

## Lönsam tillväxt framåt

### Tillväxt med starka marginaler

Efter ett svagt första kvartal återhämtade sig Synthetic MR under året och levererade en tillväxt på 17%. Bolagets EBIT-resultat minskade dock något till SEK 7,22m (SEK 9,99m), som en konsekvens av högre kostnader för framtida tillväxt. Detta påverkade rörelsemarginalen för fjärde kvartalet negativt med en minskning från 28% till 10%. För innevarande år kom bolaget in nära vår omsättningsprognos (SEK 68m (act) vs 71m (est)). Bolaget förväntar sig en omsättning för 2023 på drygt SEK 90m vilket är klart lägre än vår prognos om SEK 115m. Vad gäller kostnader noterar bolaget att man under fjärde kvartalet nått en nivå varifrån man kan öka omsättningen ifrån, vilket kommer att visa på modellens skalbarhet genom ökande marginaler.

### Produktutveckling stärker marknadspositionen

Synthetic MR har etablerade samarbeten med de största tillverkarna av MR-kameror och fokus ligger fortsatt på att fördjupa dessa. Samarbetet med Philips Healthcare har resulterat i att de kombinerar SyMRI med en egenutvecklad bildaccelerationsteknologi baserad på Artificiell Intelligens under namnet Smart Quant Neuro. Effekten av detta är att man snabbare får mer information vilket naturligtvis är attraktivt både för patient och sjukhus. Vi har också tidigare tagit upp samarbetet med Canon Medical Systems som innebär en utveckling till bilder i 3D. Man fick under fjärde kvartalet också denna produkt godkänd enligt EU:s MDR (Medical Device Regulation) vilket innebär att produkten är godkänd för försäljning direkt efter färdigställande. Vi utesluter inte att ett FDA-godkännande kan komma under året för att kunna lansera produkten brett. Detta utvecklingssteg kommer med stor sannolikhet fler av bolagets samarbetspartners vilja vara en del av vilket skulle potentiellt snabbt kunna innebära merförsäljning på redan installerad bas av kameror.

### Växer snabbt in i multiplarna – långsiktigt köp

Bolagets prognos för 2023 kom in under vårt estimat vilket gör att vi sänker kommande års tillväxtprognoser. På sikt ser det dock mycket spännande ut för Synthetic MR med viktiga samarbeten, spännande produktlanseringar kommande år och en relativt färdig organisation. Vår tidigare prognos på SEK 115m sänker vi till SEK 95m vilket påverkar EBIT från SEK 33m till SEK 23m. Även om årets multiplar ser utmanande ut, gör bolagets affärsmodell med hög skalbarhet att dessa sjunker snabbt och vi ser en långsiktig uppsida på SEK 45 kr per aktie (55 kr) som en konsekvens av dels lägre prognoser men framför allt ett högre avkastningskrav på grund av ökade räntor.

### SyntheticMR

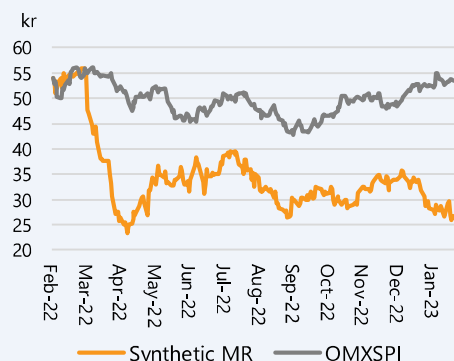
#### Rapportkommentar 2022Q4

Datum 27 februari 2023  
Analytiker Joakim Kindahl

#### Basfakta

Bransch Medicinteknik  
Styrelseordförande Johan Sedih  
Vd Ulrik Harrysson  
Noteringsår 2013  
Listning Spotlight Stockmarket  
Ticker SYNT  
Aktiekurs 26,8 kr  
Antal aktier, milj. 41,7  
Börsvärde, mkr 1 118  
Nettoskuld, mkr -39,2  
Företagsvärde (EV), mkr 1 078  
Webbplats www.syntheticmr.com

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022	2023p	2024p
Omsättning	65	76	95	124
Bruttoresultat	15	12	25	51
Rörelseres. (ebit)	10	7	19	44
Resultat f. skatt	10	8	20	45
Nettoresultat	8	6	16	35
Vinst per aktie	0,2	0,2	0,4	0,8
Utd. per aktie	0	0	0	0,5
Omsättningstillväxt	33,2%	16,9%	24,5%	30,0%
Bruttomarginal	22,3%	16,3%	26,3%	40,9%
Rörelsemarginal	15,3%	9,5%	20,0%	35,2%
P/e-tal	146,8	183,9	74,8	33,6
EV/ebit	113,0	156,1	59,4	25,9
EV/omsättning	17,29	14,79	11,88	9,14
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Etablerade partnersamarbeten

SyntheticMR har sedan 2015 etablerat bolagets ledande produkt SyMRI på viktiga geografier genom partnersamarbeten med de tre största leverantörerna av MR-kameror, GE Healthcare, Philips Healthcare och Siemens Healthineers. Dessa samarbeten gör att SyntheticMR exponeras mot cirka 70% av den adresserbara marknaden. På senare tid har man även signerat ett avtal med United Imaging som ger god exponering mot den asiatiska marknaden där både Kina och Sydkorea är spännande marknader. Under Q2-21 har bolaget även initierat samarbete med Canon Medical Systems vilket gör att bolaget kommer att samarbeta med >90% av MR-kameratillverkarna vilket visar på bolagets goda position och viktiga produkt. Samarbetet med Canon ökar dessutom bolagets styrka mot marknaden i Japan där Canon har stor marknadsandel. Under augusti och september 2021 ingick SyntheticMR globala licens- och distributionsavtal med de två största tillverkarna av MR-kameror, Siemens Healthineers och Philips Healthcare.

### Stor marknad - låg penetration

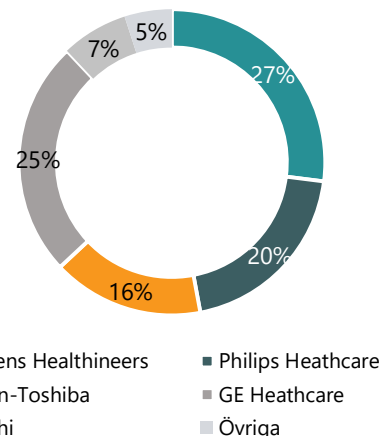
Den globala MR-marknaden värderades till cirka 4,8 miljarder dollar 2019 och förväntas uppnå en årlig tillväxt om ca 5% i Europa, 3% i Nordamerika respektive Asien-Stillahavsområdet. Efterfrågan på MR-skanning ökar stadigt drivet av en åldrande befolkning och högre förekomst av kroniska sjukdomar. Behovet av diagnostisering och uppföljning blir en central del i många patienters vårdplan, vilket stöder behovet av MR. På grund av den begränsade kapaciteten på sjukhus och kliniker, liksom de höga kostnaderna för MR-undersökningar, blir vikten av effektivitet inom MR allt viktigare. En minskning av undersökningstiden och en högre grad av noggrannhet minskar även behovet av omskanning, vilka är exempel på faktorer som visar sig viktiga för sjukhus.

SyntheticMR:s mjukvara är förhållandevis ny på en konservativ marknad. SyMRI integreras främst mot nyinstallerade MR-kameror och när dessa behöver uppdateras. Av den uppskattade andelen nya kameror på ca 4 - 5 000 st per år kan bolaget adressera ca hälften. I takt med att allt fler MR-kameror behöver uppdateras ser vi goda möjligheter till en stark underliggande tillväxt för SyntheticMR. Bolagets teknik är ej beroende av tillverkare utan är applicerbar på i princip alla idag installerade kameror. För att använda bolagets mjukvara behöver man installera en inställningssekvens i MR-kameran som gör att bilderna blir desamma oavsett tillverkare vilket gör Synthetic MR:s teknologi oberoende av tillverkare.

### Goda framtidsutsikter med ny strategi

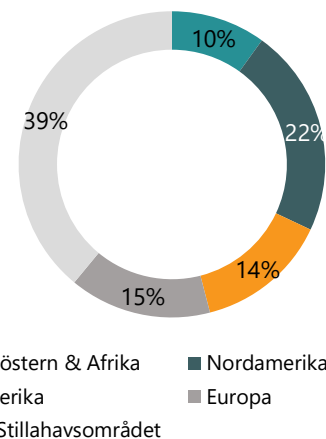
Under sommaren 2019 tillträdde Ulrik Harrysson som ny VD. Därefter implementerades en ny strategi för att återuppta en stark tillväxt. Strategin innefattar tydliga investeringar i egna globala säljresurser. Detta resulterade i att bolaget bland annat etablerade ett dotterbolag i USA för att möta efterfrågan från den nordamerikanska marknaden. Dessutom utökades investeringar i egna försäljningsresurser globalt genom lokal närvaro i Indien, Japan och EU.

## MR-tillverkares marknadsandel



Källa: Bolag, Frost & Sullivan 2019, Analysguiden

## Geografisk fördelning



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Långsiktig potential genom god position och strategiska initiativ

Vi ser positivt på Synthetic MR:s långsiktiga potential inom ett område som blir alltmer viktigt och som drivs av större underliggande faktorer såsom demografisk fördelning och ökad andel kroniska sjukdomar där man har behov av att kunna avbilda mjukvävnader. Fördelarna finns även för sjukhusen som kan öka effektiviteten i MR-undersökningar både genom kostnadsminskningar och ökad noggrannhet. Vi ser den alltmer ökande acceptansen att använda ny teknik för att analysera MR-undersökningar givet avtalen med stora tillverkare av MR-kameror. Dessa samarbeten utvecklas mycket väl och fördjupas genom att kameratillverkarna anpassar sina erbjudanden efter den egna utvecklingen

Genom det utökade erbjudandet genom SyMRI MSK som utökar bolagets erbjudande från att enbart omfattat hjärnan till att även omfatta övre delen av kroppen. Detta kommer öka andelen möjliga MR-analyser från ca 25% till ca 75%.

**Vi ser den alltmer ökade acceptansen att använda ny teknik för att analysera MR-undersökningar givet avtalen med stora tillverkare av MR-kameror.**

## Verksamheten

### Historik

SyntheticMR är ett medicintekniskt bolag som grundades 2007 i Linköping. Bolaget utvecklar analys- och avbildningsmetoder för magnetisk resonanstomografi (MR eller MRI på engelska). Bolagets produkt erbjudande kan förkorta undersökningstiden och samtidigt leverera mer information till klinikerna. MR är en bilddiagnostik där inre organ avbildas med ett magnetiskt fält. Det ger exaktare bilder av mjukvävnad som hjärna, hjärta och muskler jämfört med röntgen och skiktröntgen.

Idag har bolaget en produkt som kommer i flera olika versioner där den grundläggande heter SyMRI Essentials som levererar upp till 8 olika dynamiska kontrastbilder (T1W, T2W, T2W Flair, DIR samt PSIR). Den mer avancerade SyMRI NEURO innehåller utöver kontrastbilderna även segmentering, volymberäkning av hjärnvävnad och parametriska kartor. NEURO ger mer information till kliniken än konventionella MR-bilder samt ger ett mer objektiva beslutsstöd vid diagnos och uppföljning. GE Healthcare har en kundanpassad version av båda varianterna vid namn MAGiC. SyMRI MSK är en produkt som är anpassad för ryggrad, knä, höft, fot, axel, hand samt armbåge.

En konventionell MR-undersökning kräver flera sekvenser och tar således lång tid. SyntheticMR:s mjukvaruteknologi mäter absoluta värden av vävnad i hjärnan och genererar justerbara kontrastbilder, automatisk biomarkörsegmentering och kvantitativa data med en enda MR-sekvens. Man kan likna det med en digitalkamera som kan generera en bild som är förprocessad eller också leverera all rådata som behövs för bilden där man i ett senare skede kan processa detta i datorns mjukvara.

Ca sex minuters undersökningstid med Synthetic's produkt SyMRI ger därför mer data än 20 minuter med konventionella MR-metoder. Den stora nyttan ligger dels i den förkortade undersökningstiden, dels i att metoden ger en exaktare parametrisk bild av patienten. Bolagets system sparar därmed både tid och resurser för vården. MR-utrustning är dyr att använda och behöver således användas effektivt. Bolaget har genom åren samlat starka kliniska data som belyser fördelarna med syntetisk MR jämfört med konventionell MR

### Framtidsutsikter

Synthetic MR:s strategi är att sälja sin mjukvara som ett komplett erbjudande från tillverkarna av MR-kameror och efterföljande system. Målet är att vara en inkluderad del hos de fem största tillverkarna. Bolagets mjukvara säljs både genom licenser via strategiska partners samt egna försäljare.

## Marknaden

Den globala MR-marknaden värderades till cirka 5,3 miljarder dollar 2019 och förväntas uppnå en årlig CAGR om 3–5% mellan 2020–2023. Efterfrågan på MR-skanning ökar stadigt drivet av en åldrande befolkning och högre förekomst av kroniska sjukdomar. Behovet av

**Bolagets produkt-  
erbjudande omfattar idag:**

**SyMRI Essentials, SyMRI  
NEURO (GE Healthcare har  
en kundanpassad variant  
vid namn MAGiC) samt  
SyMRI MSK.**

diagnostisering och uppföljning blir en central del i många patienters vårdplan, vilket stöder behovet av MR. På grund av den begränsade kapaciteten på sjukhus och kliniker samt de höga kostnaderna för MR-undersökningar, blir vikten av effektivitet inom MR allt viktigare. En minskning av tiden och en högre grad av noggrannhet som även minskar behovet av omskanning är exempel på viktiga faktorer för sjukhus.

De största marknaderna för MR är USA, Kina och Indien både vad gäller marknadsintäkter och antal enheter på kliniker och sjukhus. Den största förväntade tillväxten prognostiseras komma från Europa, Nordamerika och marknaderna i Stillahavsområdet.

### Tre marknadsdominanter

Den globala marknaden för MR-kameror består främst av tre huvudtillverkare: Philips Healthcare, Siemens Healthineers och Philips Healthcare som gemensamt har en marknadsandel om ca 73 procent. Canon-Toshiba Medical och Hitachi Medical är de näst största tillverkarna med 15,7 respektive 6,7 procent av den globala marknaden.

### Nordamerikanska MR-marknaden

USA är den överlägset största MR-marknaden i världen med marknadsintäkter under 2019 på 1,3 miljarder dollar. Den amerikanska marknaden domineras av de fem marknadsdominanterna inom området, som tillsammans har en marknadsandel över 99 procent.

### Japanska MR-marknaden

Den japanska MR-marknaden är den tredje största i APAC-regionen efter Kina och Indien, med marknadsintäkter under 2019 på 181 miljoner USD. Marknadsledaren av MR-kameror är den inhemska jätten Canon-Toshiba Medical Systems med en marknadsandel om 26,5 procent. Hitachi är nummer två med en marknadsandel om 14,5 procent.

### Indiska MR-marknaden

Indien är en av de tre största MR-marknaderna i världen med marknadsintäkter på ca 303 miljoner USD under 2019. Likt USA domineras marknaden av de största MR-tillverkarna, där Siemens, GE och Philips gemensamt står för cirka 82 procent av totalmarknaden.

### DACH och BeNeLux marknaden

Tyskland är den största marknaden i Europa med marknadsintäkter på ca 130 miljoner USD. Siemens Healthineers är den största aktören med en marknadsandel på ca 35%.

### Sydkoreanska marknaden

Detta område har en installerad bas om ca 1600 enheter. Synthetic MR har en etablerad kundbas och sedan 2021 finns en lokal representant för att ge support för strategiska initiativ i regionen.

## En marknad under utveckling

Vi bedömer att det finns ett antal drivkrafter som ligger till grund för att MR-marknaden fortsätter att växa. Behovet av ökad individualiserad vård och precisionsmedicin är en viktig drivkraft för den underliggande MR-industrin. Allt högre krav ställs på mer exakta svar för att förebygga underliggande sjukdomar hos patienter. Behovet av kortare undersökningstider är stort, inte bara för patienterna utan även för att sänka driftkostnaderna för sjukhusen och för att öka patientgenomströmningen. Den totala samhällsekonomiska vinningen ser vi således som stor genom att använda Synthetic MR:s mjukvara, något som klinisk evidens styrker.

## Exekverar på strategin

Vi anser att den utökade strategin skapar goda förutsättningar för utökade tillväxtmöjligheter, något man redan bevisat genom att i mars 2020 teckna avtal för klinisk användning av SyMRI med en av världens mest välrenommerade kliniker, Mayo Clinic i USA. Samma månad tecknades ett samarbetsavtal med en av Indiens mest kända röntgenkliniker, Mahajan Imaging. Dessa avtal ser vi som en direkt konsekvens av bolagets nya strategi att genomföra direktförsäljningar till klinik och sjukhus i stället för att endast få exponering genom diverse produktportföljer via olika OEM. Samtidigt finns sedan tidigare avtal med bland andra amerikanska MD Andersson och japanska Juntendo University Hospital.

## Expanderat till nya indikationer

SyntheticMR har hittills haft sin mjukvara godkänd för kliniskt bruk av mjukvävnader i hjärnan, vilket utgör ca 25% av den totala MRI-marknaden. Bolaget har under 2020 breddat sin produktportfölj genom SyMRI MSK för andra indikationer, som exempelvis knä-, fotleder och ryggrad, vilket ökar bolagets möjliga marknad med ytterligare ca 50%. Detta skulle innebära att man når uppskattningsvis 75% av den totala MRI-marknaden. Bolaget erhöll CE-märkning under januari 2021 och har lämnat in en ansökan för FDA-godkännande. Vi ser detta som ett ytterligare långsiktigt värdeskapande och ett argument för att bolaget står inför en stark tillväxt kommande 5–7 åren. Bolaget har även tagit fram möjligheter för kameratillverkare att implementera en sekvens vilket gör det möjligt att erhålla bilder i 3D. Detta beräknas lanseras under 2023.

## Förbättrad intäktsmodell

Bolaget har utvecklat sin intäktsmodell över tid. Från licensbaserade intäkter som genererar mer av typen engångsintäkter till tidsbegränsade licenser med prenumerationsintäkter. Vi bedömer att detta kommer att ge bolaget tydligare årliga intäkter och en jämnare tillväxt över tid.

## Värdering och prognoser

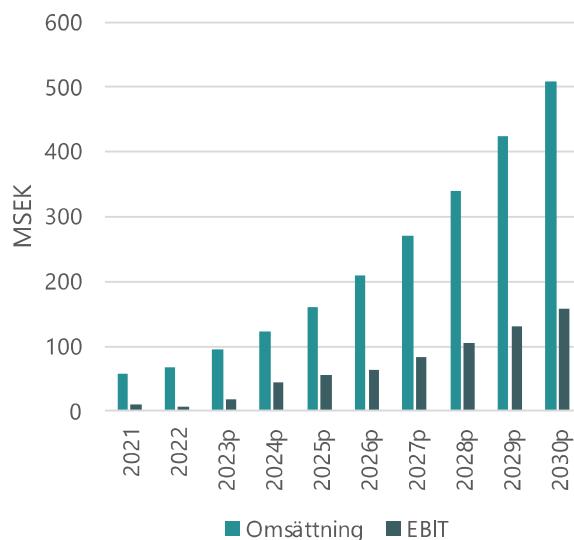
För 2023 uppskattar vi att bolaget når ca 95 MSEK med en EBIT på ca 19 MSEK. Därefter antar vi en årlig tillväxt på drygt 30% fram till 2030 och gradvis därefter minskar omsättningstakten fram till 2035 där vi utgår från en "evig" tillväxt på 3% per år. Bolaget uppnår då en omsättning på ca 700 MSEK.

Vår uthålliga EBIT-marginal sätter vi till 30% och använder en diskonteringsränta på 8%. **Basvärdet uppgår då till ca 45 kr per aktie.** Utgår vi från 20% uthållig EBIT-marginal uppgår värdet till ca 35 kr och kan bolaget generera en 40%-ig EBIT-marginal ger detta ett aktievärde på ca 55 kr. Då bolaget fortfarande är i en tidig tillväxtfas är känsligheten stor på ingående variabler och en stor del av värdet ligger i framtiden.

Tack vare att bolaget har hög marginal på sina produkter blir tillväxten mycket viktigt kommande år samt att man över tid lyckas hålla kostnadskontroll, något som leder till uthålligt höga marginaler. En hög tillväxt kommande år kombinerad med de marginaler vi ser som troliga är nyckeln till ett fortsatt värdeskapande. Detta har konkret bevisats då tillväxten avtagit och räntan ökat under första delen av 2022 vilket medfört kraftigt kursfall under andra kvartalet.

Vi finner dock bolagets egen prognos för 2023 med en omsättning överstigande 90 MSEK och en EBIT-marginal på ca 20% spännande. Speciellt i kombination med att man tydligt indikerar att man är färdiginvesterade i organisationen vilket implicerar en någorlunda fast kostnadsbas omkring 70–75 MSEK. En illustration vad en 30%-ig tillväxt ger för vinsttillväxt ser vi i vår prognos mellan 2023 och 2024 där omsättningen ökar med 30% medan vinster ökar med mer än 100%.

Prognos för omsättning och EBIT i vårt basscenario ~ 45 SEK per aktie



## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl