



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sverige | 15 Juli 2022

Iconovo

Q2-rapport andas optimism

Finansiell utveckling

Iconovos intäkter under 1:a halvåret uppgick till 9,9 mkr (5,6), och utgjordes av milstolpe-betalningar inom pågående projekt. Aktiverade utvecklingskostnader uppgick till 16,1 mkr (6,6) och utgjordes huvudsakligen av utveckling av ICOppe-plattformen med tillhörande formuleringar. Total omsättning januari - juni uppgick till 26,2 mkr (12,4). Koncernens likvida medel vid periodens slut uppgick till 57,6 mkr (46,3) .

Fortsatt hög aktivitet

Under Q2 har Iconovo ingått ett nytt strategiskt samarbete och breddat patentportföljen för både ICOone och ICOres. Samtidigt har bolagets partner ISR gjort betydande framsteg i utvecklingen av ett inhalerat Covid-19-vaccin.

Värdering

Sammanfattningsvis en optimistisk rapport i linje med våra förväntningar, vi bibehåller våra estimat och motiverat värde på 73 kr/aktie.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	72.0 - 74.0
EPS, justerad 22e	-4.3	-4.3	0.0%	Omsättning, mkr	15	16	20	62	Aktiekurs	62.8
EPS, justerad 23e	-5.3	-5.3	0.0%	Tillväxt	(13)%	4%	25%	209%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	-1.9	-1.9	0.0%	EBITDA, mkr	(21.2)	(28.0)	(32.3)	0.5	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
				EBIT, mkr	(27)	(38)	(45)	(14)		
				EK/aktie	15.5	11.2	5.9	4.0		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(1.7)%	(238.6)%	(225.2)%	(21.9)%		
				EV/Sales	34.1x	32.7x	26.2x	8.5x		
				P/EK	4.1x	5.6x	10.7x	15.8x		
				Nettosk./EBITDA	3.9g	0.3g	0.8g	12.0g		
Kommande händelser										
Q3 rapport		28 okt 2022								
Bolagsfakta (mkr)										
Antal aktier			9m							
Börsvärde			556							
Nettoskuld			(30)							
EV			526							
Free float			75%							
Daglig handelsvolym, snitt			4(k)							
Reuters/Bloomberg			ICO.ST/ICO SS							



Sammanfattning

Q2-rapport andas optimism

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.

Bolagsprofil

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.

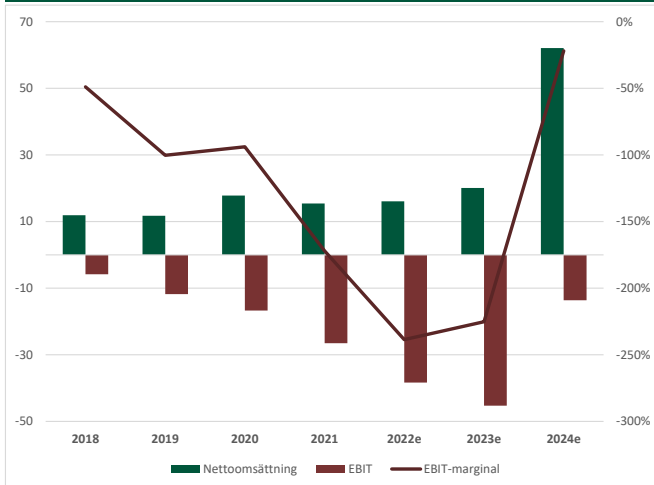
Värdering

Vår värderingsansats är en klassisk DCF-värdering då vi anser att denna värderingsansats bäst återger värdet i bolagets tillväxtpotential. Värdet baseras på våra explicita estimat för åren 2022–2033 och därefter ett terminalvärde om 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 14,0 procent. Vår DCF-modell indikerar ett värde om 73 kr per aktie. Utifrån detta ser vi ett motiverat värde per aktie om 72 – 74 kr.

Motiverat värde

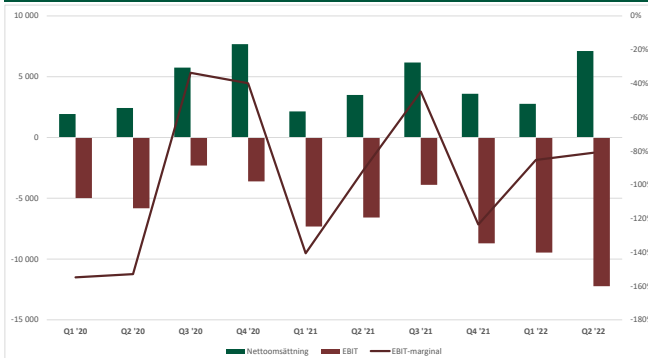
72–74 kr per aktie

Resultatutveckling, helår



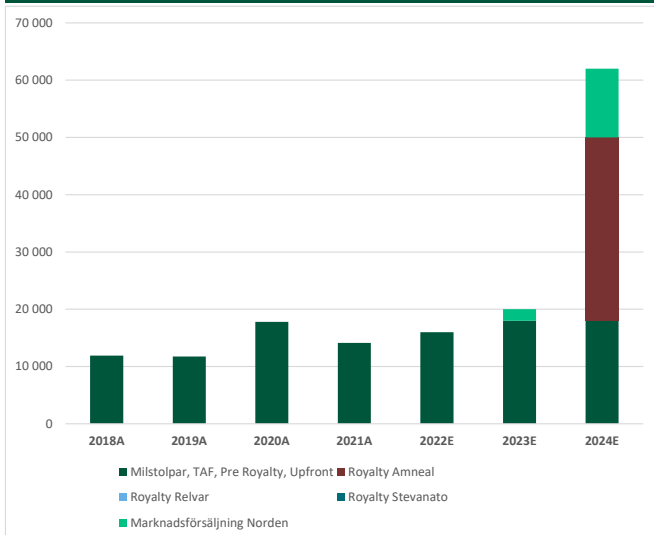
Källa: Iconovo, EPB

Resultatutveckling, kvartal



Källa: Iconovo

Försäljningsestimat (mkr)



Källa: Iconovo, EPB

Aktiestruktur, ledning

Största aktieägare	Aktier (tusental)	Kapital
Mats Johansson	967	10,93%
Orest Lastow	826	9,34%
Eiffel Investment	702	7,94%
Handelsbanken Fonder	625	7,06%
Fjärde AP-fonden	429	4,85%
Ordförande	Gunner Gårdemyr	
Verkställande direktör	Johan Wäborg	
Finansdirektör	Anna Gallon	

Källa: Holdings, Iconovo

Resultaträkning

MKR	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	11,9	11,7	17,8	15,4	16,1	20,1	62,1
<i>Tillväxt</i>	-	-1%	52%	-13%	4%	25%	209%
Aktiverat arbete för egen räkning	2,8	5,3	4,9	12,5	30,0	20,0	18,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Kostnad sålda varor	-2,9	-1,0	-1,8	-6,6	-19,7	-13,1	-13,6
Bruttoresultat	12,0	16,2	21,1	21,5	26,6	27,2	66,7
<i>Brutto-marginal</i>	81%	94%	92%	76%	57%	67%	83%
Övriga externa kostnader	-4,1	-6,7	-9,5	-11,5	-16,1	-15,2	-15,3
Personalkostnader	-11,9	-18,5	-24,1	-30,9	-38,0	-43,8	-49,9
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-1,0
EBITDA	-4,0	-9,2	-12,7	-21,2	-28,0	-32,3	0,5
<i>EBITDA-marginal</i>	-27%	-54%	-55%	-75%	-60%	-80%	1%
Avskrivningar	-1,8	-2,6	-4,0	-5,4	-10,3	-13,0	-14,1
EBIT	-5,8	-11,8	-16,7	-26,5	-38,4	-45,3	-13,6
<i>EBIT-marginal</i>	-39%	-69%	-73%	-94%	-83%	-112%	-17%
Finansiella intäkter	0,4	0,7	1,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Finansiella kostnader	-0,4	-0,3	-1,5	-0,1	-0,2	-2,0	-3,8
Resultat före skatt	-5,8	-11,4	-17,1	-26,2	-38,1	-46,9	-17,0
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-5,8	-11,4	-17,1	-26,2	-38,1	-46,9	-17,0

Källa: Iconovo, EPB

Balansräkning

MKR	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Immateriella anläggningstillgångar	9	16	23	42	66	76	83
Materiella anläggningstillgångar	4	2	4	5	15	14	13
Summa anläggningstillgångar	13	18	27	47	80	90	96
Kundfordringar	5	3	9	3	5	5	9
Kortfristiga fordringar	2	3	3	3	5	6	7
Likvida medel	53	89	62	95	36	59	36
Summa omsättningstillgångar	60	96	74	101	46	71	53
SUMMA TILLGÅNGAR	73	114	101	149	126	160	149
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	64	109	93	137	99	52	35
Summa eget kapital	64	109	93	137	99	52	35
Långfristiga skulder	0	0	0	0	0	74	72
Långfristiga leasingsskulder	0	0	0	0	6	6	5
Kortfristiga leasingsskulder	0	0	0	0	2	1	1
Kortfristiga skulder	4	5	8	12	19	27	35
Summa kortfristiga skulder	9	5	8	12	27	108	113
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	73	114	101	149	126	160	149

Källa: Iconovo, EPB

Kassaflöde

MKR	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Resultat efter finansiella poster	-6	-11	-17	-26	-38	-47	-17
Avskrivningar	2	3	4	6	10	13	14
Betald skatt	0	0	0	-1	0	0	0
Förändring av rörelsefordringar	3	1	-5	6	-3	-2	-5
Förändring av rörelseskulder	0	-4	3	3	8	8	8
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-1	-12	-16	-11	-23	-28	0
Förvärv av materiella anläggningstillgångar	-2	0	-3	-2	-4	-2	-2
Förvärv av immateriella anläggningstillgångar	-4	-8	-10	-24	-30	-20	-18
Förvärv av dotterbolag	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-5	-8	-13	-26	-34	-22	-20
Nyemission	40	60	1	75	0	0	0
Emissionskostnader	-4	-4	0	-5	0	0	0
Amortering av leasingsskulder	0	0	0	0	-1	-1	-1
Upptagna lån	0	0	0	0	0	75	0
Amortering av lån	0	0	0	0	0	-1	-2
Kassaflöde	31	36	-27	33	-59	23	-23

Källa: Iconovo, EPB

Kvartalssiffror

	Q1 '20	Q2 '20	Q3 '20	Q4 '20	Q1 '21	Q2 '21	Q3 '21	Q4 '21	Q1 '22	Q2 '22
Nettoomsättning	1 932	2 425	5 754	7 681	2 145	3 496	6 169	3 600	2 766	7 111
<i>Tillväxt</i>	66%	<i>n.a.</i>	52%	11%	44%	7%	-53%	-13%	29%	103%
Aktiverat arbete för egen räknin	1 266	1 341	884	1 360	2 883	3 684	2 499	3 447	8 263	7 855
Övriga rörelseintäkter	19	39	201	8	183	12	32	1	62	126
Kostnad sålda varor	-58	-319	-275	-1 183	-513	-1 650	-2 380	-2 073	-5 377	-9 978
Bruttoresultat	3 159	3 486	6 564	7 866	4 698	5 542	6 320	4 975	5 714	5 114
<i>Brutto-marginal</i>	98%	92%	96%	87%	90%	77%	73%	71%	52%	34%
Övriga externa kostnader	-1 682	-1 818	-2 116	-3 837	-2 914	-2 767	-2 297	-3 570	-4 137	-5 123
Personalkostnader	-5 608	-6 588	-5 502	-6 374	-7 862	-7 984	-6 499	-8 597	-9 095	-9 897
Övriga rörelsekostnader	-77	-10	-144	-34	-37	-88	-42	-39	-79	-51
EBITDA	-4 208	-4 930	-1 198	-2 379	-6 115	-5 297	-2 518	-7 231	-7 597	-9 957
<i>EBITDA-marginal</i>	-131%	-130%	-18%	-26%	-117%	-74%	-29%	-103%	-68%	-66%
Avskrivningar	-773	-889	-1 106	-1 231	-1 210	-1 289	-1 377	-1 475	-1 865	-2 276
EBIT	-4 981	-5 819	-2 304	-3 610	-7 325	-6 586	-3 895	-8 706	-9 462	-12 233
<i>EBIT-marginal</i>	-155%	-153%	-34%	-40%	-141%	-92%	-45%	-124%	-85%	-81%
Finansiella intäkter	738	0	329	0	247	0	117	51	257	140
Finansiella kostnader	0	-581	0	-903	0	-63	0	0	-53	-111
Resultat före skatt	-4 243	-6 400	-1 975	-4 513	-7 078	-6 649	-3 778	-8 655	-9 258	-12 204
Skatter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-4 243	-6 400	-1 975	-4 513	-7 078	-6 649	-3 778	-8 655	-9 258	-12 204

Källa: Iconovo, EPB

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