



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsutrustning | Sverige | 08 november 2022

Devyser

Tillväxt i sitt DNA

Tydlig tillväxtprofil

Devyser är ett snabbväxande diagnostikbolag med ambitionen att bli en ledande aktör inom avancerad DNA-testning som utförs inom ramen för rutindiagnostik. Bolaget utvecklar, tillverkar och marknadsför testkit samt mjukvara som används för att analysera provresultaten. Vi anser att Devyser har ett starkt produkterbudande, där kunder kan uppnå tids- och kostnadsfördelar över konkurrenters. Flera tillväxtorienterade satsningar har sjösatts under det senaste året, som väntas driva stark försäljningsutveckling under många år framåt. Bolaget har ännu enbart skrapat på ytan inom området, där den adresserbara marknaden överstiger EUR 1,5 md och förväntas öka till EUR 2,6 md under 2026 (CAGR 13 procent).

Åter till lönsamhet från 2024

Vi räknar med att bolaget kommer fortsätta att visa hög tillväxttakt under de kommande åren, drivet av expansion till nya marknader och en växande produktportfölj. De investeringar som nu görs i tillväxt förväntar vi oss relativt fort får genomslag och att lönsamheten kommer tillbaka från 2024 och att bolaget når EBIT-målet (EBIT >20 procent) senast under 2026. Därutöver har bolaget sedan fjolårets notering på First North en kassa som är välfylld, vilken bidrar till stabilitet och ger utrymme för kompletterande förvärv som potentiellt kan höja tillväxttakten ytterligare.

Kvalitetsbolag på attraktiva nivåer

Utifrån bolagets fina historik och goda utsikter förtjänas att aktien handlas till höga multiplar. Vi inleder bevakning av Devyser med ett motiverat värde på 96–98 kr. Värderingen av jämförbara bolag ger stöd för värderingen. Aktien har dock haft en svag utveckling sedan noteringen i fjol, i nivå med OMXSPI-index. En bidragande faktor till det, bedömer vi är låg kännedom om bolaget. Att fortsätta leverera solida kvartalsrapporten som visar på fortsatt tillväxt, räknar vi med, kommer leda till uppmärksamhet med ökat intresse av bolaget och aktien.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	96 - 98 kr
Totala intäkter	128	-	178	-	Totala intäkter	93	128	178	240	Aktiekurs	67,6 kr
EBIT, just.	-40	-	-25	-	Intäktstillväxt	42%	37%	39%	35%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-2,5	-	-1,5	-	EBITDA, just.	-15	-32	-14	20	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
Kommande händelser					EBIT, just.	-21	-40	-25	6		
					EPS, just.	-1,6	-2,5	-1,5	0,3		
					EPS-tillväxt	-39%	-58%	N.m.	>100%		
Q3 - rapport	10 november 2022				EK/aktie	32,3	25,3	24,1	24,4		
Q4 - rapport	21 februari 2022				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	2,4%		
Bolagsfakta (mkr)					ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	1,1%		
					ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	1,3%		
					EV/Sales	7,6x	5,7x	4,3x	3,3x		
					EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	39,9x		
					EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	135,8x		
					P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	249,4x		
					P/EK	2,7x	2,7x	2,8x	2,8x	Likviditetsgarant	✓
					Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	-14,9x	Certified adviser	✓
Analytiker										Transaktioner 12m	✓
Klas Palin											
klas.palin@penser.se											

## Investment case

Devyser har haft en stark försäljningsutveckling under många år och uppvisade en genomsnittlig tillväxttakt på 36,8 procent mellan åren 2015–2021. Det här året har fortsatt i samman positiva riktning och nettoomsättningen ökade under H1 2022 med 37,2 procent. Vi upplever att det råder fortsatt gynnsamma förhållanden på marknaden med generellt stigande efterfrågan inom avancerade DNA-tester. Detta kombinerat med bolagets tillväxtsatsningar, bedömer vi, kommer att leda till att den starka tillväxttakten kan bibehållas under många år framåt. Utifrån bolagets fina historik och goda utsikter förtjänas att aktien handlas till höga multiplar. Erik Penser Bank inleder bevakning av Devyser med ett motiverat värde om 96–98 kr.

### Starkt produkterbudande

En framgångsfaktor och styrka för Devyser är den erfarenhet, kunskaper och teknik som utvecklats inom bolaget för att optimera testprocesser. De effektivare testprocesser som erbjuds för flertalet av bolagets tester ger en differentiering mot konkurrenter och är ett attraktivt erbjudande för kunder, då det kan leda till besparingar i tid och kostnader, samtidigt blir processen mer robust. För flera av bolagets bästsäljande produkter har utvärdering mot konkurrenter genomförts på egen hand och av externa parter, vilka indikerar tillförlitliga och tidsreducerande testprocesser för bolagets produkter. Vårt intryck från de vetenskapliga publikationer som vi gått igenom tyder på att bolagets tester genomgående håller en hög nivå och kvalitet.

### Tillväxtstrategi exekveras

En mer tillväxtorienterad strategi sattes under slutet av 2020, då nuvarande vd Fredrik Alpsten anställdes. Den första delen i denna strategi bygger på att etablera direktförsäljning på fler marknader och därmed följa upp framgångarna som uppnått på den italienska marknaden. Sedan slutet av 2021 har närvaron i Nordamerika stärkts med fler säljare och under H1 2022 har egen direktförsäljning satts upp i Benelux, Spanien och Storbritannien. Från december i år inleds även direktförsäljning på den franska marknaden. Den andra beståndsdelen bygger på ökade satsningar inom produktutveckling med att ta fram nya testkit samt utöka användnings-områdena för befintliga produkter.

### Gynnsamma marknadstrender

Diagnostikområdet är relativt moget, men där Devyser rör sig är utsikterna starka. Intresset för avancerad DNA-testning inom sjukvården har varit stadigt stigande sedan mitt av 00-talet och den har förstärkts under det senaste decenniet i spåren av betydande tekniska framsteg. Den tekniska utvecklingen har lett till lägre kostnader per test, men den har även varit avgörande för att förbättra kunskaper om sjukdomar och tillstånd, där mutationer i DNA har en central roll. Vi bedömer därför att området ännu är i sin linda och vi väntar oss stark tillväxt i antalet avancerade DNA-tester under lång tid framåt.

### Starka finanser med utrymme för förvärv

Bolagets aktier noterades i slutet av 2021 på First North. I samband med noteringen togs det in pengar och bolaget har idag en stark finansiell position, med en nettokassa (exkl. leasing) på 400,8 mkr per den sista juni i år. Detta är finansiering som sträcker sig vida över det kapitalbehov vi ser i verksamheten innan bolaget är lönsamt. Den starka finansieringen ger därför även utrymme för bolaget att genomföra förvärv av tillgångar som inte nödvändigtvis omgående behöver vara lönsamma. Vi såg ett första exempel på det i början av 2022 när mjukvarubolaget SmartSeq S.r.l. köptes.

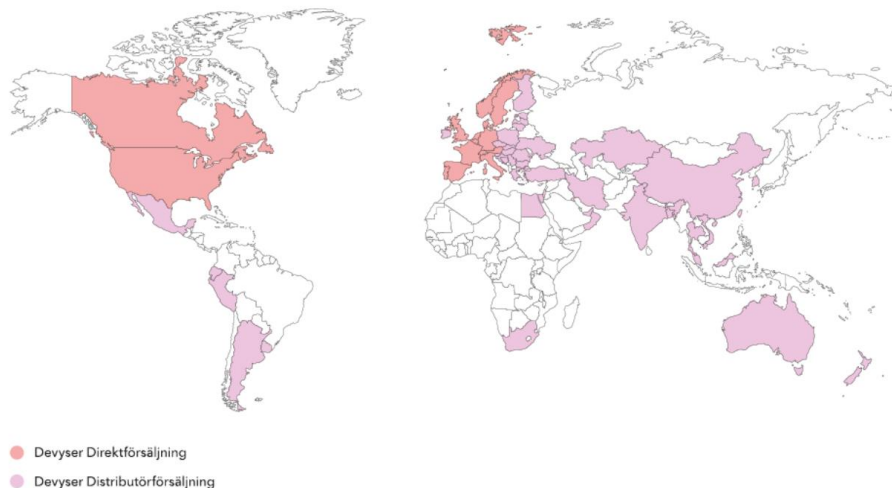
### Värdering

Vår värdering av Devyser tar avstamp i DCF-modell, men vi har även tagit hänsyn till värderingen av jämförbara bolag som en sanity check. DCF-modellen bygger på prognoser som sträcker sig tio år framåt och därefter använder vi antagande om terminaltillväxt på 3 procent per år och som uthållig rörelsemarginal ser vi nivåer på 30 procent (i linje med liknande bolag i sektorn). För att diskontera framtida kassaflöden använder vi en WACC på 13 procent.

Baserat på vår modell får vi ett DCF-värde på 97 kr.

Bolagets produkter utvecklas och tillverkas vid huvudkontoret i Hägersten, Stockholm, där huvuddelen av de cirka 100 anställda sitter. Det är även ifrån huvudkontoret som försäljningen av bolagets produkter styrs. Devyser har idag etablerat försäljning i cirka 50 länder och bedriver egen direktförsäljning på tolv av dessa marknader i Europa och Nordamerika, se nedan. På de övriga marknaderna är det distributörer som ansvarar för försäljningen.

## Marknader där bolaget har försäljning



*Källa: Bolaget*

Bolagets kunder utgörs framför allt av kliniska laboratorier, ofta med en anknytning till ett sjukhus. Det kan även handla om större privata och offentliga kliniska laboratorier, där rutindiagnostik tas om hand och analyseras. Vi uppfattar att processen att etablera sig hos en kund kan vara komplex och tidskrävande, då bolagets tester och processer först och främst behöver utvärderas och valideras lokalt. En fördel med detta är att den komplicerade processen gör det svårare för kunder att växla mellan leverantörer och reducerar risken för att bli utbytt.

### Tydlig tillväxtprofil

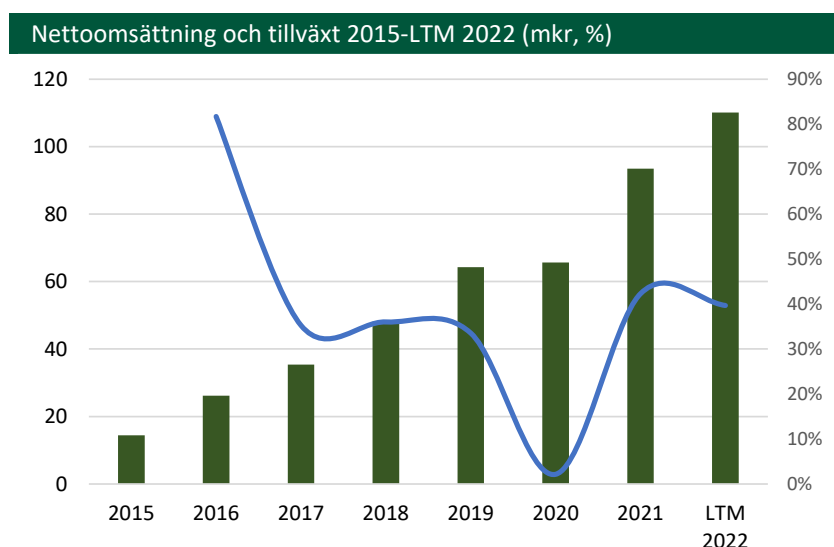
Bolaget grundades 2004 och lanserade sin första produkt under 2005. Grundarna Anders Hedrum, Ulf Klangby och Dan Hauzenberger är samtliga kvar i bolaget och bidrar till en stabilitet i kultur och struktur. Under 2020 tog nuvarande VD Fredrik Alpsten över rodret för att lotsa bolaget vidare mot en notering på Stockholmsbörsen och för att leverera på en mer tillväxtorienterad strategi. Den nya strategin vilar på tre fundament:

- Stärka den egna säljorganisationen och etablera egen direktförsäljning på fler marknader – framgångsrikt redan gjort den resan på den italienska marknaden
- Expandera geografiskt till nya marknader i USA och Asien
- Vidga produktportföljen med nya tester och genom att expandera till ytterligare användningsområden för befintliga produkter

Ovanstående punkter mynnar ut i tre finansiella mål, vilka sattes upp i slutet av 2021 inför notering av bolagets aktier och det handlar om:

1. Att uppvisa en årlig organisk försäljningstillväxt på över 30 procent
2. Att inom tre till fem år etablera en bruttomarginal på över 80 procent
3. Att inom tre till fem år nå en EBIT-marginal på över 20 procent

Devyser är ett bolag med en tydlig tillväxtprofil och har visat en genomsnittlig årlig försäljningstillväxt på 36,8 procent sedan 2015. Vi ser i nuläget inga tecken på att takten håller på att bromsa in.



Källa: EPB, Bolaget

Den positiva utvecklingen har drivits av framgångsrik etablering av egen direktförsäljning i Italien och nya produktlanseringar, men vi ser även externa faktorer som varit gynnsamma för bolaget. Det har exempelvis gjorts betydande tekniska framsteg i att sekvensera DNA, vilket banat väg för ökad användning av avancerade analysinstrument hos Devysers kunder. De mer avancerade analysinstrumenten för DNA-sekvensering möjliggör hantering av större volymer och de ger mer detaljrik information, men samtidigt har kostnaden per test gått ned väsentligt. Med sjunkande kostnader per test uppnås bättre ekonomi hos laboratorierna och det ger ett fördelaktigare totalpris per test, så att priser kan komma ned till nivåer som är anpassade för befintliga ersättningssystem. Detta tillsammans med fortsatta framsteg inom området för genetik, bedömer vi, skapar förutsättningar för en hög efterfrågan av avancerade DNA-tester under lång tid framåt.

### En bra ägarbas att bygga på

Som vi redan nämnt har grundarna kvar ett väsentligt ägande i bolaget som tillsammans överstiger 13 procent av kapitalet och rösterna. Bolagets största ägare är Rutger Arnhult med 25,4 procent, som även han har en lång historik med bolaget. Rutger kom in redan 2005 och har varit en viktig person för att stötta bolagets utveckling.

Inför noteringen på First North Stockholm så breddades aktieägandet med ett par institutioner, så som Swedbank Robur Fonder och Fjärde AP-fonden. Flera andra betydelsefulla investerare kom även in i samband med noteringen, däribland det familjeägda investeringsbolaget Ferd AS från Norge, tyska Berenberg Funds och tyska Deka Investments, se nästa sida.

## Bolagets tio största ägare per den sista september 2022

Ägare	Antal aktier	Kapital	Röster
Rutger Arnhult	3 850 907	25,35%	25,35%
Nordnet Pensionsförsäkring	1 616 940	10,10%	10,10%
Swedbank Robur Fonder	1 378 200	8,61%	8,61%
Fjärde AP-fonden	1 361 300	8,50%	8,50%
Berenberg Funds	1 000 000	6,25%	6,25%
Ferd AS	1 000 000	6,25%	6,25%
Anders Hedrum	796 020	4,97%	4,97%
Ulf Klangby med bolag	706 200	4,65%	4,65%
Dan Hauzenberger	551 880	3,63%	3,63%
Deka Investments	420 200	2,63%	2,63%

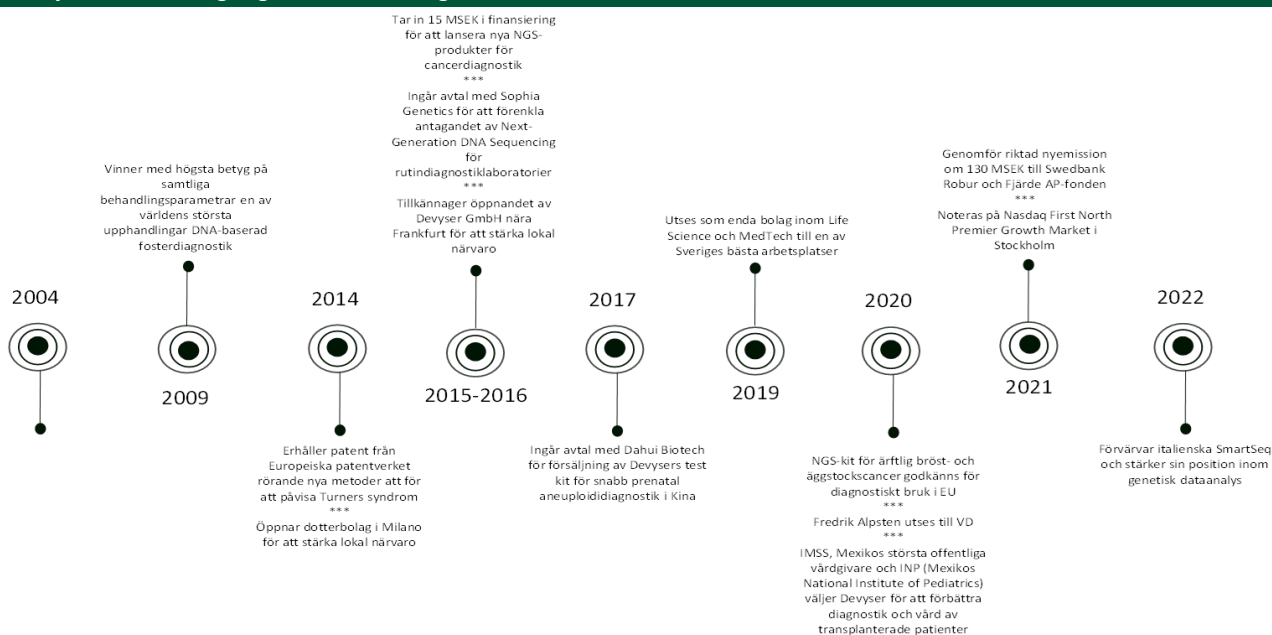
Källa: EPB, Holdings

Där vi kan se en svaghet i dagsläget är den låga ägarspridningen, vilket kan förklara den låga omsättningen i aktien. Den genomsnittliga handelsvolymen har legat på strax under 3 000 aktier per dag under de senaste tre månaderna, vilket betyder att knappt 0,4 procent av aktiestocken omsätts per månad (20 handelsdagar). Bolaget hade vid utgången av andra kvartalet 654 aktieägare, enligt Holdings. Nordnet uppger att de har 374 aktieägare och Avanza uppger 255 aktieägare.

Med facit i hand hade det varit fördelaktigt att få till en bättre spridning av aktierna redan i samband med noteringen. Ett steg som nyligen tagits för att stimulera handeln i aktien är att använda sig av en likviditetsgarant, där en marknadsaktör ställer priser för att minska skillnader mellan köp och sälj samt upprätthålla vissa volymer.

## Historiskt viktiga uppnådda milstolpar

### Tidslinje från att bolaget grundades till dagsdato

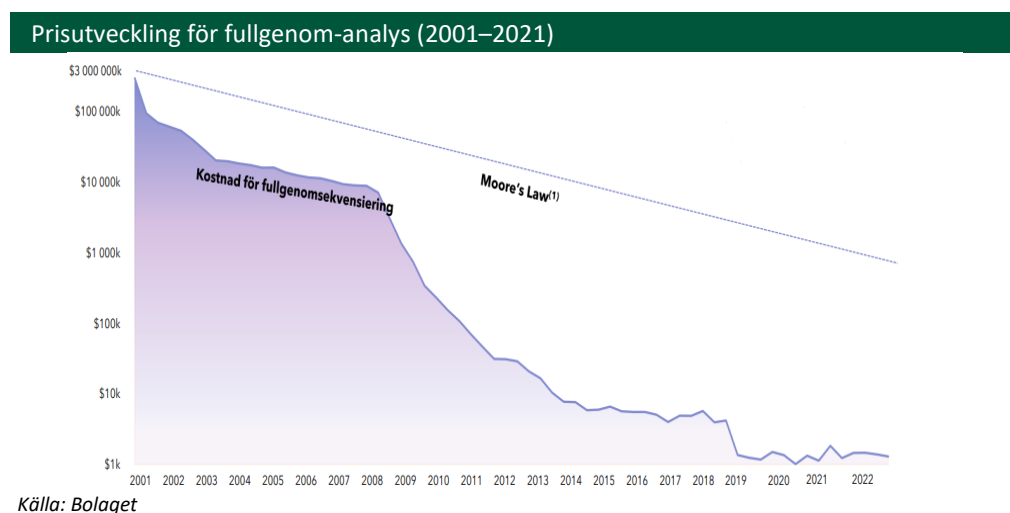


Källa: EPB, Bolaget

## Genombrott har banat vägen

Det har skett omvälvande framsteg i kunskaperna inom klinisk genetik från mitten av 1900-talet till idag. Framstegen som uppnåtts gör det möjligt att numer diagnostisera, behandla, följa upp och prognostisera sjukdomar som är drivna av mutationer i individers DNA (deoxiribonukleinsyra). Det är en utveckling som spelar Devyser i händerna och bör leda till ökad användning av DNA-testning inom rutindiagnostiken.

Kunskaper inom genetik som teori sträcker sig tillbaka till 1800-talet, men det dröjde till 1980-talet innan de första instrumenten för DNA-analys (byggde på Sangersekvensering) kommersialiserades av Applied Biosystems. Därefter har utvecklingen varit snabb. Ett viktigt tekniksprång skedde 2007, då första DNA-sekvenseringsinstrument för så kallat "next generation sequencing" (NGS) introducerades. NGS omfattar ett antal olika nya sekvenseringsteknologier som gör det möjligt att mycket snabbt sekvensera/analysera stora mängder DNA. Det är här skapat möjligheter att förbättra känsligheten vid analys av DNA och få ut mer detaljrik information kring mutationer, men det har även lett till kraftigt fallande priser för att sekvensera DNA jämfört tidigare etablerade sekvenserings-metoder, så som Sangersekvensering. Nedan visas en bild över prisutvecklingen för att sekvensera mänskligt genom från tidigt 2000-tal till idag.



Vi ser nya tekniker som utvecklas, där det indikeras fortsatta nedgångar för priset för sekvensering av ett helt mänskligt genom på ned mot 100 dollar. Utöver lägre priser är tidsramarna helt annorlunda och numera kan en fullgenom-analys genomföras under ett dygn mot vad som tog över tio år under human genome project (Sangersekvensering), vilket inleddes i slutet av 1980-talet och avslutades 2003.

Med fallande priser för DNA-sekvensering har det skapats nya möjligheter inom forskningen att identifiera nya genetiska mutationer som ökar risken för sjukdomar, ärftliga så väl som livsstils- och miljöpåverkade. Det finns tre olika huvudkategorier av sjukdomar som är orsakade av mutationer i gener:

- Kromosomsjukdomar (DNA är packat in i strukturerna) är när en individ har en eller flera skadade kromosomer eller saknar kromosom, så kallat kromosomavvikelse. Exempelvis Downs syndrom
- Monogena sjukdomar, är som det låter orsakade av mutationer i en gen. Det handlar ofta om ovanliga sjukdomar, men som sammantaget drabbar miljontals individer. Exempelvis cystisk fibros
- Komplexa genetiska sjukdomar, där flera gener är involverade. Sjukdomarna är vanligen påverkade av omgivnings-faktorer och livsstil. Exempelvis astma, cancer och hjärtsjukdomar.

Vi ser att med ökade kunskaper hos forskare om DNA-mutationer och dess inverkan på sjukdomar och risker för att utveckla sjukdomar har lett till ökad aktivitet i utveckling och kommersialisering av genterapier och målinriktade behandlingar, där specifika gener är måltavlor. Med det sagt finns det en mängd sjukdomar med en genetisk komponent, men där drivande gener ännu inte identifierats. Ett stort behov är exempelvis inom ovanliga sjukdomar. Det beräknas att det finnas mellan 5 000 och 8 000 ovanliga sjukdomar, varav 80 procent bedöms ha en genetisk komponent.

I den kliniska miljön har de lägre priserna per DNA-sekvensering gjort det ekonomiskt motiverat att inkludera DNA-tester inom rutindiagnostiken. Det innebär att patienter tidigare diagnostiseras och därmed kan rätt behandling sättas in tidigare, vilket bör leda till totalt sett lägre kostnader inom vården. Idag beräknas in vitro-diagnostik stå för en procent av de totala sjukvårdskostnaderna, men att de utgör underlag i 70 procent av de kliniska besluten som fattas. Merparten av dessa tester är idag av enklare karaktär, men här finns en betydande tillväxtpotential i takt med att fler sjukdomsrelaterade genetiska mutationer valideras och nya skräddarsydda behandlingar riktade mot gener kommersialiseras.

Ett tydligt bevis på den stora nytta som finns med avancerade sekvenseringsinstrument fick vi under covid-19, då NGS blev ett viktigt verktyg för utvecklingen av RNA-vacciner, men även i spårning av nya virusvarianter. Pandemin har drivit upp investeringar i diagnostikkapacitet, inte minst inom NGS, för att öka kapacitet av provtagning och för att kartlägga spridning av virusets genvarianter. Med minskad covid-19-testning friställs kapacitet som i stället kan användas för DNA-testning.

## En växande produktportfölj

Devyser började sin resa att utveckla icke-invasiva (blodprovsbaserade) tester inom reproduktiv hälsa, så som prenatal aneuploidi (diagnos av kromosomavvikelser hos foster), analys av graviditetsförlust och analys av manlig infertilitet. Bolagets portfölj har därefter expanderat och idag erbjuds en bred palett som närmar sig ett trettiotal olika tester anpassade för analys av fördefinierade DNA-mutationer, där samtliga är CE-märkta. Under den inledande fasen i bolaget var fokus riktat mot dåtidens befintliga teknologier, så som PCR-baserade-tekniker och Sangersekvensering. Testkit för denna typ av sekvenseringsinstrument erbjuds fortsatt, men den starka utvecklingen som skett inom NGS-området har gjort att bolaget ökat fokus mot produktutveckling, anpassning och kommersialisering av testkit för de vanligaste NGS-instrumenten.

Utöver testkit erbjuder bolaget mjukvara för att underlätta analys av ofta komplexa testresultat som genereras vid NGS-sekvensering. Efter att i början av 2022 förvärvat italienska SmartSeq S.r.l. har Devyser stärkt sin kapacitet på mjukvarusidan väsentligt och erbjuder idag två programvaror, dels egenutvecklade ADVYSER, dels Amplicon Suite (SmartSeq). De kan säljas som SaaS-lösningar, men inte sällan uppfattar vi att dessa program ofta ingår vid köp av testkit. Att erbjuda mjukvara för analys av testresultat framstår som nödvändigt för att vara en relevant leverantör av testkit för kliniska laboratorier.

Med både DNA-testerpaket och mjukvara i sitt produktutbud så täcker Devyser en betydande del i kedjan vid DNA-sekvensering hos labben, förutom instrumenten och tillhörande engångsartiklar.

### Positionering för Devysers produkter inom sekvensering av DNA



En framgångsfaktor och styrka för Devyser är den erfarenhet, kunnande och teknik som utvecklats inom bolaget för att optimera testprocesser. De effektivare testprocesser som erbjuds för flertalet av bolagets tester ger en differentiering mot konkurrenter och är ett attraktivt erbjudande för kunder då det kan leda till besparingar och samtidigt gör processen mer robust.

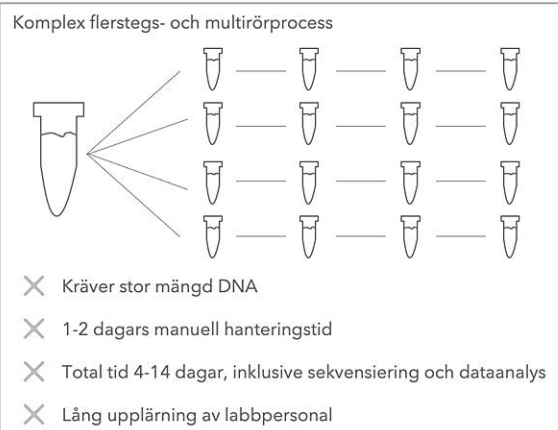
För flera av bolagets bästsäljande produkter har utvärdering mot konkurrenter (andra diagnostikbolag och internt utvecklade processer hos laboratorier) genomförts på egen hand och av externa parter, vilka indikerar robusta och tidsreducerande testprocesser för bolagets produkter. Vårt intryck från de vetenskapliga publikationer som vi gått igenom tyder på att bolagets tester genomgående håller en hög nivå och kvalitet.



Bilden nedan utgör ett exempel, där bolagets testprocess kan korta processen och minska hanteringen av prover, därmed även minska riskerna för att det sker felaktigheter i hanteringen. Med färre teststeg minskar även behovet av DNA.

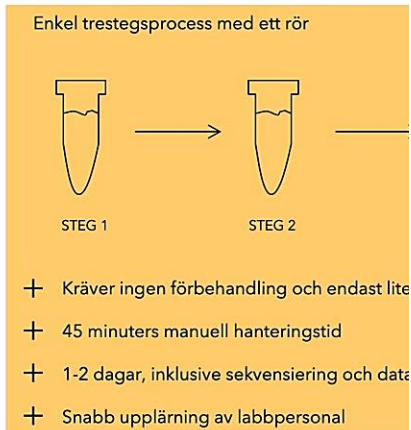
### Exempel på förenklat arbetsflöde med Devysers testprocess

#### Traditionellt förfarande - många steg



Källa: Bolaget

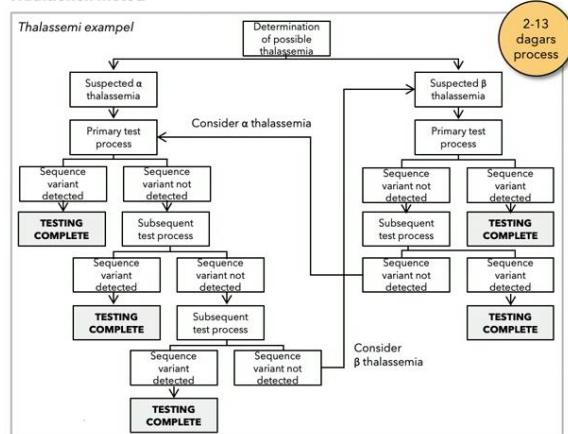
#### Devyser - lättanvänd enrörslösning



Bilden nedan visar även det en liknande förenkling av en existerande process som används vid diagnos av talassemi och här har bolagets test (mer om det nedan). De färre processtegen reducerar hanteringen väsentligt och svarstiden kan därför kortas ordentligt med upp mot två veckor, vilket är väldigt viktigt för en patient. Med Devysers process kan en tydlig diagnos ställas med stöd av ett instrument, där det tidigare krävts en kombination av flera analysmetoder för att nå fram till samma resultat.

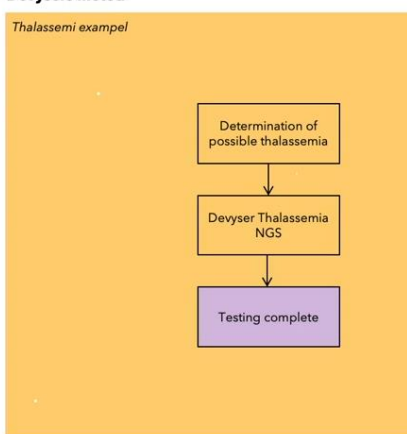
### Förenklat arbetsflöde vid diagnostik av talassemi

#### Traditionell metod



Källa: Bolaget

#### Devysers metod



Bolaget har delat in verksamheten i tre affärssegment: ärftliga sjukdomar, cancer och port-transplantationsmonitorering, där ärftliga sjukdomar är det område som bolaget har flest produkter och som i dag står för huvuddelen av intäkterna (cirka 70 procent).

## Ärftliga sjukdomar är bolagets största segment

Segmentet ärftliga sjukdomar är indelat i två underkategorier, fortplantningshälsa och mendelska sjukdomar, där de senare är ärftliga sjukdomar beroende på mutationer i enskilda gener (monogena). Bolagets mest framträdande tester inom segmentet är:

- Icke-invasiv RhD testning (Devyser RHD)
- Test för kromosomavvikelser hos foster (Devyser Compact, Devyser Complete, Devyser Extend och Devyser Resolution 13)
- Diagnos av talassemi (Devyser Thalassemia)
- Diagnos av cystisk fibros (Devyser CFTR)

Reproduktiv hälsa var ett av de områden som utvecklades snabbast inom NGS-området och icke-invasiv RhD testning (NIPT, engelsk förkortning) har och är i fokus hos många aktörer inom fältet, då det tidigt blev ett starkt tillväxtområde. Det innebär även att konkurrensen är påtaglig. Devyser har även en lång historik inom området och är sedan ett par år tillbaka leverantör till bland annat sjukvården i Sverige. Ett viktigt kvitto på kvaliteten och konkurrenskraften för bolagets testkit, Devyser RHD, var kontraktet i Kanada som kommunicerades under försommaren. Det är avtal med hälsovårdsorganisationen Héma-Québec, Quebec (Kanada) och ordern omfattar RhD-tester för totalt 16 mkr. Avtalet sträcker sig över tre år, med möjlighet till förlängning i två år. Vi uppfattar att en viktig parameter för att ta hem kontraktet var en hög specificitet och selektivitet för testkitet, samt möjligheten att effektivisera arbetsflöden.

RhD test bestämmer kompatibilitet mellan foster och moder, när modern är Rh-negativ. Om fostret är Rh-positivt kan moderns immunsystem utveckla antikroppar mot Rh-faktorn och det kan leda till skadliga effekter på fostret om det inte behandlas. Testet är icke-invasivt och kan tas redan från vecka 10 under graviditeten.

Relativt nytt i produktportföljen är testet för diagnos av talassemi, som är utvecklat och anpassat för NGS. Utav ovanstående tester så uppfattar vi att konkurrensen här är lägre från andra aktörer. Som beskrevs på föregående sida är testprocessen optimerad och har visats kunna kortas väsentligt jämfört med metoder som många laboratorier använder sig av.

Talassemi är en ärftlig sjukdom där hemoglobin bildas på ett felaktigt sätt, som kan leda till blodbrist. Sjukdomen finns i flera former och det är viktigt att kunna identifiera vilka mutationer som en individ bär på för att kunna optimera behandlingen. Svårare former behandlas med blodtransfusioner och ibland med benmärgstransplantation. Talassemi är sällsynt i Sverige, men är vanligt i medelhavsområdet, norra Afrika, Indien, Mellanöstern och Sydostasien.

En av bolagets första tester anpassad för NGS var Devyser CFTR för diagnos av cystisk fibros. Det är en ärftlig ovanlig sjukdom, där slem som finns på kroppens slemhinnor blir tjockare och segare än det ska vara. Detta är särskilt problematiskt i lungorna och mag-tarmkanalen. Det är kronisk sjukdom, men det finns symtomlindrande behandlingar. Bolaget erbjuder flera olika DNA-tester anpassade för olika regioner och med olika mutationer med mer eller mindre omfattande antal fördefinierade mutationer av CFTR-genen (central vid cystisk fibros).

Marknadspotentialen inom ärftliga sjukdomar beräknas enligt en marknadsanalys som bolaget låtit göra på ett värde omkring EUR 1,2 md och att den väntas växa med 12,4 procent per år till EUR 1,9 md (cirka 21 mdkr) under 2026. Under de senaste tolv månaderna hade bolaget en nettoomsättning inom segment på omkring 80 mkr, vilket indikerar en marknadsandel på under 1 procent.

### Cancer det största området, men även mest konkurrensutsatt

Inom cancerområdet finns stora behov av effektiv diagnos av tumörer för att identifiera tumörassocierade mutationer eller för att screena efter gener som innebär en ökad risk för att utveckla vissa former av cancer. Det är det största området inom NGS, dels då det används frekvent inom forskningen, dels för att det kan ge viktig och djup information om patientspecifika mutationer på tumörer.

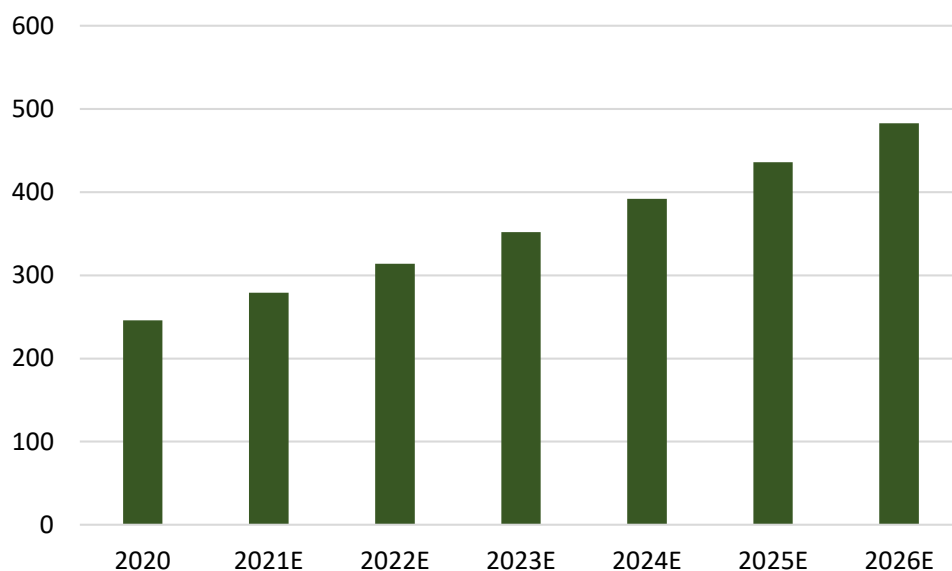
Inom cancerområdet är Devyser ännu relativt små och har valt att rikta in sig på testkit av ärftliga gener med förhöjda risk att patienten utvecklar cancer. Bolaget marknadsför två testkit.

- Ärftlig bröstcancer (Devyser BRCA)
- Ärftlig äggstockscancer (Devyser HBOC)

Vi uppfattar att bolaget valt att fokusera på ärftliga former av cancer, då de lämpar sig för rutindiagnostik och här kan bolagets styrkor bäst komma till sin rätt. Med processtider ned mot fem timmar och tiden från prov till resultat för patienter på ett dygn, så ligger bolagets tester i framkant jämfört med konkurrenter. En utmaning inom fältet är en hög aktivitet med många aktörer som erbjuder tester. Däribland större aktörer med lång historik och med starka varumärken, så som exempelvis Myriad Genetics. Med det sagt har bolaget etablerat försäljning och i dagsläget står segmentet för drygt 20 procent av nettoomsättningen och uppvisar god tillväxt.

Bolagets marknadsanalys inom onkologi-området ger ett värde på knappt EUR 300 m under 2021. Tillväxten beräknas ligga på 11,6 procent till 2026 och lyfta marknaden till EUR 483 m. Nuvarande marknadsandel understiger därmed 1 procent.

Prognos adresserbar marknad inom onkologi (EURm)



Källa: Bolaget

## Post transplantation

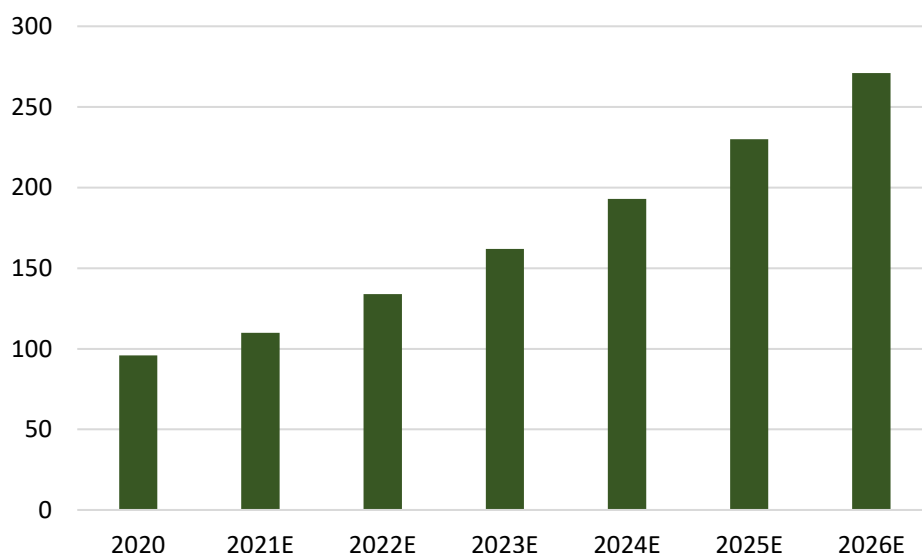
Bolaget lanserade hösten 2020 ett första testkit inom segmentet och det är utvecklat för uppföljning av sjukdomsutveckling hos patienter som genomgått stamcellstransplantation.

- Stamcellstransplantation (Devyser Chimerism NGS)

Stamcellstransplantation kan vara botande för patienter med blodcancer eller sickelcellsanemi. Det finns dock en risk att tumörceller kommer tillbaka eller att de transplanterade stamcellerna avstöts, varför patienter behöver monitoreras efter genomförd transplantation. Bolagets test har visat en unikt hög känslighet och tillförlitlighet, vilket innebär att behandling kan sättas in i tidigt om behov uppstår. För att förenkla analys av testresultat kommer produkten med mjukvaran ADVYSER.

Monitorering av patienter som genomgått transplantation är extra intressant, då det innebär möjlighet till återkommande intäkter under många år eller kanske en hel livstid. Vi uppfattar att området är begränsat konkurrensutsatt och tillsammans med starka produkttegenskaper ser vi en spännande potential. Tillväxten har varit god, men nettoomsättningen är ännu begränsad och utgör omkring åtta procent av den totala (cirka 10 mkr på framåtblickande tolv månadersbasis).

### Prognos adresserbar marknad inom post-transplantationsmonitorering (EURm)



Källa: Bolaget

Enligt marknadsanalysen från bolaget bedömdes marknaden inom segmentet uppgått till EUR 110 m under 2021. Området förväntas uppvisa stark tillväxt och växa med i genomsnitt 19,7 procent till och med 2026 för att nå ett värde om EUR 271 m.

## Produktutveckling och tillverkning (bra att ha allt in-house)

Det är vid bolagets huvudkontor i Hägersten som produktutveckling och tillverkning sker. Fokus i produktutvecklingen, uppfattar vi, inriktas mot NGS-metoder, där bolaget kompetenser kan ha störst genomslag.

Produktutveckling utgör en viktig del i tillväxtstrategin. Historiskt har utvecklingstiderna från idé till produkt legat på sex till 18 månader. Det har betytt att ungefär två nya testkit tagits fram per år, vilket är den nivå som vi förväntar oss att bolaget kommer kunna ligga på även under de närmaste åren. Utveckling av nya testkit sker parallellt med anpassning av mjukvara. Vi bedömer att tillhörande programvara blir allt viktigare med mer komplexa testkit och att det i sig bidrar till att förenkla implementering av nya produkter hos kund.

Bolaget har kommunicerat två pågående utvecklingsprojekt, där det är ett test inom post-transplantationsmonitorering och det andra är inriktat på diagnos av ärftlig tarmcancer. Det nya transplantationstestet som utvecklas inriktas mot solida organ och sker i samarbete med en forskargrupp på universitetssjukhuset i Zürich.

Att behålla full kontroll på tillverkningen ser vi som en fördel och att det ligger under samma tak som produktutvecklingen bör innebära möjlighet till synergier dem emellan. Vi uppfattar att bolagets produktionsenhet är skalbar och vid relativt begränsade investeringar skulle den kunna skalas upp till betydliga volymökningar. I nuläget uppgår kapaciteten till 3–4 miljoner tester per år, vilket är nästan 10x volymerna som bolaget levererade under fjolåret.

### **Kunderna är de större kliniska laboratorierna**

Bolaget inriktar sig mot specialiserade laboratorier och de som processar stora volymer med behov av hög genomströmning av DNA-tester, hos vilka nya tekniska plattformar som NGS används. Det är laboratorier kopplade till sjukhusenheter och privata eller offentliga laboratorieaktörer. De höga volymerna är attraktiva för Devyser och här kommer bolagets kompetenser inom effektivisering av flöden att ha det största genomslaget. En väsentlig del av dessa aktörer har historiskt tagit fram egna tester, men här kan det finnas fördelar med att vara en specialiserad aktör, bedömer vi, när tester blir alltmer komplicerade.

Den största kundgruppen för Devyser är sjukhuslaboratorier som utgörs av både offentliga och privata aktörer, beroende sjukvårdssystem. Den snabbast växande kundgruppen är dock privata laboratorier, ofta kedjor, så som exempelvis Synlab, Eurofins och Unilabs. De deltar aktivt i att konsolidera denna ännu fortsatt relativt fragmenterade marknad. Vi ser även en utveckling där dessa större kedjor kan dra nytta av sin storlek och vinna outsourcing-kontrakt hos sjukhusaktörer, vilka inte kan uppnå lika stora skalfördelar. Här har vi även sett exempel på förvärv där större kedjor köper in mindre bolag med specialistkunnskap som kan appliceras i den egna diagnostikverksamheten, exempelvis förvärvades NIPD Genetics i slutet av 2021 av svenska Medcover.

### **Regleringen utökas inom EU, men är ännu relativt generös i USA**

På bolagets huvudmarknader i Europa och Nordamerika gäller vissa regler för att få marknadsföra DNA-tester. Kraven från myndigheterna inom EU och Nordamerika skiljer sig dock väsentligt åt, där EU i det här fallet har en högre ribba från och med i år. Där gäller sedan i maj 2017 ett nytt direktiv som ersätter IVDD och det omfattar medicintekniska produkter för in vitro-diagnostik, det så kallade IVDR. Det har fram till den 26 maj 2022 varit en övergångsperiod, men därefter behöver alla nya in vitro-testkit som ska släppas på den europeiska marknaden vara CE-märkta under det nya direktivet. Testkit som Devyser släppt på marknaden före 26 maj 2022 har respit att marknadsföras i EU i ytterligare tre år. IVDR är omfattande och innehåller striktare regelverk kring bland annat tillverkning, klinisk validering och spårbarhet. Därtill skärps kraven för kvalitetsledningssystem och uppföljning av produkter.

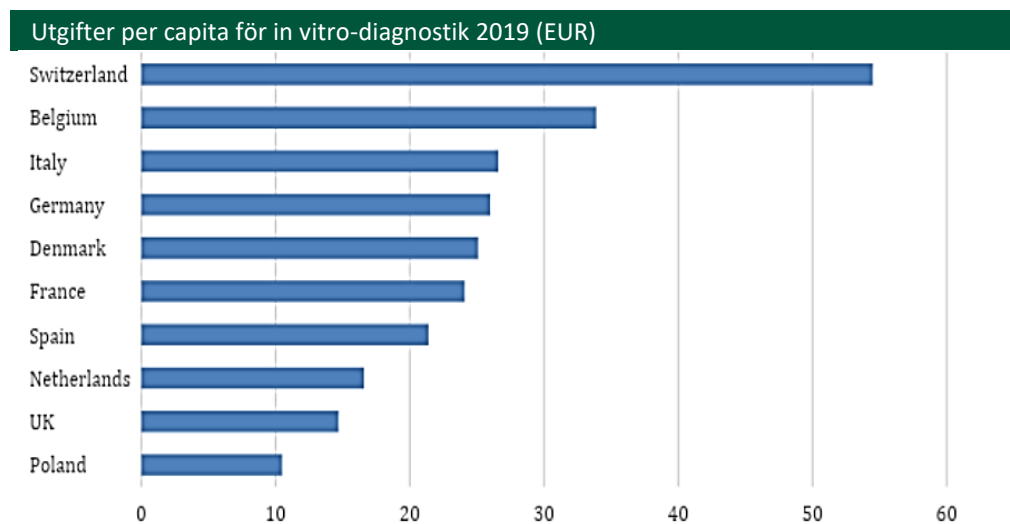
Vår uppfattning är att bolaget kommit långt i sin anpassning till det nya regelverket i Europa och har redan fått sitt kvalitetsledningssystem och sin första produkt godkänd under IVDR. En mer stringent reglering blir en viss belastning på kort sikt, men kan stärka barriärer mot andra aktörer på längre sikt. För oss framstår IVDR även som en potentiell möjlighet för Devyser, då laboratorier kan komma att behöva byta ut befintliga testkit som är registrerade under IVDD.

På den amerikanska marknaden är det möjligt att utnyttja ett förenklat regelverk som berör laborietester (LDT). Genom att testet endast ska användas på det specifika laboriet behövs varken 510(k)-godkännande eller ett förmarknadsgodkännande (PMA). Det räcker med validering av testkitet för det specifika labbet. Det har funnits önskemål om att strama åt, men det är inget som verkar ske i närtid. Om bolaget framöver skulle vilja marknadsföra sina tester bredare kommer det krävas åtminstone 510(K)-godkännande.

## Ersättningssystem

Vi uppfattar att det finns upparbetade ersättningsnivåer för huvuddelen av bolagets tester på de flesta marknader där Devyser är aktiva. Vi bedömer att en viktig del i produktutvecklingsprocessen bygger på att identifiera områden där ersättning av testerna utgår och att Devyser i mindre utsträckning är intresserade av att på egen hand driva för att tester ska subventioneras.

Viktigt att poängtera är att ersättningsnivåerna skiljer sig markant mellan olika länder. Europa är fortsatt bolagets största marknad och bilden nedan exemplifierar de stora variationerna som råder i de olika nationella sjukvårdssystemen och hur mycket som läggs på in vitro-diagnostik.



Källa: Medtech Europe, 2019

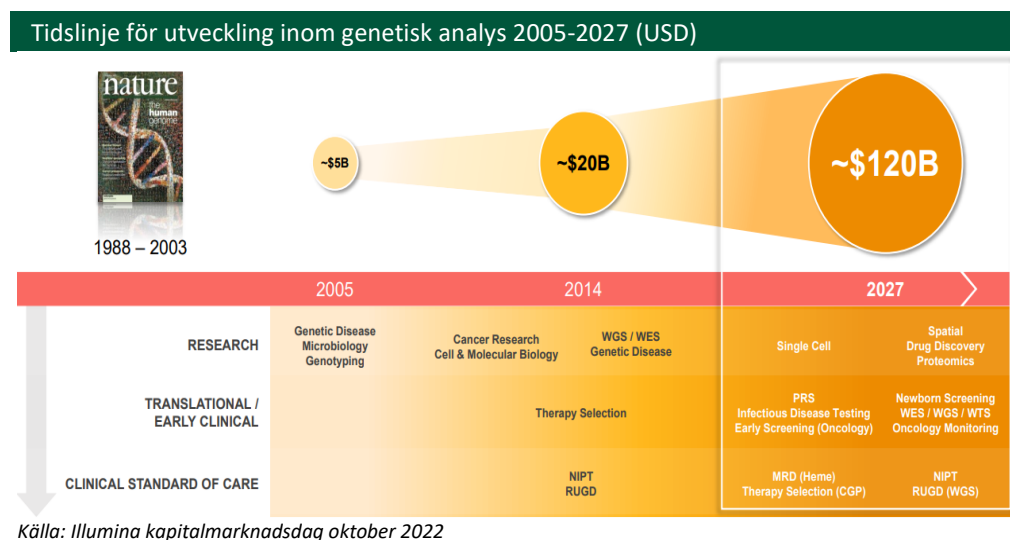
## Gynnsamma marknadsutsikter

Den globala diagnostikmarknaden som omfattar laboratorietjänster uppgick under 2019 till EUR 200 md, enligt diagnostikbolaget Synlab AG. Mer specifikt beräknas marknaden för in vitro-diagnostik till ett värde om drygt USD 90 md, enligt Global Market Insights. Diagnostikmarknaden är relativt mogen och den förväntas uppvisa en tillväxt på omkring tre procent per år (exkluderat covid 19-testning). USA och Europa är relativt jämbördiga i värde och de representerar omkring två tredjedelar av världsmarknaden.

Generella drivkrafter inom diagnostikområdet:

- Åldrande befolkning – äldre konsumerar mer hälsovård
- Ökad förekomst av kroniska sjukdomar – för flera av dessa sjukdomar krävs en löpande monitorering av tillståndet för en optimerad behandling
- Ökat inslag av diagnostik i vården – vi ser en ökad förståelse hos betalare av värdet med att diagnostisera patienter så tidigt som möjligt och därmed förbättra sjukdomsutsikterna för patienter, vilket reducerar de totala sjukvårdskostnaderna
- Innovation – nya lösningar som skapar möjlighet att tidigare och snabbare diagnostisera patienter. Utvecklingen påverkar även kostnadsbilden som över tid gått ned per test

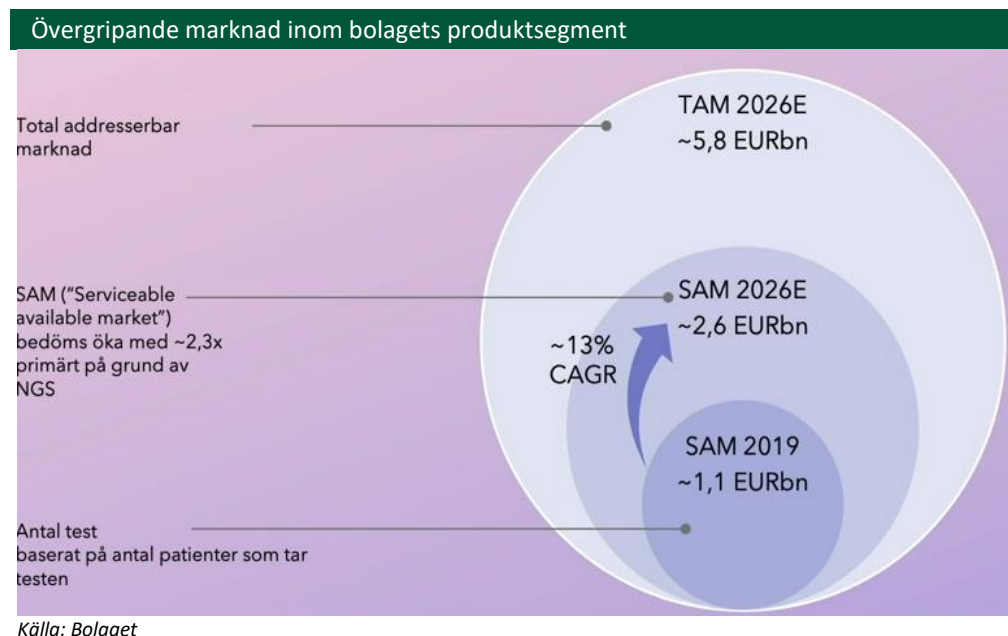
Som vi redan varit inne på så tillhör DNA-diagnostik ett av de områden som gynnats mest av teknisk innovation under de senaste decennierna. Det har lett till förbättrade kunskaper om sjukdomar och tillstånd, där mutationer har en central roll. Sedan kartläggningen av det mänskliga genomet avslutades under 2003 har det skett en våldsam snabb utveckling inom området. Det har varit pådrivet av nya mer känsliga instrument (inom NGS) med potential att processa mycket större volymer, vilket bilden nedan från Illuminas kapitalmarknadsdag exemplifierar (marknadsdata omfattar mer än testkit).



Siffrornas storlek i bilden ovan ska tas med en nypa salt i förhållande till Devysers marknader (mer om dessa nedan), men vi tycker att det ger en fingervisning om var vi står idag och den stora potentialen som fortsatt finns inom området.

## Stor potential inom Devyser's utvalda segment

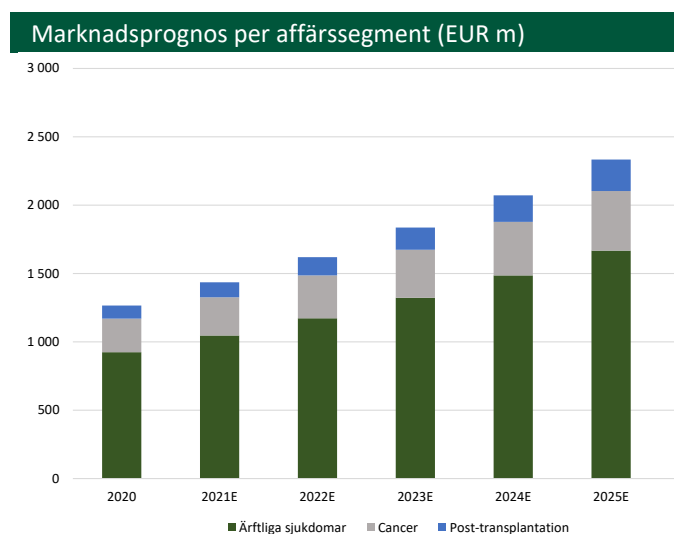
Inför notering 2021 lät bolaget genomföra en marknadsanalys (Arthur D. Little) omfattande bolagets specifika segment. Analysen indikerar en total adresserbar marknad (TAM) för Devyser's testkit på EUR 5,3 md för 2020 och den förväntas växa till EUR 5,8 md under 2026. Penetrationen är ännu begränsad och den nåbara marknaden (SAM) uppskattas växa till och med 2026 till ett värde om EUR 2,6 md (cirka 28,6 mdkr), vilket visar att Devyser ännu enbart skrapat på ytan. Förbättringar i ersättningssystem och en ökad medvetenhet om fördelarna vid genetisk testning är viktiga drivkrafter för att öka penetration av bolagets totala marknad.



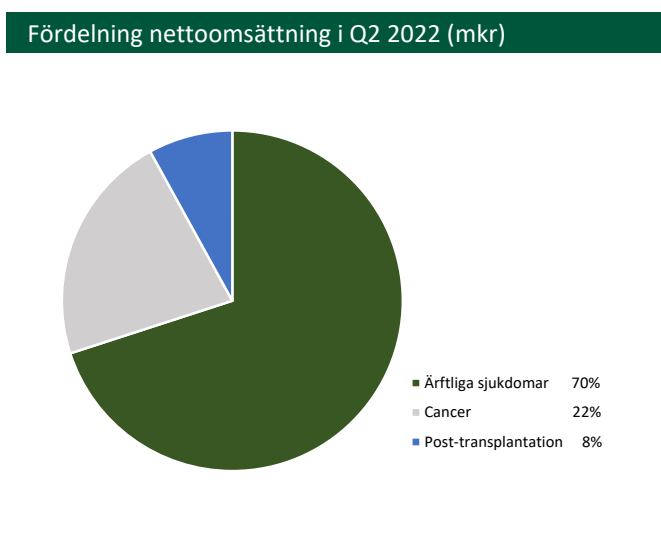
Källa: Bolaget

Den viktigaste marknaden är USA som representerar omkring en fjärdedel av världsmarknaden och dess storlek beräknas vara i nivå med de fem största europeiska marknaderna (Frankrike, Italien, Tyskland, Storbritannien och Spanien). I USA bedöms marknadspenetrationen för genetiska tester uppgå till 35 procent, medan den i Europa ligger omkring 20 procent

Snabbast tillväxt inom DNA-diagnostik förväntas i Asien, där Japan och Kina sticker ut som särskilt intressanta för Devyser.



Källa: EPB, Bolagets marknadsanalys



Källa: EPB, Bolaget



Utöver ökad medvetenhet om fördelar med DNA-testning och förbättringar i ersättningssystem, bedömer vi, att stigande prevalens och fortsatta tekniska landvinningar kommer få bolagets marknadssegment att växa under många år framåt. Särskilt intressant med NGS-tekniker är att det skapar förutsättningar att på ett kostnadseffektivt sätt genomföra större screeningprogram och därmed bättre kunna förebygga sjukdomar. Screeningprogram kan innebära en betydande potential för Devyser, så som vi fått exempel på från det senaste avtalet i Kanada.

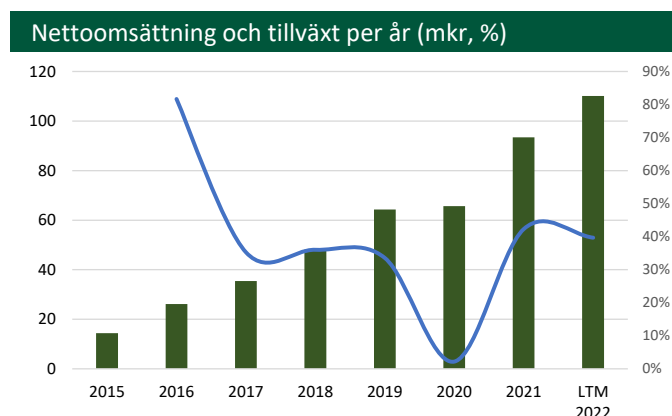
### **Konkurrenser**

Området är ordentligt konkurrensutsatt med ett antal stora spelare och många små. Illumina är den ledande aktören inom NGS-fältet och de bedöms ha en marknadsandel på instrumentsidan om 60–80 procent. Bolaget är primärt aktiva på instrumentsidan, men marknadsför även fullgenom-testkit inom cancer, de har tester för cystisk fibros och icke-invasiv RhD test samt reagenser. Andra betydelsefulla instrumenttillverkare inom NGS är Thermo Fisher/Ion Torrent, Qiagen, och BGI/MGI. Vår uppfattning är att instrumentbolagen främst är inriktade på den delen av marknaden och tillhörande service, de begränsat aktiva i utveckling av egna testkit.

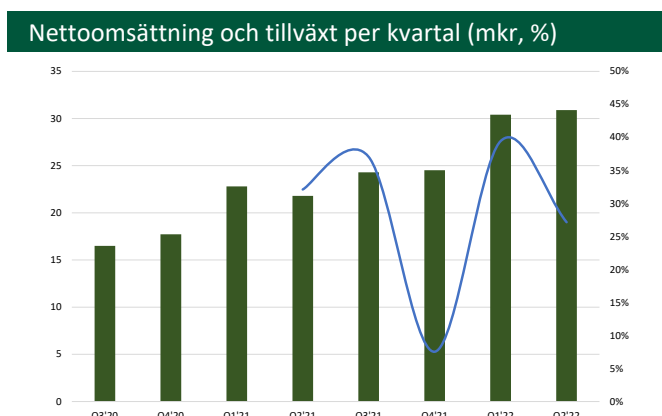
Konkurrensen bedömer vi främst kommer från andra specialiserade diagnostikbolag, men även från de större kommersiella laboratoriekedjorna som utvecklar egna tester. Det finns ett antal mindre diagnostikbolag med liknande strategi som Devyser, så som 4bases och CareDx. En stor mängd diagnostikbolag har sitt huvudsakliga fokus på att utveckla helt egna tester som bygger på exempelvis unika genuppsättningar för detektion av sjukdom och är därmed inga direkta konkurrenser.

## Finansiella mål och utfall

Bolagets rapport för det andra kvartalet visade på stark tillväxt och nettoomsättningen steg till 30,9 mkr (21,8), en ökning med 41,5 procent varav 36,2 procent valutajusterat. Nettoomsättningen under de senaste tolv månaderna (t.o.m. Q2 2022) ligger nu på 110,1 mkr (78,8), vilket innebär en tillväxt på 39,7 procent.



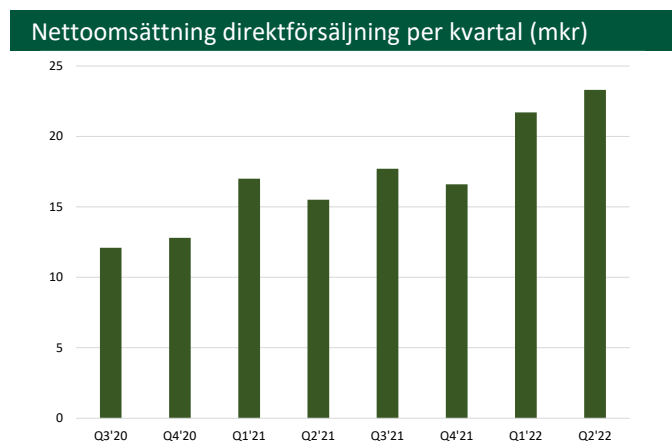
Källa: EPB, Bolaget



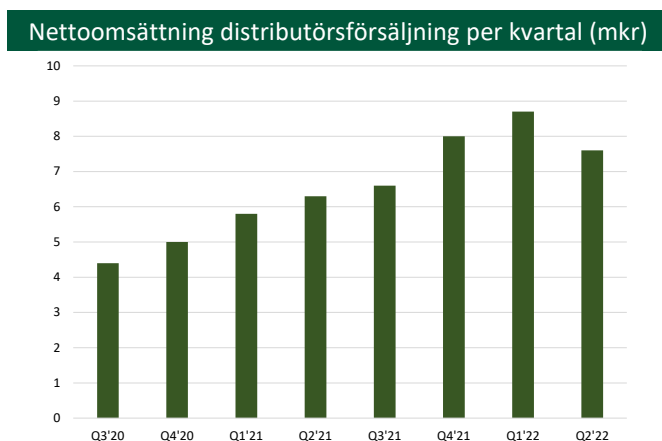
Källa: EPB, Bolaget

I likhet med många andra bolag så var 2020 ett mellanår med hack i tillväxtkurvan, då rutindiagnostik fick konkurrens av covid-19-testning och restriktioner. De negativa effekterna av pandemin har därefter successivt minskat i betydelse, men hade en fortsatt påverkan över 2021. Bolaget indikerar dock att de negativa effekterna av pandemin nu mer eller mindre helt är borta i Europa. Det gynnsamma inför framtiden är att under pandemin har testkapaciteten byggts ut kraftigt hos flera av aktörerna på laboriemarknaden, vilket framöver kan behöva fyllas av ökade volymer från rutintestning.

Motorn i tillväxten under det senaste året har varit den egna direktförsäljningen som fortsatte visa en stark utveckling under Q2'22. Den växte med 50,3 procent medan distributörsförsäljningen ökade med mer modesta 20,6 procent under perioden.

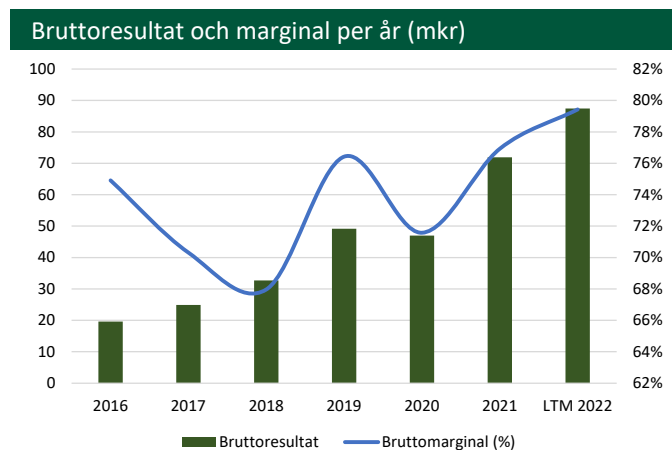


Källa: EPB, Bolaget

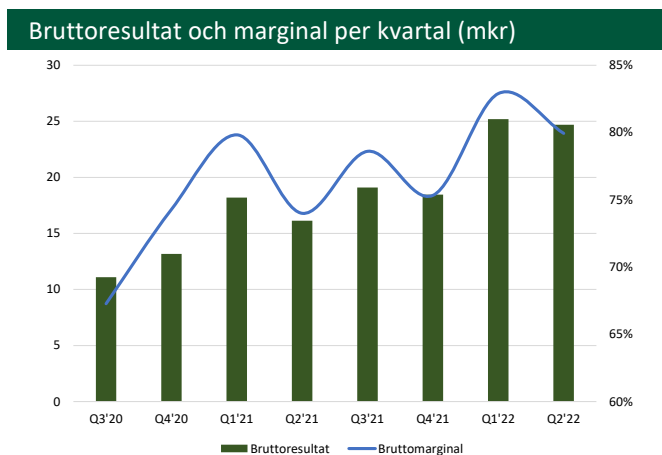


Källa: EPB, Bolaget

Bolagets produkter tillför betydande värden och de ligger i den övre skalan av ersättningssystemen för diagnostiska tester, vilket skapar förutsättningar för höga marginaler. Utöver det finns tydliga skalfördelar i verksamheten, vilket varit tydligt under de senaste åren med en successivt stigande bruttomarginal som på 12-månadersbasis närmar sig 80 procent. Därtill har den påverkats positivt från förvärvet av SmartSeq tidigare i år.

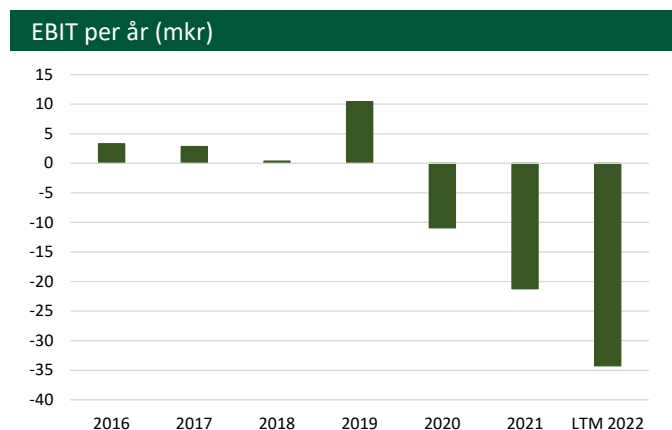


Källa: EPB, Bolaget

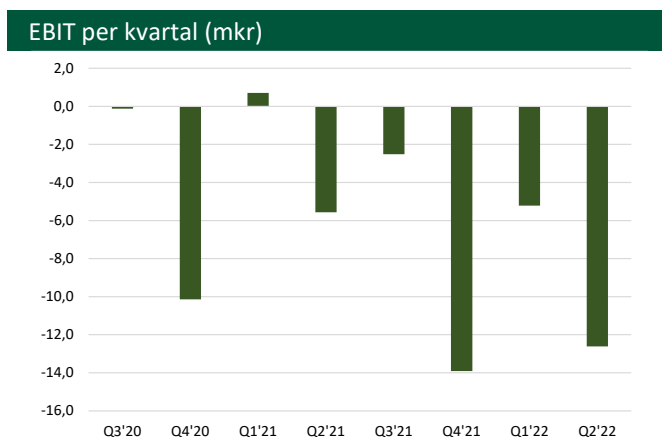


Källa: EPB, Bolaget

Fram till 2019 visade bolaget lönsamhet på EBIT-nivå. Sedan 2020 skiftade fokus från att visa lönsamhet till att leverera tillväxt. Allt eftersom fokuset på lönsamheten nedprioriterats, har resultatet vänt till negativt och EBIT på rullande tolv månadersbasis försvagas till -34,3 mkr (-15,1) i Q2 2022.



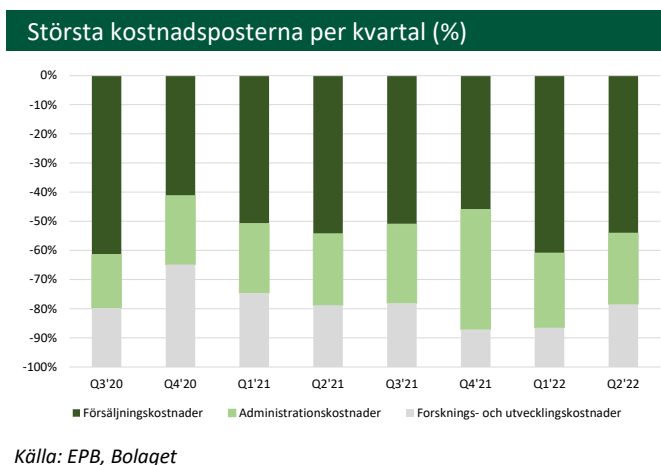
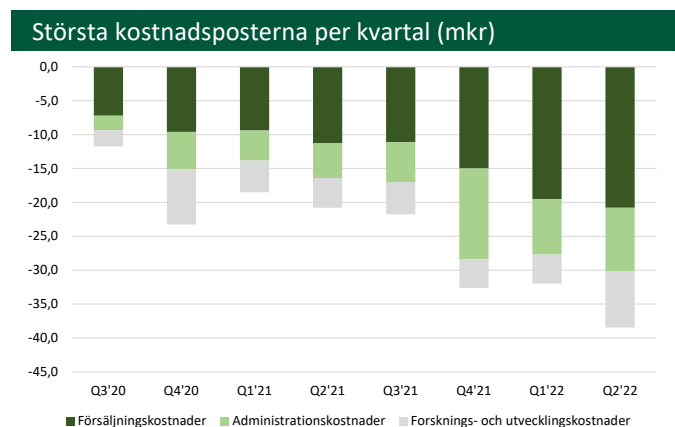
Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

Den snabbaste ökningstakten bland kostnadsposterna ser vi för försäljningskostnaderna, vilket rimmar väl med satsningarna på att bygga ut den egna direktförsäljningen på fler marknader. Sedan i slutet av 2021 har bolaget stärkt upp sin närvaro i Nordamerika med egna säljare och under H1 2022 har egen direktförsäljning även satts upp i Benelux, Spanien och Storbritannien. Från december i år inleds direktförsäljning även i Frankrike.

Vägen till att bli ett noterat bolag har även kostat på och vi såg effekterna av det i slutet av 2021 med ordentligt ökade administrationskostnader.

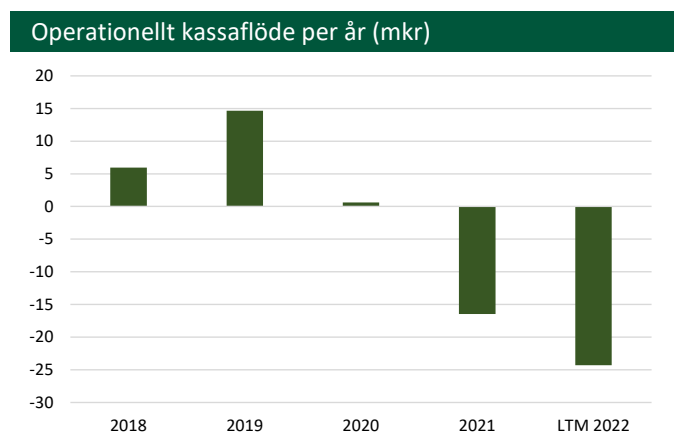


Utöver satsningar på försäljning har bolaget ökat investeringarna i forskning och utveckling, vilket var särskilt tydligt i Q2 2022. Det är utvecklingsprojekt såväl som anpassningar av befintliga produkter till nya instrumentmodeller som driver utvecklingen.

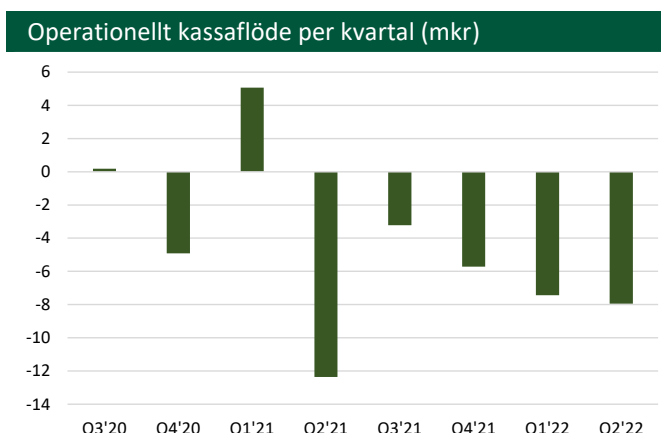
Resultaträkning per kvartal (mkr)								
	Q3'20	Q4'20	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22
Nettoomsättning	16,5	17,7	22,8	21,8	24,3	24,5	30,4	30,9
Kostnad för sålda varor	-5,4	-4,6	-4,6	-5,7	-5,2	-6,1	-5,2	-6,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>11,1</b>	<b>13,2</b>	<b>18,2</b>	<b>16,1</b>	<b>19,1</b>	<b>18,5</b>	<b>25,2</b>	<b>24,7</b>
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,6	1,0	0,5	0,6	1,2	2,7	1,6
Försäljningskostnader	-7,2	-9,6	-9,4	-11,3	-11,1	-15,0	-19,5	-20,8
Administrationskostnader	-2,2	-5,5	-4,4	-5,1	-5,9	-13,4	-8,2	-9,4
Forsknings- och utvecklingskostnader	-2,4	-8,2	-4,7	-4,4	-4,8	-4,2	-4,3	-8,3
Resultat från andelar i intresseföretag	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,7	0,0	-1,3	-0,6	-1,3	-1,1	-0,5
<b>EBITDA</b>	<b>1,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-12,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-10,5</b>
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>-10,1</b>	<b>0,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-13,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>-12,6</b>
Finansiella intäkter		0,0	0,0	0,0		0,2	0,0	0,0
Finansiella kostnader		-0,3	-0,2	-0,5		-0,1	-0,1	-0,7
Finansnetto	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,6
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-0,4</b>	<b>-10,4</b>	<b>0,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-13,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>-13,3</b>
Skatt	-0,5	2,3	-0,8	-0,1	-1,0	3,1	-0,8	-1,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-0,8</b>	<b>-8,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-10,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-14,3</b>

Källa: EPB, Bolaget

Kassaflödet från den löpande verksamheten i Q2 2022 uppgick till -7,9 mkr (-12,4). Under kvartalet påverkades kassaflödet positivt av rörelsekapitalförändringar med 3,5 mkr (-7,7). Den påverkan blir mindre tydlig på rullande tolv månadersbasis och här syns effekterna av bolagets ökade satsningar på försäljning och utveckling.

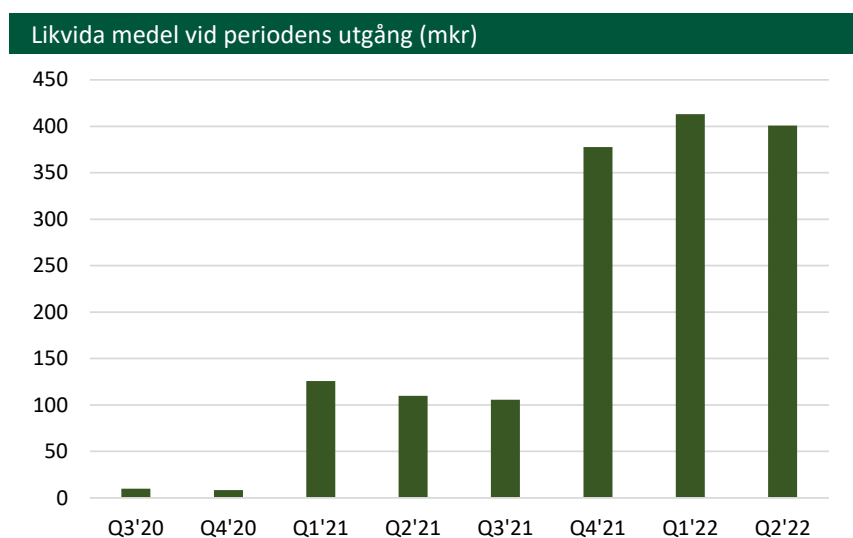


Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

Efter fjolårets nyemission i samband med noteringen är dock bolagets finansiella position stark. Likvida medel per den sista juni uppgick till 400,8 mkr (109,7). Nettokassan, när vi inkluderar leasing skulder, uppgår till 382,7 mkr.



Källa: EPB, Bolaget

### Finansiella målen inom räckhåll

Som vi redan berört sattes det upp tre finansiella mål inför noteringen i slutet av 2021, att styra efter under de kommande tre till fem åren. Det handlar om:

- En årlig organisk försäljningstillväxt på över 30 procent
- Att etablera en bruttomarginal inom tre till fem år på över 80 procent
- Att inom tre till fem år uppnå en EBIT-marginal på över 20 procent

Till och med H1 2022 så är två av de tre målen i hamn, försäljningstillväxt och bruttomarginal. Med en bruttomarginal på över 80 procent så framstår EBIT-marginalmålet även nåbart och kanske till och med försiktigt. Utöver dessa finansiella mål har bolaget även kommunicerat ett långsiktigt mål om att dela ut 30 till 50 procent av resultatet efter skatt.

## Finansiella prognoser

Vi förväntar oss att den underliggande efterfrågan kommer ligga på mellan 15–20 procent till och med 2026, därmed över tiden för bolagets finansiella mål. Med stöd från nya produktsatsningar, nytt regelverk i EU och investeringar i säljorganisationen så bedömer vi att Devyser kommer kunna växa dubbelt så fort under perioden. Därefter ser vi en avtagande tillväxttakt, men fortsatt hög. Lönsamhetsmässigt bedömer vi att bolaget är tillbaka med svarta siffror från 2024 och når det finansiella EBIT-målet 2026. Beroende på skattemässiga underskottsavdrag, så förväntar vi oss att det dröjer till 2027 innan dess bolaget börjar betala full skatt.

I verksamheten finns tydliga skalfördelar och det ger möjligheter att långsiktigt nå höga marginaler. Vi förväntar oss att Devyser uthålligt kan nå EBIT-marginaler på 30 procent eller bättre. Här har vi tagit stöd ifrån andra diagnostikbolag, vars marginaler grovt ligger mellan 20–30 procent. Vi kan konstatera att vissa specialiserade tillverkare av diagnostik tester har nått ännu högre EBIT-marginaler upp mot 40–50 procent.

Prognoser helår 2018-2031 (mkr)														
	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Nettoomsättning	48,1	64,3	65,7	93,5	128,2	177,8	240,1	319,3	418,3	543,8	679,7	815,7	938,0	1050,6
Kostnad för sålda varor	-15,4	-15,2	-18,7	-21,6	-25,4	-32,4	-38,4	-47,9	-62,7	-81,6	-102,0	-122,4	-140,7	-157,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>32,7</b>	<b>49,1</b>	<b>47,0</b>	<b>71,9</b>	<b>102,8</b>	<b>145,5</b>	<b>201,7</b>	<b>271,4</b>	<b>355,6</b>	<b>462,2</b>	<b>577,8</b>	<b>693,3</b>	<b>797,3</b>	<b>893,0</b>
Övriga rörelseintäkter	3,9	2,3	2,4	3,4	8,1	7,6	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Försäljningskostnader	-22,7	-24,3	-30,2	-46,9	-84,3	-100,7	-117,6	-140,5	-159,0	-201,2	-244,7	-285,5	-328,3	-367,7
Administrationskostnader	-7,0	-9,4	-11,7	-28,8	-35,5	-37,9	-40,8	-43,1	-54,4	-65,3	-74,8	-81,6	-84,4	-84,0
Forsknings- och utvecklingskostnader	-6,5	-6,8	-16,7	-18,1	-28,6	-35,9	-38,4	-46,3	-56,5	-70,7	-81,6	-89,7	-93,8	-105,1
Resultat från andelar i intresseföretag	0,0	-0,5	-1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	-3,2	-2,8	-3,4	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
<b>EBITDA</b>	<b>3,7</b>	<b>15,9</b>	<b>1,7</b>	<b>-15,2</b>	<b>-32,1</b>	<b>-14,1</b>	<b>19,7</b>	<b>57,8</b>	<b>105,7</b>	<b>149,1</b>	<b>204,3</b>	<b>268,2</b>	<b>327,3</b>	<b>377,2</b>
<b>EBIT</b>	<b>0,4</b>	<b>10,4</b>	<b>-10,9</b>	<b>-21,2</b>	<b>-40,3</b>	<b>-24,8</b>	<b>5,8</b>	<b>40,5</b>	<b>84,8</b>	<b>124,1</b>	<b>175,7</b>	<b>235,5</b>	<b>289,8</b>	<b>335,2</b>
Finansnetto	-0,6	-0,8	-1,0	-0,7	-1,2	-0,8	-1,2	-1,6	-2,1	-2,7	-3,4	-4,1	-4,7	-5,3
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-0,2</b>	<b>9,6</b>	<b>-11,9</b>	<b>-21,9</b>	<b>-41,5</b>	<b>-25,6</b>	<b>4,6</b>	<b>38,9</b>	<b>82,7</b>	<b>121,4</b>	<b>172,3</b>	<b>231,5</b>	<b>285,1</b>	<b>329,9</b>
Skatt	0,8	-2,6	1,0	1,2	-1,8	0,0	0,0	0,0	-1,7	-25,0	-35,5	-47,7	-58,7	-68,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>0,5</b>	<b>7,0</b>	<b>-10,9</b>	<b>-20,7</b>	<b>-43,3</b>	<b>-25,6</b>	<b>4,6</b>	<b>38,9</b>	<b>81,0</b>	<b>96,4</b>	<b>136,8</b>	<b>183,8</b>	<b>226,4</b>	<b>262,0</b>
Tillväxt y/y	36,0%	33,6%	2,2%	42,3%	37,1%	38,7%	35%	33%	31%	30%	25%	20%	15%	12%
Bruttomarginal	68,0%	76,4%	71,6%	76,9%	80,2%	81,8%	84,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
EBITDA	7,6%	24,8%	2,6%	-16,3%	-25,0%	-7,9%	8,2%	18,1%	25,3%	27,4%	30,1%	32,9%	34,9%	35,9%
EBIT	0,8%	16,2%	-16,6%	-22,7%	-31,4%	-13,9%	2,4%	12,7%	20,3%	22,8%	25,9%	28,9%	30,9%	31,9%
Antal aktier	8,7	8,7	8,7	12,2	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Antal aktier, full utspädning	9,0	9,1	9,4	12,9	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
EPS	0,06	0,81	-1,25	-1,70	-2,70	-1,60	0,29	2,43	5,06	6,02	8,55	11,48	14,14	16,37
EPS, full utspädning	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,55	-1,51	0,27	2,29	4,77	5,67	8,06	10,82	13,33	15,43

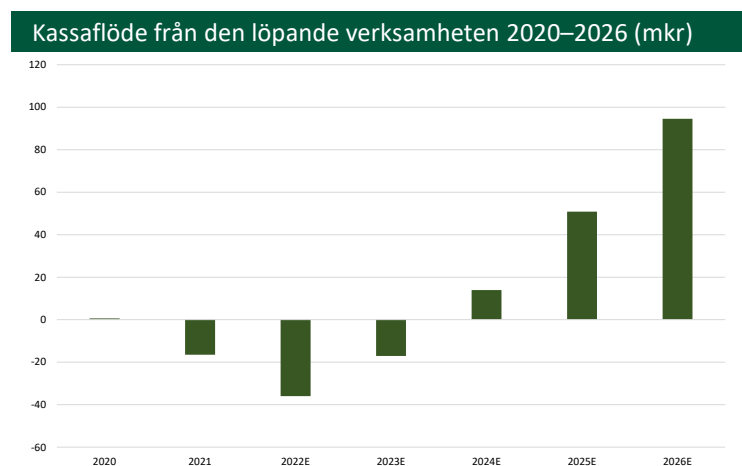
Källa: EPB, Bolaget

I våra kvartalsestimat nedan så har vi förväntat oss en ganska jämn och stabil tillväxttakt närmaste kvartalen. De tillväxtfrämjande investeringar som genomförs kommer fortsätta att tynga lönsamheten, men successivt förbättras under 2023.

Prognoser per kvartal 2021-2023 (mkr)												
	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	Q1'22	Q2'22	Q3'22E	Q4'22E	Q1'23E	Q2'23E	Q3'23E	Q4'23E
Nettoomsättning	22,8	21,8	24,3	24,5	30,4	30,9	32,3	34,6	39,5	42,6	45,9	49,8
Kostnad för sålda varor	-4,6	-5,7	-5,2	-6,1	-5,2	-6,2	-7,1	-6,9	-7,5	-7,7	-8,7	-8,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>18,2</b>	<b>16,1</b>	<b>19,1</b>	<b>18,5</b>	<b>25,2</b>	<b>24,7</b>	<b>25,2</b>	<b>27,7</b>	<b>32,0</b>	<b>35,0</b>	<b>37,2</b>	<b>41,3</b>
Övriga rörelseintäkter	1,0	0,5	0,6	1,2	2,7	1,6	1,8	2,0	1,8	1,8	2,0	2,0
Försäljningskostnader	-9,4	-11,3	-11,1	-15,0	-19,5	-20,8	-21,3	-22,6	-22,9	-24,7	-25,7	-27,4
Administrationskostnader	-4,4	-5,1	-5,9	-13,4	-8,2	-9,4	-8,4	-9,5	-8,9	-9,6	-9,4	-10,0
Forsknings- och utvecklingskostnader	-4,7	-4,4	-4,8	-4,2	-4,3	-8,3	-7,8	-8,3	-8,3	-9,0	-9,2	-9,5
Resultat från andelar i intresseföretag	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-1,3	-0,6	-1,3	-1,1	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,1</b>	<b>-4,1</b>	<b>-1,0</b>	<b>-12,3</b>	<b>-3,6</b>	<b>-10,5</b>	<b>-9,0</b>	<b>-9,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,6</b>	<b>-2,1</b>
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>-2,5</b>	<b>-13,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>-12,6</b>	<b>-11,1</b>	<b>-11,4</b>	<b>-7,0</b>	<b>-7,3</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,5</b>
Finansnetto	-0,2	-0,5	-0,1	0,1	-0,1	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-13,8</b>	<b>-5,4</b>	<b>-13,3</b>	<b>-11,3</b>	<b>-11,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,7</b>
Skatt	-0,8	-0,1	-1,0	3,1	-0,8	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-0,3</b>	<b>-6,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>-10,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-14,3</b>	<b>-11,3</b>	<b>-11,6</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,7</b>
Tillväxt y/y			47,3%	38,3%	33,3%	41,7%	33,0%	41,0%	30,0%	38,0%	42,0%	44,0%
Bruttomarginal	79,8%	74,0%	78,6%	75,3%	82,9%	79,9%	78,0%	80,0%	81,0%	82,0%	81,0%	83,0%
EBITDA	9,2%	-18,7%	-4,2%	-50,2%	-11,9%	-34,0%	-27,8%	-26,6%	-11,9%	-11,8%	-7,9%	-4,2%
EBIT	3,1%	-25,6%	-10,4%	-56,7%	-17,2%	-40,8%	155,9%	164,8%	93,2%	95,3%	69,0%	52,9%
Antal aktier	10,2	11,3	11,3	12,2	15,7	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0	16,0
Antal aktier, full utspädning	10,8	11,9	12,2	12,9	16,5	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0	17,0
EPS	-0,03	-0,55	-0,32	-0,87	-0,39	-0,89	-0,70	-0,72	-0,45	-0,47	-0,39	-0,29
EPS, full utspädning	-0,03	-0,52	-0,29	-0,82	-0,37	-0,84	-0,66	-0,68	-0,42	-0,44	-0,37	-0,28

Källa: EPB

I vår kassaflödes bedömning har vi räknat med att bolaget resultat i hög grad kommer att översättas i kassaflöden. Även om det kommer att finnas investeringsbehov, så bedömer vi att de är relativt modesta och över tid minskar som andel av försäljningen. För CAPEX som andel av försäljningen räknar vi med att den kommer uppgå till drygt 13 procent 2022 och sedan successivt sjunker ner mot 2 procent från 2031 och framåt. För rörelsekapitalförändringar bedömer vi att de kommer att utgöra mellan 1,5 och 2,0 procent av försäljning och att den nivån ligger still över prognostiden.



Källa: EPB, Bolaget

## Värdering

Vår värdering av Devyser tar avstamp i DCF-modell, men vi har även tagit hänsyn till värderingen av jämförbara bolag som en sanity check. DCF-modellen bygger på prognoser som sträcker sig tio år framåt och därefter använder vi antagande om terminaltillväxt på 3 procent per år och som uthållig rörelsemarginal ser vi nivåer på 30 procent (i linje med liknande bolag i sektorn). För att diskontera framtida kassaflöden använder vi en WACC på 13 procent.

### DCF-sammanfattning Devyser

<b>Wacc uträkning</b>			
Riskfri ränta	2,5%		
Beta koefficient	1,00	Räntekostnad	0,0%
Riskpremie	5,5%	Skattesats	20,6%
Extra riskpremie (m.cap)	5,0%	Skulder/(skulder + eget kapital)	0%
<b>Cost of equity</b>	<b>13,0%</b>	<b>WACC</b>	<b>13,0%</b>
<b>DCF-fördelning</b>	<b>SEK m</b>		<b>Per aktie SEK</b>
DCF 2022-2026	126,2		7,43
DCF 2027-2031	458,9		27,02
Terminalvärde	682,5		40,19
Nettokassa	400,8		23,60
Räntebärande skulder (leasing)	-17,5		-1,03
<b>Summa</b>	<b>1650,8</b>		<b>97,2</b>
CAGR 2022-2026	35,1%		
CAGR 2027-2031	20,2%		
Terminal tillväxt	3,0%		
EBIT-marginal 2022-2026	5,1%		
EBIT-marginal 2027-2031	28,8%		
Terminal EBIT-marginal	30,0%		

Källa: EPB

Nedan följer en känslighetsanalys där vi simulerat olika nivåer för WACC och Uthållig EBIT-marginal.

### Känslighetsanalys (WACC/Terminal EBIT)

	Uthållig tillväxt				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
11,0%	114,8	118,5	122,6	127,3	132,7
12,0%	102,7	105,4	108,4	111,8	115,6
13,0%	92,9	94,9	<b>97,2</b>	99,7	102,5
14,0%	84,8	86,4	88,1	90,1	92,2
15,0%	78,1	79,3	80,7	82,2	83,8

Källa: EPB

### Känslighetsanalys (WACC/Terminal tillväxt)

		Uthållig EBIT-marginal				
		20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
WACC	11,0%	101,4	112,0	122,6	133,2	143,8
	12,0%	91,3	99,9	108,4	117,0	125,5
	13,0%	83,3	90,2	<b>97,2</b>	104,2	111,2
	14,0%	76,6	82,4	88,1	93,9	99,7
	15,0%	71,1	75,9	80,7	85,5	90,3

Källa: EPB



## Värdering av liknande bolag

Nedan visas tabeller på bolag som är aktiva inom diagnostikområdet, Vi har även kikat på bolag i samma storlek med Devyser för att förstå deras värdering. Enligt våra estimat så handlas Devyser till EV/S för 2022–2024 om 5,6x, 4,3x och 3,2x. Vad gäller EV/EBITDA så handlas aktien till negativa värden 2022 och 2023, medan multiplerna uppgår till 39,0x för 2024. Utifrån bolagets tillväxtsatsningar närmaste åren, så anser vi av EV/S är den multipl som ger mest information av nuläget.

### Värdering av jämförbara bolag i USA (MDSEK)

(MDSEK)			EV/S			EV/EBITDA		
Bolag	M. cap	EV	2022	2023	2024	2022	2023	2024
bioMerieux	116,1	116,1	3,1x	3,0x	2,9x	12,7x	12,7x	12,0x
CareDx	9,1	6,6	1,9x	1,7x	1,5x	Neg	127,4x	21,5x
DiaSorin S.p.A.	78,4	87,1	5,9x	5,8x	5,4x	15,3x	15,9x	14,7x
Guardant Health	53,4	57,7	11,8x	9,2x	7,0x	Neg	Neg	Neg
Myriad Genetics, Inc.	14,4	14,1	1,9x	1,8x	1,7x	Neg	24,7x	34,6x
Natera	45,6	44,8	5,0x	4,0x	3,2x	Neg	Neg	Neg
Quest Diagnostics Inc.	180,1	224,3	2,1x	2,1x	2,2x	2,1x	11,0x	10,3x
QuidelOrtho	64,5	94,7	2,2x	3,1x	2,9x	5,7x	10,5x	9,6x
<b>Medel</b>			<b>4,2x</b>	<b>3,8x</b>	<b>3,3x</b>	<b>8,9x</b>	<b>33,7x</b>	<b>17,1x</b>
<b>Median</b>			<b>2,6x</b>	<b>3,1x</b>	<b>2,9x</b>	<b>9,2x</b>	<b>14,3x</b>	<b>13,4x</b>

Källa: EPB, FactSet

De flesta av bolagen i tabellen ovan är avsevärt större än Devyser och har byggt upp omfattande verksamhet. Merparten av dessa bolag erbjuder relativt enkla tester med bruttomarginaler fördelade mellan 50 och 70 procent. De enda två av ovanstående bolag som är i närheten av förväntas kunna uppvisa hög tillväxttakt i nivå med Devyser är Guardant Health och Natera.

I tabellen nedan har vi inkluderat svenska bolag med verksamheter inom liknande områden som Devyser och marknadsvärde som ligger mer i samma kategori.

### Värdering av jämförbara bolag i Sverige (MSEK)

(MSEK)			EV/S			EV/EBITDA		
Bolag	M. cap	EV	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Bio-Works	641,8	561,9	13,2x	8,2x	5,1x	Neg	Neg	Neg
Biotage	11652,7	11514,7	7,1x	6,2x	5,6x	24,8x	23,1x	20,9x
Bonesupport	5661,7	5467,6	17,1x	11,3x	7,7x	Neg	131,7x	57,0x
Genovis	2644,8	2573,5	20,8x	17,6x	8,6x	55,0x	49,6x	14,5x
Mentice	892,4	879,7	3,8x	3,0x	2,5x	337,3x	19,1x	10,9x
Raysearch	1950,7	2336,9	3,0x	2,7x	2,4x	7,3x	6,5x	5,7x
Vitrolife	24637,8	26540,3	8,3x	7,2x	6,1x	25,1x	22,0x	18,5x
<b>Medel</b>			<b>10,5x</b>	<b>8,0x</b>	<b>5,4x</b>	<b>89,9x</b>	<b>42,0x</b>	<b>21,2x</b>
<b>Median</b>			<b>8,3x</b>	<b>7,2x</b>	<b>5,6x</b>	<b>25,1x</b>	<b>22,6x</b>	<b>16,5x</b>

Källa: EPB, FactSet

Vårt intryck utifrån hur jämförbara bolag handlas på borserna, så anser vi att det ger stöd för vår värdering.

## **De främsta riskerna i våra antaganden**

### **Svårt att upprepa framgångarna i Italien på andra marknader**

Bolaget har kunnat växa kraftigt under många år, men är fortsatt en liten spelare inom diagnostikområdet. Vi uppfattar att bolagets varumärke är relativt okänt utanför Norden och Italien. Vi anser att det är en risk för att bolaget inte lyckas upprepa sina stora framgångar från den italienska marknaden som ännu utgör över 50 procent av försäljning. Att framgångsrikt expandera direktförsäljningen till fler marknader är väsentligt för att långsiktigt kunna växa till en ledande spelare.

### **Regelverksförändringar i USA kan fördyra och fördröja lanseringar**

Bolaget har idag möjlighet att lansera sina testkit direkt till laboratorier som då blir ansvariga för testets kliniska egenskaper. Det har funnits signaler om att skärpa reglerna i USA, vilket potentiellt skulle kunna leda till högre kostnader och längre ledtider för att lansera nya produkter på den amerikanska marknaden.

### **Regelverk i EU kan bli mer utmanande än vi räknat med**

I nuläget framstår Devyser ligga bra till i förberedelser för att migrera sina testkit anpassade för det nya IVDR direktivet. Än så länge har dock bolaget bara en produkt som tagit sig igenom processen. Det återstår att få det bekräftat att bolaget kan få fler produkter godkända och framför allt nya tester som utvecklas.

### **Negativ utveckling inom ersättningssystem**

Sjukvården är konstant utsatt för kostnadstryck och det är särskilt tydligt på den europeiska marknaden, där justeringar nedåt för etablerade produkter kan förekomma. Vi ser det exempelvis inom basal diagnostik. Desto större kostnadsbördan blir i sjukvårdssystemen för DNA-testning, så riskerar det att leda till sänkta nationella ersättningar per test. Det kan komma att slå mot bruttomarginaler och därmed lönsamheten.

Devyser är ett medicinteknikbolag inom diagnostiska gentester och verksamhetens arbete fokuserar på såväl utveckling som tillverkning och distribution. Gentesterna, i samverkan med mjukvaran för analys av provresultat, möjliggör en förenklad och snabb process för denna typ av test. DNA-testerna återfinns inom flertalet segment, så som onkologi, transplantation samt för ärftliga sjukdomar. Bolagets marknad är stor och genom effektivare tillvägagångssätt för att upptäcka sjukdomar tidigare, utgör bolaget en viktig roll ur ett socialt perspektiv globalt.

### Environment

Devysers verksamhet beskriver sitt miljöavtryck som lågt. Genom noga utvalda produkter, tjänster och samarbeten med leverantörer, strävar bolaget mot effektiv resursanvändning. Detta inkluderar därmed även mindre energianvändning, lägre mängd utsläpp av koldioxid och andra föroreningar, samt medvetenhet vad gäller vattenanvändning. Utveckling samt produktion sker i Sverige, medan försäljning och distribution sker på en global nivå. Därmed kan vissa utsläpp och föroreningar kopplas till nödvändiga transporter av även färdiga produkter. Genom användande av mjukvara (SaaS-lösning) vid dataanalys av slutkundens resultat från användandet av testkittet, möjliggörs analys och rapportering av provsvar på ett mer effektivt och miljövänligt sätt.

### Social

Bolagets diagnostiska tester adresserar en stor marknad när det kommer till bland annat ärftliga sjukdomar. Inom onkologisegmentet finns diagnostiska testkit vilka kan användas för att påträffa eventuella cancergener. Om cancer såväl som andra livshotande sjukdomar kan upptäckas tidigare, finns en betydligt större chans att förhindra dödsfall. Utifrån det sociala perspektivet arbetar även Devyser aktivt för goda arbetsvillkor och en säker arbetsmiljö. Genom bolagets uppsatta Code of Conduct, eftersträvas upprätthållandet av goda arbetsförutsättningar.

### Governance

Bolagets Code of Conduct, som verkstälts under 2016, motverkar även diskriminering, korruption och barnarbete. Av detta följer de etiska grunder som samtliga anställda ska arbeta utifrån. Devyser följer de lokala lagar och regler som gäller, där styrelse och ledning utgör en kontrollfunktion. Genom interna kontroller samt processer för riskbedömning, har bolaget utformat styrdokument, instruktioner och policys kopplat till dess upprätthållande.

## Appendix: Ledning

---

### **Fredrik Alpsten – VD**

VD sedan 2020.

Tidigare befattningar: Group CFO Boule Diagnostics, CEO Clinical Diagnostic Solutions Inc, Deputy CEO, CFO IRRAS AB och CFO AlgiPharma AB.

Andra viktiga uppdrag: Inga

Innehav: Teckningsoptioner avseende 225 000 aktier

### **Sabina Berlin – CFO**

CFO sedan 2021.

Andra viktiga uppdrag: Director of Zymology AB.

Innehav: 1 379 aktier, Teckningsoptioner avseende 40 000 aktier

### **Ulf Klangby – Vice VD**

Vice VD sedan 2020 och grundare.

Tidigare befattningar: VD Devyser, Head of Business Development Sangtec Molecular Diagnostics AB, Team Leader R&D Sangtec Molecular Diagnostics AB

Andra viktiga uppdrag: Kull Invest i Sollentuna AB.

Innehav: 886 200 aktier, Teckningsoptioner avseende 18 600 aktier

### **Göran Rydin – COO**

COO sedan 2021.

Tidigare befattningar: Senior consultant GRAB Management, CTO Envirotainer AB, VP Research och Medical Affairs Maquet, VP R&D Maquet, Director Project office Siemens Elema

Andra viktiga uppdrag: Styrelsemedlem i GRAB Management AB.

Innehav: Teckningsoptioner avseende 40 000 aktier

### **Theis Kipling – CCO**

CCO sedan 2022.

Tidigare befattningar: CCO Atlas Antibodies, olika internationella ledarpositioner inom Marknad/Försäljning Agilent, Global brand management Lundbeck A/S

Innehav: Teckningsoptioner avseende 60 000 aktier

### **Camilla Wiberg - CHRO**

CHRO sedan 2022.

Tidigare befattningar: Organizational management, coaching och HR consultant på Martin & Servera Restauranghandel AB, Coop Sverige AB och SC Motors för att nämna några. HR Manager på Orkla Care AB och HR Manager på Avanade Sweden AB

Innehav: Teckningsoptioner avseende 40 000 aktier

## Appendix: Styrelse

---

### **Mia Arnhult – Styrelseordförande**

Styrelsemedlem sedan 2010. Tidigare Revisor på Lindebergs Grant Thornton AB, Controller och CFO på M2 Gruppen samt Corem Property Group AB. Andra viktiga uppdrag inkluderar styrelseledamot och VD i M2 Asset Management.

Innehav: 500 aktier och 3 347 100 via närstående företag

### **Lars Höckenström – Styrelseledamot**

Styrelsemedlem sedan 2016. Tidigare befattningar inkluderar bland annat medgrundare och partner till Aragon Fondkommission AB, analytiker på Öhman FK AB och Pareto Securities AB, analytiker och portföljförvaltare på Catella Kapitalförvaltning AB, samt medgrundare och Senior Advisor på Naventus Corporate Finance AB. Även styrelseledamot i Guard Therapeutics AB, Consiliario AB, RhoVac AB samt styrelsesuppleant i Gårdarke Fastigheter AB, Gårdarke Invest Aktiebolag, och Gårdarke AB.

Innehav: 105 000 aktier

### **Fredrik Dahl – Styrelseledamot**

Styrelsemedlem sedan 2021. Är även styrelseordförande för Faboss Invest AB, styrelseledamot i FD Growth Capital AB, Nucleus Capital AB, Pixelgen Technologies AB och Colibri Ventures AB, styrelsesuppleant i Moligo Technologies AB och Colibri Ventures MT AB samt CEO i Colibri Ventures AB.

Innehav: 12 900 aktier

### **Pia Gideon – Styrelseledamot**

Styrelsemedlem sedan 2021. Tidigare befattningar ordförande i Action Aid AB, Klöver AB och Simris Alg AB, styrelsemedlem i Metria AB, Min Doktor AB och Proact AB. Andra uppdrag inkluderar ordförande i Qlucore AB, styrelsemedlem i Guards Therapeutics AB, Apoteket AB och Gideon Partners AB.

Innehav: -

### **Fredrik Mattsson – Styrelseledamot**

Styrelsemedlem sedan 2022. Tidigare chef för genomics divisionen samt strategisk utveckling på Vitrolife AB, Investeringsansvarig Bure Equity AB, Styrelseordförande Xvivo Perfusion AB och Biolamina AB, samt styrelseledamot Vitrolife AB. Är även CEO Ejendal Invest AB

Innehav: 5 000 aktier

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>93</b>	<b>128</b>	<b>178</b>	<b>240</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>48</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>93</b>	<b>128</b>	<b>178</b>	<b>240</b>
Kostnad sålda varor	-15	-15	-19	-22	-25	-32	-38
<b>Bruttoresultat</b>	<b>33</b>	<b>49</b>	<b>47</b>	<b>72</b>	<b>103</b>	<b>145</b>	<b>202</b>
Totala rörelsekostnader	-29	-33	-45	-87	-135	-160	-182
<b>EBITDA</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>2</b>	<b>-15</b>	<b>-32</b>	<b>-14</b>	<b>20</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>2</b>	<b>-15</b>	<b>-32</b>	<b>-14</b>	<b>20</b>
Totala avskrivningar	-3	-6	-13	-6	-8	-11	-14
<b>EBITA, justerad</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>(11)</b>	<b>(21)</b>	<b>(40)</b>	<b>(25)</b>	<b>6</b>
<b>EBIT</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-40</b>	<b>-25</b>	<b>6</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-40</b>	<b>-25</b>	<b>6</b>
Finansnetto	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-41</b>	<b>-26</b>	<b>5</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>-12</b>	<b>-22</b>	<b>-41</b>	<b>-26</b>	<b>5</b>
Total skatt	1	-3	1	1	-2	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-43</b>	<b>-26</b>	<b>5</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-43</b>	<b>-26</b>	<b>5</b>

Källa: Devyser, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	0	10	-11	-21	-40	-25	6
Övriga kassaflödesposter	3	1	12	3	7	10	13
Förändringar i rörelsekapital	3	3	0	1	-3	-3	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>1</b>	<b>-16</b>	<b>-36</b>	<b>-17</b>	<b>14</b>
Investeringar	-1	-1	0	-2	-7	-7	-12
Övriga poster	0	0	0	0	2	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>-4</b>	<b>-27</b>	<b>-51</b>	<b>-31</b>	<b>1</b>
Nyemission / återköp	0	0	5	407	48	0	0
Förändringar av lån	1	1	2	-2	1	0	0
Övriga poster	-1	-1	-2	-6	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>369</b>	<b>-7</b>	<b>-37</b>	<b>-6</b>
Omräkningsdifferenser	0	0	0	0	1	0	0
<b>Nettoskuld</b>	<b>2</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>-365</b>	<b>-352</b>	<b>-308</b>	<b>-294</b>

Källa: Devyser, EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	0	0	0	0	7	7	9
Övriga immateriella tillgångar	15	21	14	18	26	36	45
Materiella anläggningstillgångar	2	2	2	3	5	7	8
Finansiella anläggningstillgångar	2	3	5	7	9	10	11
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	3	5	6
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>20</b>	<b>41</b>	<b>35</b>	<b>44</b>	<b>68</b>	<b>90</b>	<b>111</b>
Varulager	4	4	6	7	9	13	18
Kundfordringar	14	16	16	19	28	37	48
Övriga omsättningstillgångar	1	1	9	7	4	5	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	8	10	8	378	371	334	328
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>40</b>	<b>413</b>	<b>417</b>	<b>396</b>	<b>407</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>48</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>457</b>	<b>484</b>	<b>485</b>	<b>518</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	30	37	31	417	430	408	415
<b>Summa eget kapital</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>31</b>	<b>417</b>	<b>430</b>	<b>408</b>	<b>415</b>
Långfristiga räntebärande skulder	8	8	4	0	1	2	2
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	1	1	2
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>34</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	4	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	3	6	10	10	12	18
Övriga kortfristiga skulder	0	3	2	1	2	3	4
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10</b>	<b>16</b>	<b>28</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>69</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>48</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>457</b>	<b>484</b>	<b>485</b>	<b>518</b>

Källa: Devyser, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	34%	2%	42%	37%	39%	35%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	56%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	38%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	0%	-251%	-39%	-58%	N.m.	>100%
Bruttomarginal	68,0%	76,4%	71,6%	76,9%	80,2%	81,8%	84,0%
EBITDA-marginal	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	8,2%
EBITDA-marginal, justerad	7,6%	24,8%	2,6%	Neg.	Neg.	Neg.	8,2%
EBIT-marginal	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,4%
EBIT-marginal, justerad	0,8%	16,2%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,4%
Vinst-marginal, justerad	1,1%	18,3%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,9%

Källa: Devyser, EPB

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%
ROCE, justerad	Neg.	21%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%
ROIC, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5%

Källa: Devyser, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	9%	6%	8%	7%	7%	8%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	29%	24%	25%	20%	22%	21%	20%
Leverantörsskulder / KSV	21%	22%	34%	45%	39%	38%	47%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	33%	48%	62%	34%	28%	32%	38%
Rörelsekapital / totala intäkter	25%	15%	15%	9%	9%	9%	7%
Kapitalomsättningshastighet	1,2x	1,1x	1,3x	0,2x	0,3x	0,4x	0,5x

Källa: Devyser, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	2	13	13	-365	-352	-308	-294
Soliditet	62%	50%	41%	91%	89%	84%	80%
Nettoskultsättningsgrad	0,1x	0,4x	0,4x	-0,9x	-0,8x	-0,8x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	0,6x	0,8x	7,9x	24,0x	11,0x	21,9x	-14,9x

Källa: Devyser, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,55	-1,51	0,27
EPS, justerad	0,06	0,77	-1,16	-1,61	-2,55	-1,51	0,27
FCF per aktie	0,10	0,52	-0,43	-2,08	-3,01	-1,83	0,09
Eget kapital per aktie	3,33	4,06	3,27	32,3	25,3	24,1	24,4
Antal aktier vid årets slut, m	9,01	9,10	9,41	12,9	17,0	17,0	17,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	9,01	9,10	9,41	12,9	17,0	17,0	17,0

Källa: Devyser, EPB

## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	0,0x	0,0x	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	249,4x
P/EK	0,0x	0,0x	0,0x	2,7x	2,7x	2,8x	2,8x
P/FCF	0,0x	0,0x	0,0x	Neg.	Neg.	Neg.	775,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	0,0x	0,2x	0,2x	7,6x	5,7x	4,3x	3,3x
EV/EBITDA, justerad	0,6x	0,8x	7,9x	Neg.	Neg.	Neg.	39,9x
EV/EBIT, justerad	6,0x	1,3x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	135,8x
EV	2	13	13	714	730	773	788
Aktiekurs	-	-	-	88,6	67,6	67,6	67,6

Källa: Devyser, 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 frånsäger 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 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](http://www.penser.se)