This report was completed and disseminated 24 januari 2023: 10:36 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 24 januari 2023

Orexo

Intressant läge

Dags för Q4'22-rapport

Vi förväntar oss en siffermässigt relativt odramatisk rapport för Q4'22 den 26 jan (före öppning). Försäljningen av Zubsolv gynnas av en stabilisering av marknadsandelen under perioden och av växelkurser. Det mest intressanta blir dock att få se de första intäkterna från samarbetet med Trinity Health, men våra förväntningar är låga. En fortsatt hög klinisk aktivitet och kostnader för legala processer gör att resultat väntas bli negativt.

Nyhetsflöde under radarn

Ny lag har klubbats i USA som innebär att förskrivning av buprenorfin (aktiv substans i Zubsolv) kan komma att spridas till läkare i primärvården. Därtill tas tidigare patienttak bort. Sammantaget bör detta ge en boost åt marknaden och gynna förskrivningen av Zubsolv. En annan nyhet som vi inte tycker har fått riktigt genomslag är de nyligen tecknade samarbetena kring amorphOX-plattformen. Avtalen styrker tidigare signaler från ledning om externt intresse för plattformen och vi skulle inte bli överraskade om bolaget kommer att teckna fler liknande avtal under året.

Värderingen ligger fast

Vi har gjort justeringar av våra estimat inför Q4'22-rapporten, men nettoeffekten på värderingen blir neutral och vi upprepar vårt motiverade värde om 46-48 kr. Vi ser ett intressant nyhetsflöde under 2023 från läkemedelsprojekten, amorphOX-plattformen och den pågående studien för modia. Främsta riskerna är den pågående legala processen med Sun Pharmaceuticals och här förväntar vi oss besked under H1'22.

Estimatändring (kr)

	22e	Δ%	23e	Δ%
Totala intäkter	629	-0,5	709	-17,0
EBITDA, just.	-114	-15,3	-30	-59,6
EPS, just.	-4,7	6,8	-3,7	-18,4

Kommande händelser

Q4 - rapport	26 januari 2023
Q1 - rapport	27 april 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	34m
Börsvärde	675
Nettoskuld	147
EV	822
Free float	70%
Daglig handelsvolym, snitt	22k
Bloomberg Ticker	ORX SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

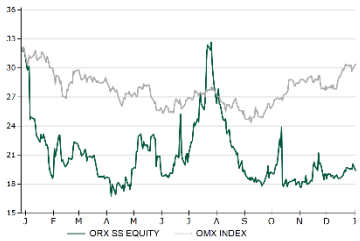
Prognos (mkr)

	2021	2022e	2023e	2024e
Totala intäkter	565	629	709	959
Intäktstillväxt	N.m.	11%	13%	35%
EBITDA, just.	-161	-114	-30	71
EBIT, just.	-214	-180	-93	8
EPS, just.	-6,5	-4,7	-3,7	-0,8
EPS-tillväxt	N.m.	29%	21%	79%
EK/aktie	10,2	6,5	2,8	2,1
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	1,3%
EV/Sales	2,2x	1,3x	1,3x	1,0x
EV/EBITDA	-	-	-	13,7x
EV/EBIT	-	-	-	121,2x
P/EK	3,4x	3,0x	6,9x	9,4x
Nettoskuld/EBITDA	-0,3x	-1,3x	-9,0x	4,2x

Värde och risk

Motiverat värde	46 - 48 kr
Aktiekurs	19,7 kr
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Orexo är ett av få svenska noterade hälsovårdsbolag med egen kommersiell verksamhet på den stora och viktiga amerikanska läkemedelsmarknaden. Efter ett par år av svagare försäljningsutveckling ser vi nu en vändning och att bolaget står inför bättre tider med tillväxt. Försäljningen av Zubsolv har stabiliserats, med potential att börja växa igen. Därutöver ser vi en positiv utveckling för nya produkter och en betydande potential i kommande lanseringar. Dessutom klarnar läget för bolagets nya utvecklingsplattform amorphOX, som har en betydande potential på längre sikt för såväl internt som externt bruk. Sammantaget anser vi att bolaget är i ett intressant läge med ett successivt minskande beroende av Zubsolv som ger en välbehövlig breddning av intäkterna. Vi bedömer att bolaget påbörjat sin väg tillbaka till positiva kassaflöden och kan nå lönsamt från 2024.

Vi anser att marknaden på nuvarande kursnivåer (19,7 kr) underskattar potentialen i portföljen och bolagets utvecklingsplattform och ser en betydande uppsida för aktien. Risken i verksamheten är dock fortsatt relativt hög då bolaget är i patenttvist kring sin huvudprodukt Zubsolv och nya produkter ännu inte har etablerats på marknaden.

Bolagsprofil

Orexo är ett heltäckande specialistläkemedelsbolag med verksamheter som sträcker sig från tidig forskning och hela vägen till kommersialisering. Som ett komplement till traditionell medicinsk behandling arbetar Orexo sedan 2020 även med digitala behandlingar. Bolaget agerar via egen marknadsorganisation på den amerikanska marknaden, medan försäljning på övriga marknader går genom partners. I USA marknadsför bolaget läkemedel och digitala behandlingar med inriktning mot beroendesjukdomar och psykisk ohälsa.

Huvudkontoret är i Uppsala, medan den kommersiella verksamheten leds från Morristown i USA. Nikolaj Sörensen är vd för bolaget sedan 2013 och därtill en ledningsgrupp om sex personer, där merparten har varit i bolaget sedan 2013 eller längre. Vi kan konstatera att samtliga i ledningsgruppen är aktieägare och äger optioner eller teckningsrätter. Bolagets organisation uppgår till drygt 120 anställda, varav drygt hälften ingår i den amerikanska verksamheten. Största ägare är Novo Holdings som även finns representerade i styrelsen. Vi uppfattar att de är en aktiv och engagerad ägare som varit villig att stötta bolaget genom åren. Utöver Novo är dock det institutionella ägandet relativt begränsat.

Värdering

Vår värdering av Orexo tar avstamp i en DCF-modell, baserad på explicita estimat på produktnivå per affärssegment, som utgår ifrån prognoser tio år framåt. Därefter använder vi ett terminalvärde om 2 procent. De framtida kassaflödena diskonteras med en WACC på 14,0 procent.

Sammanfattning DCF-modell

Värdering (mkr)	
Nuvärdet av fria kassaflöden	983
Nuvärdet av terminalvärde	804
Företagsvärde (EV)	**1 787**
Nettoskuld, senast rapporterad	147
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**1 640**
Antal utstående aktier, full utspädning	34
Eget kapital per aktie (kr)	**47,8**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Småbolagspremie	4,0%
Extra risk-premie	2,0%
WACC	**14,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Capex, % av omsättning	3,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Skattesats	20,6%

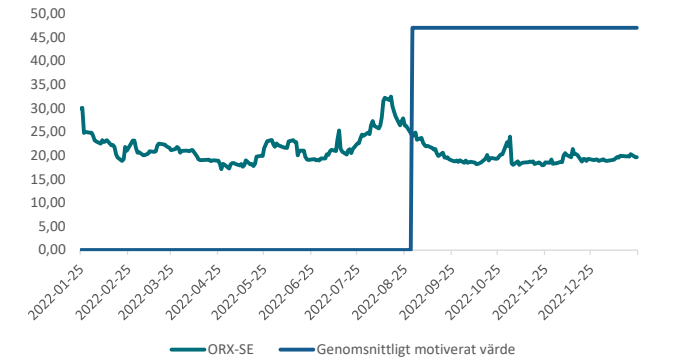
Källa: EPB

Känslighetsanalys (kr)

WACC \ Uthållig EBIT-marginal	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
12,0%	45,5	55,3	65,0	74,8	84,6
13,0%	38,8	46,7	54,6	62,6	70,6
14,0%	33,2	40,0	**47,8**	53,3	60,3
15,0%	29,5	35,0	40,6	46,2	51,8
16,0%	26,0	30,5	35,2	40,0	44,7

Källa: EPB

Historiskt motiverat värde och aktiekurs (kr)



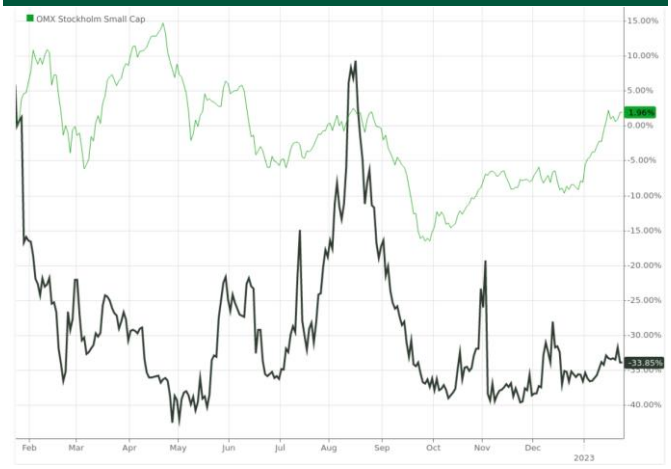
Källa: EPB, FactSet

Aktiekursen har utvecklats svagt i förhållande till Stockholmsbörsens breda index, OMX Stockholm-All Share (se framsidan), men med en positiv underton sedan i maj i fjol. Även vid jämförelse med Small Cap-index ser vi att aktien har kursmässigt underpresterat.

Kursutveckling vs. OMX Small Cap senaste 6 månaderna

Källa: FactSet

Kursutveckling vs. OMX Small Cap senaste 12 månaderna



Källa: FactSet

Väntat nyhetsflöde

Aktien handlas med en ordentlig rabatt mot vårt motiverade värde och vi bedömer att den pågående patenttvisten med Sun Pharmaceuticals är en betydande anledning till det. Vi förväntar oss besked under H1'22 och utfallet kommer att ha stor påverkan på aktien. Argument för att Orexo kan vinna är att bolaget lyckats försvara sina patent tidigare. Om beslutet går emot bolaget förväntar vi oss en överklagan, vilket kan förlänga processen med ytterligare 12-18 månader.

Urval av andra viktiga nyheter vi väntar:

- Studieresultat för den digitala behandlingen modia (opioidberoende) i mitten 2023
- Första resultaten från utvärdering av amorphOX-formuleringar hos partners under 2023
- Ett möjligt partneravtal kring OX640 (akuta allergiska reaktioner) under 2023

Våra förväntningar inför Q4'22-rapporten

Q4'22-rapporten släpps den 26 januari, före börsens öppning. Vi bedömer att det siffermässiga för kvartalet inte bör behöva bli något större drama, utan som sig bör är det vilken framtidsbild som målas upp som väntas ha störst effekt på aktien. Nedan presenteras våra förväntningar, som baseras på uppdaterad förskrivningsdata för Zubsolv.

Våra förväntningar inför Q4 2022		
	EPB 4Q 2022E	**4Q 2021**
Nettoomsättning	**161,0**	**144,0**
US Pharma	151,0	133,6
DTx	0,5	0,3
HQ+pipeline	9,5	10,1
Kostnader för sålda varor	-24,8	-20,3
Bruttovinst	**136,3**	**123,7**
Försäljningskostnader	-58,8	-70,9
Administrationskostnader	-59,6	-39,1
Forsknings- och utvecklingskostnader	-85,3	-80,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	2,1
Rörelseresultat	**-67,4**	**-64,1**
Resultat före skatt	**-73,9**	**-66,2**
Skatt	0,0	0,3
Periodens resultat	**-73,9**	**-66,0**
EBITDA	**-51,6**	**-48,5**
Tillväxt y/y	11,8%	-9,5%
Bruttomarginal	84,6%	85,9%
EBIT-marginal	Neg	Neg
EBITDA-marginal	Neg	Neg
EPS	-2,15	-1,92

Källa: EPB, Bolaget

Fjolåret avslutades med en stabilare utveckling för Zubsolv och den tidigare nedåttrenden i marknadsandel ser ut att ha planat ut. För digitala behandlingar (DTx) förväntar vi oss inget jättelyft i absoluta tal, men att få se de första spåren av intäkter från samarbetet med Trinity Health (start i sept 2022). Inom HQ och pipeline har vi låg visibilitet, men räknar med en utveckling i nivå med vad vi sett det senaste året.

På kostnadssidan förväntar vi oss en fortsatt hög aktivitet inom kliniska studier och legala processer som tynger, medan försäljningskostnaderna hålls tillbaka av lägre satsningar inom DTx.

För helåret har bolaget bland annat gett följande prognos som är relevant mot ovanstående estimat:

- Försäljning av Zubsolv högre under H2 än H1, vilket implicerar **USD 14,8 m** eller högre. **Vi är mer försiktiga** utifrån den förskrivningsdata vi har tillgång till och räknar med att försäljningen landar på omkring **USD 14,1 m**, vilket innebär en försäljning på 151,0 mkr vid en dollarkurs på 10,7 kr (genomsnitt för perioden).

- OPEX kommer att ligga inom 700-725 mkr. Här ligger vi på 707,9 mkr.

Bra nyheter från plattformen

Vi vet redan att bolaget haft bra framgångar med sitt nya projekt OX640 och kring amorphOX-plattformen.

Tidigare i år offentliggjordes två samarbeten med större läkemedelsbolag, vilka inleder en utvärderingsprocess att formulera sina substanser med amorphOX. Orexo handhar formuleringsarbetet och partners ombesörjer utvärderingstester. Vi ser fram emot nyheter kring detta under året och om utvärderingsprocesserna motsvarar förväntningarna kan det leda till att ett omfattande samarbetsavtal materialiseras med intäktsmöjligheter. I samtal med ledningen uppfattar vi att det finns ett stort intresse för plattformen och vi skulle inte bli förvånade om Orexo annonserar fler samarbeten under 2023.

För utvecklingsprojektet OX640 har vi höjt sannolikheten för projektet att nå marknaden till 25 procent (tidigare 15 procent), efter framgångsrik fas 1-studie.

Nytt regelverk för buprenorfin öppnar för primärvården

Nyligen röstade amerikanska kongressen igenom en ny lag, underskriven av presidenten, som innebär att förskrivningsrätten av narkotiska preparat som buprenorfin kan utökas. Det är ett nytt regelverk som ersätter tidigare DATA2000 och som ställer lägre utbildningskrav på förskrivare. Därmed ser vi potential för förskrivning inom primärvården. Dessutom tas tidigare tak bort på antal patienter som kan behandlas och förskrivning på distans (ex. telemedicin) underlättas. Vi ser en potential att detta kan ge marknadsområdet en boost och leda till en snabbare tillväxt än vad vi har i våra antaganden, där vi räknat med en tillväxt på 6 procent för 2023 och därefter avtagande. Vi avvaktar dock ytterligare klarhet kring detta innan vi justerar.

Naloxon blir tillgängligt receptfritt

Vi ser en utveckling i USA där naloxon (akutbehandling vid opioidöverdoser) kommer bli tillgängligt receptfritt. Emergent Biosolutions har lämnat in en ansökan till den amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA om att få Narcan (naloxon) tillgänglig receptfritt. Besked väntas senast den 29 mars 2023. Därtill har åtminstone två aktörer till ansökt om liknande godkännande för deras nasala 3 mg-formuleringar av naloxon och besked väntas tätt efter Emergent's. Vi tror att godkännande av dessa behandlingar kan få marknadsvolymen att växa snabbare, framför allt konsumentmarknadsdelen. Därutöver ser vi en risk för att de nya produkterna kan komma att prissättas lägre. Det är svårt att bedöma effekterna på marknadsdynamiken i nuläget, men av försiktighetsskäl har vi sänkt försäljningsprognoserna för OX124 med 30 procent och räknar nu med en toppförsäljning på drygt 300 mkr och en lansering H2 2024 (tidigare årsskiftet 23/24).

Nya lagar på gång för digitala behandlingar

Osäkerheten kring DTx är fortsatt hög. Vi noterar dock en positiv utveckling inom DTx-området med nya lagförslag som är under beredning i USA. Om de röstas igenom senare i år, kan det komma att underlätta subvention av digitala behandlingar inom de offentligt finansierade ersättningssystemen, vilket skulle vara särskilt betydelsefullt för Orexos satsningar inom Veterans Affairs. Generellt uppfattar vi att utvecklingen går i rätt riktning och vi ser ett ökat intresse för digitala behandlingar.

En varsammare väg framåt

Verksamheten har utvecklats i en positiv riktning under 2022. Förskjutningar i lanseringsplanerna för OX124 och en försiktigare framfart inom DTx ligger bakom vår nedjusterade förväntning på försäljningen för 2023 och 2024. Vi förväntar oss att denna utveckling möts av mer återhållsamhet på kostnadssidan. Nettoeffekten av våra estimatförändringar innebär att förväntningarna justeras ned för 2023, men har en positiv effekt på resultatet för 2024, se nedan.

Övergripande prognosförändringar

(mkr)		2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	Ny	629,1	708,6	959,1
	Tidigare	632,1	853,2	1289,8
	Diff	-0,5%	-16,9%	-25,6%
Bruttoresultat	Ny	527,7	591,5	790,4
	Tidigare	536,4	728,4	1057,5
	Diff	-1,6%	-18,8%	-25,3%
EBIT	Ny	-180,2	-93,4	8,1
	Tidigare	-163,5	-82,2	-49,5
	Diff	-10,2%	-13,6%	116,3%
EBITDA	Ny	-113,7	-30,0	71,5
	Tidigare	-98,6	-18,8	13,9
	Diff	-15,3%	-59,3%	414,1%
EPS (SEK)	Ny	-4,7	-3,7	-0,8
	Tidigare	-5,0	-3,1	-2,2
	Diff	6,9%	-19,0%	65,1%

Källa: EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	**706**	**644**	**783**	**845**	**664**	**565**	**629**	**709**	**959**
Totala intäkter	**706**	**644**	**783**	**845**	**664**	**565**	**629**	**709**	**959**
Kostnad sålda varor	-150	-164	-172	-106	-66	-79	-101	-117	-169
Bruttoresultat	**556**	**479**	**611**	**739**	**598**	**486**	**528**	**591**	**790**
Totala rörelsekostnader	-505	-422	-516	-508	-618	-700	-708	-685	-782
EBITDA	**74**	**78**	**117**	**272**	**19**	**-161**	**-114**	**-30**	**71**
EBITDA, justerad	**74**	**78**	**117**	**272**	**19**	**-161**	**-114**	**-30**	**71**
Totala avskrivningar	-23	-21	-21	-41	-39	-53	-67	-63	-63
EBITA, justerad	**52**	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-180**	**-93**	**8**
EBIT	**52**	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-180**	**-93**	**8**
EBIT, justerad	**52**	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-180**	**-93**	**8**
Finansnetto	-16	-28	-4	-3	-18	-8	31	-33	-35
Resultat före skatt	**36**	**30**	**92**	**228**	**-38**	**-223**	**-149**	**-127**	**-27**
Resultat före skatt, justerad	**36**	**30**	**92**	**228**	**-38**	**-223**	**-149**	**-127**	**-27**
Total skatt	-7	-7	46	-9	-46	-1	-11	0	1
Nettoresultat	**29**	**23**	**138**	**219**	**-84**	**-224**	**-160**	**-127**	**-26**
Nettoresultat, justerad	**29**	**23**	**138**	**219**	**-84**	**-224**	**-160**	**-127**	**-26**

Källa: Orexo, EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	52	57	96	231	-20	-214	-180	-93	8
Övriga kassaflödesposter	23	21	29	21	-15	-31	-8	26	38
Förändringar i rörelsekapital	0	0	117	40	52	17	38	-8	-38
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**74**	**78**	**241**	**293**	**17**	**-229**	**-150**	**-75**	**8**
Investeringar	0	0	-6	-26	-189	-53	-236	-21	-19
Fritt kassaflöde	**74**	**78**	**235**	**267**	**-172**	**-282**	**-386**	**-96**	**-12**
Övriga poster	0	0	1	-56	-111	251	-21	-22	-22
Kassaflöde	**74**	**78**	**236**	**211**	**-284**	**-31**	**-407**	**-118**	**-34**
Omräkningsdifferenser	0	0	26	16	-28	30	42	0	0
Nettoskuld	**0**	**0**	**-269**	**-473**	**-214**	**46**	**147**	**268**	**303**

Källa: Orexo, EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	-	-	104	114	253	249	221	199	173
Materiella anläggningstillgångar	-	-	20	22	47	66	70	74	78
Övriga anläggningstillgångar	-	-	10	1	1	1	1	1	2
Summa anläggningstillgångar	**0**	**0**	**227**	**280**	**401**	**408**	**368**	**350**	**329**
Varulager	-	-	174	132	108	92	86	90	115
Kundfordringar	-	-	296	273	218	269	289	312	374
Likvida medel och kortfristiga placeringar	-	-	590	817	505	504	393	275	242
Summa omsättningstillgångar	**0**	**0**	**1 060**	**1 221**	**832**	**866**	**769**	**677**	**731**
SUMMA TILLGÅNGAR	**0**	**0**	**1 287**	**1 501**	**1 233**	**1 274**	**1 137**	**1 027**	**1 060**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	-	-	476	706	559	350	224	98	71
Summa eget kapital	**0**	**0**	**476**	**706**	**559**	**350**	**224**	**98**	**71**
Långfristiga räntebärande skulder	-	-	321	290	0	492	494	495	495
Övriga långfristiga skulder	-	-	7	11	26	14	9	8	10
Summa långfristiga skulder	**0**	**0**	**327**	**334**	**73**	**544**	**529**	**530**	**531**
Kortfristiga räntebärande skulder	-	-	0	0	225	0	0	0	0
Leverantörsskulder	-	-	218	171	160	200	201	220	269
Övriga kortfristiga skulder	-	-	266	269	197	160	161	159	166
Summa kortfristiga skulder	**0**	**0**	**483**	**461**	**601**	**380**	**383**	**399**	**458**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**0**	**0**	**1 287**	**1 501**	**1 233**	**1 274**	**1 137**	**1 027**	**1 060**

Källa: Orexo, EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	N.m.	22%	8%	N.m.	N.m.	11%	13%	35%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	5%	49%	>100%	N.m.	N.m.	29%	74%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	11%	67%	>100%	N.m.	N.m.	16%	48%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	58%	N.m.	N.m.	29%	21%	79%
Bruttomarginal	78,8%	74,5%	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,9%	83,5%	82,4%
EBITDA-marginal	10,6%	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	7,5%
EBITDA-marginal, justerad	10,6%	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	7,5%
EBIT-marginal	7,3%	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,8%
EBIT-marginal, justerad	7,3%	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,8%
Vinst-marginal, justerad	4,1%	Neg.	17,6%	25,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Orexo, EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	58%	37%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	24%	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	93%	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%

Källa: Orexo, EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	-	-	22%	16%	16%	16%	14%	13%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	38%	32%	33%	48%	46%	44%	39%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-	-	94%	91%	97%	54%	54%	58%	59%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-	-2%	-4%	-5%	0%	2%	3%	6%
Kapitalomsättningshastighet	-	-	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,8x	1,1x	1,6x

Källa: Orexo, EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	0	0	-269	-473	-214	46	147	268	303
Soliditet	-	-	37%	47%	45%	27%	20%	10%	7%
Nettoskuldsättningsgrad	-	-	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	0,7x	2,7x	4,2x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	0,0x	-2,3x	-1,7x	-11,3x	-0,3x	-1,3x	-9,0x	4,2x

Källa: Orexo, EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	0,84	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-4,66	-3,69	-0,77
EPS, justerad	0,84	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-4,66	-3,69	-0,77
FCF per aktie	2,15	2,26	6,70	7,54	-4,87	-8,21	-11,3	-2,80	-0,34
Eget kapital per aktie	0,00	0,00	13,6	20,0	15,8	10,2	6,54	2,85	2,08
Antal aktier vid årets slut, m	34,6	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,3	34,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,6	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,3	34,3

Källa: Orexo, EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	0,0x	0,0x	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	Neg.	Neg.	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,0x	6,9x	9,4x
P/FCF	0,0x	0,0x	8,8x	8,3x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	11%	12%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	Neg.	Neg.	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	0,0x	0,0x	2,3x	2,0x	2,3x	2,2x	1,3x	1,3x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	0,0x	0,0x	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	Neg.	13,7x
EV/EBIT, justerad	0,0x	0,0x	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	121,2x
EV	0	0	1 763	1 702	1 500	1 231	822	943	977
Aktiekurs	-	-	58,8	62,8	50,0	34,5	19,7	19,7	19,7

Källa: Orexo, EPB

Disclosure

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 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 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