



## Iconovo

## Stor uppsida för ett riskminimerande forskningsbolag

Nytäckning ☒Rapport ☐Viktig händelse ☐

## Risk och avkastningspotential

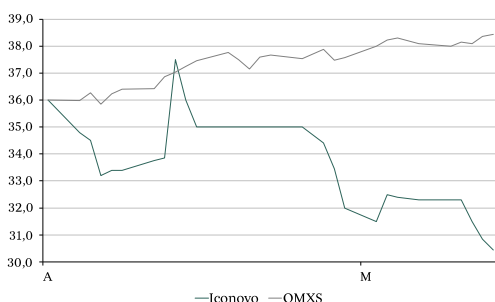
Kurspotential	Hög
Riskenivå	Medel
Kurs	30,44
Högsta/Lägsta (12M)	37,50/30,44
Antal aktier (m)	6,8
Börsvärde (SEKm)	206
Nettoskuld (SEKm)	-61
Enterprise Value (SEKm)	145
Reuters/Bloomberg	-/ICO SS
Listning	First North

## Estimat och värdering (SEK)

	2017	2018E	2019E	2020E
Försäljning	20	26	21	28
EBITDA	5	5	2	9
EBIT	3	4	1	7
Vinst f. skatt	2	4	1	7
EPS, just.	0,21	0,57	0,19	1,03
EK/A	4,88	10,80	10,99	12,02
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	-41,0	168,1	-66,6	435,8
EBIT Marg.	13,7	13,9	6,3	25,1
ROE	6,9	7,3	1,8	8,9
ROCE	52,8	42,6	10,2	31,8
Nettoskuld/EK	-0,68	-0,91	-0,74	-0,70
EV/Fsg.	-	5,61	6,99	5,24
EV/EBITDA	-	27,8	62,4	17,0
EV/EBIT	-	40,3	111,7	20,9
P/E, just.	-	52,9	158,4	29,6
P/EK	-	2,82	2,77	2,53
Direktavk.	-	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
10/08/2018	Q2-rapport	
09/11/2018	Q3-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

## Verkar på en miljardmarknad

Iconovo utvecklar inhalationsprodukter primärt för behandling av astma och kroniskt obstruktiva lungsjukdomar (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 2015 var den tredje vanligaste dödsorsaken i världen. Antalet personer som lever med sjukdomen globalt uppskattas till ca 385 miljoner (2010). Insjuknandet i KOL speglar ofta rökvanorna i samhället. Ca 50% av alla rökare över 75 år drabbas av KOL. Normalt tar det ca 30–50 års rökning för att utveckla KOL. I Sverige lider mellan 500 000 och 700 000 människor av KOL vilket motsvarar ca 5–7% av befolkningen, ca 3 000 i Sverige avlider varje år av KOL.

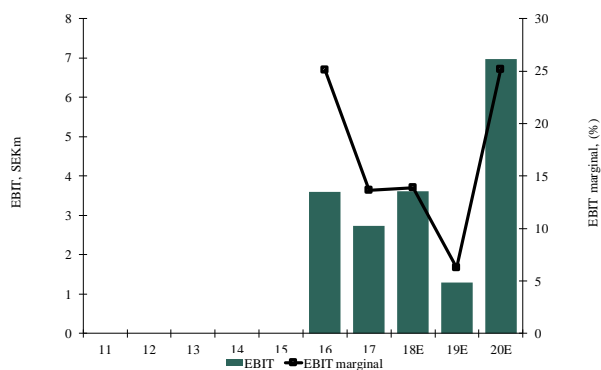
## Riskminimerad affärsmodell

Iconovos affärsmodell bygger på kundfinansierad produktutveckling i kombination med royaltyintäkter vid marknads lansering. När ett licens- och utvecklingsavtal ingås erhåller Iconovo vanligtvis en initial betalning (Technology access fee) och under utvecklingstiden erhåller Iconovo ersättningar (milestone-ersättningar), som utfaller varefter projektet uppnår ett antal fördefinierade mål. 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% av totala försäljningen. Detta leder till att bolaget har ett inflöde av kapital vilket täcker kostnaderna för utveckling samtidigt som de har kvar en option att kapitalisera på en lyckad produkt lansering.

## Attraktiv uppsida till begränsad nedsida

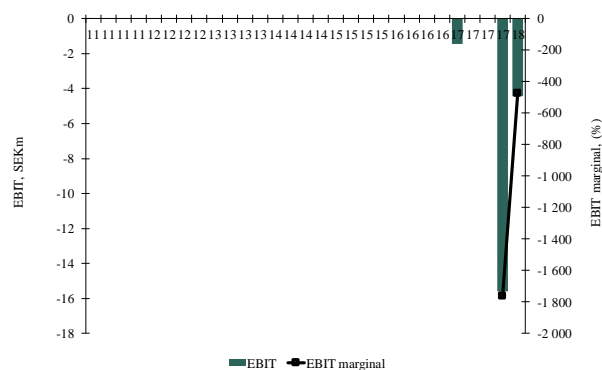
Vi räknar med att bolagets samarbetspartner Amneal Pharmaceuticals lyckas lansera sin generiska produkt på den europeiska marknaden under 2021 samt att Intas Pharmaceuticals lanseras under året efter. Utifrån vår Sum-of-the-Parts-värdering uppskattar vi bolagets värde (Market cap) till SEKm 328, vilket motsvarar SEK 48 per aktie. Drivet av att bolaget löpande har kostnadstäckning för sina utvecklingsprojekt bedömer vi att fler kapitalanskaffningar inte är nödvändiga. Därmed ser vi hög potential i aktien till en medelrisk.

### Iconovo – Resultatutveckling, helår



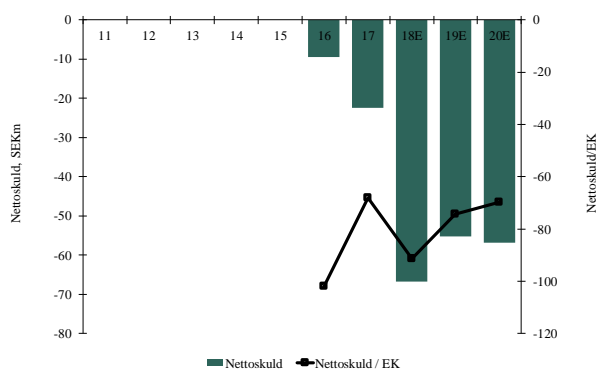
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Iconovo – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Iconovo – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa  
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Iconovo – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	206	
Antal utestående aktier (m)	6,8	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	8	
Fritt handlade aktier	55,4%	
<b>Största aktieägare</b>	<b>Röster</b>	<b>Aktier</b>
Mats Johansson	13,5%	13,5%
Orest Lastow	12,5%	12,5%
Alto Invest SA	11,1%	11,1%
Carl Forslund	7,6%	7,6%
Övriga	55,4%	55,4%
Ordförande	Mats Johansson	
Verkställande direktör	Orest Lastow	
Finansdirektör	Mette Gross	
Investerarkontakt	Orest Lastow	
Telefon / Internet	+46 765 42 22 20 / <a href="http://www.iconovo.se">www.iconovo.se</a>	
Nästa rapport	10 August 2018	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## **Investment case**

### **Verkar på en miljardmarknad**

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 2015 var den tredje vanligaste dödsorsaken i världen. 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.

### **Riskminimerad affärsmodell**

Iconovo hjälper generiska bolag samt andra läkemedelsbolag vid utveckling av 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, 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. Samarbetsparten har ensamrätt till den exakta läkemedelsformuleringen men inte till inhalatorn, vilket innebär att Iconovo inte har någon begränsning på 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 vilket täcker kostnaderna för utveckling samtidigt som de har kvar en option att kapitalisera på en lyckad produktlansering.

### **Attraktiv uppsida till begränsad nedsida**

Vi räknar med att bolagets samarbetspartner Amneal Pharmaceuticals lyckas lansera sin generiska produkt på den europeiska marknaden under 2021 samt att Intas Pharmaceuticals lanseras under året efter. Utifrån vår Sum-of-the-Parts-värdering samt en WACC om 10% uppskattar vi bolagets värde (Market cap) till SEKm 328, vilket motsvarar SEK 48 per aktie. Drivet av att bolaget löpande har kostnadstäckning för sina utvecklingsprojekt bedömer vi att fler kapitalanskaffningar inte är nödvändiga. Därmed ser vi hög potential i aktien till en medelrisk.

## Marknad

Iconovo utvecklar inhalationsprodukter primärt för behandling av astma och kronisk obstruktiv lungsjukdom (KOL). Gemensamt för astma och KOL är att de är luftvägssjukdomar som inte går att bota, symptomen kan endast lindras.

### Astma

Astma är ett samlingsnamn för flera sjukdomar, som delvis skiljer sig åt i symtombild, etiologi och patofysiologi. Andelen personer med astma har bevisligen ökat kraftigt sedan mitten av 1900-talet. Prevalensen skiljer sig tydligt åt sinsemellan i olika världsdelar.

Orsaken till astma tycks vara samverkan mellan genetiskt arv och miljö. Miljöfaktorer som bidrar till uppkomsten innefattar vissa infektionssjukdomar, t.ex. inflammation i bronkerna eller luftvägarna och bronkospasm, men även rökning, matvanor, stress och medicinering under graviditeten. Tillståndet drabbar såväl barn som vuxna. Miljöfaktorers roll för uppkomsten har belagts genom studier i primärt Tyskland de senaste 30 åren. Att genetiken åtminstone inte ensamt förklarar uppkomsten visar jämförande studier på kinesiska barn i Kina och deras släktingar i Kanada, av vilka de som blev kvar i Kina hade mycket lägre förekomst av astma. Samma studie har kunnat visa tydligt att uppkomsten framför allt handlar om samverkan mellan arv och miljö, men att arvet inte är nödvändigt och att miljöfaktorer inte alltid kan spåras.

Prevalensen av astma skiljer sig åt i världen. Lägst prevalens (under 5 % för barn och vuxna) har Kina, Indien och andra asiatiska länder. Högst prevalens (uppåt 20 %) har Storbritannien, Kanada, Australien och andra länder i västvärlden. I västvärlden har andelen barn med astma ökat kraftigt. 1973 hade drygt 4% brittiska 12-åringar astma, medan samma åldersgrupp i samma land 2003 var drygt 15%.

Före puberteten drabbas oftare pojkar av astma, medan kvinnor drabbas oftare under eller efter puberteten. Utbrott av astma i vuxen ålder, som inte föregåtts av barnastma, hänger ibland samman med vissa läkemedel, men vanligare med att personen utsatts för vissa allergiframkallande substanser i sitt yrke.

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.

### **Kroniskt obstruktiv lungsjukdom (KOL)**

Karakteriseras av försämrat flöde (obstruktion) i luftvägarna. Obstruktionen orsakas av en kombination av inflammation i luftvägarna (bronkiolit) och förstörd lungvävnad (lungemfysem), där respektive komponent är olika framträdande hos olika personer. Dessa och andra associerade sjukliga förändringar försämrar lungfunktionen och lungornas syreupptagningsförmåga. Sjukdomen orsakas vanligtvis av inandning av skadliga gaser och partiklar, tex genom rökning. Genetiska faktorer påverkar risken att drabbas av KOL ( $\alpha$ 1-antitrypsinbrist). Vanliga symptom på KOL är andfåddhet och hosta (ofta slemmig) liksom pipande eller väsande andning. Besvären kommer i regel långsamt smygande och tilltar över tid. Vid svår KOL förekommer handikappande andfåddhet och syrebrist i vila.

Statistik från Världshälsoorganisationen (WHO) visar att 2015 var KOL den tredje vanligast dödsorsaken i världen. Antalet personer som lever med sjukdomen globalt uppskattas till ca 385 miljoner (2010). Insjuknandet i KOL speglar ofta rökvanorna i samhället. Ungefär hälften av alla rökare över 75 år drabbas av KOL. Normalt tar det cirka 30–50 års rökning för att utveckla symtom som rökhosta och andfåddhet. I Sverige lider mellan 500 000 och 700 000 människor av KOL vilket motsvarar ca 5–7% av befolkningen, ca 3 000 i Sverige avlider varje år i KOL.

### **Marknaden för inhalede läkemedel**

Den globala marknaden för inhalationsläkemedel kan delas in i tre olika områden.

**Torrpulver:** Är en väl etablerad behandlingsmetod för både astma samt KOL som aktiveras av inandningen. Torrpulverinhalatorer är ofta enkla att använda eftersom de inte kräver att man koordinerar andningen med frammatning av dosen.

**Spray:** Använder sig av en gasbehållare som sprutar ut läkemedlet i munnen, samtidigt som patienten andas in. Den här typen av inhalator kan vara besvärlig då det kräver att inandningen koordineras med frammatning av dosen. För yngre barn med astma används ibland en spray som kopplas till en liten förlängare (spacer). Läkemedlet pumpas då först ut i förlängaren och barnet får i sig läkemedlet genom att andas som vanligt in i munstycket eller en mask som är kopplad till spacer.

**Vätska:** En nebulisator omvandlar flytande läkemedel till en fin aerosol som andas in genom ett munstycke eller mask. Nebulisatorer är ofta stora och används i första hand inom vården till små barn eller personer med svåra astmaanfall, som kan ha svårt för att använda en spray eller en pulverinhalator.

## Iconovo fokuserar på marknaden för inhalationsläkemedel i pulverform

Marknaden inom torrpulver domineras av tre aktörer (AstraZeneca, Boehringer Ingelheim & GlaxoSmithKlein) som har haft patenterade läkemedel inklusive inhalatorer på marknaden under lång tid. Många av de patent som skyddat de tre bolagens produkter har gått ut och de sista kvarvarande betydande patenten går ut under 2018.

### Iconovo – Original inhaleringsläkemedel



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### AstraZeneca: Symbicort Turbuhaler

Symbicort lanserades i Sverige år 2000 och har godkännande i ca 120 länder för att behandla astma och KOL. Symbicort spray blev godkänt i USA 2006 och omsatte globalt ca USDbn 3,0 2016.

### Boehringer Ingelheim: Spiriva Handihaler

Spiriva Handihaler lanserades 2002 i samarbete mellan Boehringer Ingelheim och Pfizer. Spiriva är idag ett av de vanligaste läkemedlen för behandling av KOL och produkten var Boehringer Ingelheims bäst säljande läkemedel, med en omsättning om ca USDbn 3,6 under 2016

### GlaxoSmithKlein: Seretide/Advair Diskus

GSKs diskus lanserades 1998 och fick godkännande av FDA under 2001. Under 2016 sålde produkten för ca USDbn 3,5.

### En marknad i förändring skapar potential för Iconovos plattform

Marknaden för inhalationsläkemedel genomgår en förändring som ändrar förutsättningar för etablerade aktörer samtidigt som konkurrensen ökar från generika. Denna utveckling är driven av

- 1) Patent på flera läkemedel inom segmentet andningsvägarsjukdomar har nyligen gått ut eller är på väg att gå ut.

2) Europeiska läkemedelsmyndigheten (EMA) ändrade nyligen regelverket gällande inhalatorer vilket gör det enklare och billigare att lansera inhälerade generiska läkemedel.

3) Behovet av bättre inhalatorer är stort då många patienter gör fel när de använder sina inhalatorer. Pulverinhalatorer anses enklare att använda eftersom de drivs av inandningsluften varpå detta segment växer.

4) Astma och KOL är två stora folksjukdomar som fortsätter skörda många liv. KOL var den tredje vanligaste dödsorsaken 2015 i världen. Därav finns ett stort incitament för fler läkemedelsbolag att ge sig in i segmentet.

### **Inhalationsläkemedel en unik kombination**

Inhalationsläkemedel skiljer sig från traditionella läkemedel då ett inhalationsläkemedel består av tre delar 1) den aktiva substansen 2) en inhalator 3) formuleringen av de aktiva substanserna dvs hur pulvret bearbetas för att skapa en aerosol som möjliggör deposition av läkemedlet i lungan En inhalator är en komplicerad mekanisk konstruktion som både skall vara enkel och intuitiv att använda för patienten.

Svårigheten för generikabolag är att de inte har "know-how" över hur en inhalator ska massproduceras och vilka komponenter som är essentiella för att få produkten att klara de kvalitetsnivåer som myndigheterna kräver. Originalläkemedelsbolagen har en lång (10+ år) erfarenhet av hur en inhalator tillsammans med en substans ska tillverkas så effektivt som möjligt och den kunskapen delar de inte med sig av.

För att komplicera det hela ytterligare är inhalatorn och dess innehåll godkänt av myndigheterna, men inte den aktiva substansen i sig. Ett generikabolag kan inte använda en befintlig inhalator utan behöver utveckla en egen inhalator för att kunna få ett läkemedel godkänt. För att en generisk variant av ett inhalationsläkemedel skall godkännas krävs att patientens hantering ska vara likvärdigt originalläkemedlet, d.v.s. patienten ska kunna hantera produkten på liknade sätt som för originalet. Dessutom krävs det från generikaprodukten att leverera en aerosol (partiklar finfördelade i en gas) med samma egenskaper.

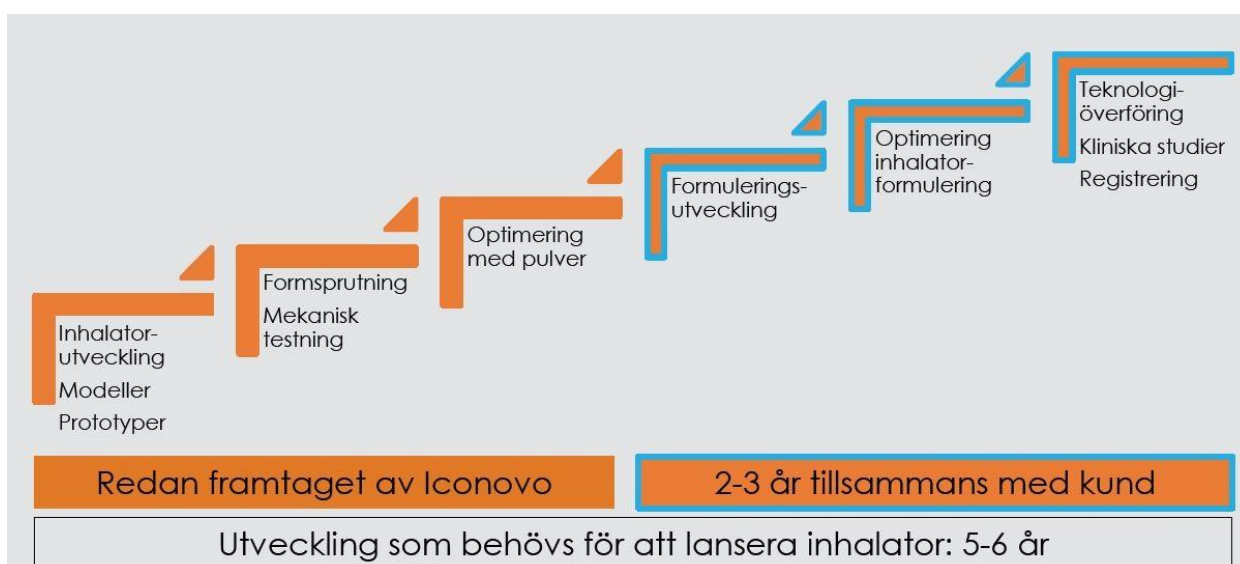
Allt detta leder till att komplexiteten för att tillverka en generisk inhalator ökar. Generikabolag har vanligtvis stor kunskap om hur själva substansen i ett läkemedel ska tillverkas på effektivast sett, men saknar kompetensen för inhalatorer. Att utveckla en egen inhalator i egen regi innebär en ökad risk för förseningar eller att inhalatorn inte fungerar tillräckligt bra och därmed inte godkänns av läkemedelsmyndigheten. Alternativet för generikabolagen är att samarbeta med en extern leverantör som besitter expertiskompetens inom inhalationsutveckling.

Kunskapen och erfarenhet av utveckling av just inhalationsprodukter är hög inom Iconovo. Flera av bolagets medarbetare har deltagit i utvecklingen av ett tiotal inhalationsprodukter inkl. AstraZenecas produkt Symbicort. Bolagets anläggning i Lund innehåller samtliga delkomponenter för att genomföra nödvändiga steg i utvecklingen av inhalatorer och läkemedelsformulering. Vidare besitter bolaget kompetens inom kvalitetssäkring, regulatoriska processer, GMP samt GLP. Idag har

bolaget ett antal produktplattformar för inhalationsläkemedel och kan utifrån dessa erbjuda sina kunder fyra huvudsakliga utvecklingsprogram.

- Utveckling av generiska inhaleringsprodukter, där produkterna registreras baserat på terapeutisk ekvivalens med originalläkemedlet.
- Utveckling av nya inhalationsprodukter baserade på en generiskt aktiv substans med etablerad säkerhet och effekt med som registreras som en ny produkt, d.v.s. en NDA (New Drug Application). Detta leder till att vissa kompletteringsstudier för att kunna lansera produkten krävs.
- Utveckling av nya inhalationsprodukter baserade på en ny aktiv substans, NCE (New Chemical Entity). Produkten registreras som NDA och kräver fullständiga kliniska studier.
- Engångsinhalationer för användning av kliniska prövningar i fas I och II vid utveckling av nya inhalationsprodukter.

#### Iconovo – Utvecklingstrappa för inhaleringsläkemedel



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovos produktplattform

Iconovo har idag ett antal produktplattformar för inhalationsläkemedel och kan utifrån dessa erbjuda sina kunder att utveckla marknadsanpassade färdiga produkter.

- ICores är en torrpulverinhalator designad för flerkombinationsläkemedel. ICores har två separata reservoarer för de aktiva substanserna vilket möjliggör en kombination av upp till fyra verksamma substanser samtidigt
- ICOcap är utformad för läkemedel i kapslar och kan hantera olika kapselstorlekar. ICOcap kan också optimeras för att ge maximal produktprestanda för en given läkemedelsformulering
- ICOone är en torrpulverinhalator för engångsbruk baserad på en egenutvecklad och patenterad teknik. Inhalatorn är framtagen för engångsanvändning och är designad för att kunna tillverkas i stora volymer till en låg enhetskostnad





Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### ICORES

ICORES liknar AstraZenecas storsäljare turbuhaler som används i läkemedlet Symbicort men innehåller ett antal mekaniska förbättrade och nya funktioner. 1) ICORES har ett tydligt och korrekt räkneverk som visar det exakta antalet kvarvarande doser och räknar ned efter varje tagen dos. Detta leder till att patienten vet exakt hur många doser som återstår i produkten. 2) ICORES har även utrustats med visuell bekräftelse när en dos har inhalerats korrekt vilket minimerar risken för felanvändning. För patienten är hanteringen dock likvärdig Turbuhaler.

### ICOcap

ICOcap är designad för att ha samma funktion och prestanda som den etablerade kapselbaserade torrpulverinhalatorn Spiriva från Boehringer Ingelheim samt Breezhaler från Novartis.

Produkten är utvecklad för läkemedel i kapslar och kan hantera olika volymsstorlekar. Det går även att optimera produkten utifrån att ge maximal produktprestanda för en given läkemedelsformulering. Produkten är utformad för att ge samarbetsparten maximal flexibilitet för att utforma olika former samt färger på produkten.

### ICOone

Är en torrpulverinhalator för engångsbruk baserad på en egenutvecklad teknik. Inhalatorn är designad för massproduktion till låg kostnad. Produkten har två kaviteter och kan därmed användas till inhalationsläkemedel baserat på två separata substanser. Dessutom kan produkten användas i olika kliniska studier då det inte är nödvändigt att använda den slutgiltiga inhalatorn.

Den stora uppsidan med ICOone är att den kan användas för administrering av torrpulverbaserade vacciner, vilket är ett nytt segment för bolaget. Per år administreras det ca 16 miljarder injektioner globalt, varav majoriteten är injicerbara vaccin. Risken att nålar och sprutor hanteras felaktigt, så väl före injektionen som efter, ökar såväl skador, infektioner och olaglig återanvändning. Problemet med hanteringen av sprutor är extra stort i utvecklingsländer som står för en betydande del av all vaccinering.

Fördelarna med torrpulverbaserade vaccin är många, bl.a. 1) kräver inga sprutor och därmed ingen medicinsk utbildad personal för injicering 2) krav på sterilitet och lång hållbarhet 3) kylförvaring eller hantering av högriskavfall. Iconovos strategi är att tillsammans med en partner utveckla produkten vidare. Primärt inom bakteriell lunginflammation, hepatit samt ett antal barnvaccin. Bolaget har ett antal diskussioner med potentiella partners men i dagsläget finns inga avtal signerade

## Konkurrenter

Engelska Vectura Group samt israeliska Teva är två bolag som besitter liknande kompetens och affärsmodell som Iconovo. Vectura Group är ett engelskt bolag noterat på London Stock Exchange. Bolaget har ett 10-tal marknadsanvänta produkter tillsammans med partners samt ytterligare under utveckling. Därmed har Vectura Group kommit betydligt längre än Iconovo. Vectura Group omsatte ca SEKbn 1,6 under 2017 och har ett EV om ca SEKbn 7. Det andra bolaget är israeliska Teva som har egen kompetens inom inhalationsläkemedel. Teva är ett av det ledande generikabolagen globalt med ett EV över SEKbn 454.

### Iconovo – Peers

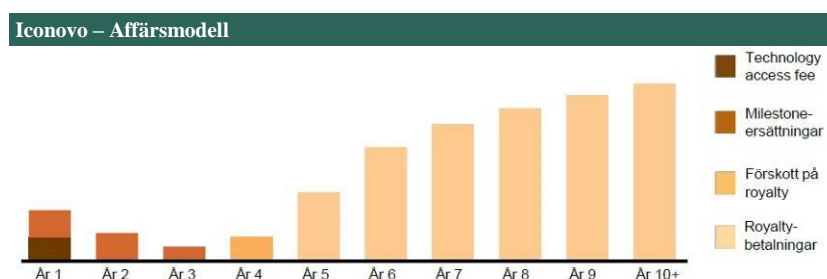
	Kurs	MV	EV/EBIT (just.)			P/E (just.)			Dir.avk.	EBIT-marg.			EPS-växt			EPS-trend		Kursutveckling		
	(lokal)	(mlkr)	18e	19e	20e	18e	19e	20e	19e	18e	19e	20e	18e	19e	20e	1mån	6mån	1mån	6mån	
Vectura Group plc	0,9	GBP	7	20,0	64,1	8,5	23,8	16,5	11,7	0,0%	14,6%	20,4%	28,2%	-14%	38%	55%	6%	-12%	-15%	-6%
Teva Pharmaceutical Industri	76	ILS	187	11,4	9,9	9,0	8,1	7,6	7,0	0,0%	23,4%	26,6%	27,4%	-33%	6%	9%	11%	-6%	21%	72%
Alexion Pharmaceuticals, Inc.	121,1	USD	236	14,1	11,4	9,4	17,4	14,2	12,0	0,0%	48,4%	49,9%	49,5%	19%	23%	19%	2%	-2%	7%	9%
AstraZeneca PLC	52	USD	782	17,7	15,9	12,9	20,4	18,1	14,8	5,3%	25,7%	27,6%	29,7%	-40%	13%	22%	5%	-8%	6%	5%
GlaxoSmithKline plc	15	GBP	870	11,3	10,9	10,1	14,0	13,3	12,3	5,4%	27,4%	27,7%	28,3%	-4%	4%	8%	0%	0%	5%	14%
Iconovo	30	SEK	0,2	40	112	21	53	158	30	0,0%	13,9%	5,9%	25,5%	168%	-76%	645%	na	na	-19%	na
Medel				14,9	22,4	10,0	16,7	13,9	11,6	1,8%	25,6%	26,3%	31,4%	16%	1%	126%	5%	-6%	1%	19%
Median				14,1	11,4	9,4	17,4	14,2	12,0	0,0%	24,6%	27,1%	28,2%	-9%	10%	20%	5%	-6%	5%	9%

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Affärsmodell – en sticky business

Iconovo hjälper generiska bolag samt andra läkemedelsbolag vid utveckling av inhalationsläkemedel och inhalatorer. Affärsmodellen bygger på partnerfinansierad produktionsutveckling i en kombination med royaltyintäkter vid produktens marknads lansering. När ett licens- och utvecklingsavtal ingås erhåller Iconovo vanligtvis en initial betalning, så kallad "technology access fee", och under utvecklingsperioden erhåller Bolaget dels förskott på royalties, 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. Samarbetsparten har ensamrätt till den exakta läkemedelsformuleringen men inte till inhalatorn, vilket innebär att Iconovo inte har någon begränsning i hur många kunder bolaget kan ha på sina produktplattformar.

En utvecklingsprocess löper i normalfallet under ca ett till tre år. Under den tiden får Iconovo betalt av samarbetspartnern vilket genererar en marginell vinst för bolaget. När produkten är klar och samarbetspartnern lanserar den erhåller Iconovo en försäljningsbaserad royalty som uppskattningsvis ligger mellan 5-10% av den totala försäljningen. Iconovo har idag utvecklingsprojekt med tre kundavtal baserade på produktplattformarna ICOres och ICOone.



Source: Erik Penser Bank, bolaget

Ovan illustreras hur intäktsströmmarna från ett exempel fall på hur ett kundavtal för Iconovo kan se ut från signering till år 10. När avtalet ingås betalar kunden ut en så kallad Technology access fee till Iconovo, därefter får Iconovo milestone-ersättningar som utfaller vartefter projektet uppnår ett antal fördefinierade mål. År 4 avslutar Iconovo sin utveckling och kan få förskott på royalties. Generikabolag förbereder för lansering av produkten år 5. Detta betyder att Iconovo täcker sina kostnader under utvecklingsfasen men om registreringsansökan drar ut på tiden uppstår ett glapp mellan de sista milestone-ersättningarna/utbetalningen av förskottsroyalty och dess att försäljningen börjar generera royaltyintäkter. Dock minskar denna risk ju fler projekt Iconovo har.

### Aktiva kundavtal

Under juni 2016 ingick Iconovo sitt första samarbetsavtal med amerikanska Amneal Pharmaceuticals. Avtalet är ett licens- och utvecklingsavtal avseende utveckling av ett inhalatorn-läkemedel mot Astma och KOL. Projektet omfattar läkemedelsformulering samt den

anpassade inhalatorn ICORES. Bolaget uppskattar att produkten är redo för lansering under 2021 och därmed kan börja generera royaltyintäkter till Iconovo. Dessutom har samarbetet utökats till ytterligare en produkt. Totalt omfattar avtalet med Amneal Pharmaceuticals ca SEK 30 i ersättningar till Iconovo fram till marknads lansering, varav Iconovo har fakturerat ca 66% fram till utgången av 2017.

Det andra samarbetsavtalet signerades i december 2017 med det indiska bolaget Intas Pharmaceuticals. Även detta avtal är ett licens- och utvecklingsavtal avseende ett inhalationsläkemedel mot Astma samt KOL. Iconovo uppskattar att produkten kan lanseras under 2022 samt att bolaget erhåller ca SEK 30 fram till lansering i projektintäkter.

Det tredje kundavtalet är med japanska TOA Pharmaceuticals. Redan i december 2017 signerades ett Letter of intent (LOI) i syfte att utveckla någon av bolagets produktplattformar för den japanska marknaden. Nu går bolagen in i ett fördjupat samarbete och kommer specifikt att utveckla ICOone med två olika kombinationer av läkemedel för behandling av astma och KOL för den japanska marknaden. Detta är det första samarbetet Iconovo ingår med produktplattformen ICOone och en helt ny marknad för bolaget. Arbetet inleds under april och beräknas pågå under resten av året.

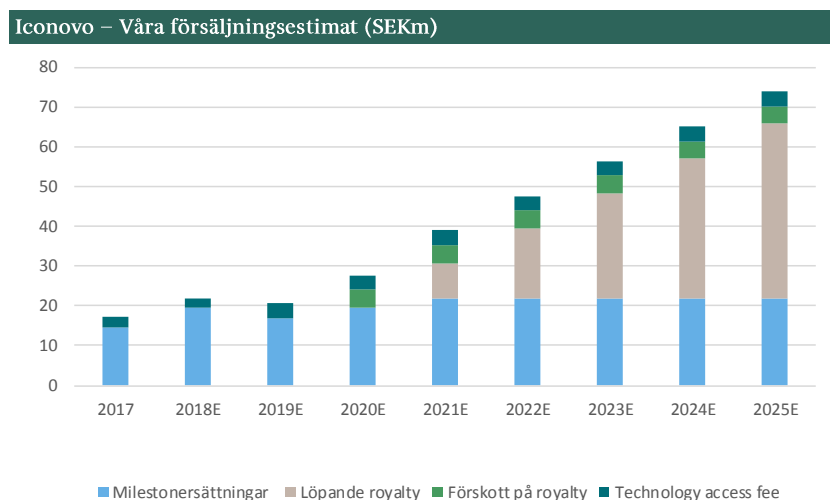
## Milestonesättningar räddar kassaflödet

Utifrån vår Sum-of-the-Parts-värdering samt en WACC om 10% uppskattar vi bolagets värde (Market cap) till SEKm 328, vilket motsvarar SEK 48 per aktie. Detta tillsammans med Iconovos risk- justerade affärsmodell leder till att vi ser en hög potential i aktien till en medelrisk.

För att värdera Iconovo använder vi oss av en "Sum-of-the-Parts" värdering (SOTP) över bolagets olika kassaflödesströmar. Vi räknar med att bolagets samarbetspartner Amneal Pharmaceuticals kommer att lansera sin utvecklade produkt på den europeiska marknaden under 2021. Detta kommer generera royaltyintäkter om SEKm 9 och bedöms kunna stiga till SEKm 44 under 2025.

För Intas Pharmaceuticals räknar vi med att Iconovo kommer erhålla ca SEKm 15 i milestone-ersättningar under 2018 och SEKm 15 under 2019. Vi bedömer att produkten kommer att kunna lanseras under 2022 vilket kan generera royaltyintäkter om SEKm 6 under 2022.

Detta betyder att Iconovos totala intäkt kommer stiga från nivåer om SEKm 20 2017 till SEKm 74 under 2025. Intäktsökningen drivs primärt av att royaltyintäkterna från Amneal Pharmaceuticals kikar in efter 2021 och de kommer accelerera ytterligare efter 2022 då Intas produkt lanseras. Totalt ser vi en CAGR om 18,5% mellan 2017-2025.



Source: Erik Penser Bank

På kostnadssidan ser vi en ökning från SEKm 18 2017 till SEKm 23 2025. Ökningen är primärt driven av de fortsatta utvecklingsprojekten. Iconovo har i dagsläget tre utvecklingsprojekt och vi räknar med att ett kommer slutföras under 2018 och två under 2019. Samtidigt räknar vi med att ett till två nya samarbetsprojekt kommer inledas per år. Vi bedömer att personalkostnaderna kommer öka med en CAGR om 3,6% mellan 2017-2025 drivet av ökad efterfrågan på Iconovos produktplattform.

#### Iconovo – Sum-of-the-Parts-värdering (SEKm)

Värdering	SEKm
Technology access fee	28
Milestoneersättningar	160
Förskott på royalty	27
Löpande royalty	256
Kostnader	-203
Total EV	268
Nettokassa	61
<b>Total Market cap</b>	<b>328,3</b>
Antal aktier (m)	6,8
<b>Värde per aktie</b>	<b>48,4</b>

Source: Erik Penser Bank

Summerar vi de olika kassaflödesströmmarna diskonterat med en WACC om 10% kommer vi fram till ett Market cap om SEKm 328 vilket motsvarar SEK/aktie 48. Drivet av att bolaget löpande har kostnadstäckning för sina utvecklingsprojekt bedömer vi att fler kapitalanskaffningar inte är nödvändiga. Därmed ser vi hög potential till medelhög risk.

Däremot bör det reflekteras att vi inte har med ICOones potential inom administrering av vaccin i värderingen. Detta för att segmentet ligger utanför bolagets kärnområde samtidig som området fortfarande är i utvecklingsfas. Med det sagt finns det ytterligare argument till att Iconovo ska värderas högre än SEKm 328.

#### Framtida kapitalbehov

Under våren 2018 tog bolaget in SEKm 40 i en nyemission. Kapitalet kommer primärt användas till att finansiera anställningar inom affärsutveckling, produktutveckling, formulering och angränsade områden i syfte att stärka produktportföljen samt bolagets leveranskapacitet. Omkring SEKm 5 kommer gå till att stärka bolagets patentportfölj och övriga delen av likviditeten kommer användas för att stärka rörelsekapitalet i den befintliga verksamheten.

Givet bolagets unika affärsmodell ser vi inte några direkta argument till att bolaget skall genomföra fler emissioner i närtid. Drivet av att utvecklingsprojekten finansieras av samarbetspartners har Iconovo möjlighet att driva en fokuserad och effektiv lönsam organisation. Den finansiella risken kommer sjunka betydligt den dagen då Iconovos utvecklade produkter når marknaden och royaltyintäkter börjar växa. Risken vi ser i Iconovo är att registreringsansökan, som sköts av samarbetspartner, försenas och drar ut på tiden. Vilket förskjuter lanseringen samt bolagets royaltyintäkter. Denna risk minskar i takt med att bolaget adderar fler samarbetspartners då andra projekts milestone-ersättningar håller Iconovo flytande tills en produkt till slut blir godkänns och kan lanseras.

## Appendix

### Patent

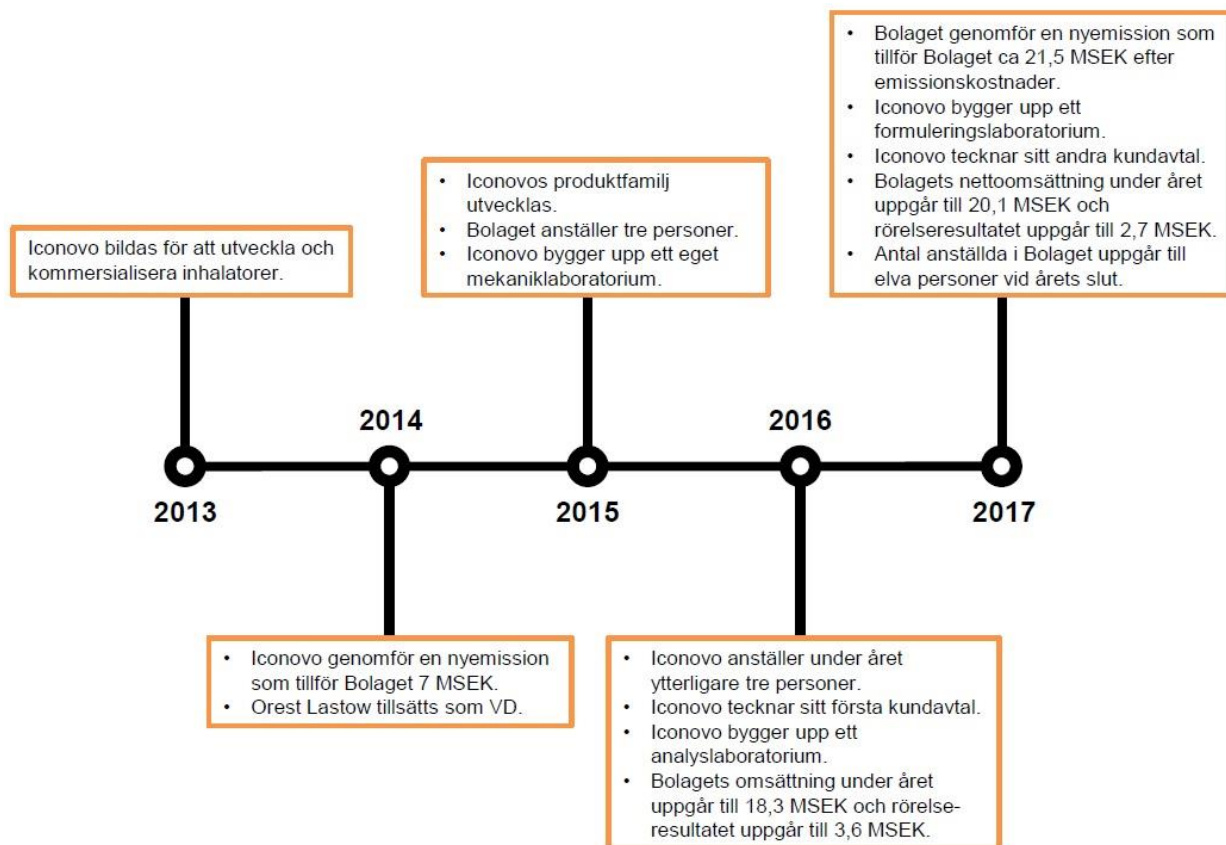
Under årens lopp har bolaget anskaffat sig stor kunskap inom utveckling av inhalatorer och har tagit fram fyra produktplattformar för inhalatorer. Under utvecklingsarbetet tar bolaget löpande patent på sina nyupptäckta metoder och produkter. Idag har bolaget ca 20 patent och patentansökningar fördelat på ca 10 patentfamiljer. Beviljade patent omfattar samtliga produktkategorier (ICOone, ICOcap och ICOres).

Nedan listas Iconovos beviljade patent. Motsvarande ansökningar finns även internationellt.

Iconovo – Patent				
Familj Fokus på	Land	Godkänt, datum	Slutår	
1 Foliearrangemang för engångsinhalatorer - som ICOone	Sverige	10/11/2016	2035	
2 Dosmekanism för flerreservoarinhalatorer - som ICOres	Sverige	6/14/2016	2034 & 2035	
3 Kommunikationsarrangemang för flerreservoarsinhalatorer - som ICOres	Sverige	6/14/2016	2034 & 2035	
4 Deaggregeringskammare för flerreservoarsinhalatorer - som ICOres	Sverige	1/23/2018	2034	
5 Dosläsmekanism för flerreservoarsinhalatorer - som ICOres	Internationella ansökningar	-	2036	
6 Dosdisksarrangemang för flerreservoarsinhalatorer - som ICOres	Internationella ansökningar	-	2036	
7 Dosavtetsarrangemang för engångsinhalatorer - som ICOone	Sverige	4/11/2017	2035 & 2036	
8 Gångjärmskonstruktion för kapselinhalatorer - som ICOres	Sverige	12/27/2017	2035 & 2036	

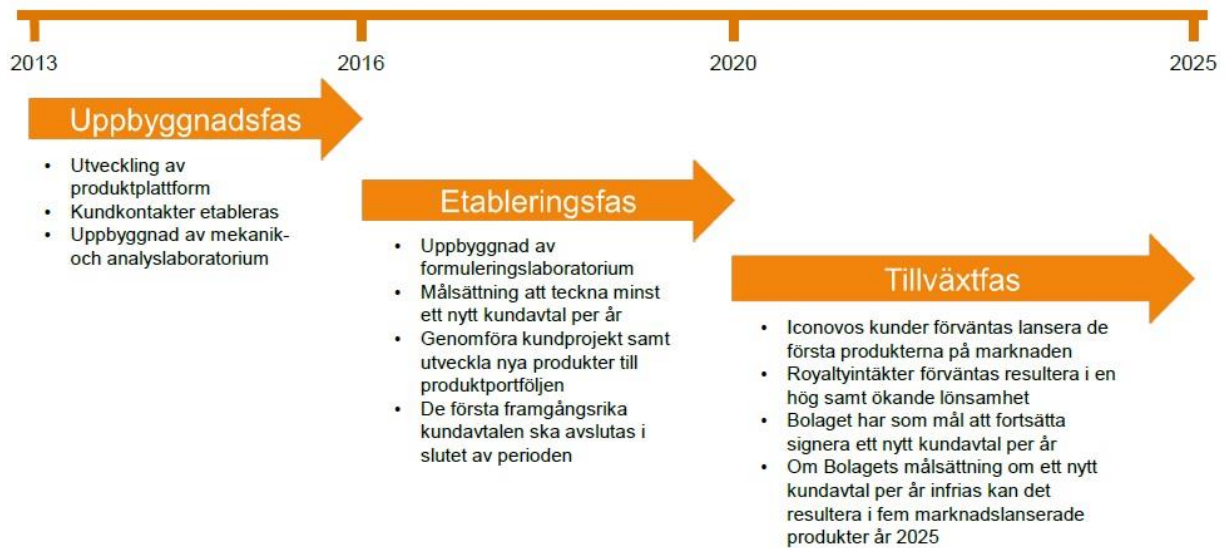
Source: Erik Penser Bank

### Iconovo – Historia



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovo – Historia



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank



## Iconovo – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

### Resultaträkning

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	0	0	0	0	0	14	20	26	21	28
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	4	2	2	2	2
Kostnad för sålda varor	0	0	0	0	0	0	-2	-7	-6	-6
Bruttovinst	0	0	0	0	0	18	21	21	17	24
Försäljningskostnader	0	0	0	0	0	-5	-4	-3	-2	-2
Administrationskostnader	0	0	0	0	0	-2	-4	-6	-5	-6
Forsknings- och utvecklingskostnader	0	0	0	0	0	-7	-8	-8	-7	-8
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>9</b>
Avskrivningar	0	0	0	0	0	-1	-2	-2	-1	-2
Goodwill-avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>7</b>
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0	-0	-0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>7</b>
Skatter	0	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0
Minoritetsintressen	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>7</b>

### Kassaflödesanalys

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Resultat före avskrivningar	0	0	0	0	0	5	5	5	2	9
Förändring av rörelsekapital	0	0	0	0	0	1	-8	8	-3	1
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	-0	-1	0	0	0
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>-4</b>	<b>14</b>	<b>-1</b>	<b>10</b>
Finansiella nettokostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Betald skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investeringar	0	0	0	0	0	-2	-5	-6	-10	-8
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>-8</b>	<b>8</b>	<b>-12</b>	<b>1</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	0	0	0	0	0	2	19	37	0	0
Övriga justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>11</b>	<b>45</b>	<b>-12</b>	<b>1</b>
Ikke kassaflödespåverkande justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld, rapporterad</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-10</b>	<b>-22</b>	<b>-67</b>	<b>-55</b>	<b>-57</b>

### Balansräkning

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
Goodwill	0	0	0	0	0	7	7	10	13	14
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	3	3	10	16
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>30</b>
Varulager	0	0	0	0	0	0	0	1	5	7
Kundfordringar	0	0	0	0	0	2	10	48	8	10
Övriga omsättningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	0	0	0	0	0	12	22	67	55	57
<b>Övriga omsättningstillgångar</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>	<b>33</b>	<b>116</b>	<b>68</b>	<b>74</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>129</b>	<b>91</b>	<b>104</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>										
Eget kapital	0	0	0	0	0	9	33	73	74	81
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>33</b>	<b>73</b>	<b>74</b>	<b>81</b>
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	2	0	0	0	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	9	9	56	17	22
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kortfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>56</b>	<b>17</b>	<b>22</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>42</b>	<b>129</b>	<b>91</b>	<b>104</b>

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovo – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Vinst per aktie, rapporterad	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	0,21	0,57	0,19	1,03
Vinst per aktie, justerad	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,36	0,21	0,57	0,19	1,03
Rörelsens kassaflöde/aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,89	-0,56	2,07	-0,17	1,44
Fritt kassaflöde per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,65	-1,24	1,20	-1,70	0,22
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,38	4,88	10,80	10,99	12,02
Eget kapital per aktie, ex goodwill	NM	NM	NM	NM	0,00	0,40	3,91	9,28	9,14	10,01
Substansvärde per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,40	3,91	9,28	9,14	10,01
Nettoskuld per aktie	-	-	-	-	-	-1,41	-3,32	-9,86	-8,16	-8,37
EV per aktie	-	-	-	-	-	-	-	20,58	22,28	22,07
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	-	-	-	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	-	-	-	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8	6,8

### Värdering

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
P/E-tal, rapporterat	-	-	-	-	-	-	-	52,9	158,4	29,6
P/E-tal, justerat	-	-	-	-	-	-	-	52,9	158,4	29,6
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	-	-	-	-	-	14,7	NM	21,1
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	-	-	-	-	-	25,4	NM	141,2
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	-	-	-	-	-	3,9	-5,6	0,7
Direktavkastning	-	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel, justerad	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurs/eget kapital	-	-	-	-	-	-	-	2,82	2,77	2,53
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	-	-	-	-	-	3,28	3,33	3,04
Kurs/substansvärde	-	-	-	-	-	-	-	3,28	3,33	3,04
EV/omsättning	NM	NM	NM	NM	NM	-	-	5,61	6,99	5,24
EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	27,8	62,4	17,0
EV/rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-	40,3	111,7	20,9
Aktiekurs, årsslut	-	-	-	-	-	-	-	30,44	30,44	30,44
Aktiekurs, årshögsta	-	-	-	-	-	-	-	37,50	-	-
Aktiekurs, årslägst	-	-	-	-	-	-	-	30,44	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	-	-	-	-	-	-	33,70	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	-	-	206	206	206
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	-	-	145	145	145

### Tillväxt och marginaler

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättningstillväxt, årsförändring	-	NM	NM	NM	NM	NM	39,6	29,2	-19,8	33,3
Rörelseresultat, årsförändring	-	NM	NM	NM	NM	NM	-24,0	31,6	-63,9	435,7
Vinst per aktie, årsförändring	-	NM	NM	NM	NM	NM	-41,0	168,1	-66,6	435,8
EBITDA marginal	NM	NM	NM	NM	NM	33,1	24,1	20,2	11,2	30,8
EBITA marginal	NM	NM	NM	NM	NM	25,1	13,7	13,9	6,3	25,1
Rörelsemarginal	NM	NM	NM	NM	NM	25,1	13,7	13,9	6,3	25,1
Vinstmarginal, justerad	NM	NM	NM	NM	NM	24,4	12,1	15,0	6,3	25,1
Nettomarginal, justerad	NM	NM	NM	NM	NM	17,1	7,2	15,0	6,3	25,1
Skattesats	NM	NM	NM	NM	NM	29,8	40,2	0,0	0,0	0,0

### Lönsamhet

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Avkastning på eget kapital	-	NM	NM	NM	NM	52,6	6,9	7,3	1,8	8,9
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	15,5
Avkastning på sysselsatt kapital	-	NM	NM	NM	NM	-4 006,7	52,8	42,6	10,2	31,8
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	-773,9

### Investeringar och kapitaleffektivitet

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Investeringar	0	0	0	0	0	2	5	6	10	8
Investeringar/omsättning	NM	NM	NM	NM	NM	11,1	22,8	22,7	50,0	30,0
Investeringar/avskrivningar	NM	NM	NM	NM	NM	1,4	2,2	3,6	10,1	5,3
Varulager/omsättning	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	0,4	3,1	25,0	25,0
Kundfordringar/omsättning	NM	NM	NM	NM	NM	13,2	51,1	185,1	37,0	37,0
Leverantörsskulder/omsättning	NM	NM	NM	NM	NM	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelsekapital/omsättning	NM	NM	NM	NM	NM	13,2	51,5	188,1	62,0	62,0
Kapitalomsättningshastighet	-	NM	NM	NM	NM	1,43	0,65	0,30	0,19	0,28

### Finansiell ställning

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Nettoskuld, rapporterad	0	0	0	0	0	-10	-22	-67	-55	-57
Soliditet	NM	NM	NM	NM	NM	46,5	78,5	56,6	81,7	78,6
Skuldsättningsgrad	NM	NM	NM	NM	NM	-1,02	-0,68	-0,91	-0,74	-0,70
Nettoskuld/börsvärde	-	-	-	-	-	-	-	-0,32	-0,27	-0,28
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	-2,0	-4,6	-12,8	-23,7	-6,6

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovo – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

### Resultaträkning

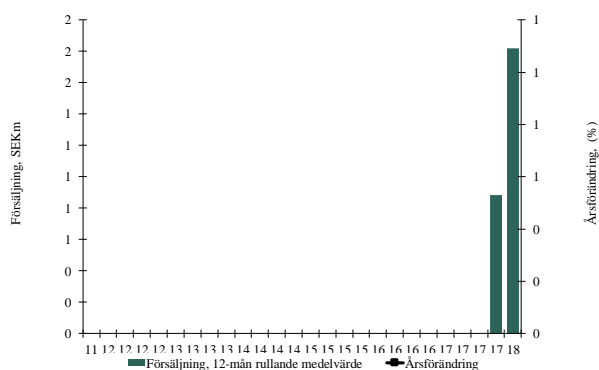
	Q215	Q315	Q415	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118
Nettoomsättning	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	-1	0	0	-8	-3
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>-4</b>
Avskrivningar och amorteringar	0	0	0	0	0	0	0	-0	0	0	-1	-0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-16</b>	<b>-4</b>
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0	0	0	-0	-0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-0</b>	<b>0</b>	<b>-16</b>	<b>-4</b>
<b>Resultat före skatt, justerat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-0</b>	<b>0</b>	<b>-16</b>	<b>-4</b>
Skatter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-0</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>-4</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q215	Q315	Q415	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	NM	NM
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-	NM	-	-	NM	NM
EBITDA marginal	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	-1 637,6	-432,2
Rörelsemarginal	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	-1 762,8	-474,8
Vinstmarginal, justerad	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	-1 758,4	-444,1
Skattesats	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM

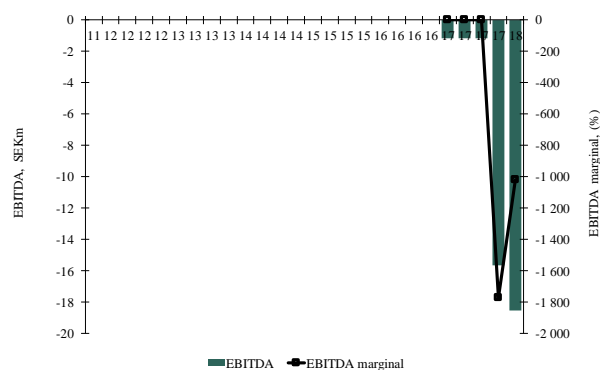
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovo – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



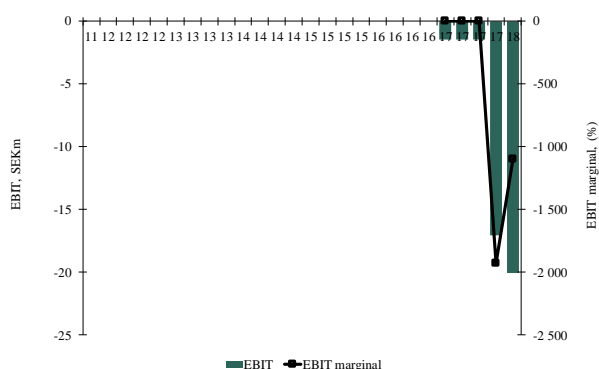
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovo – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



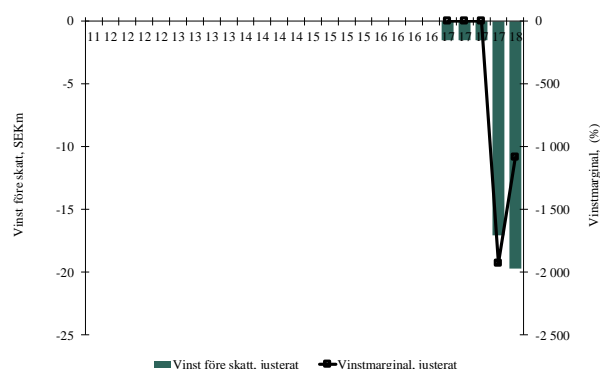
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovo – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Iconovo – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

---

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.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månaders perioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 anställda 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 fondhandlarförbundens 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.