



## Investment Case

### **Fortsatt utveckling mot AMOLED och G10-fabriker**

Pattern Generators är idag det större av de två segmenten med 61 % av totala omsättningen, där konkurrenskraftighet ger en kontinuerlig bruttomarginal på 70 % för high-end displayer. Även om AMOLED displayer har använts för smartphones i flera år så fortsätter teknikutveckling, och med åldrandet blir det billigare och enklare att använda tekniken för större skärmar. Utveckling gör att mellanprissegmentet för TV rör sig mot att bestå av äldre OLED och AMOLED istället för LCD och LED, vilket öppnar upp för större produktion. AMOLED marknaden förutspås växa med 320 % de kommande fem åren, med fortsatt störst men avtagande marknadsandel i Sydkorea, men med en stor ökning i Kina. Flera av dessa så kallade G10 fabriker har varit under konstruktion under 2016 och 2017, men den fortsatta ordergången på avancerade PG system tyder på att fler aktörer inom området ger sig in i konkurrensen.

Samsung fortsätter att leda utvecklingen av displayteknik och står för produktionen av många andra mobiltillverkares skärmar. Under 2017 rapporterades att även Apple börjat köpa in skärmar av Samsung för sina nya modeller, samtidigt som Samsung nått produktionskapacitet och beslutat att bygga minst en ny fabrik under 2018 för att försöka möta efterfrågan på OLED och AMOLED substrat. Även om en del av dessa effekter redan setts i PG:s orderflöde under 2017 tyder allt på en fortsatt stark utveckling för marknaden och för Pattern Generators, och vi estimerar att ordergången under 2018 blir cirka 3 400 MSEK.

### **Förvärv inom Assembly Solutions och tillväxt inom SMT**

Med det senaste förvärvet av franska bolaget Vi Technology och tillsammans med förvärven av Axxon och AEi har Mycronic förbättrat sin position inom SMT-marknaden där de har en betydande roll globalt, samt att utbudet av service och eftermarknad blivit bredare. Med dessa förvärv och lansering av nya produktserien MyPro har resultatet tyngts av omstrukturerings- och ramp-upkostnader, samt fortsatt höga R&D utgifter. R&D kostnaderna ses som positiva och när förvärven kommit till rätta inom koncernen bör AS EBIT bli positivt.

Även om resultaten för AS inte varit positiva under 2017 ska inte värdet av de geografiska placeringarna av förvärven underskattas, då Asia-Pacific regionen dominerar SMT-marknaden. SMT-marknaden har vuxit med ungefär 20 % YTY vid slutet av Q3 och den förväntas nå en storlek av 6 miljarder USD till år 2022, med en CAGR på 9,1 %. En stark drivkraft bakom SMT-tillväxten är trenden mot mer elektriska bilar, där Mycronic vinner både på ökning av elektroniken i allmänhet men även ökningen av antalet kameror som bilar använder. Endast marknaden för kameror i autofordon förväntas växa med en CAGR på över 20 % fram till år 2022.

## Marknaden tror fortfarande att PG peakat

I början av 2017 blev Mycronic framröstad till bästa short-case på en konferens för hedgefonder i USA, med argumentet att bolaget i stort sett endast består av de stora marginalerna inom PG, och att denna marknad peakat och stod inför ett fall. Vi menar att inte bara är prognoserna för tillväxten för fotomasker bra, utan de förändringar som Mycronic gör för att placera sig bättre på SMT-marknaden utgör ett starkt case för att de skulle klara av ett framtida dåligt år inom PG. Med ca. 10 % av aktierna på lån är aktien undervärderad enligt de tillväxtprognoser vi anser korrekta.

Mycronic har också tagit steg för att öka sina serviceavtal för fotomaskritare och intäkterna från aftermarket stiger varje år. Detta gör att segmentet och företaget i helhet blir mindre cykliskt och får ett stabilare kassaflöde, då livscykeln för en fotomaskritare beräknas vara 7 år och det är rimligt att de flesta aktörerna köper maskiner runt samma tidpunkt på grund av konkurrens. Minst 90 % av de som köper fotomaskritare har serviceavtal, och även inom AS är det en majoritet av kunderna som sluter serviceavtal.

## Huvudsakliga risker och motargument

### - Cykliskt beroende inom PG

Vi håller med den allmänna uppfattningen att ett sämre år inom PG är att vänta under 2018 eller 2019 till följd av de stora orderingångarna från Asien under året, men sannolikheten för flera dåliga år ser vi som väldigt liten. Fotomaskritare är dock extremt dyra och vid en oförutsebar nedgång i den asiatiska eller globala konjunkturen sjunker förväntningar på displaymarknadens tillväxt drastiskt, vilket skulle ge betydligt färre order på avancerade system än vårt base-case. Vårt att nämna är att företaget är en god soliditet och kassa, så en långvarig nedgång skulle inte hota företaget utan endast sänka aktievärdet.

### - Misslyckande att få AS positivt

Utvecklingskostnaderna har varit fortsatt höga inom AS sedan förvärven 2016, vilket vi ser som något positivt. Man kan se en tydlig plan att positionera sig inför en växande elektronik och SMT marknad, men här är konkurrensen svårare än för PG-segmentet. Trots en idag stor marknadsandel är inträdesbarriärerna lägre och antalet konkurrenter generellt större.

Base case DCF valuation		Cash flow, MSEK	
WACC (%)		7,20%	NPV FCF (2017-2021) 1537,1
			NPV FCF (2022-2026) 439,8
			NPV FCF (2027-) 10729,3
			Non-operating assets 0
			Interest-bearing debt 0
			Fair value estimate MSEK 12475,01
<b>Assumptions 2017-2021 (%)</b>			
Average sales growth		15,50%	Fair value e. per share SEK 127,40
EBIT margin		33,60%	Current share price SEK 89

Source: Börsgruppen Research

Mycronic: Estimates											
(SEKm)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Revenue	2319,3	2890,6	3442,2	4068,2	4092,4	4706,3	5176,9	5565,1	5843,4	5989,5	6109,3
Gross Profit	1410,2	1748,8	2134,2	2430,7	2353,1	2823,8	2950,8	3200,0	3360,0	3444,0	3512,8
EBITDA	703,0	943,0	1182,4	1487,1	1233,9	1775,4	1847,3	1930,2	1939,0	1987,5	2027,2
EBIT	691,0	923,3	1158,9	1459,3	1205,9	1743,3	1811,9	1892,2	1899,1	1946,6	1985,5
EPS (SEK)	2,70	4,52	5,39	7,35	9,23	11,63	9,61	13,89	14,43	15,07	15,13
Growth (%)	27,79%	24,63%	19,08%	18,19%	0,60%	15,00%	10,00%	7,50%	5,00%	2,50%	2,00%
Gross Margin (%)	60,80%	60,50%	62,00%	59,75%	57,50%	60,00%	57,00%	57,50%	57,50%	57,50%	57,50%
EBITDA Margin (%)	30,31%	32,62%	34,35%	36,56%	30,15%	37,72%	35,68%	34,68%	33,18%	33,18%	33,18%
EBIT Margin (%)	29,79%	31,94%	33,67%	35,87%	29,47%	37,04%	35,00%	34,00%	32,50%	32,50%	32,50%

Source: Mycronic, Börsgruppen Research

## Bakgrund och ledning

### Bakgrund

Mycronics två segment, Pattern Generators och Assembly Solutions, grundar sig från två olika företag med rötter ifrån 1970-talet. 2009 slog de sig samman och har sen dess haft en ledande position på båda sina marknader, där de inom fotomaskritare för displayer verkar ha nästintill monopol tack vare sin framstående teknologiska edge. 2016 omsatte bolaget 2 319 MSEK, varav 1433 MSEK var inom Pattern Generators med en EBIT-marginal om 59 %.

Historisk har bolagets kassaflöde varit slagit på grund av den cykliska naturen på marknaden för fotomaskritare, men sedan Lena Olving gick in som VD har det syntts ett tydligt fokus på att investera i aftermarknad och förvärv, vilket har gjort Mycronic till ett mycket mer stabilt bolag.

### Ledning

VD sedan 2013 är Lena Olving, som tidigare varit vice VD för försvarskoncernen SAAB i fem år och innan dess bl.a. chef för Volvo Personvagnar i Asien. När hon tillträdde ställdes en del frågetecken om hur bra hon passade för ett så tekniktungt företag som Mycronic, men sen dess har hon blivit ganska omtyckt i media. Olving beskrivs som en snabbpratande och bestämd chef, som lägger fokus på att vara med i lärandeprocessen i företaget men som samtidigt inte dröjer med att fatta beslut. Hon är förmodligen den drivande kraften bakom de förvärv inom AS som skett de senaste åren.

2016 tillträdde Torbjörn Wingårdh som CFO, även han har tidigare jobbat på SAAB men även på investmentbolaget Investor.

### Ägare

Largest owners per Dec 2016, Mycronic	%
Bure Equity AB	29,9
Fjärde AP-fonden	6,4
Swedbank Robur Fonder	4,8
Handelsbanken Fonder	4,5
Catella Fonder	2,6
Avanza Pension	1,9
Dimensional Fund Advisers	1,9
Andra AP-fonden	1,3
JP Morgan Asset Management	1,2
SEB Fonder	1

Source: Mycronic, Börsguppen Research

Största ägare i bolaget är investmentbolaget Bure Equity, som även innehar ordförandeposten i styrelsen. Mycronic utgör en betydande 33 % av Bures substansvärde, vilket fogar för en aktiv och långsiktig förvaltning från deras sida. Resterande storägare är de stora svenska bankerna och fondbolagen.

## Produkter

### Pattern Generators

---

Fotomaskritare producerar just fotomasker, som används vid tillverkning av kretskort och displayer. Genom en väldigt komplicerad process som kallas fotolitografi används fotomasken som en mall för det mönster som ska placeras på kortet eller displayen, som sedan etsas in med ljus eller laser. De material som används och exakt process varierar med vilken typ av kort eller display som framställs. Gemensamt all litografi är att komplexiteten och kraven på precision hela tiden ökar, och det är här som PG har skapat sin marknadsposition genom att alltid erbjuda de mest sofistikerade ritarna med den precision och snabbhet som krävs av displaytillverkarna.

Produktserien av maskritare heter Prexision och består av fyra modeller av olika specifikationer. Den senaste och mest avancerade Prexision-800 ritare maskar för produktion av AMOLED och 4K-mobildisplayer. Vad vi vet hittills har endast en P-800 beställts och den till Syd Korea, förmodligen till Samsung (eller LGD).

För tillverkning av LCD-displayer räcker dock Prexision-10, vilken är den ritare som stod för en stor del av orderingången från Kina under Q3 2017. Förutom själva maskritarna erbjuder PG även ett tillhörande mätsystem, Prexision-MMS.

Utveckling av nya maskritare följer behoven från tillverkningsindustrin. AMOLED är fortfarande premium för displayer och P-800 kommer vara cutting edge ett tag framöver, så inga nya maskritare förväntas på några år.

### Assembly Solutions

AS erbjuder en produktserie för Semiconductor Mount Technology, tillverkning av kretskort och liknande elektronik. Genom flera olika avancerade maskiner för fördelning av lödpasta, placering av komponenter samt förvaring har de ett heltäckande paket för elektroniktillverkare. De erbjuder även en egenutvecklad programvara som förenklar ledet mellan de olika maskinerna.

Även här är Mycronic specialiserade på den senaste tekniken och fokuserar sina produkter på precision och kund Anpassning hellre än absolut massproduktion. Genom det senaste förvärvet av Vi Technology har de nu också ett inspektionsinstrument för sin produktserie på AS-sidan, likt MMS funktion för PG.

Även om AS verkar vara en av de framstående på marknaden, tekniskt sett, så är konkurrensen högre än för PG-segmentet. Tekniken och precisionen i produkterna utvecklas to kretskortkomponenterna hela tiden blir mindre och mer komplexa, men en direkt koppling till teknikskifte finns inte. Den nya MYPro serien som lanserades under 2017 pekar på att inga nya produkter kommer de närmsta året, men innovationstakten har varit väldigt hög historiskt så nya produkter är att vänta inom prognosperioden.

## Finansiell ställning

Mycronics finanser ser genomgående starka ut. Fram till år 2016 var soliditeten över 70 % och företaget har inga räntebärande skulder. Kassen har legat på ungefär 40 % av totala tillgångar, dock tömdes den vid de stora förvärven men var redan vid Q3 i år tillbaka på 25 %.

Vi vet idag att orderboken är full för hela 2018 och större delen av 2019, vilket innebär ett säkrat kassaflöde under den perioden vilket gör att företaget har möjlighet att fortsätta med sina förvärv inom AS. Vårt base-case baserar sig på en fortsatt relativt höga nettoinvesteringar om ca. 20 % de närmsta åren (lägre än 2016), för att sedan sakta ned mot år 2021. Vi ser inte bara att investeringar kan fortsätta inom Assembly Solutions, utan även att eventuella uppköp inom Pattern Generators-segmentet kan bli aktuellt om det antingen dyker upp någon konkurrent på de avancerade produkterna, eller att konkurrensen inom LCD-marknaden i Kina behöver konsolideras.

Trots ett väldigt starkt kassaflöde kommer vår tro på fortsatt höga investeringskostnader att möjligen påverka lånestrukturen, givet att man vill fortsätta med fina utdelningar. Lånen är dock så pass små att de inte har någon stor påverkan på soliditet eller räntekostnader, ingen nyemission lär heller utfärdas under prognosperioden.

Mycronic: Financials						
	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Soliditet %	51,20%	60%	56%	60%	57%	60%
Skuldsättningsgrad %	0%	0%	4%	0%	3%	0%
Nettoskuld MSEK	-208,6	-154,8	172,7	21,9	136,1	-246,0
Nettoinvesteringar MSEK	982,6	231,3	516,3	325,5	409,2	353,0

Source: Börsgruppen Research

## Analys

### Fotomaskritare

För att se till Pattern Generators marknad är det mindre intressant att titta på den globala fotomaskmarknaden, då 30 % av denna utgörs av fotomasker för semikonduktorer och kretskort och Mycronics spetskunskap är riktad mot fotomasker för displayer. Marknaden för utveckling av displayer är nästa helt begränsad till APAC-regionen och Kina, där de senast årets stora ordergång har berott på tillverkning av flera stora LCD-fabriker i Kina. Ökning av tillverkningen i Kina beror på att LCD-tekniken utvecklas och äldre teknik blir billigare att använda, vilket öppnar för ett mellanprissegment av displayer. Vi anser att denna ökning av just mellanprissegmenten är underskattad av marknaden, som mest fokuserar på de allra nyaste och hetaste displayerna. Även om LED och OLED är standardtekniker för displayer i svenska hem så gäller inte detsamma för andra delar av världen. Det finns en otroligt stor marknad för LCD i Asien när tekniken blir billigare, samtidigt som befolkningens konsumtionskraft ökar.

Vi tror att de beställningar som setts hittills bara är en del av en kapprustning bland kinesiska tillverkare som startar, och att ordergången kan fortsätta under 2018. Dock har det funnits år tidigare när ordergången svalnat av, efter ett teknikskifte med stora beställningar. Vi tror detta kan hända efter denna kapprustning, förmodligen 2019, vilket blir ett år med negativ tillväxt. Dock kommer den ökande eftermarknadsservicen att minska den negativa effekten av färre ordrar.

Inom AMOLED som fortfarande ses som premiumteknik är utveckling beroende av ledare inom marknaden som Samsung och LGD (Sydkorea). De första P-800 systemet ska levereras under 2018 och vi förväntar oss ytterligare minst en beställning under det året, då logiken kräver att konkurrenterna hänger på. Detta segment utgör ingen stor andel av den globala fotomaskmarknaden, men då Myconic är den unika positionen för precisionsritare för displayer har de i stort sett monopol på ritare här.

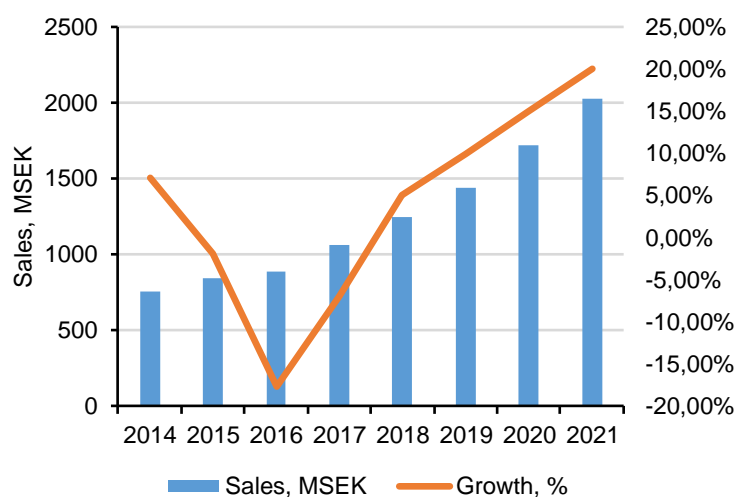
Mycronics bruttomarginal inom Pattern Generators ligger på cirka 70 % och det finns ingen anledning att tro att den kommer förändras. Samtidigt förväntar vi oss en tillväxt i eftermarknadsservice och beställningar av tillägg till äldre system som gör att vi antar en genomsnittlig rörelsemarginal på 48,9 % mellan åren 2017–2021. Som nämnts tidigare antar vi inte att någon ny maskritare utvecklas under denna period, men möjligen kompletterande utrustning likt mätmaskinen MMS.

### Semiconductor Mounting Technology

Den globala SMT-marknaden år 2016 estimerades till USD 3,3 miljarder och estimeras att vara värd USD 6 miljarder år 2022, med en CAGR på 9,1 % under perioden. APAC-regionen står för den absolut största delen av marknaden idag med 42 %, med Nordamerika som näst största på 25 %. Vi håller med marknadsanalytikerna att den geografiska marknadsstrukturen inte bör förändras nämnvärt, vidare är det mindre intressant för Myconic då de tillverkar high-end utrustning till krävande kunder runt om i världen. De senaste förvärven av AEi i Nordamerika och Axxon i Kina visar på en utmärkt strategi för att öka försäljningskanalerna på marknaden och försöka få en större marknadsnärvaro, även om de redan är fjärde störst globalt.

Den största produktkategorin inom SMT är placeringsutrustning, som enligt estimat utgjorde 35 % av hela marknaden under 2016, och förväntas växa till 38 % under perioden. Här går utvecklingen mot mindre och mindre komponenter på kretskorten vilket kräver bättre precision från utrustningen, samtidigt som snabbhet och flexibilitet fortfarande är viktigt. Mycronics utbud inom området är fint och den senaste MYPro serien har fått ett bra mottagande, vi kan därför framöver se en stabil tillväxt inom AS med en genomsnittlig årlig tillväxt på 17,50 % mellan 2018-2021.

### Assembly Solutions estimates



Source: Börsgruppen Research

Amerikanska AEi som förvärvades under 2016 är marknadsledande på lösningar för montering och testning av kameramoduler till elektronik. Det största segmentet är bilindustrin med en kraftig ökning av kameror i bilar, så kallas ADAS (Advanced Driver Assistance Systems). Bara marknaden för kameror i bilar förväntas växa med 20 % årligen fram till 2022, samtidigt som elektronik i bilar i övrigt också ökar. Även senaste förvärvet, Vi, som tillverkar mätutrustning för SMT ligger i linje med ökad komplexitet och mindre komponenter, vilket förväntas öka behovet av precisionsmätning och utvärdering.

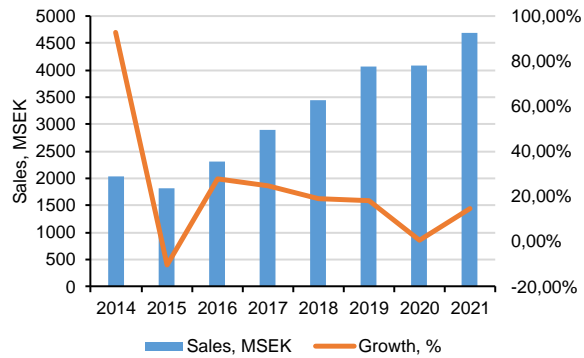
Dessa huvudfaktorer tillsammans med en starkt växande marknad för konsumentelektronik, framförallt i APAC, talar för att Myconic har skaffat sig en utmärkt position för den framtida tillväxten. Även det fokus som lagts på eftermarknader och förvärv som ej är kopplad till fotomaskritar har gjort bolaget mer stabilt, vilket vi anser kommer gynna dem framöver. Både den geografiska täckningen och utbudet av precisionsutrustning är helt i linje med åt det håll vi förväntar oss att marknaden går.

Ett av våra antaganden får Assembly Solutions framgång är att man under 2018 lyckas vända på rörelsemarginal som varit negativ under en tid. De har genomfört omstruktureringar i produktutbudet vilket har gett engångskostnader, dock förväntar vi oss fortsätta förvärv vilket kan innebära ytterligare svårighet att få upp marginalerna. Vi förväntar oss en EBIT-marginal på i genomsnitt 8,6 % för åren 2017–2021, vilket vi anser är ganska blygsamt.

Vår förväntan om fortsatta förvärv kommer att driva tillväxten inom Assembly Solutions och även största delen av bolagets tillväxt, då vi tydligt kan se hur man tar en position för att ta del av SMT-marknaden som förväntas växa kraftigare än marknaden för fotomasker.

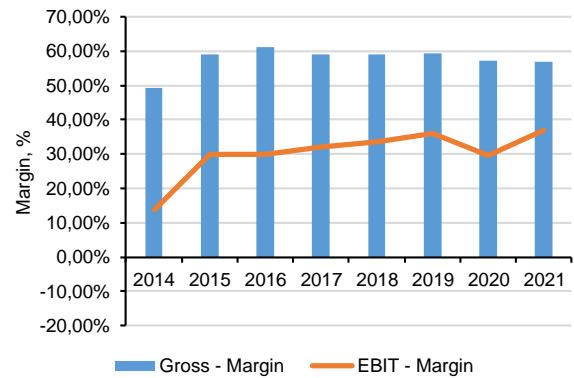
Summerat estimerar vi att Mycronics försäljning ökar i genomsnitt 13 % per år mellan 2018-2021, men en genomsnittlig EBIT-marginal på 34 % under samma period.

**Mycronic estimates**



Source: Börgruppen Research

**Mycronic estimates**



Source: Börgruppen Research



## Slutsats

---

### Base Case

Med en tydlig strategi för positionering inom SMT-segmentet och fortsatt ordergång av PG-system så tror vi på en stark tillväxt för Mycronic, givet att man lyckas vända på marginalerna inom Assembly Solutions.

Vi förutsätter att FoU kostnader ligger kvar på historiska nivåer och antar att 15% av omsättningen läggs på detta under perioden 2017–2021. Större delen av forskningskostnader antas fortsätta ligga inom Assembly Solutions. Även investeringar antar vi fortsätter, även om ej i lika stor skala som under 2016.

Detta mynnar ut i ett förväntat snitt för total EBIT-marginal på 33,6 % för prognosperioden. Vi förväntar oss att total tillväxtmarginal växer i snitt med 15,5 % för perioden 2017–2021, och med mer blygsamma 5,4 % under 2022–2026.

DCF-värdering under **basecase scenariot motiverar då ett värde om 127 SEK per aktie.**

### Bull Case

De huvudsakliga skillnaderna mellan base- och bullcase är att vi här antar att "det dåliga året" inom Pattern Generators blir bättre än vad som väntas i base-scenariot, vilket grundar sig i en högre tillväxt i efterfrågan på displayer än väntat. Även att man lyckas få starkare marginaler inom Assembly Solutions och i en snabbare takt och att man lyckas ta större marknadsandelar med genomslag av fortsatta förvärv.

DCF-värdering under **bullcase scenariot motiverar då ett värde om 152 SEK per aktie.**

### Bear Case – 77 SEK

Väsentliga skillnader mellan base- och bearcase är vi här antar flera "dåliga år" för Pattern Generators till följd av en lägre en förväntad efterfrågan på displayteknik. Estimat för Assembly Solutions är i stort sett opåverkade men då PG står större delen av kassaflödet innan AS börjar leverera påverkas förväntad resultat kraftigt.

DCF-värdering under **bearcase scenariot motiverar då ett värde om 72 SEK per aktie.**