



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 31 januari 2023

## Orexo

## Lönsamheten förbättras under H2

## Rapporten levde upp till vår förväntan

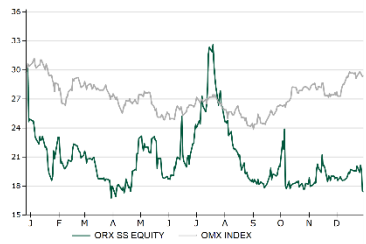
Det siffermässiga i Q4'22-rapporten var som förväntat relativt odramatiskt. Nettoomsättningen ökade med 8,4 procent till 156,1 mkr (144,0), men den hölls tillbaka av en justering av upplupna avsättningar om 4,1 mkr. Kostnadsutvecklingen var kontrollerad och vi bedömer att den toppar under innevarande kvartal. Där vi blev aningen besvikna var inom digitala behandlingar (DTx), som inte uppvisade några intäkter under kvartalet. Det går trögt hos Trinity Health och bolaget ser ett behov av att öka säljresurserna för att bättre komma ut till läkare. Organisationen inom DTx slås därför samman med läkemedelsdelen, där det finns tydlig överlappning och möjlighet till synergier.

## Återtåg mot lönsamhet

Orexo ger en prognos i rapporten för 2023 och förväntar sig att intäkterna ökar i år, men den ska inte komma från Zubsovl som väntas ligga kvar på samma nivå som i fjol. Mer än så får vi inte. Den vaga formuleringen om tillväxten är förståelig, givet trögheten i att få i gång användning av bolagets digitala behandlingar. Det som vi tar med oss som positivt från prognosen för 2023 är en tydlig signal om att snabbt ta verksamheten tillbaka till lönsamhet, där det anges att balans ska uppnås under H2'23 på EBITDA-nivå, vilket även borde kunna innebära positiva kassaflöden.

## Vi justerar estimat

Baserat på utfallet i Q4'22 och bolagets prognos för 2023 justerar vi ned vår prognos för i år och nästa. Vi räknar dock fortsatt med att Orexo kan nå lönsamhet på EBITDA-nivå för 2024 och därmed positiva kassaflöden. Våra sänkta prognoser påverkar dock DCF-värdet negativt, vilket är anledning till att vi sänker vårt motiverade värde till 43-44 kr (46-48). Vi ser fortsatt ett intressant nyhetsläge för bolaget i år. Riskerna handlar främst om den pågående patenntvisten med Sun Pharmaceuticals och besked väntas mot sommaren i år.

| Estimatändring (kr)        |      |        |               |       | Prognos (mkr)     |       |       |       |       | Värde och risk   |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
|----------------------------|------|--------|---------------|-------|-------------------|-------|-------|-------|-------|--|------------|--|-----|----|-------------------|--|---|-------------------|--|---|-------------------|--|---|
|                            | 23e  | Δ%     | 24e           | Δ%    |                   | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e | Motiverat värde  | 43 - 44 kr |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Totala intäkter            | 648  | -8,6   | 880           | -8,2  | Totala intäkter   | 624   | 648   | 880   | 1 142 | Aktiekurs  | 17,0 kr    |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| EBITDA, just.              | -72  | -139,9 | 65            | -9,0  | Intäktstillväxt   | 10%   | 4%    | 36%   | 30%   | Riskenivå  | Hög        |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| EPS, just.                 | -5,2 | -39,7  | -1,2          | -55,2 | EBITDA, just.     | -115  | -72   | 65    | 132   | <div>Kursutveckling 12 mån</div>    |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Kommande händelser         |      |        |               |       | EBIT, just.       | -184  | -144  | -7    | 60    |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Q1 - rapport               |      |        | 27 april 2023 |       | EPS, just.        | -5,2  | -5,2  | -1,2  | 0,6   |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Q2 - rapport               |      |        | 18 juli 2023  |       | EPS-tillväxt      | 21%   | 0%    | 77%   | >100% |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Bolagsfakta (mkr)          |      |        |               |       | EK/aktie          | 5,6   | 1,3   | 0,8   | 1,9   | <div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table> |            |  | Yes | No | Likviditetsgarant |  | ✓ | Certified adviser |  | ✓ | Transaktioner 12m |  | ✓ |
|                            | Yes  | No     |               |       |                   |       |       |       |       |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Likviditetsgarant          |      | ✓      |               |       |                   |       |       |       |       |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Certified adviser          |      | ✓      |               |       |                   |       |       |       |       |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Transaktioner 12m          |      | ✓      |               |       |                   |       |       |       |       |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Antal aktier               |      |        | 34m           |       | EBIT-marginal     | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 5,3%  |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Börsvärde                  |      |        | 584           |       | ROE, just.        | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 48,8% |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Nettoskuld (2023e)         |      |        | 344           |       | ROCE, just.       | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 10,2% |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| EV                         |      |        | 928           |       | EV/Sales          | 1,4x  | 1,4x  | 1,1x  | 0,8x  |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Free float                 |      |        | 70%           |       | EV/EBITDA         | -     | -     | 15,0x | 7,3x  |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Daglig handelsvolym, snitt |      |        | 32k           |       | EV/EBIT           | -     | -     | -     | 15,9x |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Bloomberg Ticker           |      |        | ORX SS EQUITY |       | P/E, just.        | -     | -     | -     | 26,3x |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
| Analytiker                 |      |        |               |       | P/EK              | 3,5x  | 12,7x | 21,5x | 9,1x  |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
|                            |      |        |               |       | FCF yield         | -     | -     | -     | 8%    |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |
|                            |      |        |               |       | Nettoskuld/EBITDA | -1,6x | -4,8x | 6,0x  | 2,8x  |  |            |  |     |    |                   |  |   |                   |  |   |                   |  |   |

Klas Palin  
 klas.palin@penser.se

## 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 en vändning i antågande 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 stor 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. Risknivån är dock fortsatt hög, då bolaget är i en patentvist och nya produkter ännu inte har etablerats.

### Bolagsprofil

Orexo är ett heltäckande specialisläkemedelsbolag 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. De framtida kassaflödena diskonteras med en WACC på 14,0 procent. Utifrån våra antaganden får vi ett DCF-värde på 44,0 kr (47,8). Efter rapporten sänker vi vårt motiverade värde till 43-44 kr (46-48).

#### Sammanfattning DCF-modell

| Värdering (mkr)                         |              | WACC-antaganden   |              | Antaganden terminalvärde        |       |
|---|--------------|-------------------|--------------|---------------------------------|-------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden            | 929          | Risikfri ränta    | 2,5%         | Långsiktig tillväxt             | 2,0%  |
| Nuvärdet av terminalvärde               | 770          | Risikpremie       | 5,5%         | Långsiktig EBIT-marginal        | 25,0% |
| <b>Företagsvärde (EV)</b>               | <b>1 699</b> | Småbolagspremie   | 4,0%         | Avskrivningar, % av omsättning  | 3,0%  |
| Nettoskuld, senast rapporterad          | 188          | Extra risk-premie | 2,0%         | Capex, % av omsättning          | 3,0%  |
| Minoritetsintressen och övrigt          | 0            | <b>WACC</b>       | <b>14,0%</b> | Rörelsekapital, % av omsättning | 2,0%  |
| <b>Eget kapital</b>                     | <b>1 512</b> |                   |              | Skattesats                      | 20,6% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 34           |                   |              |                                 |       |
| <b>Eget kapital per aktie (kr)</b>      | <b>44,0</b>  |                   |              |                                 |       |

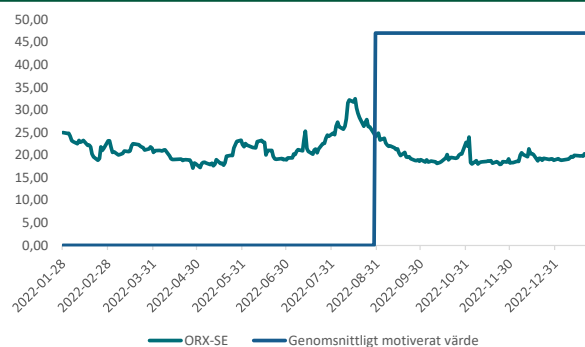
Källa: EPB

#### Känslighetsanalys (kr)

| WACC  | Uthållig EBIT-marginal |       |             |       |       |
|-------|------------------------|-------|-------------|-------|-------|
|       | 15,0%                  | 20,0% | 25,0%       | 30,0% | 35,0% |
| 12,0% | 43,8                   | 51,1  | 58,5        | 65,8  | 73,2  |
| 13,0% | 38,3                   | 44,2  | 50,2        | 56,2  | 62,1  |
| 14,0% | 34,1                   | 39,0  | <b>44,0</b> | 49,0  | 54,0  |
| 15,0% | 30,5                   | 34,7  | 38,9        | 43,1  | 47,3  |
| 16,0% | 27,3                   | 30,9  | 34,5        | 38,0  | 41,6  |

Källa: EPB

#### Historiskt motiverat värde och aktiekurs (kr)



Källa: EPB

För att sätta vår värdering i ett perspektiv har vi sammanställt hur liknande amerikanska bolag värderas utifrån en EV/S-multipel för 2023. Därtill visas nedan hur Orexo-aktien handlats utifrån en EV/S-multipel under de senaste tre åren.

#### Värdering av jämförbara bolag

|                   | EV     | EV / Sales  |             |             |
|-------------------|--------|-------------|-------------|-------------|
|                   | (SEK)  | 2023        | 2024        | 2025        |
| American Well     | 11 444 | 1,8x        | 1,5x        | 1,3x        |
| Alkermes          | 49 287 | 3,9x        | 3,5x        | 3,2x        |
| Indivior          | 34 038 | 2,7x        | 2,3x        | 2,1x        |
| Pear Therapeutics | 1 563  | 3,3x        | 1,6x        | 0,7x        |
| Teladoc Health    | 49 324 | 2,0x        | 1,8x        | 1,6x        |
| <b>Medel</b>      |        | <b>2,7x</b> | <b>2,1x</b> | <b>1,8x</b> |
| <b>Median</b>     |        | <b>2,7x</b> | <b>1,8x</b> | <b>1,6x</b> |

Källa: EPB, FactSet

#### Historisk värdering senaste 3 åren, EV/S-multipel



Källa: FactSet

Vi uppfattar att aktiemarknaden har svårt att lyfta blicken bortom beskedet i pågående patenttvist som väntas mot sommaren i år. I väntan på utfallet och för att bedöma aktiepotentialen på kort sikt anser vi att den historiska EV/S-multipeln är mest relevant. Vid en EV/S-multipel för 2023 på 1,7x får vi ett värde per aktie om 27 kr.

#### Förväntat nyhetsflöde

Utfallet i patenttvisten med Sun är den viktigaste nyheten och det som vi bedömer kommer att ha störst påverkan på aktien. Argument för att Orexo kan vinna är att bolaget lyckats försvara sina patent i tidigare rättsprocess. Om beslutet ändå går emot bolaget så förväntar vi oss att det kommer ske en överklagan, vilket kan förlänga processen med ytterligare 12-18 månader.

Andra viktiga nyheter som vi väntar oss i år är:

- Ansökan till FDA om ett marknadsgodkännande för OX124 (akuta överdoser av opioider) inom kort
- 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

## Rapporten i linje med våra förväntningar

Vid en första anblick var rapporten något svagare än vad vi hade räknat med. Nettoomsättningen steg med 8,4 procent, men en rättelse av tidigare avsättningar för rabatter påverkade siffrorna negativt med 4,1 mkr, vilket vi inte hade tagit med i vår prognos. Den faktiska försäljningen uppgick således till 160,1 mkr och för Zubsolv 146,7 mkr. Rättelsen slår rätt igenom och påverkar siffrorna negativt hela vägen ned till sista raden.

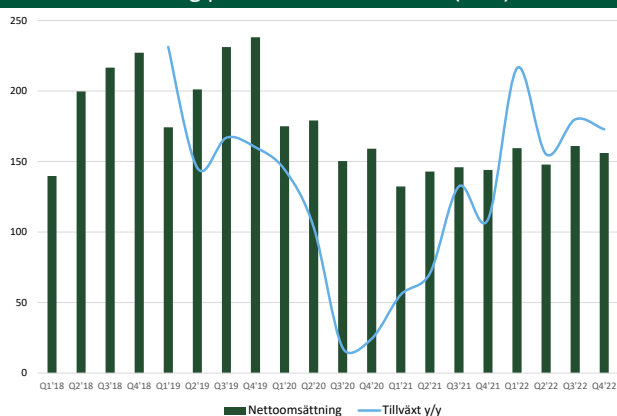
Kostnaderna hamnade något bättre än våra förväntningar. Det som verkligen sänkte resultatet var orealiserade valutajusteringar för bolagets likvida medel (som vi inte tar med), vilket bidrog negativt med -18,2 mkr.

### Utfall mot våra förväntningar i Q4'22 (mkr)

|                     | EPB    | Utfall | Diff   |
|---------------------|--------|--------|--------|
| Nettoomsättning     | 161,0  | 156,0  | -3,1%  |
| varav US Pharma     | 151,0  | 142,6  | -5,6%  |
| varav DTx           | 0,5    | 0,0    | nm     |
| varav HQ & Pipeline | 9,5    | 13,4   | 41,1%  |
| Bruttoresultat      | 136,3  | 130,2  | -4,5%  |
| OPEX                | -203,7 | -201,3 | -1,2%  |
| EBITDA              | -51,6  | -53,1  | -2,9%  |
| EBIT                | -67,4  | -71,1  | -5,5%  |
| Nettoresultat       | -73,9  | -91,9  | -24,3% |
| EPS                 | -2,15  | -2,67  | -24,2% |
| Bruttomarginal      | 84,7%  | 83,5%  | -1,2%  |
| EBITDA-marginal     | Neg    | Neg    |        |
| EBIT-marginal       | Neg    | Neg    |        |

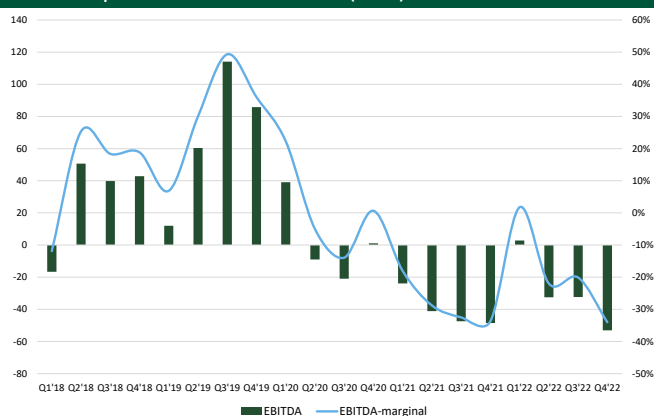
Källa: Bolaget, EPB

### Nettoomsättning per kvartal 2018-2022 (mkr)



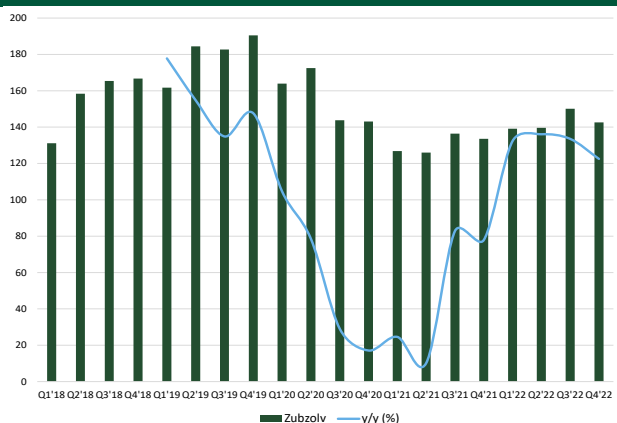
Källa: Bolaget, EPB

### EBITDA per kvartal 2018-2022 (mkr)



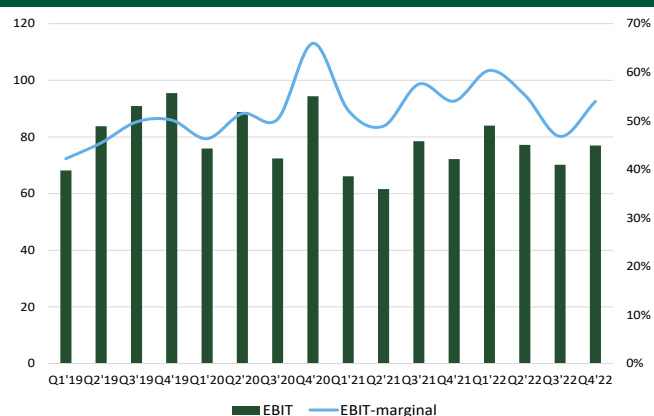
Källa: Bolaget, EPB

### Nettoomsättning Zubsolv 2018-2022 (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

### EBIT inom US Pharma 2019-2022 (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

Som förväntat var det siffermässiga i rapporten för Q4'22 odramatiskt. Om vi ska plocka ut något negativt i siffrorna var det nettoomsättningen för digitala behandlingar (DTx) som hamnade på noll kr. Vi förväntade oss 0,5 mkr. Skillnaden är visserligen liten, men avsaknaden av intäkter är allt annat än konfidenshöjande och vi ställer oss frågan om det verkligen är i år det ska ta fart. Samarbetet med Trinity Health verkar hacka och läkare tvekar än så länge över möjligheten att få inkludera deprexis (depression) och vorvida (alkoholproblem) i sitt dagliga terapeutiska arbete. Ledningen indikerar att mer jobb krävs för att övertyga läkare i North Dakota om fördelarna med att inkludera digitala behandlingar som del i terapin.

### Ljusning i horisonten

Det sker dock vissa framsteg på andra fronter inom DTx-området, där exempelvis bolaget har börjat testfakturera vid förskrivning av modia (opioidberoende). Testningen involverar inledningsvis tre delstater och det handlar om 40 patienter, så inga stora intäkter i närtid. Därutöver har framsteg gjorts på kliniknivå och här finns möjligheter att erbjuda paketlösningar som inkluderar läkemedelsbehandling med Zubsolv och psykoterapi via sina digitala lösningar. Bolaget lanserar därför ett integrerat erbjudande under namnet MATCore, som även innehåller utbildning och olika uppföljningsverktyg som kan hjälpa till för en optimerad behandling av patienter. Först ut är en beroendeklinik i Arizona som tilldelats anslag från myndigheter i delstaten.

### Slår ihop affärssegmenten Pharma och DTx

Bolaget ser behov av att ha säljare på plats ute på fältet för att driva användning och försäljning av de digitala behandlingarna. En omorganisation har initierats som innebär att DTx-verksamheten integreras med verksamheten inom läkemedelsförsäljning, US Pharma. Omorganisationen väntas leda till ökade satsningar på säljare på fältet och en reducering av antalet chefer, men väntas inte ha någon större nettokostnadseffekt på kort sikt.

### Försiktig prognos för 2023 av bolaget

I samband med rapporten gav Orexo följande prognoser för 2023:

- Underliggande marknaden växer med 4–7 procent under 2023
  - **Vår förväntan 6 procent**
- Koncernens intäkter ökar under 2023, men intäkterna för Zubsolv i USD hamnar i nivå med fjolåret
  - **Vi hade räknat med 2 procents tillväxt**
- OPEX H1'22 något över H2 2022, men minskar under H2 2023
  - **Vi hade något lägre i H1 2023 jämfört med H2 2022**
- När EBITDA balans under H2 2023
  - **I linje med vår tidigare prognos**

Nedan visas våra uppdaterade prognoser, där vi framför allt tar ned förväntningarna på digitala behandlingar. Vi har även justerat upp kostnaderna för innevarande år för att bättre återspegla bolagets prognos.

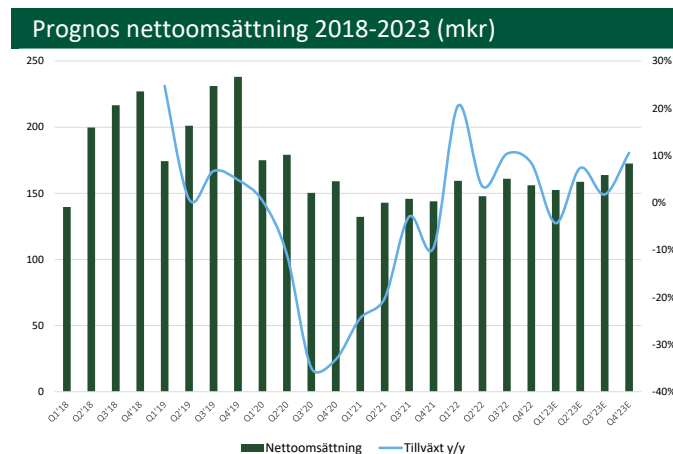
| Prognosförändringar 2023-2025 |          |         |         |        |
|-------------------------------|----------|---------|---------|--------|
| (mkr)                         |          | 2023E   | 2024E   | 2025E  |
| Nettoomsättning               | Ny       | 647,6   | 880,3   | 1142,1 |
|                               | Tidigare | 708,6   | 959,1   | 1215,9 |
|                               | Diff     | -8,6%   | -8,2%   | -6,1%  |
| Bruttoresultat                | Ny       | 538,8   | 727,3   | 930,8  |
|                               | Tidigare | 591,5   | 790,4   | 989,1  |
|                               | Diff     | -8,9%   | -8,0%   | -5,9%  |
| EBIT                          | Ny       | -143,7  | -6,8    | 60,1   |
|                               | Tidigare | -93,4   | 8,1     | 59,9   |
|                               | Diff     | -53,8%  | -183,9% | 0,3%   |
| EBITDA                        | Ny       | -80,3   | 56,6    | 123,5  |
|                               | Tidigare | -30,0   | 71,5    | 123,3  |
|                               | Diff     | -167,5% | -20,8%  | 0,2%   |
| EPS (SEK)                     | Ny       | -5,2    | -1,2    | 0,6    |
|                               | Tidigare | -3,7    | -0,8    | 0,6    |
|                               | Diff     | -39,3%  | -49,0%  | 7,9%   |

Källa: EPB

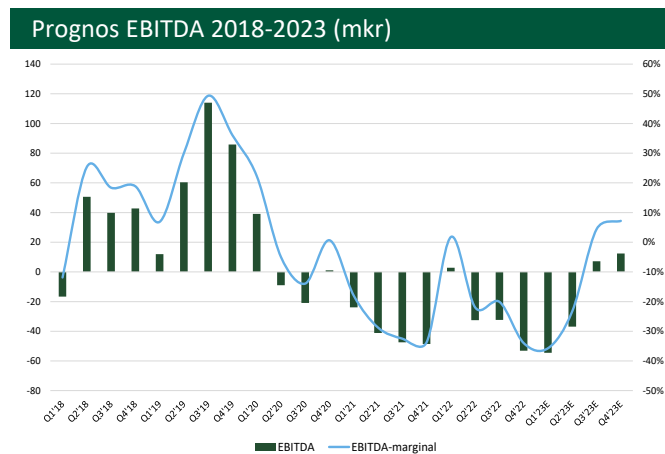
## Våra uppdaterade kvartalsestimat

| Våra kvartalsestimat för 2023 (mkr, %) |              |              |              |              |              |              |              |              |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|  | Q1'22        | Q2'22        | Q3'22        | Q4'22        | Q1'23        | Q2'23        | Q3'23        | Q4'23        |
| <b>Nettoomsättning</b>                 | <b>159,4</b> | <b>147,8</b> | <b>161,0</b> | <b>156,1</b> | <b>152,5</b> | <b>158,7</b> | <b>163,8</b> | <b>172,6</b> |
| US Pharma                              | 139,1        | 139,6        | 150,1        | 142,6        | 141,6        | 146,1        | 149,1        | 151,3        |
| DTx                                    | 0,2          | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,3          | 0,7          | 2,6          | 9,6          |
| HQ+pipeline                            | 20,1         | 8,1          | 10,8         | 13,4         | 10,6         | 11,9         | 12,1         | 11,7         |
| Kostnader för sålda varor              | -27,5        | -21,2        | -28,0        | -25,9        | -24,9        | -26,3        | -28,0        | -29,7        |
| <b>Bruttovinst</b>                     | <b>131,9</b> | <b>126,6</b> | <b>133,0</b> | <b>130,2</b> | <b>127,7</b> | <b>132,4</b> | <b>135,8</b> | <b>142,8</b> |
| Försäljningskostnader                  | -41,6        | -50,5        | -54,7        | -52,2        | -53,7        | -54,7        | -56,5        | -63,0        |
| Administrationskostnader               | -33,0        | -51,2        | -54,2        | -63,8        | -64,1        | -50,8        | -27,0        | -28,5        |
| Forsknings- och utvecklingskostnader   | -72,0        | -81,3        | -76,5        | -88,2        | -82,4        | -81,7        | -63,1        | -56,9        |
| Övriga rörelsekostnader                | 1,5          | 6,7          | 2,5          | 3,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Rörelseresultat</b>                 | <b>-13,2</b> | <b>-49,7</b> | <b>-49,8</b> | <b>-71,1</b> | <b>-72,4</b> | <b>-54,9</b> | <b>-10,8</b> | <b>-5,6</b>  |
| <b>Resultat före skatt</b>             | <b>-15,1</b> | <b>-37,4</b> | <b>-22,4</b> | <b>-95,5</b> | <b>-80,2</b> | <b>-63,4</b> | <b>-19,3</b> | <b>-14,1</b> |
| Skatt                                  | -8,5         | 1,7          | -4,1         | 3,7          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Periodens resultat</b>              | <b>-23,6</b> | <b>-35,7</b> | <b>-26,5</b> | <b>-91,8</b> | <b>-80,2</b> | <b>-63,4</b> | <b>-19,3</b> | <b>-14,1</b> |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>2,8</b>   | <b>-32,5</b> | <b>-32,4</b> | <b>-53,1</b> | <b>-54,5</b> | <b>-36,9</b> | <b>7,2</b>   | <b>12,4</b>  |
| Tillväxt y/y                           | 20,5%        | 3,5%         | 10,4%        | 8,4%         | -4,3%        | 7,4%         | 1,8%         | 10,6%        |
| Bruttomarginal                         | 82,7%        | 85,7%        | 82,6%        | 83,4%        | 83,7%        | 83,4%        | 82,9%        | 82,8%        |
| EBIT-marginal                          | -8,3%        | -33,6%       | -30,9%       | -45,5%       | -47,5%       | -34,6%       | -6,6%        | -3,2%        |
| EBITDA-marginal                        | 1,8%         | -22,0%       | -20,1%       | -34,0%       | -35,7%       | -23,3%       | 4,4%         | 7,2%         |
| EPS                                    | -0,69        | -1,04        | -0,77        | -2,67        | -2,33        | -1,84        | -0,56        | -0,41        |

Källa: Bolaget, EPB



Källa: Bolaget, EPB



Källa: Bolaget, EPB

## Resultaträkning

|                                      | 2016       | 2017       | 2018       | 2019       | 2020       | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e      |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| <b>Nettoomsättning</b>               | <b>706</b> | <b>644</b> | <b>783</b> | <b>845</b> | <b>664</b> | <b>565</b>  | <b>624</b>  | <b>648</b>  | <b>880</b> |
| <b>Totala intäkter</b>               | <b>706</b> | <b>644</b> | <b>783</b> | <b>845</b> | <b>664</b> | <b>565</b>  | <b>624</b>  | <b>648</b>  | <b>880</b> |
| Kostnad sålda varor                  | -150       | -164       | -172       | -106       | -66        | -79         | -103        | -109        | -153       |
| <b>Bruttoresultat</b>                | <b>556</b> | <b>479</b> | <b>611</b> | <b>739</b> | <b>598</b> | <b>486</b>  | <b>522</b>  | <b>539</b>  | <b>727</b> |
| Totala rörelsekostnader              | -505       | -422       | -516       | -508       | -618       | -700        | -705        | -682        | -734       |
| <b>EBITDA</b>                        | <b>74</b>  | <b>78</b>  | <b>117</b> | <b>272</b> | <b>19</b>  | <b>-161</b> | <b>-115</b> | <b>-72</b>  | <b>65</b>  |
| <b>EBITDA, justerad</b>              | <b>74</b>  | <b>78</b>  | <b>117</b> | <b>272</b> | <b>19</b>  | <b>-161</b> | <b>-115</b> | <b>-72</b>  | <b>65</b>  |
| Totala avskrivningar                 | -23        | -21        | -21        | -41        | -39        | -53         | -69         | -72         | -72        |
| <b>EBITA, justerad</b>               | <b>52</b>  | <b>57</b>  | <b>96</b>  | <b>231</b> | <b>-20</b> | <b>-214</b> | <b>-184</b> | <b>-144</b> | <b>-7</b>  |
| <b>EBIT</b>                          | <b>52</b>  | <b>57</b>  | <b>96</b>  | <b>231</b> | <b>-20</b> | <b>-214</b> | <b>-184</b> | <b>-144</b> | <b>-7</b>  |
| <b>EBIT, justerad</b>                | <b>52</b>  | <b>57</b>  | <b>96</b>  | <b>231</b> | <b>-20</b> | <b>-214</b> | <b>-184</b> | <b>-144</b> | <b>-7</b>  |
| Finansnetto                          | -16        | -28        | -4         | -3         | -18        | -8          | 13          | -33         | -35        |
| <b>Resultat före skatt</b>           | <b>36</b>  | <b>30</b>  | <b>92</b>  | <b>228</b> | <b>-38</b> | <b>-223</b> | <b>-170</b> | <b>-177</b> | <b>-42</b> |
| <b>Resultat före skatt, justerad</b> | <b>36</b>  | <b>30</b>  | <b>92</b>  | <b>228</b> | <b>-38</b> | <b>-223</b> | <b>-170</b> | <b>-177</b> | <b>-42</b> |
| Total skatt                          | -7         | -7         | 46         | -9         | -46        | -1          | -7          | 0           | 1          |
| <b>Nettoresultat</b>                 | <b>29</b>  | <b>23</b>  | <b>138</b> | <b>219</b> | <b>-84</b> | <b>-224</b> | <b>-178</b> | <b>-177</b> | <b>-41</b> |
| <b>Nettoresultat, justerad</b>       | <b>29</b>  | <b>23</b>  | <b>138</b> | <b>219</b> | <b>-84</b> | <b>-224</b> | <b>-178</b> | <b>-177</b> | <b>-41</b> |

Källa: Orexo, EPB

## Kassaflödesanalys

|   | 2016      | 2017      | 2018        | 2019        | 2020        | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e      |
|---|-----------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| EBIT  | 52        | 57        | 96          | 231         | -20         | -214        | -184        | -144        | -7         |
| Övriga kassaflödesposter                              | 23        | 21        | 29          | 21          | -15         | -31         | -23         | 39          | 45         |
| Förändringar i rörelsekapital                         | 0         | 0         | 117         | 40          | 52          | 17          | 50          | -19         | -44        |
| <b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b> | <b>74</b> | <b>78</b> | <b>241</b>  | <b>293</b>  | <b>17</b>   | <b>-229</b> | <b>-157</b> | <b>-124</b> | <b>-6</b>  |
| Investeringar   | 0         | 0         | -6          | -26         | -189        | -53         | -235        | -10         | -18        |
| <b>Fritt kassaflöde</b>                               | <b>74</b> | <b>78</b> | <b>235</b>  | <b>267</b>  | <b>-172</b> | <b>-282</b> | <b>-391</b> | <b>-133</b> | <b>-23</b> |
| Övriga poster   | 0         | 0         | 1           | -56         | -111        | 251         | -21         | -22         | -22        |
| <b>Kassaflöde</b>                                     | <b>74</b> | <b>78</b> | <b>236</b>  | <b>211</b>  | <b>-284</b> | <b>-31</b>  | <b>-413</b> | <b>-155</b> | <b>-45</b> |
| Omräkningsdifferenser                                 | 0         | 0         | 26          | 16          | -28         | 30          | 41          | 0           | 0          |
| <b>Nettoskuld</b>                                     | <b>0</b>  | <b>0</b>  | <b>-269</b> | <b>-473</b> | <b>-214</b> | <b>46</b>   | <b>188</b>  | <b>344</b>  | <b>390</b> |

Källa: Orexo, EPB

| Balansräkning                              |          |          |              |              |              |              |              |            |            |
|--|----------|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|
|  | 2016     | 2017     | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022         | 2023e      | 2024e      |
| <b>TILLGÅNGAR</b>                          |          |          |              |              |              |              |              |            |            |
| Övriga immateriella tillgångar             | -        | -        | 104          | 114          | 253          | 249          | 217          | 197        | 180        |
| Materiella anläggningstillgångar           | -        | -        | 20           | 22           | 47           | 66           | 76           | 78         | 82         |
| Övriga anläggningstillgångar               | -        | -        | 10           | 1            | 1            | 1            | 1            | 2          | 4          |
| <b>Summa anläggningstillgångar</b>         | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>227</b>   | <b>280</b>   | <b>401</b>   | <b>408</b>   | <b>374</b>   | <b>358</b> | <b>350</b> |
| Varulager                                  | -        | -        | 174          | 132          | 108          | 92           | 75           | 81         | 106        |
| Kundfordringar                             | -        | -        | 296          | 273          | 218          | 269          | 309          | 291        | 343        |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | -        | -        | 590          | 817          | 505          | 504          | 352          | 197        | 151        |
| <b>Summa omsättningstillgångar</b>         | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>1 060</b> | <b>1 221</b> | <b>832</b>   | <b>866</b>   | <b>735</b>   | <b>569</b> | <b>600</b> |
| <b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>                    | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>1 287</b> | <b>1 501</b> | <b>1 233</b> | <b>1 274</b> | <b>1 109</b> | <b>927</b> | <b>950</b> |
| <b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>            |          |          |              |              |              |              |              |            |            |
| Eget kapital                               | -        | -        | 476          | 706          | 559          | 350          | 194          | 46         | 27         |
| <b>Summa eget kapital</b>                  | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>476</b>   | <b>706</b>   | <b>559</b>   | <b>350</b>   | <b>194</b>   | <b>46</b>  | <b>27</b>  |
| Långfristiga räntebärande skulder          | -        | -        | 321          | 290          | 0            | 492          | 495          | 495        | 495        |
| Övriga långfristiga skulder                | -        | -        | 7            | 11           | 26           | 14           | 10           | 8          | 10         |
| <b>Summa långfristiga skulder</b>          | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>327</b>   | <b>334</b>   | <b>73</b>    | <b>544</b>   | <b>529</b>   | <b>527</b> | <b>528</b> |
| Kortfristiga räntebärande skulder          | -        | -        | 0            | 0            | 225          | 0            | 0            | 0          | 0          |
| Leverantörsskulder                         | -        | -        | 218          | 171          | 160          | 200          | 244          | 214        | 246        |
| Övriga kortfristiga skulder                | -        | -        | 266          | 269          | 197          | 160          | 122          | 120        | 125        |
| <b>Summa kortfristiga skulder</b>          | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>483</b>   | <b>461</b>   | <b>601</b>   | <b>380</b>   | <b>386</b>   | <b>354</b> | <b>395</b> |
| <b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>      | <b>0</b> | <b>0</b> | <b>1 287</b> | <b>1 501</b> | <b>1 233</b> | <b>1 274</b> | <b>1 109</b> | <b>927</b> | <b>950</b> |

Källa: Orexo, EPB

| Tillväxt och marginaler   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                           | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023e | 2024e |
| Intäkstillväxt            | -     | N.m.  | 22%   | 8%    | N.m.  | N.m.  | 10%   | 4%    | 36%   |
| EBITDA-tillväxt, justerad | -     | 5%    | 49%   | >100% | N.m.  | N.m.  | 28%   | 38%   | >100% |
| EBIT-tillväxt, justerad   | -     | 11%   | 67%   | >100% | N.m.  | N.m.  | 14%   | 22%   | 95%   |
| EPS-tillväxt, justerad    | -     | N.m.  | >100% | 58%   | N.m.  | N.m.  | 21%   | 0%    | 77%   |
| Bruttomarginal            | 78,8% | 74,5% | 78,1% | 87,5% | 90,1% | 86,0% | 83,6% | 83,2% | 82,6% |
| EBITDA-marginal           | 10,6% | 12,1% | 14,9% | 32,2% | 2,9%  | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 7,4%  |
| EBITDA-marginal, justerad | 10,6% | 12,1% | 14,9% | 32,2% | 2,9%  | Neg.  | Neg.  | Neg.  | 7,4%  |
| EBIT-marginal             | 7,3%  | 8,9%  | 12,2% | 27,4% | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.  |
| EBIT-marginal, justerad   | 7,3%  | 8,9%  | 12,2% | 27,4% | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.  | Neg.  |
| 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 | 2022 | 2023e | 2024e |
| ROE, justerad  | Neg. | Neg. | 58%  | 37%   | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | 24%  | 25%   | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | 93%  | >100% | Neg. | Neg. | Neg. | Neg.  | Neg.  |

Källa: Orexo, EPB



## Kapitaleffektivitet

|  | 2016 | 2017 | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023e | 2024e |
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter                    | -    | -    | 22%   | 16%   | 16%   | 16%   | 12%   | 13%   | 12%   |
| Kundfordringar / totala intäkter               | -    | -    | 38%   | 32%   | 33%   | 48%   | 50%   | 45%   | 39%   |
| Leverantörsskulder / KSV                       | -    | -    | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | -    | -    | 94%   | 91%   | 97%   | 54%   | 55%   | 52%   | 54%   |
| Rörelsekapital / totala intäkter               | -    | -    | -2%   | -4%   | -5%   | 0%    | 3%    | 6%    | 9%    |
| Kapitalomsättningshastighet                    | -    | -    | 1,0x  | 0,8x  | 0,8x  | 0,6x  | 0,9x  | 1,1x  | 1,5x  |

Källa: Orexo, EPB

## Finansiell ställning

|                         | 2016 | 2017 | 2018  | 2019  | 2020   | 2021  | 2022  | 2023e | 2024e |
|-------------------------|------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld              | 0    | 0    | -269  | -473  | -214   | 46    | 188   | 344   | 390   |
| Soliditet               | -    | -    | 37%   | 47%   | 45%    | 27%   | 17%   | 5%    | 3%    |
| Nettoskultsättningsgrad | -    | -    | -0,6x | -0,7x | -0,4x  | 0,1x  | 1,0x  | 7,5x  | 14,4x |
| Nettoskuld / EBITDA     | 0,0x | 0,0x | -2,3x | -1,7x | -11,3x | -0,3x | -1,6x | -4,8x | 6,0x  |

Källa: Orexo, EPB

## Aktiedata

|                                      | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020  | 2021  | 2022  | 2023e | 2024e |
|--------------------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS                                  | 0,84 | 0,67 | 3,93 | 6,20 | -2,39 | -6,51 | -5,18 | -5,15 | -1,19 |
| EPS, justerad                        | 0,84 | 0,67 | 3,93 | 6,20 | -2,39 | -6,51 | -5,18 | -5,15 | -1,19 |
| FCF per aktie                        | 2,15 | 2,26 | 6,70 | 7,54 | -4,87 | -8,21 | -11,4 | -3,88 | -0,68 |
| Eget kapital per aktie               | 0,00 | 0,00 | 13,6 | 20,0 | 15,8  | 10,2  | 5,65  | 1,34  | 0,79  |
| 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  | 2022 | 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  | 3,5x | 12,7x | 21,5x |
| 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  | 1,4x | 1,4x  | 1,1x  |
| EV/EBITDA, justerad       | 0,0x | 0,0x | 15,1x | 6,3x  | 79,0x | Neg.  | Neg. | Neg.  | 15,0x |
| EV/EBIT, justerad         | 0,0x | 0,0x | 18,4x | 7,4x  | Neg.  | Neg.  | Neg. | Neg.  | Neg.  |
| EV                        | 0    | 0    | 1 763 | 1 702 | 1 500 | 1 231 | 863  | 928   | 974   |
| Aktiekurs                 | -    | -    | 58,8  | 62,8  | 50,0  | 34,5  | 19,7 | 17,0  | 17,0  |

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 fransäger 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](http://www.penser.se)