



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 18 May 2021

Iconovo

Amneal växlar upp

Dubblar potentialen för Amneal-projektet


Iconovo utökar avtalet med Amneal avseende generisk Symbicort till att omfatta nyckelmarknaderna USA och Kina. Detta leder till att ca 90% av den globala Symbicort-marknaden täcks in av avtalet. Det betyder att den adresserbara marknaden dubblas och att Iconovos royaltyintäkt stiger från USD 5,2m–10,3m till USD 13,2m–26,0m.

Iconovo klättrar upp i värdekedjan

I avtalet med Amneal framgår det även att Iconovo tar över rätten till marknadsföring och försäljning av ICORES Symbicort på den nordiska marknaden (Amneal sköter tillverkningen). Denna marknad uppgick till 800 mkr under 2020 och uppvisar en priserosion om 4% årligen. Bolaget bedömer att de kan nå en marknadsandel om 15–20%, vilket motsvarar en försäljning om 80–100 mkr.

Höjer EPS-estimaten för 2023

Vi sänker EBIT för '22e med 1,8 mkr drivet av den nya organisationen kopplat till försäljning av ICORES i Norden. Dock höjer vi EBIT för '23e med 1 mkr drivet av försäljning i de nya regionerna i slutet av 2023. Vi höjer även vårt motiverade värde på bolaget till 95–100 kr (85–88 kr) med anledning av det utökade avtalet med Amneal samt Iconovos potential att själva sköta försäljningen på den nordiska marknaden.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	95.00 - 100.00
EPS, just 21e	-1.99	-1.99	0.0%	Sales,m	23	27	40	62	Current price	75.00
EPS, just 22e	-0.6	-0.36	-65.9%	Sales Growth	51.6%	13.2%	83.7%	59.5%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0.95	0.83	14.6%	EBITDA, m	(12.7)	(11.4)	(0.5)	12.2	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Årsstämma19 maj 2021</div> <div>Q2 rapport20 aug 2021</div> <div>Q3 rapport28 okt 2021</div>				EBIT, m	(16.7)	(16.0)	(5.0)	7.1		
				EPS, adj	(2.20)	(1.99)	(0.60)	0.95		
				EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%		
				Equity/Share	11.9	9.9	9.3	10.3		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(94.0)%	(79.7)%	(13.6)%	12.1%		
				ROE (%)	(18.5)%	(20.0)%	(6.4)%	9.2%		
				ROCE	(18.0)%	(20.8)%	(6.9)%	8.9%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier7.8m</div> <div>Market cap583</div> <div>Nettoskuld(53)</div> <div>EV530</div> <div>Free Float67.00%</div> <div>Avg. No. of Daily Traded Sh.19.2(k)</div> <div>Reuters/BloombergICO.ST/ICO SS</div>				EV/Sales	23.13x	19.54x	13.25x	8.55x		
				EV/EBITDA	(41.7)x	(46.3)x	(1,039.3)x	43.3x		
				EV/EBIT	(31.7)x	(33.0)x	(105.7)x	74.2x		
				P/E, adj	(34.0)x	(37.8)x	(125.2)x	78.9x		
				P/Equity	6.3x	7.5x	8.0x	7.3x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<div>Analytiker</div> <div>johan.lochen@penser.se</div>	
				FCF yield	(4.7)%	(6.6)%	(2.7)%	(0.9)%		
				Net Debt/EBITDA	4.9g	3.1g	49.0g	(1.8)g		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 18 May 2021

Sammanfattning

Amneal växlar upp

Investment Case

Iconovo utvecklar inhaleringsutrustning primärt för behandling av astma och kroniskt obstruktiv lungsjukdom (KOL). Gemensamt för astma och KOL är att de är luftvägssjukdomar som inte går att bota, symptomen kan endast lindras. Den vanligaste behandlingsmetoden är att läkemedel inhaleras. Statistik från Världshälsoorganisationen (WHO) visar att KOL var den tredje vanligaste dödsorsaken i världen år 2015. Antalet personer som lever med sjukdomen globalt uppskattas till ca 384 miljoner (2010). Insjuknandet i KOL speglar ofta rökvanorna i samhället. Ca 50% av alla rökare över 75 år drabbas av KOL. Astma har ökat stadigt de senaste 50 åren och sjukdomen är framförallt vanlig i den industrialiserade världen. I Sverige är ca 10% av alla barn och vuxna drabbade. Enligt Global Initiative for Astma (GINA) beräknas över 300 miljoner människor vara drabbade globalt år 2025.

Bolags profil

Iconovo hjälper generiska bolag samt andra läkemedelsbolag att utveckla inhalationsläkemedel och inhalatorer. Affärsmodellen bygger på partnerfinansierad produktionsutveckling i kombination med royaltyintäkter vid produktens marknads lansering. När ett licens- och utvecklingsavtal ingås erhåller Iconovo vanligtvis en initial betalning, en så kallad "technology access fee", och under utvecklingsperioden erhåller bolaget dels förskott på royalty, dels ersättningar (milestone-ersättningar) som utfaller vartefter projektet uppnår ett antal fördefinierade mål. I ett utvecklingsprojekt tas en läkemedelsformulering och inhalator fram som tillsammans utgör den slutliga produkten. Samarbetspartnern har ensamrätt till den exakta läkemedelsformuleringen men inte till inhalatorn, vilket innebär att Iconovo inte har någon begränsning för hur många kunder bolaget kan ha på sina produktplattformar. Ett utvecklingsprojekt löper under ett till tre år och är vanligtvis lönsamt för Iconovo under utvecklingstiden. När samarbetspartnern lanserar produkten erhåller Iconovo en försäljningsbaserad royalty som vanligtvis ligger i intervallet 5–10%. Detta leder till att bolaget har ett inflöde av kapital som täcker kostnaderna för utveckling samtidigt som de har kvar en option att kapitalisera på en lyckad produkt lansering.

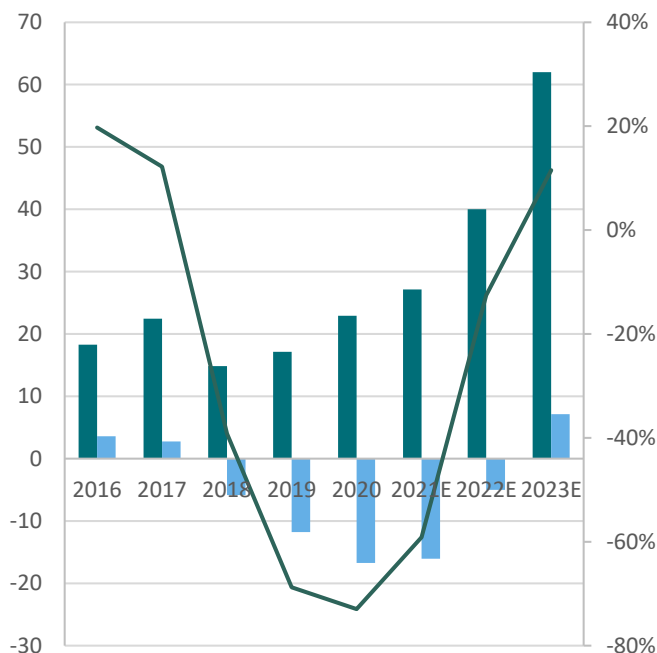
Värdering

Vi räknar med att bolagets samarbetspartner Amneal lyckas lansera sin generiska produkt på den europeiska marknaden under H1'23e samt att Intas Pharmaceuticals lanseras under H2'24. Royaltyintäkter från det nya samarbetsavtalet med BNC Korea räknar vi med under början av 2025e. Utifrån vår Sum-of-the-Parts värdering samt en WACC på 9% uppgår vårt motiverade värde till 95–100 kr per aktie. Då bolaget har löpande kostnadstäckning för sina utvecklingsprojekt bedömer vi att fler kapitalanskaffningar inte är nödvändiga. Därmed ser vi en medelhög risk i aktien.

Motiverat värde

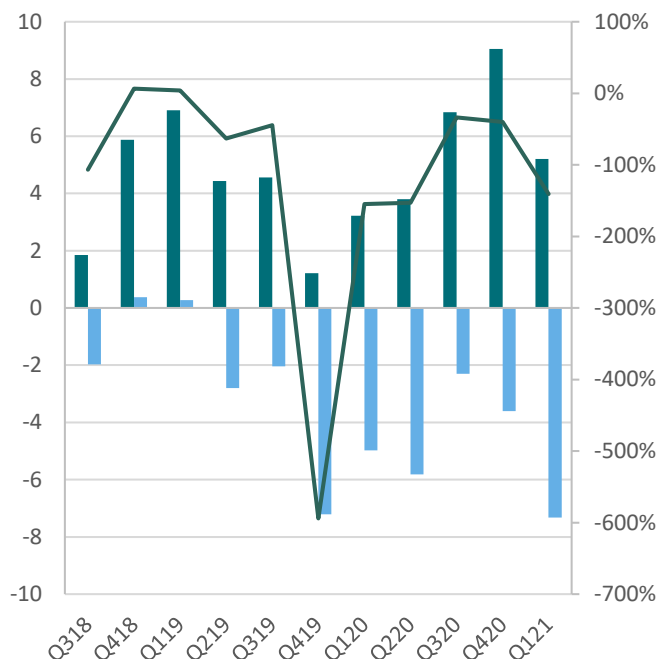
95–100kr per aktie

Resultatutveckling, helår



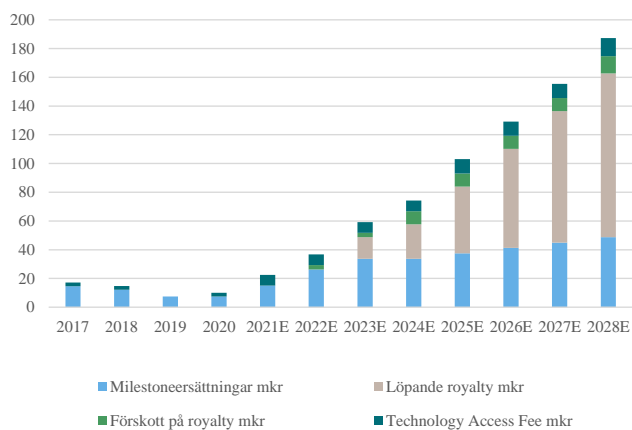
■ Sales ■ EBIT — EBIT-m

Resultatutveckling, kvartal



■ Sales ■ EBIT (just) — EBIT-m

Försäljningsestimat (mkr)



■ Milestoneersättningar mkr ■ Förskott på royalty mkr
■ Löpande royalty mkr ■ Technology Access Fee mkr

Aktiestruktur, ledning

Största aktieägare	Röster	Aktier
Mats Johansson	11,90%	11,90%
Orest Lastow	10,63%	10,63%
Eiffel Investment Group SAS	10,20%	10,20%
Mårten Rittfeldt	6,00%	6,00%
Övriga	61,27%	61,27%
Ordförande	Mats Johansson	
Verkställande direktör	Johan Wäborg	
Finansdirektör	Anna Gallon	
Investerarkontakt	-	
Hemsida	Iconovo.se	

Resultaträkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0	14	20	12	12	18	20	37	59
Övriga intäkter	0	4	2	3	5	5	7	3	3
Extraordinära intäkter									
Kostnad sålda varor	0	0	-2	-3	-1	-2	-2	-2	-4
Bruttovinst	0	18	21	12	16	21	25	38	58
Försäljningskostnader	0,0	-10,0	-8,8	-4,2	-6,7	-9,7	-10,2	-13,0	-14,8
Administrationskostnader	0,0	-3,5	-7,2	-11,9	-18,5	-24,1	-26,4	-25,2	-30,7
Forskning och utveckling	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	0,0	4,8	4,8	-4,0	-9,1	-12,7	-11,4	-0,5	12,2
Avskrivningar	0,0	-1,2	-2,1	-1,8	-2,7	-4,0	-4,6	-4,5	-5,1
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	0,0	3,6	2,7	-5,8	-11,8	-16,7	-16,0	-5,0	7,1
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat resultat (EBIT)	0,0	3,6	2,7	-5,8	-11,8	-16,7	-16,0	-5,0	7,1
Finansiella intäkter	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,4	-0,4	0,6	0,4	0,2
Finansiella kostnader									
Resultat före skatt	0,0	3,5	2,4	-5,8	-11,4	-17,1	-15,4	-4,7	7,4
Skatter	0,0	-1,0	-1,0	1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	0,0	2,5	1,5	-4,3	-11,4	-17,1	-15,4	-4,7	7,4
Nettoresultat (just)	0	2	1	-4	-11	-17	-15	-5	7

Kassaflödesanalys

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	0,0	4,6	4,3	-4,4	-11,4	-17,1	-12,0	-0,2	12,5
Icke kassaflödespåverkande poster									
Förändringar i rörelsekapital	0,0	1,4	-8,1	3,4	-0,7	1,2	3,1	0,5	-4,1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	0,0	6,0	-3,8	-1,0	-12,1	-16,0	-8,8	0,4	8,4
Investeringar	0,0	-1,6	-4,6	-5,2	-8,0	-12,6	-17,1	-11,1	-11,8
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	0,0	4,4	-8,4	-6,2	-20,1	-28,5	-26,0	-10,7	-3,4
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	0,0	2,0	19,3	36,8	56,2	1,1	0,0	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	0,0	6,4	10,9	30,6	36,1	-27,5	-26,0	-10,7	-3,4
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld (just)	0,0	-9,5	-22,5	-53,1	-89,2	-61,7	-35,7	-25,0	-21,6

Balansräkning

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0,0	6,7	6,5	8,9	16,2	22,6	33,8	33,1	32,0
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	2,8	3,8	1,9	4,1	5,4	12,7	20,5
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	0,0	6,7	9,3	12,7	18,1	26,7	39,2	45,8	52,5
Varulager	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	1,9	5,9
Kundfordringar	0,0	1,9	10,3	6,8	6,3	12,2	34,5	18,5	29,5
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	0,0	11,5	22,5	53,1	89,2	61,7	35,7	25,0	21,6
Summa omsättningstillgångar	0,0	13,4	32,8	60,0	95,7	74,4	70,6	45,3	57,0
SUMMA TILLGÅNGAR	0,0	20,1	42,1	72,7	113,8	101,0	109,8	91,1	109,5
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	0,0	9,4	33,0	64,0	108,8	92,7	77,3	72,6	80,0
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	0,0	9,4	33,0	64,0	108,8	92,7	77,3	72,6	80,0
Långfristiga finansiella skulder	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	0,0	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	8,7	9,1	8,7	5,0	8,3	32,5	18,5	29,5
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	0,0	8,7	9,1	8,7	5,0	8,3	32,5	18,5	29,5
Summa Eget Kapital och skulder	0,0	20,1	42,1	72,7	113,7	101,0	109,8	91,1	109,5

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation målfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se