret.se
Tom Mäkelin	tom@vardepappret.se

HEMSIDA OCH KONTAKT I ÖVRIGA FRÅGOR

www.vardepappret.se
info@vardepappret.se

TWITTER

Om du vill följa eller kontakta oss på Twitter så finns vi här: [@Vardepappret](https://twitter.com/Vardepappret).

FACEBOOK

Nu finns Värdepappret även på Facebook: www.facebook.com/vardepappret

VIKTIG INFORMATION - FRISKRIVNING (DISCLAIMER)

Slutsatserna som analyserna i Värdepappret kommer fram till är inte investeringsråd eller rekommendationer. Innan du köper eller säljer en aktie ska du alltid göra en egen analys. Du bör inte köpa och sälja aktier enbart baserat på analyser i Värdepappret. Använd informationen enbart som inspiration till att göra egna analyser.

Värdepappret kan inte garantera att det material som finns i tidningen är fritt från fel. Vi försöker att använda information från tillförlitliga källor men det kan komma med felaktig information.

Du som läsare är ansvarig för dina egna handlingar och beslut. Värdepappret tar inget ansvar för vilka aktier du väljer att köpa. Värdepappret tar heller inget ansvar för konsekvenser som följd av fel och missbedömningar i analyser som kan finnas.

Var och en har sina egna individuella förutsättningar vad gäller privatekonomi och risknivå för aktiehandel. Agera utifrån din egen risknivå och köp inte aktier för pengar som du inte har råd att förlora.

Vi som skriver för Värdepappret är inte professionella analytiker och vi sysslar inte med investeringsrekommendationer. Vill du läsa analyser från professionella analytiker eller ha råd från rådgivare rekommenderar vi dig att söka dig någon annanstans än till vår tidning.

NÄSTA NUMMER

För alla som har följt aktiebloggar de senaste åren kommer ett kärt återseende i nästa nummer när ett bolag som är impopulärt på grund av sin oljekoppling analyseras.

Erik ska spendera två månader i Italien och vad passar då bättre än lite fokus på italienska aktier i de kommande två numren från hans sida?

Utöver det kommer vi att få se ännu en intressant net-net som kan vara intressant att köpa i en diversifierad portfölj av tillgångsbolag.

På återseende den 25 september!

as

Analys av MEDISTIM

GLOBAL MARKNADSLEDARE INOM MEDICINTEKNIKINISCH

Av Love Hultgren
love@vardepappret.se

Medistim är ett norskt medicinteknikbolag som säljer utrustning för att övervaka och säkerställa blodflödet under hjärtoperationer. De är överlägsna marknadsledare inom denna nisch globalt sett, och arbetar aktivt för att teknologin ska bli etablerad standard utanför sina kärnmarknader där den används inom 65-70 % av operationerna.

Idag är aktien dyr, men Medistim har också växt sin omsättning med 18 % om året i 14 år samtidigt som EBIT har vuxit med 31 % om året under samma period.

Värdepappret köper aktien upp till 30 kronor, vilket motsvarar P/E 15 på de senaste tolv månadernas vinst.

AKTIEN

Marknad: Oslo

Ticker: MEDI

Börsvärde: 760 MNOK

Börskurs: 42 NOK

P/E (ttm): 20,5

EV/EBIT: 16,2

Direktavkastning: 3,3 %

Medistim är ett norskt medicinteknikbolag med ett marknadsvärde på cirka 760 miljoner NOK. Bolaget är så långt ifrån en djupt rabatterad net-net som man kan komma: aktien handlas till P/E 20,5, men har å andra sidan växt omsättningen med 18 % om året de senaste 14 åren. Samtidigt har EBIT vuxit med hela 31 % om året.

Medistim har varit lönsamma under hela perioden och uppvisar en, särskilt med tanke på företagets ringa storlek, imponerande stabil utveckling. En bidragande faktor till denna stabilitet är att den största delen av försäljningen inte består av medicintekniksystemen de säljer, utan förbrukningsvaror till dessa.

De senaste tio åren har bolaget trots denna tillväxt delat ut strax under 140 miljoner kronor, vilket alltså motsvarar 18 % av dagens marknadsvärde. Medistim är konservativt finansierade med en nettokassa på 35 miljoner.

Företaget rider på framgångsvågen för norsk ultraljudsforskning som är internationellt erkänd, och de har också upprättat kontakter med ledande kirurger och forskare globalt. Huvudkontoret ligger i Oslo men Medistim har också faciliteter i München, Köpenhamn, London och Minneapolis.

Inom Skandinavien, Tyskland och Japan där marknaden är mer mogen och produktkategorin är standardprocedur för hjärtoperationer, har Medistim 65-70 % marknadsandel vilket är mycket imponerande för ett sådant litet bolag. Inom övriga marknader är produkterna ännu inte anammade i någon högre grad, fastän det är kliniskt bevisat att etablerade manuella metoder inte är pålitliga. Man har dock påbörjat samma resa på bland annat den amerikanska marknaden.

Bolag som handlas så dyrt måste för att överhuvudtaget väcka vårt intresse ha tydliga och kraftiga konkurrensfördelar på en intressant och lönsam marknad. Den relevanta frågan är allt-

så om sådana existerar för Medistim, men det är också högst intressant att se på huruvida det är något inneboende i affärsmodellen som gör att vinsten har vuxit snabbare än omsättningen – finns det skalfördelar som gör att denna utveckling kan fortsätta i takt med att man växer sig ännu större?

PRODUKTERNA OCH MARKNADEN

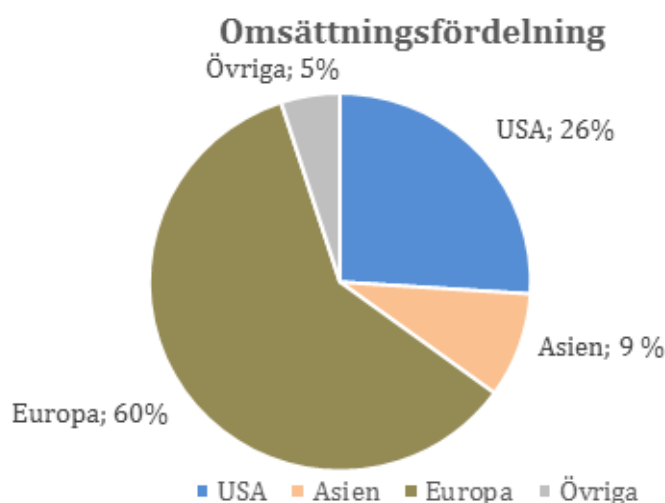
Medistim tillverkar TTFM-system, Transit Time Flow Measurement. Det är ett ultraljudssystem som är användarvänligt och integrerat med annan medicinsk utrustning, och syftet är att säkerställa blodflödet i olika ådror under först och främst bypassoperationer. Förutom att säkerställa puls och att mäta blodflödet, kan man sedan 2011 även ge ultraljudsbilder av blodådrorna. Arbetet görs annars för hand under mer komplicerade operationer (något paradoxalt använder man röntgen för att säkerställa blodflödet under enklare operationer, som angioplastik vid blodproppar) och då måste man förlita sig på läkarens intuition och erfarenhet.

Enligt Medistim själva tillverkar de världens enda användarvänliga TTFM-system. Den manuella metoden där kirurgen känner på blodådran med handen för att säkerställa puls och tillräckligt flöde, som fortfarande är mest utbredd globalt sett, har

i kliniska försök visat sig opålitlig. Trots stora hälsoekonomiska vinster har alltså metoden ännu inget starkt globalt fotfäste, även om vissa länder – främst Tyskland, Japan och Skandinavien – har etablerat TTFM som standardprocedur.

MEDISTIMS METOD HAR ETT BRETT KLINISKT OCH VETENSKAPLIGT STÖD

Metoden har ett brett kliniskt och vetenskapligt stöd, är standardprocedur i Japan och delar av norra Europa samt rekommenderad som god klinisk praxis av American Heart Association. Medistims produkter är rekommenderade som god klinisk praxis även av European Society of Cardiology, European Association for Cardio-Thoracic Surgery samt av brittiska National Institute for Health and Clinical Excellence. Dessa högt aktade organisationers rekommendationer är ett resultat av Medistims aktiva arbete för att öka produkternas status, och en viktig del av deras tillväxtstrategi. Trots detta utbredda stöd är metoden inte etablerad som standardprocedur på stora marknader såsom USA, Frankrike och Storbritannien, så det finns



Större delen av Medistims omsättning kommer från mogna marknader.

stora tillväxtpotentialer även på mer etablerade marknader, samtidigt som intresset för metoden växer i bland annat BRIC och andra utvecklingsländer. Ledningen bedömer att ovan nämnda rekommendationer bidrog till tillväxten under 2014, samt att de är viktiga byggstenar i arbetet att höja metodens status till en global standardprocedur under hjärtoperationer – detta är också företagets huvudsakliga mål.

Trenden inom hjärt- och kärlkirurgi är att utföra färre öppna, ingripande operationer, och fler s.k. nyckelhålsoperationer där man endast gör en liten öppning. Dessa ger kirurgen mindre arbetsyta och mindre kontroll, och behovet för att kunna verifiera resultatet ökar därmed – vilket därefter kan översättas till ökad efterfrågan för Medistims produkter.

Medistims produkter säljs via distributörer i hela världen, men man har även egna försäljningsorganisationer i Norge, USA, Tyskland, Danmark och Storbritannien.

Globalt sett utförs 700 000 bypassoperationer varje år, och USA representerar cirka 1/3 av denna marknad. Demografiska trender samt ett ökat fokus på kostnadseffektivitet och kvalitet i vården driver efterfrågan. Runt 80 % av alla operationer i USA utförs utan några hjälpmedel för att säkerställa fullgott blodflöde under operation,

IDAG GENOMFÖRS CA 80 % AV ALLA HJÄRTOPERATIONER I USA UTAN DEN UTRUSTNING SOM MEDISTIM SÄLJER

och då förlitar man sig på kirurgens kunnighet och antaganden genom att känna externt på blodådrorna för att säkerställa puls och blodflöde. Därför har man stora ambitioner i USA och i årsredovisningen uppskattar man en marknadspenetration på cirka 14 %



En av sondtyperna man säljer, och som utgör större delen av omsättningen. De finns i olika versioner beroende på vilken blodåder de ska fästas på, samt i olika storlekar. Bild: medistim.com

av de totala cirka 240 000 årliga bypassoperationerna i landet. Om dessa siffror stämmer så har alla övriga konkurrenter alltså cirka 6 % av marknaden, eftersom resterande operationer görs utan dylika hjälpmedel.

På alla marknader utom USA säljer man främst sin utrustning, men i USA tar man vanligtvis betalt per användning av systemen, vilket är en ganska attraktiv affärsmodell som liknar mjukvarubolag med repetitiva intäkter (software as a service eller SaaS på engelska). Medistim står då kvar som ägare för systemen. Anledningen är att det amerikanska sjukvårdssystemet är baserat på styckpris, varför det blir lättare för kunderna att räkna hem kostnaderna på detta viset – i många fall kan de överföras direkt till patienten/försäkringsbolaget. Denna leasingmodell inkluderar förbrukningsmaterial och kunden betalar ett fast pris per operation. Marginalerna för modellen är cirka 5 % högre än de för systemförsäljningen, detta innebär att tillväxt i USA är något mer värdeskapande för aktieägarna än övrig tillväxt. Men en femtedel av systemen som säljs i USA, säljs trots detta som kapitalvaror såsom på övriga marknader. Man har nyligen utökat den egna försäljningsstyrkan i USA från 13 till

18 personer samt samarbetar med två oberoende försäljningsagenter. Man arbetar också med opinionsarbete gentemot fackorganisationer, för att uppnå liknande rekommendationer som man har i Europa – detta ser man som ett viktigt steg mot ökad penetrering av marknaden. Målet är att företagets produkter ska bli den etablerade, högkvalitativa standarden som eventuella konkurrerande produkter jämförs mot.

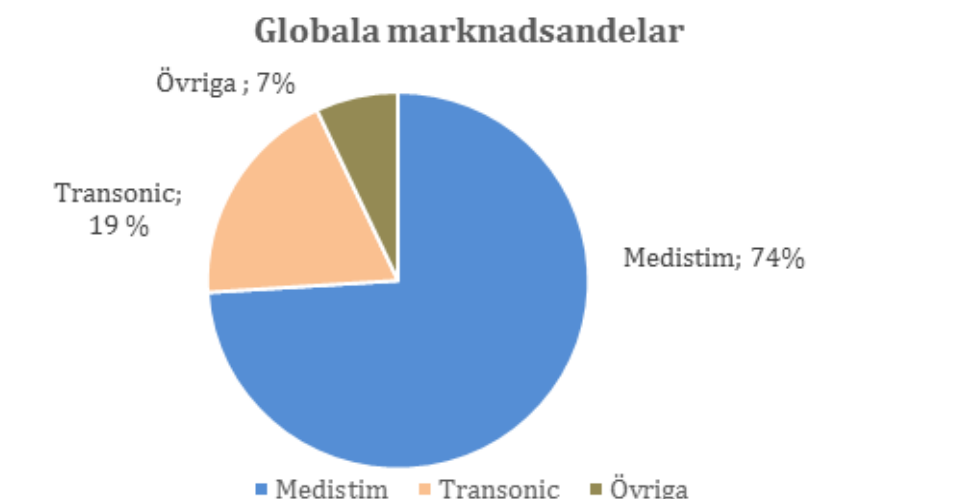
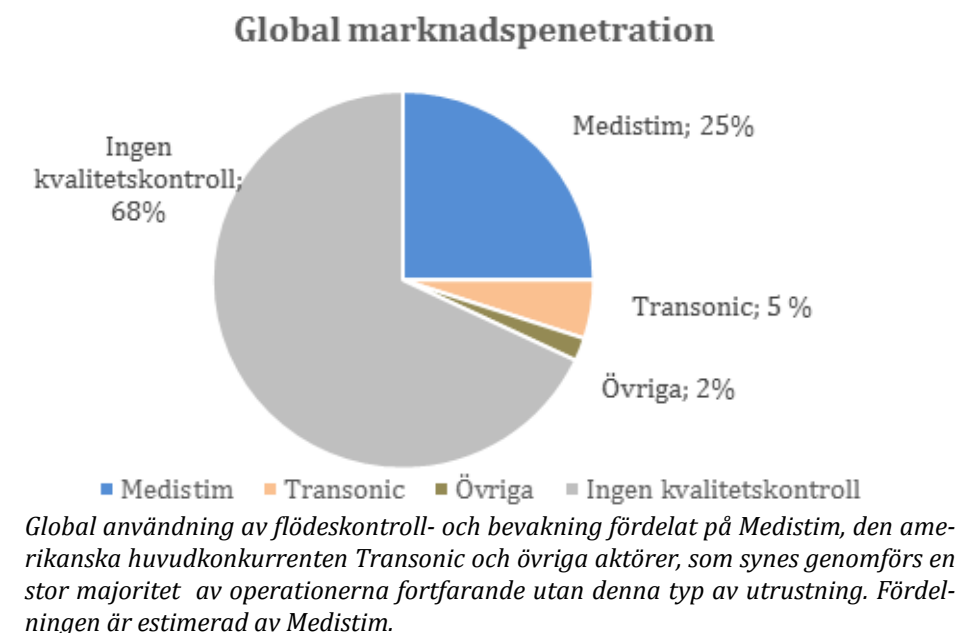
I Europa köper sjukhusen systemen och de återkommande intäkterna för Medistim består av förbrukningsvaror som är sonder i olika utföranden och storlekar. En mycket intressant detalj, är att den största andelen av koncernens omsättning kommer från förbrukningsmaterial (sonder) – detta är mycket positivt eftersom sönerna är mer lönsamma och dessutom innebär det att dagens tillväxt skapar försäljning långt fram i tiden då dessa inkomster är repetitiva. Anledningen till detta är att sönerna kan användas ungefär 50 gånger, så länge som man rengör och hanterar dem på korrekt vis. Under en operation används i genomsnitt 1,5-2 sonder, så sönerna måste bytas ut efter 25-30 operationer. Eftersom Medistims system har en livslängd på minst fem år innebär

detta att man säkrar repetitiva intäkter för minst den perioden, och eftersom kunderna därefter har en mycket stark tendens att köpa även nästa, uppdaterade system från Medistim så innebär varje systemförsäljning en säkrad, mycket lönsam intäkt på minst 5 år framöver, och antagligen längre än så i genomsnitt.

I Norge, Danmark och Tyskland har Medistim en stark marknadsposition och alla hjärtcenter samt ett flertal av alla kärllkirurgiska center använder sig av deras utrustning. Försäljningen på dessa marknader består i all huvudsak av sonder, förutom när ett sjukhus byter ut ett gammalt system – där finns det en viss potential i Medistims nylanserade produktserie framöver, mer om detta senare. Tyskland är Medistims största Europeiska marknad (och antagligen tvåa totalt sett efter USA) och där utfördes cirka 60 000 bypassoperationer år 2014. I Storbritannien är penetrationen lägre och där utfördes cirka 20 000-25 000 operationer, varav Medistims produkter var närvarande i 750 operationer.

Medistim är enligt egen utsägo en klar global marknadsledare inom sin nisch, och dess produkter har blivit använda i över 1,5 miljoner operationer sedan lansering. Ungefär 20-25 % av alla bypassoperationer i världen involverar Medistims utrustning, samtidigt som konkurrenterna står för cirka 7 % av alla operationer. Resterande 70-75 % av operationerna görs fortfarande utan denna typ av ultraljud, och då används endast undermåliga manuella metoder.

Den totala marknaden som Medistim riktar sig mot inom bypassoperationer uppskattas till 2 miljarder NOK, men det finns en marknad på ytterligare 2 miljarder för alternativa användningsområden bestående av andra typer av hjärt- och kärloperationer (bland annat så kallad vaskulär kirurgi). Hjärt- och kärlsjukdomar är den vanligaste dödsorsaken i västvärlden och ökar kraftigt i utvecklingsländer i takt med att de



Så här estimerar Medistim att marknadsfördelningen ser ut inom de operationer som faktiskt använder utrustning för kontroll och bevakning av blodflödet. Det är extremt sällan man ser så här starka marknadsandelar.

anammar en västerländsk livsstil.

Hur Medistim har kunnat etablera sig som en så stark spelare på denna marknad är intressant. Eftersom de har utvecklat TTFM-utrustning i över 30 år så är det antagligen helt enkelt så att de har varit mycket tidigt ute. Detta innebär att de har en uppbyggd erfarenhet och att deras produktutbud har utvecklats genom flera generationer till att, åtminstone enligt dem själva, inkludera den enda produkten på marknaden som är användarvänlig och som kombinerar flödesmätning (TTFM) med ultraljudsavbildning (VeriQC, deras premiumsystem i den "gamla" produktlinjen, som nyligen godkändes för för-

säljning i Kina). Samtidigt är de större medicinteknikbolagen sannolikt inte så intresserade eftersom marknaden är relativt liten – en mycket intressant nisch för en investerare.

2014 var omsättningen 215 MNOK, och den totala marknaden är alltså estimerad till 4 miljarder NOK. Denna siffra kan delas upp i 2 miljarder för bypassoperationer, 1 miljard för övriga hjärtoperationer (eftersom Medistims system förutom att mäta blodflödet även kan erbjuda ultraljudsbilder) samt 1 miljard för övrig kärllkirurgi (vaskulär kirurgi) – till exempel levertransplantationer.

Denna marknad kan också tänkas

växa i takt med att människors livslängd ökar och hjärt- och kärlsjukdomar blir ett större och större problem, en utveckling som kan ses främst i Asien och Latinamerika. I västvärlden krymper dock marknaden något, och totalt sett har marknaden varken ökat eller minskat på grund av detta. I framtiden kommer marknaden dock troligen att växa i takt med att tillväxten från utvecklingsregionerna får större betydelse för helheten. Till exempel har Medistim en stark position i Kina, och även om den kinesiska marknaden inte är särskilt signifikant globalt sett så växer den med 10 % per år och dubblas därmed ungefär vart sjunde år.

Det finns alltså en hel del tillväxtpotential för Medistim om de bibehåller sin position som marknadsledare, samtidigt som marknadens storlek gör att de stora läkemedelsjättarna inte kommer att lägga något enormt krut här, åtminstone om det är dyrt och svårt att konkurrera med Medistim, vilket vi ska se på senare. Den enda signifikanta konkurrenten idag är amerikanska Transonic som är privatägt, och alltså har cirka 19 % av marknaden mot Medistims 74 %. Bibehåller man 70 % av marknaden så uppgår potentiell omsättning vid 100 % marknadspenetration till 2,8 miljarder NOK, att jämfö-

Marknadsandelar	2006	2014	Ökning i %
USA	8 %	14 %	75 %
Tyskland	39 %	70 %	79 %
Japan	42 %	65 %	55 %
Skandinavien	65 %	70 %	8 %
Totalt	18 %	25 %	39 %

Medistims marknadsandelar har ökat kraftigt under perioden 2006-2014.

ra mot omsättningen år 2014 på 214 MNOK.

Om man som ett räkneexempel antar att detta tar 20 år att uppnå (då är marknaden antagligen större också så vi borde egentligen anta ökad konkurrens och lägre marknadsandel för Medistim, men väljer att hålla det enkelt) så skulle Medistims omsättning växa med ungefär 14 % om året.

För att få en uppfattning om hur tillväxten kan se ut i framtiden, kan vi se hur marknadsandelarna har rört sig på de största marknaderna sedan 2006 (åtta år), se tabellen ovan.

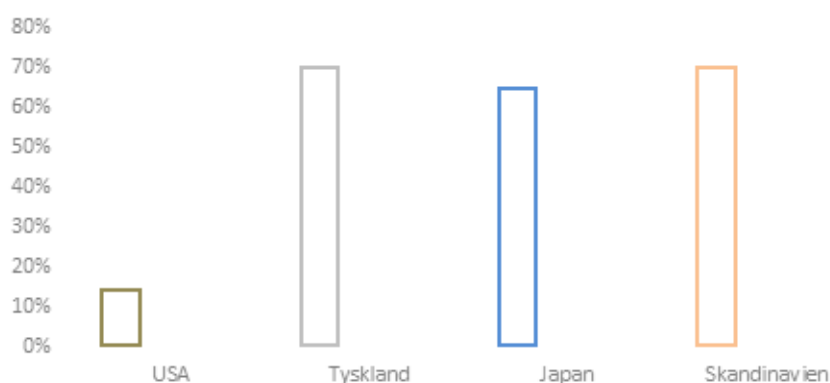
Som innan ska siffrorna tas med en liten nypa salt då det är Medistims egna estimat. Ökningen beror först och främst på ökad marknadspenetration. Framförallt har utvecklingen i Tyskland

och Japan imponerat, och framöver kommer förhoppningsvis USA fortsätta på samma resa. USA är antagligen det viktigaste tillväxtlandet framöver och ett av få länder där Medistim har en egen försäljningsorganisation.

Medistim har nyligen släppt den första produkten på sin nya produktplattform MiraQ. Detta är intressant eftersom det nya systemet ökar användningsområdena, samt ger mer information till användaren vilket ökar utrustningens ekonomiska värde.

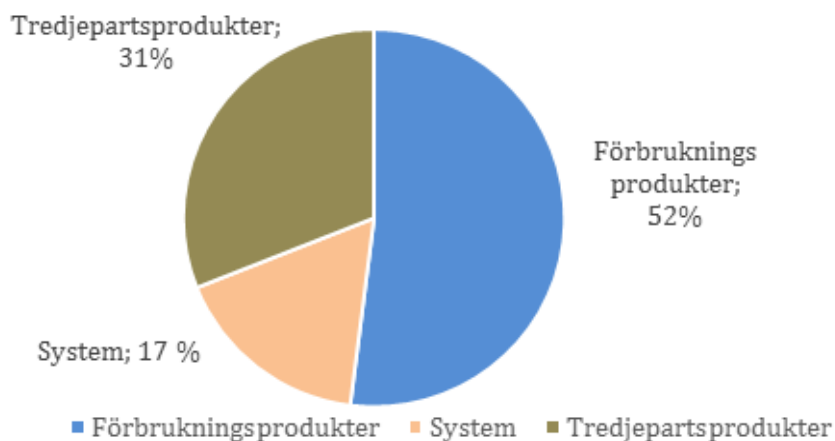
Tillväxten är kraftig i Asien och USA, men långsammare i Europa. Japan är precis som Tyskland och Skandinavien en mogen marknad där metoden är allmänt accepterad, och landet står för drygt 60 % av försäljningen i Asien – denna andel har dock minskat något de senaste åren på grund av Medistims tillväxt i Kina. I Kina utförs cirka 35 000 relevanta operationer årligen, med en marknadstillväxt på 10 % per år. Medistim täcker runt 30 % av de utförda kranskärlsoperationerna (bypass) i Kina, och det finns alltså en stor potential där också i takt med att antalet operationer fortsätter att växa samtidigt som metoden blir mer och mer etablerad. Det första kvartalet 2015 blev Medistims premiumprodukt VeriQC godkänd för försäljning av Kinesiska hälsovårdsmyndigheter, så förutsättningarna finns för god fortsatt tillväxt. Detta är den enda produkten på marknaden som erbjuder både TTFM och ultraljudsavbildning.

Medistims marknadsandelar; viktiga marknader



Så här estimerar Medistim sina marknadsandelar i de tre mest etablerade marknaderna samt den viktiga tillväxtmarknaden USA där marknadsandelen är cirka 14 %.

Omsättningsfördelning, produkttyper



Intäkterna per operation från USA räknas in under förbrukningsprodukter, varför kategorin kanske snarare skulle kallas "återkommande intäkter". Vi kan se att tredjepartsprodukter utgör en viktig del av försäljningen.

NY PRODUKTLINJE OCH AVBRUTET DISTRIBUTIONSAVTAL

Som vi ser i figuren ovan står förbrukningsprodukter för den största andelen av omsättningen, vilket är positivt eftersom intäkterna är återkommande. Vidare har man en signifikant andel tredjepartsprodukter.

Medistim har fram till april i år haft ett distributionsavtal med Medtronic, som har inbringat 20 miljoner i årlig omsättning – strax under 10 % av total omsättning. Detta avtal har inte förnyats utan har avslutats och villkoren kring detta har inte förhandlats än, vilket vi tolkar som att det kan involvera någon form av ersättning för Medistim. Detta innebär dock antagligen press på vinsten på kort sikt men kan å andra sidan kanske skapa köplägen, på lång sikt ser vi inte det som ett problem eftersom det inte berör kärnverksamheten. Rörelsemarginalen är även 4 procentenheter lägre (14 % jämfört med 18 %, ungefär) för tredjepartsprodukter.

Tredjepartsprodukterna är främst produkter som är kompatibla med Medistims system. Men man är också en mer allmän grossist, och man fokuserar på de sjukhus och kliniker som köper huvudprodukterna – främst olika kirurgiska institut. Det finns till exempel en konstighet utanför deras

fokusområde: bröstimplantat. Man har i över 10 år varit den exklusiva distributören av Johnson & Johnson-ägda Mentors bröstimplantat i Norge, och säljer dessa bröstimplantat till både offentliga och privata kirurgiska kliniker i Norge. Detta är utanför kärnverksamheten men antagligen ett "arvegods" från äldre dagar som fortfarande är lönsamt, och man vann med start i januari ett stort nationellt offentligt an-

MEDISTIM ÄR DEN ÖVERLÄGSET MEST BEPRÖVADE LEVERANTÖREN PÅ MARKNADEN

bud på dessa i Norge som gäller i två år framöver, med möjlighet till ytterligare två års förlängning. Dessutom är det enligt Medistim själva en nyckel till att kunna ha en egen försäljningsorganisation på dessa marknader; det hade inte varit lönsamt om man enbart sålt sina egna produkter.

Avtalsuppsägningen från Medtronic gör att priset ser dyrare ut på lite kortare sikt. Å andra sidan har man nyligen lanserat en ny produktlinje, MiraQ, som är uppdaterad i alla sina beståndsdelar och som har CE-godkänts. MiraQ skal

utöka användningsområdet (vilket i praktiken antagligen betyder att den är mer anpassad för användning inom vaskulär kirurgi, den sekundära marknaden) samt innebära förbättrad produktekonomi, och bör alltså innebära en förbättring av kunderbudandet från en redan stark position. Detta är den fjärde produktlinjen sedan bolagets födsel, men innehåller än så länge bara en produkt. Medistim väntar dock fortfarande på godkännande från FDA i USA samt från japanska hälsomyndigheter, där penetrationen för dessa produkter är hög. MiraQ lanserades sista två månaderna 2014 och då såldes 10 system. Dessa var främst till distributörer som demonstrationsexempel. Därefter har försäljningen tagit fart. Det tar tid att få produkterna godkända och man estimerar att MiraQ och den gamla plattformen VeriQ kommer att samexistera i 2-3 år. Därför kan det ta en viss tid innan försäljningen tar fart, men det är ändå lovande för tillväxttakten med den nya plattformen, särskilt eftersom man utlovar ett förbättrat kunderbudande.

En annan positiv faktor i närtid är att man fick godkänt VeriQC för försäljning även i Ryssland (där CE-märkning inte accepteras). Där utförs 26 000 operationer årligen med en tillväxt på runt 8 % om året, och TTFM-system är inte heller där en etablerad standard.

KONKURRENSFÖRDELAR

Det här med konkurrensfördelar är alltid svårbedömt, många företag har någon typ av fördel mot sina konkurrenter eftersom kunderna köper deras varor – men att placera dessa fördelar på skalan mellan en konkurrensfördel som man kan kopiera på 5 minuter och den typ av bred vallgrav som varar årtionden och som Buffett letar efter, är en komplicerad sak. Medistims marknadsandelar ger en ledtråd om att företaget besitter kraftiga konkurrensfördelar inom sin nisch, och nedan tänker vi spekulera lite i varför.

En av de mer luddiga fördelarna

Medistim har är att man har goda kontakter inom norsk ultraljudsforskning, som står starkt i världen. Eventuellt skulle Medistim, som tidig marknadsledare, kunna ses som en produkt av denna forskningsmiljö. Man har även goda kliniska kontakter globalt sett.

Medistim är den enda aktören på marknaden som med sin premiumprodukt VeriQC kombinerar TTFM-mätning med ultraljudsavbildning, och har därför en teknisk konkurrensfördel för tillfället. Man ligger generellt långt fram i utvecklingen och med sin enormt starka marknadsposition har man stora skalfördelar där kostnaderna för att utveckla och förbättra produkterna kan spridas på en mycket, mycket större försäljning än vad konkurrenterna kan. Därför kan Medistim lägga relativt mycket mer på FoU utan att lönsamheten blir sämre än en konkurrents. Detta är en stor fördel på en sådan här FoU-driven marknad, där produkternas tekniska specifikationer betyder mycket. Dessutom började Medistim sitt utvecklingsarbete på 80-talet och med sin fjärde generation med produkter på marknaden så är det nu ett stort försprång att springa ikapp för nya konkurrenter.

Eftersom produkterna är relativt komplicerade och kräver kunnig personal, ska det mycket till för ett sjukhus som redan har valt Medistims system att gå över till en konkurrents produkter. Därför kan vi anta att kunderna har en kraftig benägenhet att förbli kunder,

och fortsätta köpa sonderna långt efter att man investerade i själva systemet.

Även när eller om man sedan ska uppgradera systemen verkar det finnas en benägenhet att välja samma beprövade leverantör igen, vilket antagligen kräver mindre utbildning av personalen och väcker mindre missnöje och oro. Detta kräver såklart att Medistim inte blir lata och slutar fokusera på faktorer som användarvänlighet.

Medistim har utvecklat sina produkter sedan 80-talet och är den överlägset mest beprövade leverantören på marknaden. Produkten tål alltså tidens tand och har en uppvisad och dokumenterad kvalitet. Denna pålitlighet är värd

”FÖRSÄLJNINGEN ÄR INTE SÄRSKILT CYKLISK EFTERSOM DEN STÖRSTA ANDELEN ÄR FÖRBRUKNINGSVAROR”

mycket eftersom produkterna kan vara livsavgörande, och medicinteknikbranschen är en konservativ bransch där kunderna är obenägna att byta leverantör, bland annat av denna anledning.

Vi har också redan konstaterat att marknaden inte är väldigt stor och att den inte har potential att bli extremt stor heller. Därför kan det vara rimligt att anta att konkurrensen inte kommer att bli mördande. Medistim har ett ”first-mover advantage”, fördelen av

att tidigt vara inne på en ny marknad, och det kostar en hel del för en mindre aktör att utveckla liknande produkter. Samtidigt tycker de stora aktörerna förhoppningsvis att det inte är värt det givet marknadens storlek – en vanlig strategi för dem i sådana fall är att ta sig in på marknaden via förvärv istället, varför Medistim kan vara en intressant förvärvskandidat för ett större medicinteknikbolag. Med ungefär tre fjärdedelar av marknaden har Medistim ett urstarkt fotfäste på en marknad med mycket goda tillväxtförutsättningar. Tillväxt är visserligen en förrädisk vän men hittills har den varit mycket värdeskapande för Medistims aktieägare.

Försäljningen är inte särskilt cyklisk eftersom den största andelen är förbrukningsvaror – när man väl har investerat i maskinen kommer sjukhusen att fortsätta köpa sonder i flera år framöver. Som ett exempel på detta kan vi ta Asienförsäljningen det första kvartalet 2015 – antalet sålda system var på samma nivå som förra året. Trots detta ökade försäljningen med 38 % eftersom antalet sålda sonder ökade med 64 %, man red alltså på framgångsvägen från tidigare tillväxt. Maskiner som säljs under sista halvan av ett år, bidrar inte till omsättningen till fullo förrän året efter, på grund av sondförsäljningen.

För att sammanfatta finns det betydliga inträdesbarriärer för konkurrenter och det ska mycket till om någon ska klara att forcera Medistims starka marknadsställning på en global skala.

År	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	CAGR*
Omsättning	75	81	98	125	140	157	157	160	182	190	214	11 %
EBIT	13	14	11	20	24	29	24	24	41	36	43	13 %
Nettovinst	8,5	12	18	28	14	28	19	15	30	27	31	14 %
VPA	0,47	0,63	0,95	1,51	0,76	1,51	1,02	0,85	1,66	1,47	1,73	14 %
Antal aktier	18	19,3	19	18,8	18,8	18,4	18,3	18,3	18,3	18,1	18,1	-
ROE	14 %	18 %	24 %	30 %	15 %	26 %	17 %	13 %	22 %	24 %	23 %	20,5 %*
Utdelning/aktie	-	0,27	0,4	0,5	0,6	0,9	0,9	0,9	1	0,8	1,4	18 %*

* För ROE uppges genomsnittlig ROE i denna kolumn. * Utdelningstillväxten per år som gäller 9-årsperioden 2005-2014. Siffror i tabellen är i MNOK om inget annat anges.

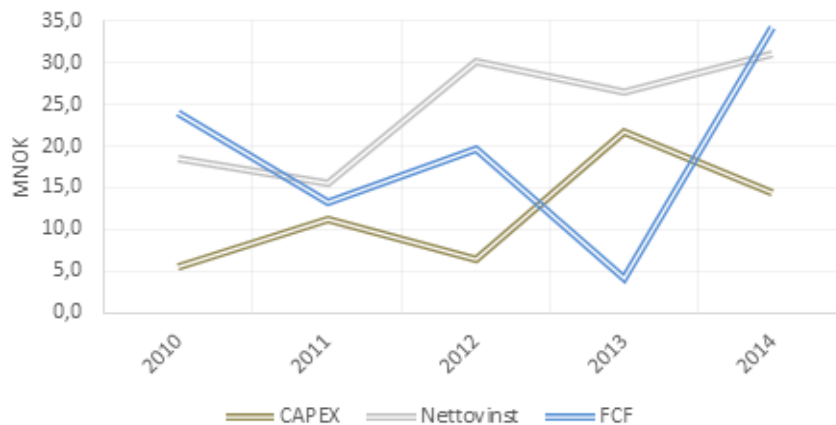
LEDNING, STYRELSE OCH ÄGARE

Medistims vd är en kvinna vid namn Kari Eian Krogstad, hon fick en total kompensation inklusive bonus och pension på 2,7 miljoner NOK 2014. Man har ytterligare åtta personer i ledande befattningar som tjänar mellan 1,0-1,8 miljoner NOK, så det är något höga kompensationsnivåer för ett sådant litet företag, men inte helt orimliga. Vd äger 40 000 aktier och CFO 70 000 aktier, vilket motsvarar 0,22 % och 0,38% av företaget, eller 60 % respektive 160 % av deras årslöner. Totalt äger ledningen cirka 0,9 % av företaget. Deras incitament är alltså måttligt i linje med aktieägarnas, även om ägandet är något skralt och lönerna något höga. Historiskt har ledningen varit mycket konsekvent och företagets historia vittnar om kapitalsnål tillväxt - man har växt från mycket låga nivåer utan att använda sig av särskilt mycket externt kapital, varken nytt eget kapital eller belåning.

Lite tunt ägande från vd och ledning kompenseras av en bättre ägarbild i styrelsen. Styrelsemedlemmarna äger 31,2 % av företaget och representerar mer än så. Ordförande har en bred erfarenhet från framförallt läkemedelsbranschen, äger 21 % av bolaget och sitter med i flera andra styrelser. Den tredje största ägaren, som inte finns representerad i styrelsen, är Stenshagen Invest som någon av läsarna kanske känner igen från försäkringsbolaget Protector. De har ett rykte om sig i Norge för att vara erkänt duktiga investerare. [De har slagit börsen kraftigt](#) ett par av de senaste åren, men har ingen lång historik, varför man ännu inte kan avgöra hur framstående investerare de är.

År 2005 genomfördes ett förvärv av Meditron, som tillverkade elektroniska stetoskop. Detta förvärv utvecklades negativt med sjunkande försäljning mellan 2006 och 2010 och segmentet lades ned 2012. Det kan dock hänföras till den tidigare ledningen och är därför inte särskilt relevant idag.

KAPITALALLOKERING



Medistim har starka kassaflöden trots den kraftiga tillväxten.

FINANSER OCH VARDERING

Som synes i tabellen på förra sidan är utvecklingen inte lika imponerande när man ser på elvaårsutvecklingen som när man ser på 14-årsutvecklingen som nämndes i introduktionen. Därför kan det som alltid vara smart att räkna med en avtagande tillväxttakt. Vi ser dock en imponerande stabil utveckling för ett så litet bolag, särskilt sett till försäljningen som inte har minskat ett enda enskilt år i perioden.

TROTS STORA INVESTERINGAR OCH KRAFTIG TILLVÄXT HAR DET FRIA KASSAFLÖDET VARIT POSITIVT DE SENASTE ÅREN

Ökningen av antalet aktier mellan 2004 och 2005 beror på en riktad emission i samband med ett förvärv, resten av perioden minskar antalet aktier något på grund av några mindre återköp som följts av makuleringar av aktierna.

Man kan dela ut en stor del av resultatet, och utdelningen som har betalats åtminstone sedan 2005 och enbart minskat en gång år 2014, uppgick till 80 % av resultatet förra året. Totalt genom hela perioden delas 63 % av resultatet per aktie ut som utdelning; impo-

nerande för ett FoU-beroende mindre företag som växer kraftigt.

I figuren överst på sidan kan vi se Medistims kapitalallokering de senaste fem åren. FCF är något under vinsten i perioden vilket främst beror på investeringar i den nya produktlinjen MiraQ år 2012 och framförallt 2013. År 2014 var FCF större än vinsten vilket är mycket starkt givet takten på vinst- och omsättningstillväxten om 15 respektive 13 %.

En mycket intressant del i Medistim är sondförsäljningen. Sondernerna är den överlägset lönsammaste produkten vilket kan hänföras till det faktum att man har hög prissättningsmakt när kunden väl har köpt ett system, samt att de är lätta att tillverka. De senaste fyra åren är genomsnittlig avkastning på eget kapital (före skatt) för sondförsäljningen 86 %, vilket är en extremt hög siffra. Lika intressant är det att denna siffra har ökat genom alla fyra åren, från 61 % år 2011 till 112 % år 2014. Detta tyder på skalfördelar - omsättningen under perioden ökade med 41 % och avkastningen på eget kapital med 84 %. Segmentet bär dock en oproportionell del av koncernens belåning, och avkastningen på investerat kapital ser mer normal ut, runt 40 %, även om trenden även här är ökande.

Som synes är avkastningen på eget kapital ganska hög i närtid, även om

den inte är långt över genomsnittet. Bolag som Medistim ska köpas in när det ser mörkare ut, och även om aktiekursen länge harvade runt 18-24 kr så innebar detta att aktien blev mer och mer undervärderad. Under 2012 handlades aktien i stort sett alltid under 20-lappen efter ett svagt år 2011, och hade man köpt aktien till 20 kr då hade man fått uppleva en årlig avkastning

DET FINNS EN RAD FAKTORER SOM TALAR FÖR ÖKANDE LÖNSAMHET I TAKT MED TILLVÄXTEN

om minst 26 %, mycket konservativt beräknat eftersom kursen oftast var en bra bit under 20 kr, räknat fram till idag med en aktiekurs på över 40 kronor. Då ska man visserligen ha i åtanke att en stor del av avkastningen kommer av multipeluppvärdering, och sedan ta ställning till huruvida denna är motiverad. Dubblingen av kursen började hösten 2014 och fortsatte under början av 2015, när aktiemarknaden plötsligt såg ett dubbelt så högt värde i Medistim på bara 5 månader. Ett liknande tillfälle som 2012 efter ett svagt år, skulle innebära ett mer uppenbart köpläge än dagens kurs, även om P/E talet vid tillfället var högt (23 och uppåt) eftersom vinsten var historiskt låg. Även under 2013 och stora delar av 2014 handlades aktien mycket billigt, mellan 20-25 kr.

På lång sikt ska man ha i åtanke att det verkar mycket sannolikt att lönsamheten ska upp i takt med att FoU sprids på en större försäljning, man säljer fler sonder på grund av fler användningsområden, ökat antal operationer per system i de länder där efterfrågan på Medistims produkter ökar, samt ökade skalfördelar i produktionen av sonder. Dessutom ger kraftig tillväxt i USA en viss marginalpress, eftersom man an-

vänder sig av leasingmodellen där vilket innebär att Medistim måste finansiera systemen till en början i motsats till kapitalmodellen där de säljer systemen direkt. Detta bör dock löna sig på sikt och ger mer förutsägbara intäkter.

Ett intressant tankeexperiment är detta (siffrorna är tagna ur luften): om Medistim säljer 10 system om året utan tillväxt, och kunderna behöver byta 10 sonder per år, så innebär detta att Medistim 10 år senare fortfarande säljer 10 system, men antalet sålda sonder har ökat till 100 om året. På grund av denna mekanik med repetitiva intäkter från sonderna är det sannolikt att sondernas andel av totalomsättningen kommer att öka över tid - och eftersom även lönsamheten är mycket högre på sondförsäljningen borde även bolagets totala lönsamhet följa samma riktning och öka med tiden. En annan orsak är att inkomster från tredjepartsprodukter kommer minska med tiden som har lägst lönsamhet på investerat kapital.

Alltså finns det en rad faktorer som talar för ökande lönsamhet i takt med tillväxten.

RISKER & OSÄKERHETSFAKTORER

Medistim har inga patent och huruvida det finns legala skydd mot att konkurrenter stjälar teknologin för systemen, vet vi inte säkert. Sonderna är skyddade av en kryptering som gör att systemen enbart fungerar med sonder som Medistim har tillverkat, alltså är risken för att en konkurrent utvecklar en lågprisvariant obefintlig. När det gäller att kopiera teknologin i systemen kräver detta antagligen hög kompetens och högteknologiska produktionslokaler, varför det i praktiken är svårt och antagligen inte värt mödan givet Medistims starka marknadsposition.

Förutom att medicinteknikmarknaden är ganska konservativ och trögrörig, finns dessutom de solida inträdesbarriärerna nämnda tidigare i analysen, samt det faktum att produkten används när en patients liv kan vara i fara, och sammantaget verkar risken relativt låg

för att nya konkurrenter skulle kunna slå sig in på marknaden även om de lyckades kopiera tekniken. Trots detta är det en risk att beakta.

Teknikrisken i Medistim bedöms som mycket låg: de alternativa teknikerna som finns är röntgen, som är skadligt och svårt att upprätthålla under en hel operation, samt magnetism (som i magnetresonanstomografi, MRT) som kräver enorma maskiner och är väldigt dyrt. Kvar finns alltså ultraljud, och teknikrisken består därför i om någon skulle utveckla ett bättre system baserat på samma teknik. Som vi såg under avsnittet om konkurrensfördelar är incitamenten för att investera i ett konkurrerande system små.

Den mest sannolika risken i Medistim är nog en kombination av att betala en hög multipel och att tillväxten saktar in. Tillväxten beror främst på hur snabbt man anammar produkten, och sådant kan ta tid. Den amerikanska marknaden har växt mycket från en låg nivå och har goda utsikter framöver, men det finns ändå en generell risk för att tillväxten ska avstanna. Oavsett bör man som investerare anta en avtagande tillväxttakt. Att bolagets lönsamhet kommer att öka med tiden verkar dock som en motvikt här. Tillväxten behöver

MEDISTIM HAR UPPNÅTT EN NÄST INTILL MONOPOL- LIKLANDE STÄLLNING

därmed inte riktigt hålla en lika hög nivå framåt som om lönsamhetsnivån hållits konstant.

Politisk risk är en annan riskfaktor. Kunderna är sjukhus och institutioner som ofta är offentligt finansierade, och i till exempel BRIC-länderna finns det en risk för att myndigheter favoriserar lokala alternativ även om dessa är sämre. Budgetbesparingar kan även påverka kundernas betalningsförmåga.

En närbesläktad risk är risken för

reglering. Medistim är beroende av myndighetsgodkännande för att kunna sälja sina produkter och förutsättningarna och reglerna kring detta kan förändras för befintliga produkter. Nya produkter riskerar att inte blir godkända på viktiga marknader, om inte myndigheternas kvalitetskrav uppfylls.

Den finansiella risken i ett företag med nettokassa är mycket låg, även om finanserna såklart kan förändras.

Medistim är väldigt exponerat mot valutarisker, med huvuddelen av sina kostnader i NOK och stora intäkter ibland annat USD och EUR. År 2014 var 68 % av intäkterna dollar eller euro, och 60 % av kostnaderna var i norska kronor. För att reducera denna risk ingår man terminskontrakt på upp till 18 månader.

SLUTSATSER

Medistim är ett förvånansvärt stabilt bolag med tanke på sin storlek, och agerar således på en mycket attraktiv marknad där de har lyckats uppnå en nästan monopolliknande ställning. Teknologiskt har man en konkurrensfördel genom att vara den enda som erbjuder TTFM kombinerat med ultraljudsavbildning med produkten VeriQC, och den starka marknadspositionen ger skalfördelar samtidigt som marknadsstorleken inte inbjuder de större jättarna till konkurrens. Detta är starka fördelar som inte ska underskattas, men det innebär inte heller att man ska betala vad som helst för aktien som ser dyr ut i dagsläget.

Medistim går sannolikt en ljus framtid till mötes, där man genom visst lobbyarbete och tålmod kan öka metodens utbredning på mogna marknader där den fortfarande inte används såsom USA, Storbritannien och Frankrike. Samtidigt ökar levnadsstandarden i Asien och Sydamerika, och den kraftigt växande medelklassen där möter tyvärr samma livsstilssjukdomar som vi i väst har, där hjärt- och kärlsjukdomar är den vanligaste dödsorsaken.

Detta leder till stora satsningar på

sjukvård i dessa länder framöver, och Medistims produkter kan förbättra utfallet och effektiviteten för bland annat bypassoperationer vilket gör att det finns tillväxtpotential även på lång sikt, så länge produkternas pris/prestanda-egenskaper är tillräckligt attraktiva även i dessa regioner. Under tiden är det som aktieägare betryggande att veta att dagens tillväxt skapar intäkter i form av förbrukningsmaterial en lång tid framöver - andelen återkommande intäkter är hög. Trenden med mindre arbetsyta (pga. mindre ingångshål) under operationer bidrar också till att öka anammandet av metoden och marknadstillväxten.

I USA som står för en tredjedel av

MEDISTIM GÅR SANNOLIKT EN LJUS FRAMTID TILL MÖTES EFTERSOM PENETRATIONEN FORTFARANDE ÄR LÅG PÅ MOGNA MARKNADER

den globala marknaden har man fått förbättrad tvåsiffrig tillväxt sedan man bytte ut den lokala ledningen för ungefär ett år sedan, och man annonserade nyligen att man anställt fem nya säljare vilket ökat försäljningsstyrkan med 40 % till 18 personer. I tillägg till detta har man sponsrat en stor medicinsk studie som enligt Medistim själva är den viktigaste insatsen hittills för att öka metodens utbredning i USA där 80 % av operationerna fortfarande utförs utan flödessäkring. Därför finns det goda förutsättningar för fortsatt tillväxt på kort- och medellång sikt. Tillväxten är mycket värdeskapande eftersom varje nytt sålt system innebär repetitiva intäkter i form av sonder i en lång tid framöver, och då dessa sonder är mycket mer lönsamma än övriga intäkter ger det starka indikationer på ökad lönsamhet i takt med att man växer.

Tillväxt är dock en förrädisk vän

för aktieinvestorer och man ska vara mycket försiktig med att betala för mycket för den, eftersom aktier med låga multiplar i studie efter studie har avkastat bättre än de med dyra, höga multiplar. Även Medistim kan uppleva hack i kurvan och sämre år, och det är helst vid sådana tillfällen sådana här kvalitetsbolag ska plockas upp för maximal avkastning.

Värdepappret köper aktien upp till 30 kronor, vilket motsvarar ett P/E-tal på 15 på resultatet för rullande 12-månader eller P/E 17 på 2014 års vinst.

MER LÄSNING SAMT FILMER

[Youtube: VeriQ C Functionality](#) (Varning för starka bilder)

[Youtube: Flow and Probe Placement - Medistim ASA](#)

[Youtube: Transit Time Flow Principle](#)

[Hegnar.no: Medistim fikk grønt lys i Kina](#)

En intervju med en oberoende, pensionerad kirurg som tidigt anammade Medistims produkter för 20 år sedan och som handlar om produkternas fördelar (och varför en del kirurger anser sig inte behöva dem): [Talk with Dr Walpoth](#)

[Grundläggande produktblad med beskrivning av teknologin samt alla sondtyper Medistim säljer](#)

UPPLYSNING

Skribenten äger inte aktier i Medistim.