This report was completed and disseminated 03 november 2022: 09:05 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 03 november 2022

Enzymatica

Inte helt ute ur coronatunneln

Q3-rapporten

Nettoomsättning för Q3 uppgick till 18,5 mkr (15,4) med ett rörelseresultat för kvartalet på -15,9mkr. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -6,0 mkr (-16,2). Bolaget noterar en försäljningsökning för kvartalet om 20%, dock mot ett utav pandemin försäljningsmässigt pressat jämförelsekvartal.

Forskningsstudie presenterad

Den 31 oktober publicerades en studie från det medicinska universitetet i Innsbruck som visar att i 3D-printade cellmodeller (in-vitro) så kan ColdZyme blockera olika omikronvarianter av covidvirus. Enzymatica avser att gå vidare med kliniska studier för att bekräfta resultaten in-vivo. Bolaget uppger att de är i slutfasen utav planeringen av dessa. Enzymatica avser att inom kort återkomma med mer information.

Inte helt ute ur coronatunneln

Vi har redan prognostiserat en vändning under 2022, däremot nödgas vi att justera ned våra estimat för försäljning och EBIT på grund av den något svagare rapporten jämfört med våra förväntningar. Vi ser ett nytt motiverat värde på 5,30–5,50 kr per aktie (7,30 – 7,50).

Estimatändring (kr)

	22e	Δ%	23e	Δ%
Totala intäkter	63	-15%	92	-18%
EBITDA, just.	-50	-81%	-25	-
EBIT, just.	-51	-	-26	-

Kommande händelser

Q4 - rapport

Q1 - rapport

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	164
Börsvärde	745
Nettoskuld	-43
EV	702
Free float	49%
Daglig handelsvolym, snitt	114(k)

Analytiker

Hugo Lisjö / Peter Sellei
hugo.lisjo@penser.se
peter.sellei.@penser.se

Prognos (mkr)

	21	22e	23e	24e
Totala intäkter	60	63	92	155
Intäktstillväxt	N.m.	6%	45%	69%
EBITDA, just.	-43	-50	-25	2
EBIT, just.	-45	-51	-26	0
EPS, just.	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
EPS-tillväxt	N.m.	1%	47%	95%
EK/aktie	0,9x	0,9x	0,7x	0,7x
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	0,2%
ROCE, just.	-38,5%	-35,2%	-17,4%	0,2%
EV/Sales	20,4x	11,2x	8,0x	4,8x
EV/EBITDA	-28,5x	-14,1x	-29,7x	480,8x
EV/EBIT	-26,9x	-13,8x	-28,3x	2714,1x
P/E, just.	-27,5x	-14,4x	-27,2x	-501,1x
P/EK	10,0x	5,2x	6,5x	6,6x
FCF yield	-3%	-8%	-4%	-1%
Nettoskuld/EBITDA	0,7x	0,9x	0,4x	-1,1x

Värde och risk

Motiverat värde	5,3 - 5,5 kr
Aktiekurs	4,22 kr
Risknivå	Medel

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m	✓	

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

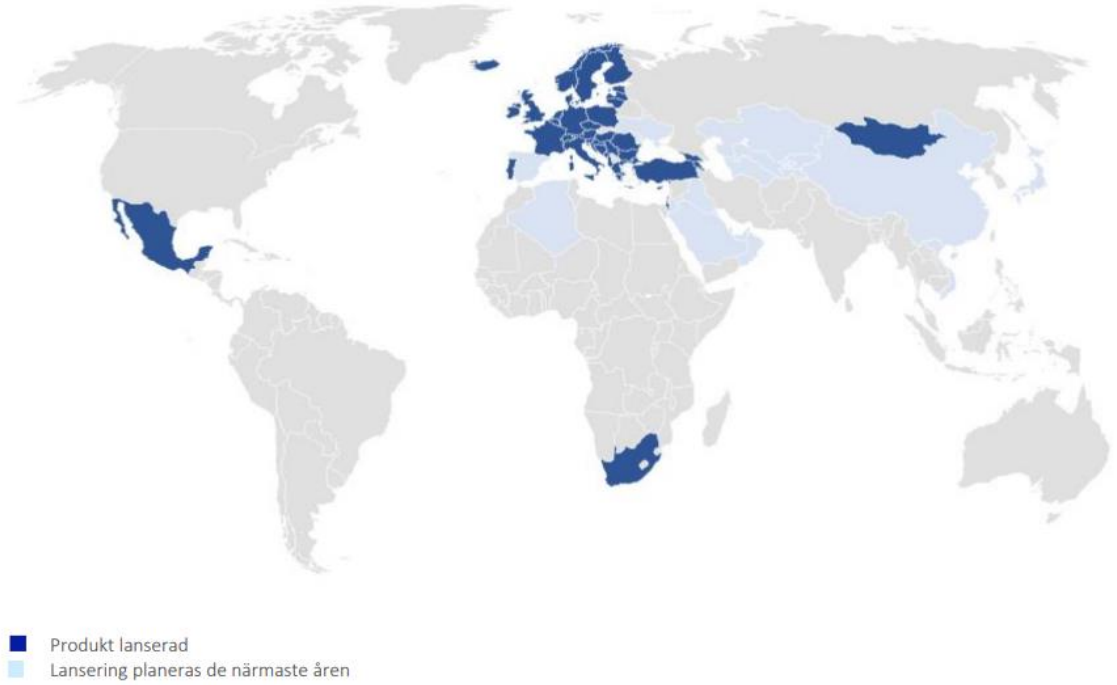
Vi räknar med fortsatt försäljningstillväxt långsiktigt för bolaget drivet av 1) Maren-avtalet som väntas ge ett betydande tillskott till försäljningen under åren framöver. 2) Utökad marknadspenetration för ColdZyme på de nya marknaderna (Kina, Hongkong, Mellanöstern) samt de nya avtalen med STADA och Sanofi. 3) Lanseringen i Japan via ett ledande läkemedelsbolag. Vi ser ett motiverat värde på bolaget om 5,30–5,50 kr per aktie (7,30–7,50). Nedan sammanfattas våra estimatförändringar.

Bolagets geografiska expansion

Försäljning sker i Sverige via en egen försäljningsorganisation, i Storbritannien via en kontraktsorganisation och på övriga marknader via partneravtal med ledande aktörer inom konsumenthälsovård, som till exempel franska Sanofi och tyska STADA.

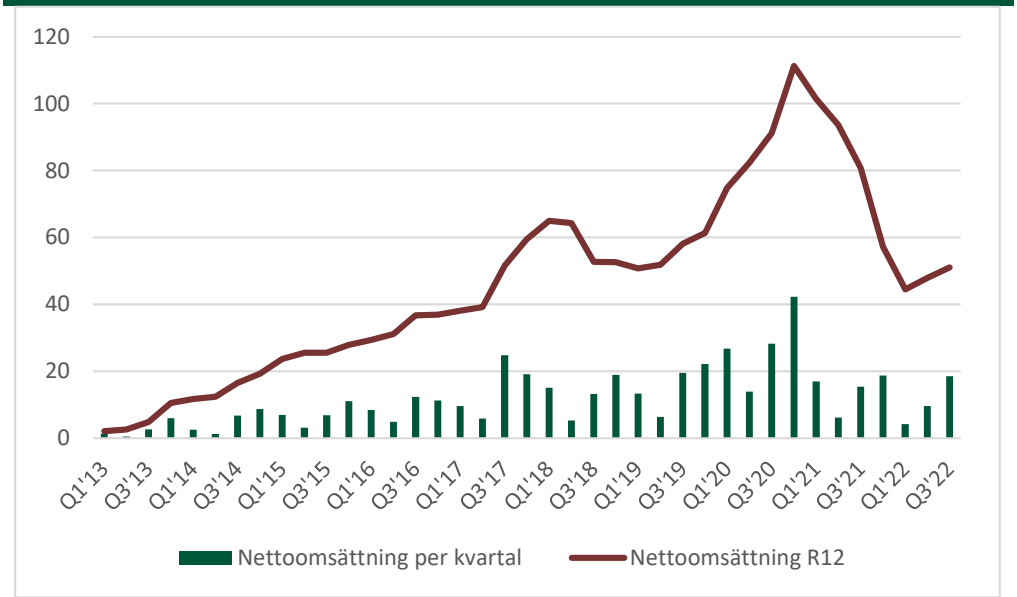
Under året har bland annat Mexico och Turkiet tillkommit som nya marknader.

Enzymaticas geografiska marknader



Källa: Enzymatica

Nettoomsättning, mkr



Källa: Enzymatica, EPB

Värdering

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Vi använder en WACC om 12% samt en långsiktig tillväxt om 3%. Vi använder oss av en långsiktig EBIT marginal om 25% vilket är i linje med bolagets kommunicerade mål. Vi ser ett motiverat värde om 5,30 – 5,50 kr per aktie.

Kassaflödesanalys inklusive känslighetsanalys

Valuation output	
Sum of PV of FCF (explicit period)	125
PV of terminal value (perpetuity formula)	664
Enterprise value	**789**
Latest net debt	-13
Minority interests & other	0
Equity value	**802**
No. of shares outstanding (millions)	149
Equity value per share (SEK)	**5,4**

Implicit multipl.	2021	2022	2023
EV/Sales	13,3	12,5	8,6
EV/EBITDA	-17,9	-15,9	-31,9
EV/EBIT	-18,4	-15,5	-30,4
EV/NOPLAT	-23,2	-19,5	-38,2
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			4,22

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	25,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-1,3%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis

Long-term growth rate

WACC	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
11,0%	5,9	6,2	6,6	7,0	7,5
11,5%	5,4	5,6	5,9	6,3	6,7
12,0%	4,9	5,1	5,4	5,7	6,0
12,5%	4,4	4,6	4,9	5,1	5,4
13,0%	4,1	4,2	4,4	4,6	4,9

Long-term EBIT margin

WACC	20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%
11,0%	5,1	5,8	6,6	7,3	8,1
11,5%	4,6	5,3	5,9	6,6	7,3
12,0%	4,1	4,7	5,4	6,0	6,6
12,5%	3,7	4,3	4,9	5,4	6,0
13,0%	3,4	3,9	4,4	5,0	5,5

Källa: EPB

Genomsnittligt motiverat värde och kursutveckling

Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	**53**	**61**	**111**	**57**	**60**	**92**	**155**
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	2	3	0	0
Totala intäkter	**53**	**61**	**111**	**60**	**63**	**92**	**155**
Kostnad sålda varor	-16	-16	-35	-24	-27	-41	-73
Bruttovinst	**37**	**45**	**76**	**36**	**36**	**50**	**82**
Övriga rörelsekostnader	-79	-88	-89	-81	-86	-75	-80
EBITDA, justerad	**-42**	**-43**	**-13**	**-43**	**-50**	**-25**	**2**
Avskrivningar	1	1	1	-3	-1	-1	-1
EBIT, justerad	**-41**	**-42**	**-12**	**-45**	**-51**	**-26**	**0**
EBIT	**-41**	**-42**	**-12**	**-45**	**-51**	**-26**	**0**
Finansiella poster	-2	0	-1	0	-1	-1	-2
Resultat före skatt	**-42**	**-42**	**-13**	**-46**	**-52**	**-27**	**-1**
Skatter	0	1	0	0	0	0	0
Nettoresultat, justerad	**-43**	**-41**	**-13**	**-45**	**-52**	**-27**	**-1**
Nettoresultat	**-43**	**-41**	**-13**	**-45**	**-52**	**-27**	**-1**

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-41	-42	-12	-45	-51	-26	0
Övriga kassaflödespåverkande poster	5	8	6	5	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	7	-3	-5	4	0	0	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-29**	**-38**	**-11**	**-36**	**-51**	**-27**	**-2**
Investeringar	-1	-1	-5	-6	-6	-6	-6
Fritt kassaflöde	**-29**	**-38**	**-15**	**-42**	**-57**	**-33**	**-8**
Övriga poster	89	-3	10	50	89	0	0
Kassaflöde	**59**	**-41**	**-5**	**8**	**32**	**-33**	**-8**
Nettoskuld	**-66**	**-25**	**-22**	**-30**	**-43**	**-10**	**-2**

Källa: EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	89	84	79	75	76	76	77
Materiella anläggningstillgångar	5	7	10	15	19	23	27
Finansiella anläggningstillgångar	1	2	2	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	**95**	**93**	**91**	**92**	**97**	**102**	**106**
Varulager	6	7	10	12	9	12	21
Övriga omsättningstillgångar	14	18	37	21	18	27	46
Likvida medel och kortfristiga placeringar	70	29	24	32	63	31	22
Summa omsättningstillgångar	**90**	**55**	**71**	**65**	**90**	**70**	**89**
SUMMA TILLGÅNGAR	**185**	**148**	**162**	**157**	**187**	**172**	**196**
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	160	119	107	125	142	115	113
Summa eget kapital	**160**	**119**	**107**	**125**	**142**	**115**	**113**
Långfristiga räntebärande skulder	4	4	2	1	21	21	21
Summa långfristiga skulder	**4**	**4**	**2**	**1**	**21**	**21**	**21**
Övriga kortfristiga skulder	22	25	53	31	24	37	62
Summa kortfristiga skulder	**22**	**25**	**53**	**31**	**24**	**37**	**62**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**185**	**148**	**162**	**157**	**187**	**172**	**196**

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	17%	81%	N.m.	6%	45%	69%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	69%	N.m.	N.m.	50%	106%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	71%	N.m.	N.m.	49%	101%
EPS-tillväxt, justerad	-	4%	68%	N.m.	1%	47%	95%
Bruttomarginal	70,0%	73,2%	68,3%	59,9%	57,8%	55,0%	53,0%
EBITDA-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,2%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,2%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	11%	11%	9%	21%	14%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	28%	60%	38%	28%	49%	77%
Rörelsekapital / totala intäkter	-4%	1%	-5%	4%	4%	3%	3%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,5x	1,0x	0,5x	0,4x	0,7x	1,2x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-66	-25	-22	-30	-43	-10	-2
Soliditet	86%	81%	66%	80%	76%	67%	58%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	0,6x	1,7x	0,7x	0,9x	0,4x	-1,1x

Källa: EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0,30	-0,29	-0,09	-0,32	-0,32	-0,17	-0,01
EPS, justerad	-0,30	-0,29	-0,09	-0,32	-0,32	-0,17	-0,01
FCF per aktie	-0,21	-0,27	-0,11	-0,29	-0,35	-0,20	-0,05
Eget kapital per aktie	1,12	0,83	0,75	0,88	0,87	0,70	0,69
Antal aktier vid årets slut, m	143	143	143	143	164	164	164
Antal aktier efter utspädning, snitt	143	143	143	143	164	164	164

Källa: EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-7,4x	-13,8x	-201,9x	-27,5x	-14,4x	-27,2x	-501,1x
P/EK	2,0x	4,8x	25,0x	10,0x	5,2x	6,5x	6,6x
P/FCF	-10,7x	-14,7x	-172,4x	-29,7x	-13,1x	-22,8x	-89,6x
FCF-yield	-9%	-7%	-1%	-3%	-8%	-4%	-1%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	4,7x	8,8x	23,8x	20,4x	11,2x	8,0x	4,8x
EV/EBITDA, justerad	-5,9x	-12,7x	-202,9x	-28,5x	-14,1x	-29,7x	480,8x
EV/EBIT, justerad	-6,1x	-13,0x	-219,5x	-26,9x	-13,8x	-28,3x	2714,1x
EV	248	541	2 648	1 217	702	735	743
Aktiekurs	2,2	4,0	18,7	8,7	4,5	4,5	4,5

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan ”Publikationen”) har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan ”Banken”) i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan ”Bolaget”) verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka här.

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade ’Chinese Walls’. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt Bolaget. Klicka här för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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