



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsövärd | Sverige | 14 December 2021

Enzymatica

Pressad av pandemin

Försäljningstapp på 45% under Q3 2021

Bolagets tredje kvartalssiffror pressades av pandemin. Försäljningen under Q3 2021 minskade med 45% jämfört Q3 2020. EBIT-marginalen var -39% för kvartalet jämfört -8% Q3 2020. Under första kvartalet 2021 halverades marknaderna jämfört med samma period föregående år.

Bolaget tror på återhämtning som påbörjats under H2'21

Under kvartalet, särskilt under den sista månaden, har förkylningskategorin enligt bolaget börjat återhämta sig i takt med att rörligheten i samhället, och besöken på apoteken, har ökat. Förkylningskategorin ökade med 14 %, samtidigt som ColdZyme minskade med 32 % jämfört med samma period 2020.

Estimatändringar och värdering

Vi drar ned våra försäljningsestimat för 2021 från 82 mkr till 66 mkr. Vi justerar även ned våra försäljningsestimat för 2022-2023 till 112 respektive 176 mkr, EBIT-estimatet för 2021 från -37 mkr till -40,5 mkr. Vi ser ett motiverat värde om 10,8 - 11,1 kr. Vi bedömer att Enzymatica för tillfället är välfinansierat. Bolaget genomförde en nyemission under Q2 och vid utgången av Q3 hade bolaget en kassa om 50,3 mkr.

Kommande händelser		Prognos (kr)				Värde och risk		
Q4-rapport	2022-02-17	20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	10.8 - 11.1	
Bolagsfakta (mkr)		Omsättning, mkr	111	66	112	176	Aktiekurs	SEK9.0
Antal aktier	149m	Tillväxt	81%	(41)%	70%	57%	Riskenivå	High
Börsvärde	1,332	EBITDA, mkr	(13.0)	(39.2)	11.2	17.6	Kursutveckling 12 mån	
Nettoskuld	(49)	EBIT, mkr	(13)	(40)	10	16		
EV	1,283	EPS, justerad	(0.1)	(0.3)	0.1	0.1		
Free float	43%	EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	73%		
Daglig handelsvolym, snitt	108(k)	EK/aktie	0.7	0.8	0.9	1.0		
Reuters/Bloomberg	ENZY.ST/ENZY SS	Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
		EBIT-marginal	(10.8)%	(61.3)%	8.9%	9.3%		
		ROE	(12.4)%	(32.0)%	6.5%	10.1%		
		ROCE	(11.1)%	(31.7)%	7.3%	10.8%		
		EV/Sales	11.5x	19.5x	11.4x	7.3x		
		EV/EBITDA	(98.3)x	(32.7)x	114.2x	72.9x		
		EV/EBIT	(98.2)x	(31.7)x	128.8x	78.6x		
		P/E, justerad	(99.6)x	(33.2)x	149.3x	89.6x		
		P/EK	12.5x	10.6x	9.9x	8.9x	Analytiker	
		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	peter.sellei@penser.se	
		FCF yield	(0.6)%	(3.5)%	0.5%	1.1%		
		Nettosk./EBITDA	1.7g	0.9g	(3.6)g	(3.1)g		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 14 December 2021

Sammanfattning

Pressad av pandemin

Investment Case

Enzymatica utvecklar medicintekniska produkter inom övre luftvägsinfektioner, orala infektioner samt dermatologiområdet. Produkterna är baserade på ett patenterat enzym med unika egenskaper. Bolagets munspray mot förkylning (ColdZyme) har i en klinisk studie visat signifikanta resultat då man kunnat reducera antalet förkylningsdagar med 54% genom att skapa en skyddande barriär. Mängden virus i halsen minskade med 99% i samma studie, jämfört med placebospray. Avsaknaden av tillfredställande produkter inom förkylningssegmentet leder till en attraktiv position för ColdZyme.

Stor växande marknad

Euromonitor uppskattar att det årligen säljs receptfria förkylningsvaror för ca EUR 28 mdr. USA är den enskilt största marknaden (23%), följt av Kina och Japan, och därefter kommer de så kallade Top 5 EU. Vi uppskattar att den svenska förkylningsmarknaden (OTC) uppgår till ca 1,5 mdkr per år. Adderar vi de receptbelagda preparaten inom samma kategori uppgår marknaden till det dubbla. Under 2018 såldes ColdZyme motsvarande ca 5,2% av marknaden mätt i volym, vilket indikerar en god potential på den svenska marknaden. Till detta kan vi nu addera förkylningsmarknaderna i Norge, Danmark, Spanien, Finland, Tyskland, Österrike, Belgien, Grekland, Storbritannien, Frankrike, Italien, Israel, Sydafrika och Bulgarien.

Motiverat värde

Vi räknar med fortsatt försäljningstillväxt långsiktigt för bolaget drivet av 1) Maren-avtalet som väntas ge ett betydande tillskott till försäljningen under 2022, 2) utökad marknadspenetration för ColdZyme på de nya marknaderna (Kina, Hongkong, Sydafrika) samt de nya avtalen med STADA och Sanofi och 3) lanseringen i Japan via ett ledande healthcare-företag. Vi ser ett motiverat värde på bolaget om 10,80 - 11,10 kr per aktie (12-13).

Tredje kvartalet 2021

Bolagets tredje kvartalssiffror pressades av pandemin. Försäljningen under Q3 2021 minskade med 45% jämfört Q3 2020. EBIT-marginalen var -39% för kvartalet jämfört -8% Q3 2020. Under första kvartalet 2021 halverades marknaderna jämfört med samma period föregående år. Det bör dock påpekas att jämförelsekvartalet Q3 2020 rapporterade mycket starka försäljningssiffror drivna av lansering på nya marknader och publiceringen av en in-vitro-studie som visade att ColdZyme kunde ha effekt mot SARS-CoV-2-coronavirus.

Tillika har pandemin medfört en lageruppbyggnad i distributionsled. Försäljningen från Enzymatica till bolagets distributörer kommer att påverkas under kommande sex månader, då många distributörer har stora lager av bolagets produkter, som en effekt av låg försäljning till konsument under pandemin.

Enligt bolaget har det under kvartalet, särskilt under den sista månaden, har förkylningskategorin börjat återhämta sig i takt med att rörligheten i samhället, och besöken på apoteken, har ökat. Förkylningskategorin ökade med 14 %, samtidigt som ColdZyme minskade med 32 % jämfört med samma period 2020.

Försäljningsutveckling kommer återhämta sig efter pandemin

Enzymatica har sedan lansering 2013 vuxit starkt men den gynnsamma försäljningsutvecklingen bröts av coronapandemin. Dels så påverkades förkylningsmarknaden med avsevärt lägre incidens av förkylningsfall men också att social distansering haft kraftfull negativ påverkan på konsumenters köpmönster.

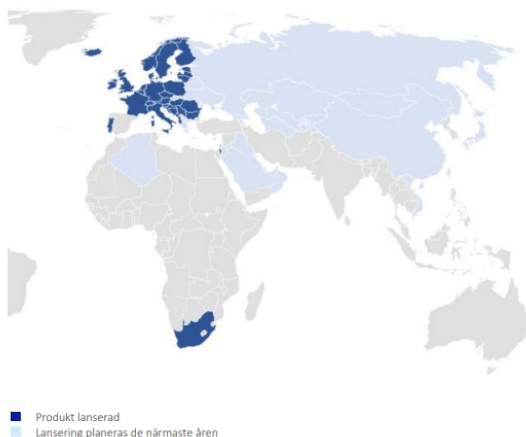
Trots pandemins negativa effekter har bolaget enligt vårt sätt att se positionerat sig väl för fortsatt tillväxt. Ett av bolagets främsta styrkor är att de har starka distributionspartners som t.ex Sanofi och Stada vilket borgar för kraftfull geografisk expansion utav försäljningen när väl pandemin släpper sitt grepp om marknaden.

Bolagets framtida tillväxt vilar på en tredelad strategi:

- Öka marknadsposition på befintliga marknader
- Geografisk expansion tillsammans med partners
- Nya produkter via investeringar i bolagets barriärteknologi

Det är värt att påminna om att bolagets försäljning i Sverige sker via en egen försäljningsorganisation, i Storbritannien via en kontraktsorganisation men på övriga marknader via avtal med ledande distributörer som ovannämnda STADA och Sanofi. Distributörerna säljer vanligtvis produkten under sina egna varumärken. Exempelvis har STADA lanserat en spray för förbättrad munhälsa, STADAProtect, som tagits fram av Enzymatica, baserat på bolagets barriärtekniska plattform.

Geografiska marknader



Källa: Enzymatica

Bolaget har under årens lopp byggt upp en imponerande mängd distributionsavtal.

Market	Partner	Contract	Launch of Coldzyme
Albania	STADA	2020	2020
Algeria	MS Pharma	2020	
Armenia/Azerbaijan	STADA	2020	
Austria	STADA	2017	2017
Australia/New Zealand	Symbion/EBOS	2016	
Bahrain	MS Pharma	2020	
Belarus	STADA	2020	
Belgium	STADA	2017	2017
Bulgaria	STADA	2020	2021
Czech Republic	STADA	2020	2021
Denmark	STADA	2020	
Arab Emirates	MS Pharma	2020	
Georgia	STADA	2020	
Germany	STADA - new mouth spray	2019	2020
Greece/Cyprus	STADA	2020	
Hong Kong & Macau	Evergreen Health	2018	2019
Hungary	STADA	2020	2021
Finland	Tamco/STADA	2015	2015
France	Sanofi	2020	2020
Estonia/Latvia/Lithuania	STADA	2020	2021
Iraq	MS Pharma	2020	
Iceland	Vistor	2014	2015
Israel	Chemipal	2020	2020
Italy	Sanofi, STADA	2020	2020/2021
Japan	One of Japan's largest pharmaceutical companies	2018	
Jordan	MS Pharma	2020	
Kazakistan, Kyrgyzstan	STADA	2020	
China	Keyuan Xinhai (Beijing) Medical Products Trade	2019	
Croatia	STADA	2020	2021
Kuwait	MS Pharma	2020	
Lebanon	MS Pharma	2020	
Luxembourg	STADA	2020	2021
Moldova	STADA	2020	
Mongolia	STADA	2020	
Netherlands	STADA	2020	2021
Norway	STADA	2020	
Oman	MS Pharma	2020	
Polen	STADA	2020	2021
Qatar	MS Pharma	2020	
Romania	STADA	2020	2021
Russia	STADA	2020	
Saudi Arabia	MS Pharma	2020	
Switzerland	STADA	2020	2021
Serbia, Montenegro, Bosnia	STADA	2020	2021
Slovenia	STADA	2020	2021
South Africa	ABEX Pharmaceuticals	2018	2019
Tajikistan, Turkmenistan	STADA	2020	
Ukraine	STADA	2020	
Uzbekistan	STADA	2020	2021
Germany	Maren Cosmetics	2019	2019
China	Dr Bragi Company	2019	2020

Källa: Bolaget

Marknader under eget varumärke			
Marknad	Varumärke	Lanseringsår	
Sweden	Coldzyme	2014	
Denmark	Coldzyme	2014	
Norway	Coldzyme	2014	
United Kingdom	Coldzyme	2014	

Källa: Bolaget

Ny VD

Den 9 september tillträdde Claus Engstrand som VD för bolaget och ersatte tillförordnad VD Therese Filmersson. Claus Engstrand har tidigare bland annat varit Europachef för MSD Consumer Care inom läkemedelsföretaget Merck & Co, Vice President, General Manager Medsurge Europe inom det medicintekniska företaget Stryker Corporation, Senior Vice President Consumer Healthcare för Latinamerika, Afrika, Asien, Japan och Australien inom läkemedelsföretaget Pfizer och Vice President och chef för den globala marknadsföringen av rökavvänjningsprodukten Nicorette inom läkemedelsföretaget Pharmacia samt VD för Johnson&Johnson/Merck Pharmaceuticals verksamhet i Frankrike. Innan han började arbeta på Enzymatica var han Group President, International på HOLOGIC CORP. Hos Enzymatica har Claus tidigare arbetat som COO. Vi ser positivt på hans tillträde, hans gedigna bakgrund och operationella erfarenhet av Enzymatica är klart värdefullt för bolaget inför framtiden.

Finansiella mål presenterades i samband med Q3-rapporten

Enzymaticas styrelse har satt de långsiktiga finansiella målen att bolaget 2026 ska ha nettoomsättning på minst 600 mkr med en EBIT-marginal på minst 28%. Detta ska enligt bolaget nås via återhämtning i marknaden efter pandemin kombinerat med den planerade expansionen samt breddning av produktplattform.

Tuffare regelverk inom EU för medicintekniska produkter

MDR (Medical Devices Regulation) ersätter de två nuvarande direktiven, det medicintekniska direktivet (MDD) och det medicintekniska direktivet för aktiva implantat (AIMDD), och blev tvingande under våren 2020 efter en treårig övergångsperiod. Dock har covid-19-pandemin lett till att tvånget skjuts på framtiden. Den nya förordningen innebär en betydande förändring av ramverket för marknadstillträde i alla EU:s medlemsstater, medlemmarna i EEA – Island, Liechtenstein och Norge – samt genom bilaterala avtal även Schweiz. De tuffare kraven är utformade för att få bort de oseriösa aktörerna från marknaden. Enzymatica erhöll under april 2020 CE-märkning av högsta klass, vilket innebär att ColdZyme får säljas som klass III MDD (Medical Device Directive) inom EU fram till maj 2024.

Produkter

Enzymatica utvecklar medicintekniska produkter inom övre luftvägsinfektioner, orala infektioner samt dermatologiområdet. Produkterna är baserade på ett patenterat enzym med unika egenskaper. Bolagets munspray mot förkylning (ColdZyme) har i en klinisk studie visat signifikanta resultat då man kunnat reducera antalet förkylningsdagar med 54% genom att skapa en skyddande barriär. Mängden virus i halsen minskade med 99% i samma studie, jämfört med placebospray. Avsaknaden av tillfredställande produkter inom förkylningssegmentet leder till en attraktiv position för ColdZyme.

Bolagets produkter baseras på Trypsin som är ett proteas och finns i matsmältningssystemet hos ryggradsdjur. Trypsin från atlanttorsk är ett speciellt köldanpassat proteas. Trypsinets fördelaktiga egenskaper upptäcktes i samband med att nordatlantiska fiskare märkte förbättrad hudstruktur på händerna efter hantering och bearbetning av atlantisk torsk, trots de kalla och hårda förhållandena.

Trypsin från torsk har unika egenskaper eftersom de deltar i matsmältningen av olika livsmedel som finns i torskens naturliga livsmiljö samt på grund av torskens låga omgivningstemperatur. Baserat på dessa unika egenskaper visar torsktrypsin mycket högre aktivitet än jämförbara trypsiner från däggdjur vid människokroppstemperatur.

Torsktrypsin isoleras och renas från biprodukter från den kommersiella fiskeindustrin. Detta gör det till en ekonomisk och miljömässigt hållbar trypsinkälla.

Isolering, rening och stabilisering av torsktrypsin har lett till att bolaget skapat en barriär med potentiellt flera användningsområden. Enligt Enzymatica så ger denna barriärteknik kroppens egna försvar extra support mot virus och mikroorganismer och möjligen vara effektiv vid andnings- och hudtillstånd.

Studier har visat att den barriärteknik som bolaget forskat fram deaktiverar en rad olika virus om orsakar övre luftvägsinfektioner och ofta leder till förkylningar, så som rhinovirus, respiratory syncytial virus (RSV), adenovirus och influensavirus.

ColdZyme

ColdZyme är en munspray som behandlar och lindrar förkylning. Den marknadsförs med att den formar omedelbart en skyddande barriär mellan användaren och orsaken till förkylningen, själva förkylningsvirusen. I kort så är det tre argument:

- Skyddar mot förkylningsvirus
- Kan förkorta en förkylning vid användning i ett tidigt stadium av infektionen
- Lindrar förkylningssymptom och halsont



Källa: Bolaget

Munspray kosmetisk produkt

I november 2019 tecknade Enzymatica ett avtal med STADA om marknadsföring och försäljning av en ny munspray för den tyska marknaden. Den nya munsprayen är en kosmetisk produkt som följer de krav som finns för kosmetiska produkter i EU.

Den nya munsprayen kan användas för att skydda och vårda slemhinnan i munhålan, till exempel vid torr luft och påfrestande miljö, där slemhinnan kan påverkas, ungefär som att applicera hudkräm på torr hud påverkad av torr luft och påfrestande miljö.

Den nya munsprayen bygger på samma ingredienser och barriärteknologi som tidigare produkter från Enzymatica, men är designad för annan användning.

Enzymformulering

Enzymatica producerar en del olika kosmetiska formuleringar för hudvård som är baserade på bolagets Penzym barriärteknik. Dessa marknadsförs av bolagets partners under deras egna varumärken.

Euromonitor uppskattar att det årligen säljs receptfria förkylningsvaror för ca EUR 28 mdr. USA är den enskilt största marknaden (23%), följt av Kina och Japan, och därefter kommer de så kallade Top 5 EU. Vi uppskattar att den svenska förkylningsmarknaden (OTC) uppgår till ca 1,5 mdkr per år. Adderar vi de receptbelagda preparaten inom samma kategori uppgår marknaden till det dubbla. Under 2018 såldes ColdZyme motsvarande ca 5,2% av marknaden mätt i volym, vilket indikerar en god potential på den svenska marknaden. Till detta kan vi nu addera förkylningsmarknaderna i Norge, Danmark, Spanien, Finland, Tyskland, Österrike, Belgien, Grekland, Storbritannien, Frankrike, Italien, Israel, Sydafrika och Bulgarien.

Estimatändringar

Bolaget har ambitiösa finansiella mål ställda för 2026, vi tror att de är möjliga att nå givet de förutsättningar som bolaget har med sina starka distributionspartners samt gynnsamma bruttomarginaler. Däremot är vi något mer försiktiga än bolaget om hur fort marknaden återhämtar sig från pandemins effekter, mycket tyder på att mer normala konsumtionsmönster för förkylningsmarknaden dröjer och att även 2022 års siffror kommer påverkas av pandemin. Återigen så vill vi påpeka att vi tror på bolaget långsiktigt. Vi drar ned våra försäljningsestimat för helåret 2021 från 82 mkr till 66 mkr. Vi justerar även ned våra försäljningsestimat för 2022-2023 till 112 respektive 176 mkr. Vi justerar EBIT-estimatet för 2021 från -37 mkr till -40,5 mkr. Se nedan för komplett sammanställning.

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	66	112	176
Tillväxt	-41%	70%	57%
EBIT	(40,5)	10,0	16,3
Rörelsemarginal	-61,3%	8,9%	9,3%
EPS	(0,27)	0,06	0,10

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	82	133	202
Tillväxt	-27%	124%	52%
EBIT	(37,3)	12,1	19,0
Rörelsemarginal	-45,5%	9,1%	9,4%
EPS	(0,25)	0,07	0,12

Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	-20%	-16%	-13%
EBIT	-9%	-18%	-14%
EPS	-9%	-20%	-15%

Värdering

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Vi använder en WACC om 12 %, samt långsiktig tillväxt om 3%. Vi använder en långsiktig EBIT om 21 %. Vi ser ett motiverat värde om 10,80 - 11,10. Vi bedömer att Enzymatica för tillfället är välfinansierat. Bolaget genomförde en nyemission under Q2 och vid utgången av Q3 hade bolaget en kassa om 50,3 mkr.

Valuation output				WACC assumptions	
Sum of PV of FCF (explicit period)			496	Risk free nominal rate	0,4%
PV of terminal value (perpetuity formula)			1 059	Risk premium	7,0%
Enterprise value			1 555	Extra risk premium	5,1%
Latest net debt			-49	Beta	1,0
Minority interests & other			0	Cost of equity	12,5%
Equity value			1 604	Cost of debt (pre-tax)	3,0%
No. of shares outstanding (millions)			149	Tax rate	21%
Equity value per share (SEK)			10,7	Target debt/(debt + equity)	5%
				WACC	12,0%
Implicit multipl.	2021	2022	2023	Terminal value assumptions	
EV/Sales	25,2	11,7	7,7	Long term growth rate	3,0%
EV/EBITDA	-42,3	116,5	76,9	Long term EBIT margin	21,0%
EV/EBIT	-41,1	128,6	82,0	Depreciation (% of sales)	2,0%
EV/NOPLAT	-51,7	162,0	103,3	Capex (% of sales)	2,0%
P/E				Working cap. (% of sales)	-1,3%
ROIC/WACC				Tax rate	21%
Current Share price			9,37		
Uppsida/Nedsida			15%		

Sensitivity analysis

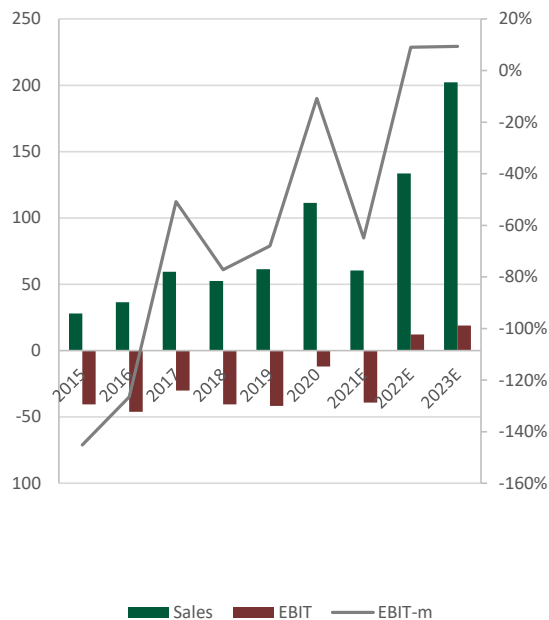
Long-term growth rate

		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	11,0%	11	12	13	14	15
	11,5%	10	11	12	12	13
	12,0%	10	10	11	11	12
	12,5%	9	9	10	10	11
	13,0%	8	9	9	10	10

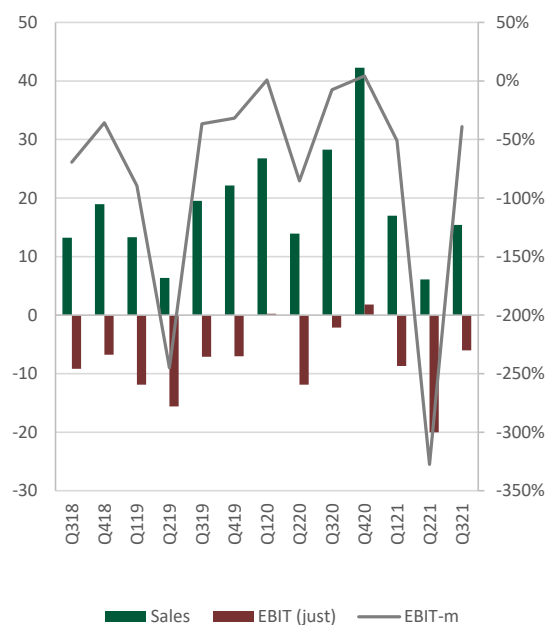
Long-term EBIT margin

		16,0%	18,5%	21,0%	23,5%	26,0%
WACC	11,0%	10	11	13	14	16
	11,5%	9	10	12	13	14
	12,0%	8	10	11	12	13
	12,5%	8	9	10	11	12
	13,0%	7	8	9	10	11

Sales och EBIT 2015-2023e



Sales och EBIT 2018-2023



Aktieägardata

Ägare	Röster	Aktier
Mats K Andersson	21,0%	21,0%
Håkan Roos	12,7%	12,7%
Björn Algqvist	10,9%	10,9%
Gudmundur Palmasson	5,4%	5,4%
Övriga	50%	50%
Ordförande		Bengt Baron
CEO		Claus Egstrand
CFO		Therese Filmersson
Kontakt		Claus Egstrand
Hemsida		www.enzymatica.se

Källa: Holdings, Bolaget. Uppdaterat 2021-09-30

Resultaträkning (mkr)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	28	36	59	53	61	111	66	112	176
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Extraordinära intäkter									
Kostnad sålda varor	-8	-14	-23	-16	-16	-35	-27	-43	-67
Bruttovinst	19	22	36	37	45	76	39	70	109
Övriga externa kostnader	-42	-57	-57	-58	-59	-67	-51	-39	-62
Personalkostnader	-21	-20	-14	-21	-28	-22	-20	-19	-30
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)	-43,6	-55,1	-34,7	-41,8	-42,7	-13,0	-39,2	11,2	17,6
Avskrivningar	3,1	8,9	4,5	1,2	1,1	1,0	-1,3	-1,3	-1,3
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-40,5	-46,2	-30,2	-40,6	-41,7	-12,1	-40,5	10,0	16,3
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat resultat (EBIT)	-40,5	-46,2	-30,2	-40,6	-41,7	-12,1	-40,5	10,0	16,3
Finansiella intäkter	-0,3	-0,7	-0,7	-1,6	-0,3	-1,0	-0,2	-1,3	-1,3
Finansiella kostnader									
Resultat före skatt	-40,8	-46,8	-30,9	-42,2	-41,9	-13,1	-40,6	8,7	15,1
Skatter	0,0	1,8	-0,6	-0,4	1,0	-0,2	0,3	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	-40,8	-45,0	-31,4	-42,6	-41,0	-13,2	-40,4	8,7	15,1
Nettoresultat (just)	-41	-45	-31	-43	-41	-13	-40	9	15

Balansräkning (mkr)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	13,8	99,6	94,8	89,4	84,1	78,6	76,2	76,9	77,5
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,3	4,4	4,9	4,5	6,8	10,3	15,5	19,6	23,7
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	2,3	1,7	1,2	2,2	1,7	2,1	2,1	2,1
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	14,1	106,3	101,4	95,2	93,0	90,5	93,8	98,5	103,3
Varulager	11,4	7,0	2,7	5,6	7,0	10,5	3,9	18,7	27,1
Kundfordringar	10,3	13,4	18,8	14,2	18,4	37,0	22,0	33,7	52,8
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	8,1	35,6	10,9	70,3	29,3	24,0	35,5	41,6	56,3
Summa omsättningstillgångar	29,8	56,0	32,4	90,0	54,7	71,5	61,4	94,0	136,2
SUMMA TILLGÅNGAR	43,9	162,3	133,8	185,2	147,7	162,0	155,2	192,6	239,4
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	22,0	142,0	110,7	159,7	119,2	106,6	126,1	134,8	149,9
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa eget kapital	22,0	142,0	110,7	159,7	119,2	106,6	126,1	134,8	149,9
Långfristiga finansiella skulder	0,0	7,4	5,6	3,9	3,9	2,1	1,6	1,6	1,6
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	7,4	5,6	3,9	3,9	2,1	1,6	1,6	1,6
Kortfristiga finansiella skulder	21,9	12,8	17,5	21,6	24,6	53,3	27,5	56,2	88,0
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	21,9	12,8	17,5	21,6	24,6	53,3	27,5	56,2	88,0
Summa Eget Kapital och skulder	43,9	162,3	133,8	185,2	147,7	162,0	155,2	192,6	239,4

Kassaflödesanalys (mkr)

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde innan förändringar i rörelsekapital	-39,3	-43,3	-25,5	-35,3	-34,1	-5,8	-37,4	10,0	16,3
Icke kassaflödespåverkande poster									
Förändringar i rörelsekapital	1,6	3,5	3,0	6,6	-3,4	-4,8	-4,0	2,2	4,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-37,6	-39,8	-22,5	-28,8	-37,6	-10,7	-41,5	12,2	20,7
Investeringar	-3,1	-17,2	-1,3	-0,5	-0,9	-4,8	-5,5	-6,0	-6,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-40,8	-57,0	-23,8	-29,3	-38,4	-15,5	-47,0	6,2	14,7
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	10,9	84,5	-0,8	88,7	-2,5	0,0	58,4	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	10,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	-29,9	27,5	-24,6	59,4	-41,0	-5,5	11,4	6,2	14,7
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld (just)	-8,1	-28,2	-5,3	-66,4	-25,5	-21,9	-33,9	-40,0	-54,7

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 mångfaldigas 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 Instrument 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