

Aktieanalyse af Mycronic AB

Dato: 29-07-2015

Selskab:	Mycronic AB (MYCR)
Børs:	Nasdaq OMX Stockholm, Mid cap
Gennemsnitsvolumen pr. dag det seneste år:	15.168.432 stk.
Aktuel aktiekurs:	52,75 SEK kr.

Aktuel fair value kurs på baggrund af analyse:	70,00 SEK kr.
--	---------------

Kort om Mycronic

Mycronic er en højteknologisk svensk virksomhed, der er engageret i to forretningsområder inden for produktionsløsninger til elektronikindustrien. Henholdsvis:

Pattern Generator (PG)

Udvikling, fremstilling og markedsføring af udstyr til produktion af fotomasker, hvilket er en afgørende del af processen fra design til masseproduktion i fremstillingen af elektroniske komponenter som skærme, chips osv. Mycronics produktionsudstyr kan således fremstille skabeloner til senere brug i produktionen af elektroniske komponenter, på samme måde som negativer inden for fotografering bruges til at skabe de endelige billeder. Se evt. [link](#)

Surface Mount Technology (SMT)

Udvikling, fremstilling og markedsføring af udstyr til produktionen af elektroniske kredsløbsplader, forstået som produktionsudstyr, der samler enkelte elektroniske komponenter til en færdig kredsløbsplade. Se evt. [link](#)

Mycronic beskæftiger 524 medarbejdere, hvoraf 306 er ansat i Sverige.

Finansiell status per 31.12.2014

Alle tal er opgivet i SEK tusind, med mindre andet er angivet.

Omsætningsvækst (Revenue growth)							
	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Total omsætning per år	1.287.782	1.197.580	1.353.927	996.988	1.475.004		14,54%
Udvikling i % siden sidste år		-7,00%	13,06%	-26,36%	47,95%	6,91%	

Kommentar til omsætningen:

- Det virker som om, direktionen har fået gang i omsætningen igen efter et dårligt 2013. Kan de holde dette momentum og skabe solid omsætningsvækst i 2015?

Bruttomargin (Gross margin)							
	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Totalt vareforbrug per år	654.667	709.545	742.020	550.682	763.305		16,59%
Udvikling i % siden sidste år		8,38%	4,58%	-25,79%	38,61%	6,45%	
Bruttomargin i %	49,16%	40,75%	45,19%	44,77%	48,25%	44,74%	
Udvikling i % siden sidste år		-17,11%	10,90%	-0,95%	7,79%	0%	

Kommentar til bruttomargin:

- Bruttomargin ligger umiddelbart lidt lavt for en højteknologisk virksomhed som Mycromic. Er der mulighed for, at bruttomargin kan komme over 50% inden for de nærmeste år?

Resultat af primær drift (Operating profit (EBIT))							
	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Totalt resultat af primær drift per år	72.510	-65.717	-21.372	32.271	276.505		281,33%
Udvikling i % siden sidste år		-190,63%	67,48%	251,00%	756,82%	221,17%	
EBIT-margin i %	5,63%	-5,49%	-1,58%	3,24%	18,75%	3,73%	

Spørgsmål til EBIT:

- En eksplosiv udvikling i EBIT-margin i 2014 må umiddelbart tilskrives den øgede omsætning. Er der mulighed for, at EBIT-margin kan komme over 20% inden for de nærmeste par år?

Indtjening per aktie (Earnings Per Share (EPS))							
	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Antal aktier	82.500	97.917	97.917	97.917	97.917		
Indtjening per aktie (SEK)	0,45	-0,91	-0,45	0,14	2,72	0,39	510,14%
Udvikling i % siden sidste år		-303,57%	-50,50%	-131,26%	1837,03%	337,93%	

Kommentar indtjening per aktie:

- En eksplosiv udvikling i indtjening per aktie i 2014 må umiddelbart tilskrives den øgede omsætning. Er der fare for at en evt. øget omsætning i 2015 og årene frem, ikke kommer aktionærerne til gode?

Udbytte (Payout)							
	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Udbytte per aktie (SEK)	0	0	0	2,5	4		#DIV/0!
Udvikling i % siden sidste år		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	60,00%	#DIV/0!	
Payout ratio	0,00%	0,00%	0,00%	1780,96%	147,11%	385,61%	

Kommentar til udbytte:

- Det forstås som absolut positivt, at Mycronic er begyndt at betale udbytte.

Egenkapitalforrentning (Return On Equity (ROE))							
	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Egenkapital	1.314.722	1.231.669	1.168.286	1.165.432	1.207.097		-8,19%
Egenkapitalforrentning	2,80%	-7,21%	-3,76%	1,18%	22,06%	3,01%	

Kommentar til egenkapitalforrentning:

- Egenkapitalforrentningen ligger i 2014 på et acceptabelt niveau. Det skulle gerne fortsætte.

Soliditet (Equity ratio)	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Samlede aktiver	1.713.797	1.586.714	1.472.054	1.401.481	1.599.756		-6,65%
Udvikling i % siden sidste år		-7,42%	-7,23%	-4,79%	14,15%	-1,32%	
Egenkapitalandel	76,71%	77,62%	79,36%	83,16%	75,46%	78,46%	

Kommentar til soliditeten:

- Rigtig god soliditet.

Netto rentebærende gæld (Net interest-bearing debt)	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Rentebærende gæld	12.300	6.900	2.300	0	0		
Likvide beholdninger	582.600	536.400	581.100	487.289	660.952		
Netto rentebærende gæld	-570.300	-529.500	-578.800	-487.289	-660.952		15,90%
Udvikling i % siden sidste år		-7,15%	9,31%	-15,81%	35,64%	5,50%	

Kommentar til den netto rentebærende gæld:

- Balancen i den netto rentebærende gæld burde give direktionen og bestyrelsen en hvis fleksibilitet i den fremadrettede forretningsudvikling.

Cash flow	2010	2011	2012	2013	2014	Gennemsnit	Udvikling i % over de sidste 5 år
Frit cash flow	81.356	-49.144	61.335	-84.225	399.036		390,48%
Udvikling i % siden sidste år		-160,41%	-224,81%	-237,32%	-573,77%	-299,08%	

Spørgsmål til cash flow:

- Det afgørende spørgsmål i forhold til den senere værdiansættelse af Mycronic er, om det flotte momentum i det fri cash flow fra 2014 kan fortsætte?

Styrkeområder

Globale megatrends

Mycronic peger selv på fire megatrends som overordnede drivere for deres fremtidige udvikling. Henholdsvis:

- Internet of things
- Wearable electronics
- Automotive electronics
- LED lighting

Ud fra mit kendskab til Mycronic virker det som om, at direktionen med Lena Olving i spidsen har et godt og solidt fokus på mulighederne inden for de ovenstående trends. Dette ved overordnet at have fokus på en small-step strategi, hvor deres produktportefølje udvikles trinvist fremfor i kvantespring. Dette - samt at de i 2014 har solgt deres produkter til flere markedssegmenter end tidligere. Jeg synes særligt small-step strategien virker fornuftig, i forhold til relativt hurtigt at kunne tilpasse deres produkter til kundernes behov.

Fagspecifikke trends

Under forretningsområdet SMT peger Mycronic på, at deres kunder - forstået som elektronikproducenter inden for elektroniske kredsløbsplader - kræver produktionsudstyr, der er fleksibelt. Produktionslinjen skal således hurtigt kunne implementere løbende ændringer til eksisterende produkter eller helt og aldeles indstilles til at producere nye kredsløb med udgangspunkt i kundernes behov. Denne tilpasning skal kunne ske på daglig basis uden for meget nedetid i produktionen, og det er her, at Mycronics fleksible produktionsudstyr er markedsførende inden for SMT området. Flexibiliteten går dog umiddelbart ud over produktionshastigheden. Således adskiller Mycronic sig fra større leverandører som Fuji, Panasonic, Samsung og Yamaha, der leverer produktionsudstyr, som vægter høj produktionsvolumen på bekostning af fleksibilitet. Jeg har ikke personligt nok viden til at fastslå, hvordan den samlede elektroniksektor forholder sig til balancen mellem høj volumen vs. fleksibilitet. Jeg tror dog, at der er plads til produktionsudstyr, som har forskelligt fokus, i et marked hvor den årlige produktion af elektroniske komponenter anslås at stige fra 7.000 milliarder til 10.000 milliarder inden for en 5-årig periode. (Prismark, december 2014) Kort sagt synes jeg, at Mycronic har en styrke ved at være markedsførende inden for et nicheområde i umiddelbar vækst.

Unikke løsninger og patenter

Inden for begge forretningsområder – SMT og PG – har Mycronic en række unikke løsninger, som understøttes af 450 patenter (som hvert år vokser med cirka 30 nye). Inden for SMT området fremhæves en unik metode til at påføre loddepasta til kredsløbsplader og inden for PG skriver Mycronic i deres årsrapport 2014: *'... Mycronic has a unique position as the only supplier in the world of mask writers required for manufacturing of displays for TVs, tablets and PCs'*. Hvis jeg forstår det korrekt, betyder det, at alle producenter af skærme er afhængige af Mycronics produktionsudstyr. Dette enten ved selv at have maskinen stående eller ved at få fotomaskerne leveret af underleverandører, som i så fald har en Mycronic maskine stående. Det må siges at være en stærk position i en tid, hvor skærme til stadighed indtager vores hverdag - her senest eksemplificeret ved indtoget af trykfølsomme skærme i stort set alle biler på markedet. Det er dog i denne sammenhæng vigtigt at forstå, at antallet af skærme produceret ikke nødvendigvis vil have effekt på Mycronic. Deres produktionsudstyr inden for PG området producerer således blot skabelonerne til den senere skærmproduktion, og en skabelon kan anvendes 1 eller 15 millioner gange uden at de forringes. Det er således kun, hvis skærmen skal laves om enten i størrelse eller teknologisk, at der er brug for Mycronics produktionsudstyr til at lave en ny skabelon.

Velkapitaliseret

Mycronic har en forholdsvis stor pengetank og ingen rentebærende gæld. I tal har Mycronic således ud fra årsregnskabet 2014 en nettolikviditet på 661 mio. SEK. kr., hvilket svarer til 6,8 kroner per aktie. Pengene kan dog umiddelbart ikke forventes anvendt til aktionærudbytte eller aktietilbagekøb, da Mycronics vækststrategi indebærer intentioner om opkøb, hvilket jeg vil berøre yderligere i forbindelse med risici.

Ledelse

Den samlede direktion består af 8 personer, hvor af 5 af disse er ansat siden 2011. Herunder er CEO Lena Olving og CFO Per Ekstedt ansat i henholdsvis 2013 og 2012. Efter at have læst dele af årsrapporten fra 2014 står det for mig ret tydeligt frem, at den forholdsvis nye direktion med Lena Olving i spidsen har kraftigt fokus på at gøre Mycronic til en forretning og ikke bare et ingeniørlaboratorium. Der er fokus på indtjeningen og marginerne, og processen minder mig

ret meget om det tidlige stadie af den proces, som den danske teknologivirksomhed RTX A/S har været igennem. Det ser jeg absolut som en positiv ting.

Endvidere er CEO Lena Olving bestyrelsesmedlem i danske Novozymes A/S og i svenske SJ AB. Som jeg ser det, er det en dame med kompetencerne og netværket i orden.

Andet

- I 2015 har der været opkøbsaktivitet fra Mycronics insidere. Jeg ser det som positivt at insiderne køber op. Se insider købene her: [link](#)
- Aktien er fornyligt rykket en klasse op og er nu listet på Mid Cap listen frem for Small Cap listen.
- På salgs- og marketingsiden ønsker Mycronic at udvide deres fokus til hele Asien frem for et hidtidigt ensidigt fokus på Kina.
- Bestyrelsesformand Patrik Tigerschiöld er ligeledes bestyrelsesformand i Bure Equity AB, som er største aktionær i Mycronic med en andel på 37,91 %. Patrik Tigerschiöld ejer personligt 235.170 aktier i Mycronic.

Risici

Opkøb

Mycronic har meldt klart ud, at en af driverne for deres vækstambitioner er opkøb. Jeg betragter altid opkøb som en risiko, da man ved hvad man har, men ikke hvad man får. Der er selvfølgelig også 'risiko' for, at et opkøb bliver en super investering. Men helt konkret for denne analyse betyder Mycronics opkøbsplaner, at jeg ikke regner deres nuværende nettolikviditet med i en prisfastsættelse af aktien.

Afhængig af enkelte ordre

Salget af enheder fra Mycronic er volumenmæssig ikke særlig stor. Omsætningen er således afhængig af enkelte ordrer, og der er ikke mange kunder der skal falde fra, før vi ser konsekvenserne i regnskabet. Omvendt skal der heller ikke meget ordreindgang til, før det afspejler sig, hvilket var scenariet i regnskabsåret 2014. Mycronic har fokus på denne risiko, og har med i deres business plan at afhængigheden af enkelte kunder skal nedbringes. I mine forventninger til Mycronic skæver jeg således også tungt til kvartalsrapporterne for 2015, da jeg ser dem som en konsoliderende faktor i forhold til de planer direktionen har for virksomheden.

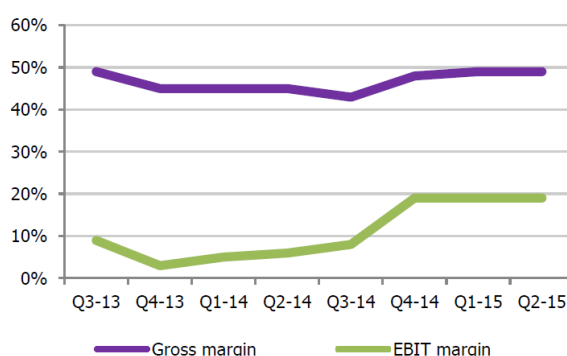
Forventninger

Omsætningsvækst

I delårsrapporten for 2015 2. kvartal fastholder Mycronic deres estimat på omsætningen på 1.650 – 1750 mio. SEK. Hvis man vælger det konservative mål på 1.650 for omsætningen i 2015, giver det en omsætningsvækst på 11.8 % fra 2014 til 2015. Den generelle vækst i elektronikindustrien ligger på omkring 3.5 – 4 % vækst, men jeg tror qua Myronics styrkeområder, at de i de efterfølgende år frem til 2019 kan holde en vækst på 7 %. Dette passer meget godt med direktionens forventning i deres business plan, hvor omsætningen gerne skulle nå 2 milliarder SEK inden for 5 år.

EBIT

I forbindelse med Myronics business plan har de et ønske om 10 % i EBIT-margin. I 2014 nåede de 19 %. I delårsrapporten for 2015 2. kvartal ses det, at en EBIT-margin i underkanten af de 20 % holdes i de to første kvartaler af 2015. I samme periode er bruttomargin steget til omkring 50 %.



På trods af den konservative udmelding om 10 % EBIT-margin, ser jeg det for sandsynligt, at et niveau omkring 20 % kan holdes. Jeg bygger denne antagelse på, at ledelsen har fokus på at øge bruttomargin gennem lavere produktionsomkostninger og at small-step udviklingsstrategien kan fastholde produktporteføljen unik og dermed attraktiv for fremtidige kunder.

Frit cash flow

I forlængelse af ovenstående forventninger til omsætningsvækst og EBIT antager jeg, at Myronics frie cash flow kan vokse 7 % om året i de næste 5 år. Den efterfølgende terminalværdi sættes til 3 %, jf. den overordnede vækst i elektronikbranchen.

I forbindelse med forventninger til det frie cash flow skal det her nævnes, at dette blot er et gæt på det frie cash flow, mere end det er en beregning af dette ud fra omsætning, EBIT, afskrivninger, arbejdskapital osv. Jeg erkender således, at jeg på nuværende tidspunkt ikke er dygtig nok til at læse regnskaber til at kunne gennemføre en sådan beregning.

Pris

Afkastkrav på 10 %.

År	Vækst	Frit cash flow	Terminal	Total	Nutidsværdi
0	7,00%	399.036			399.036
1	7,00%	426.969			388.153
2	7,00%	456.856			377.567
3	7,00%	488.836			367.270
4	7,00%	523.055			357.253
5	7,00%	559.669			347.510
6	3,00%	598.845	8.811.583		4.973.909
Virksomhedsværdi					6.811.663
Værdi af gæld					0
Værdi af egenkapital					6.811.663
Værdi af fri likviditet					0
Antal aktier					97.917
Nutidsværdi per aktie					<u>70</u>
Aktuel markedsværdi den 29-07-2015					53,50

Baggrund for analyse

Som input til denne analyse har jeg alene anvendt Mycronics egen hjemmeside herunder særligt årsrapporten fra 2014 samt deres egen beskrivelse af virksomheden.

Evt. fejl i input til analysen er selvfølgelig til fulde mit ansvar.

Disclaimer

Jeg ejer selv 335 aktier i Mycronic.