

Penser Access | Medicintekniska produkter | Sverige | 28 april 2023

Upp till bevis

Maria Karlsson Osipova
maria.karlssonosipova@penser.se

Investment case

Enzymatica utvecklar medicintekniska produkter inom övre luftvägsinfektioner, orala infektioner samt dermatologiområdet. Produkterna är baserade på ett patenterat enzym med unika egenskaper. Bolagets munspray mot förkylning (ColdZyme) har i en klinisk studie visat signifikanta resultat då man kunnat reducera antalet förkylningsdagar med 54% genom att skapa en skyddande barriär. Mängden virus i halsen minskade med 99% i samma studie, jämfört med placebospray. Avsaknaden av tillfredställande produkter inom förkylningssegmentet leder till en attraktiv position för ColdZyme.

Stor växande marknad

Euromonitor uppskattar att det årligen säljs receptfria förkylningsvaror för ca EUR 28 mdr. USA är den enskilt största marknaden (23%), följt av Kina och Japan, och därefter kommer de så kallade Top 5 EU. Vi uppskattar att den svenska förkylningsmarknaden (OTC) uppgår till ca 1,5 mdkr per år. Adderar vi de receptbelagda preparaten inom samma kategori uppgår marknaden till det dubbla. Under 2018 såldes ColdZyme motsvarande ca 5,2% av marknaden mätt i volym, vilket indikerar en god potential på den svenska marknaden. Till detta kan vi nu addera förkylningsmarknaderna inom, framför allt, EU.

Vår värdering

Vi räknar med fortsatt långsiktig försäljningstillväxt för bolaget, drivet av dels utökad marknadspenetration för ColdZyme på de nya marknaderna, dels av de signerade avtalen med STADA och Sanofi. Vidare anser vi att lanseringen i Japan via ett ledande läkemedelsbolag är den andra drivande faktorn för bolagets framtida tillväxt.

Enligt analysavdelningens ramverk för avkastningskrav för mindre bolag utgår en riskpremie på 6% för bolag vars börsvärde understiger 500 mkr. Eftersom bolagets börsvärde har sedan vår senaste uppdatering gått ned till <500 mkr nödgas vi justera vårt antagna avkastningskrav till 16% (14%) enligt analysavdelningens ramverk för avkastningskrav för mindre bolag.

Gamla WACC-antaganden		Nya WACC-antaganden	
Riskenfri ränta	2,5%	Riskenfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%	Riskpremie	5,5%
Småbolagspremie	4,0%	Småbolagspremie	6,0%
Extra riskpremie	2,0%	Extra riskpremie	2,0%
WACC	14,0%	WACC	16,0%

Källa: EPB

Vidare använder vi en långsiktig tillväxt om 3% och långsiktig EBIT-marginal om 25%, vilket är något under bolagets egna kommunicerade mål. Bolagets egna finansiella mål innefattar en omsättning över 600 mkr vid slutet av 2026 och en EBIT-marginal över 28%. I våra prognoser för 2025 ser vi en omsättning som uppgår till 188 mkr. Den bedömningen kan komma att ändras beroende på utvecklingen under de kommande kvartalen. Vi bedömer att försäljningsmixen kommer att förändras i framtiden, där marknaden i Sverige kommer att utgöra en mindre andel. Vi ser även att bruttomarginalen kommer att vara lägre än nuvarande nivåer på lång sikt – vår antagna bruttomarginal uppgår till 53% under 2025.

Vi ser ett nytt motiverat värde om 4,0 – 4,1 (4,5 – 4,6) kr per aktie.

DCF-värdering			
Värdering		WACC-antaganden	
Nuvärdet av fria kassaflöden	133	Riskenfri ränta	2,5%
Nuvärdet av terminalvärde	508	Riskpremie	5,5%
Företagsvärde (EV)	642	Småbolagspremie	6,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-16	Extra riskpremie	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	16,0%
Eget kapital	658	Antaganden terminalvärde	
Antal utstående aktier, före utspädning	164	Långsiktig tillväxt	3%
Eget kapital per aktie	4,0	Långsiktig EBIT-marginal	25%
		Avskrivningar, % av omsättning	2%
		Capex, % av omsättning	2%
		Rörelsekapital, % av omsättning	-4%
		Skattesats	21%

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			20%	23%	25,0%	28%	30%
15,0%		4,4	4,5	4,7	4,9	5,1	15,0%		3,7	4,2	4,7	5,2	5,7
15,5%		4,0	4,2	4,3	4,5	4,7	15,5%		3,4	3,9	4,3	4,8	5,3
WACC	16,0%	3,7	3,9	4,0	4,2	4,3	WACC	16,0%	3,1	3,6	4,0	4,5	4,9
	16,5%	3,5	3,6	3,7	3,8	4,0		16,5%	2,9	3,3	3,7	4,1	4,5
	17,0%	3,2	3,3	3,4	3,5	3,7		17,0%	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2

Källa: EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	53	61	111	57	49	78	125	188
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	2	3	0	0	0
Totala intäkter	53	61	111	60	52	78	125	188
Kostnad sålda varor	-16	-16	-35	-24	-20	-35	-59	-88
Bruttoresultat	37	45	76	36	31	43	66	100
Försäljningskostnader	-58	-59	-67	-55	-72	-47	-44	-60
R&D-kostnader	-21	-28	-22	-24	-26	-17	-21	-28
EBITDA	-42	-43	-13	-44	-67	-21	1	11
EBITDA, justerad	-42	-43	-13	-44	-67	-21	1	11
Avskrivningar	1	1	1	-1	-1	-1	-1	-1
EBITA, justerad	-41	-42	-12	-45	-68	-22	0	10
EBIT	-41	-42	-12	-45	-68	-22	0	10
EBIT, justerad	-41	-42	-12	-45	-68	-22	0	10
Finansnetto	-2	0	-1	0	-1	-2	-2	-2
Resultat före skatt	-42	-42	-13	-46	-69	-24	-2	8
Resultat före skatt, justerad	-42	-42	-13	-46	-69	-24	-2	8
Total skatt	0	1	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-43	-41	-13	-45	-69	-24	-2	8
Nettoresultat, justerad	-43	-41	-13	-45	-69	-24	-2	8
Intäkstillväxt	-	17%	81%	-46%	-13%	52%	60%	50%
Bruttomarginal	70,0%	73,2%	68,3%	62,4%	63,5%	55,0%	53,0%	53,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	5,4%
EPS, justerad	-0,30	-0,29	-0,09	-0,32	-0,42	-0,15	-0,01	0,05
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Enzymatica, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-41	-42	-12	-45	-68	-22	0	10
Övriga kassaflödesposter	5	8	6	5	7	0	-1	-1
Förändringar i rörelsekapital	7	-3	-5	4	-4	5	-2	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-29	-38	-11	-36	-65	-18	-2	7
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-1	-5	-6	-4	-6	-6	-6
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-1	-1	-5	-6	-4	-6	-6	-6
Fritt kassaflöde	-29	-38	-15	-42	-69	-24	-8	1
Övriga poster	89	-3	10	50	88	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	89	-3	10	50	88	0	0	0
Kassaflöde	59	-41	-5	8	19	-24	-8	1
Nettoskuld	-66	-25	-22	-30	-30	-5	3	2

Källa: Enzymatica, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	89	84	79	75	71	72	72	73
Materiella anläggningstillgångar	5	7	10	15	16	20	25	29
Finansiella anläggningstillgångar	1	2	2	2	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	95	93	91	92	90	94	99	104
Varulager	6	7	10	12	12	10	17	25
Övriga omsättningstillgångar	14	18	37	21	23	23	38	56
Likvida medel och kortfristiga placeringar	70	29	24	32	51	26	18	20
Summa omsättningstillgångar	90	55	71	65	85	60	73	101
SUMMA TILLGÅNGAR	185	148	162	157	174	155	172	205
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	160	119	107	125	126	102	101	109
Summa eget kapital	160	119	107	125	126	102	101	109
Långfristiga räntebärande skulder	4	4	2	1	21	21	21	21
Summa långfristiga skulder	4	4	2	1	21	21	21	21
Övriga kortfristiga skulder	22	25	53	31	27	31	50	75
Summa kortfristiga skulder	22	25	53	31	27	31	50	75
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	185	148	162	157	174	155	172	205

Källa: Enzymatica, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	17%	81%	-46%	-13%	52%	60%	50%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	70,0%	73,2%	68,3%	62,4%	63,5%	55,0%	53,0%	53,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%	6,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%	6,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	5,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,0%	5,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,3%

Källa: Enzymatica, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	8%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	9%

Källa: Enzymatica, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	11%	11%	9%	21%	22%	13%	13%	13%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	24%	43%	30%	23%	31%	40%	43%
Rörelsekapital / totala intäkter	-4%	1%	-5%	4%	14%	3%	3%	3%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,5x	1,0x	0,5x	0,3x	0,6x	1,0x	1,4x

Källa: Enzymatica, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-66	-25	-22	-30	-30	-5	3	2
Soliditet	86%	81%	66%	80%	72%	66%	59%	53%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-0,1x	0,0x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	0,6x	1,7x	0,7x	0,4x	0,3x	2,2x	0,1x

Källa: Enzymatica, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,30	-0,29	-0,09	-0,32	-0,42	-0,15	-0,01	0,05
EPS, justerad	-0,30	-0,29	-0,09	-0,32	-0,42	-0,15	-0,01	0,05
FCF per aktie	-0,21	-0,27	-0,11	-0,29	-0,42	-0,15	-0,05	0,01
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	1,12	0,83	0,75	0,88	0,77	0,62	0,61	0,66
Antal aktier vid årets slut, m	143	143	143	143	164	164	164	164
Antal aktier efter utspädning, snitt	143	143	143	143	164	164	164	164

Källa: Enzymatica, EPB

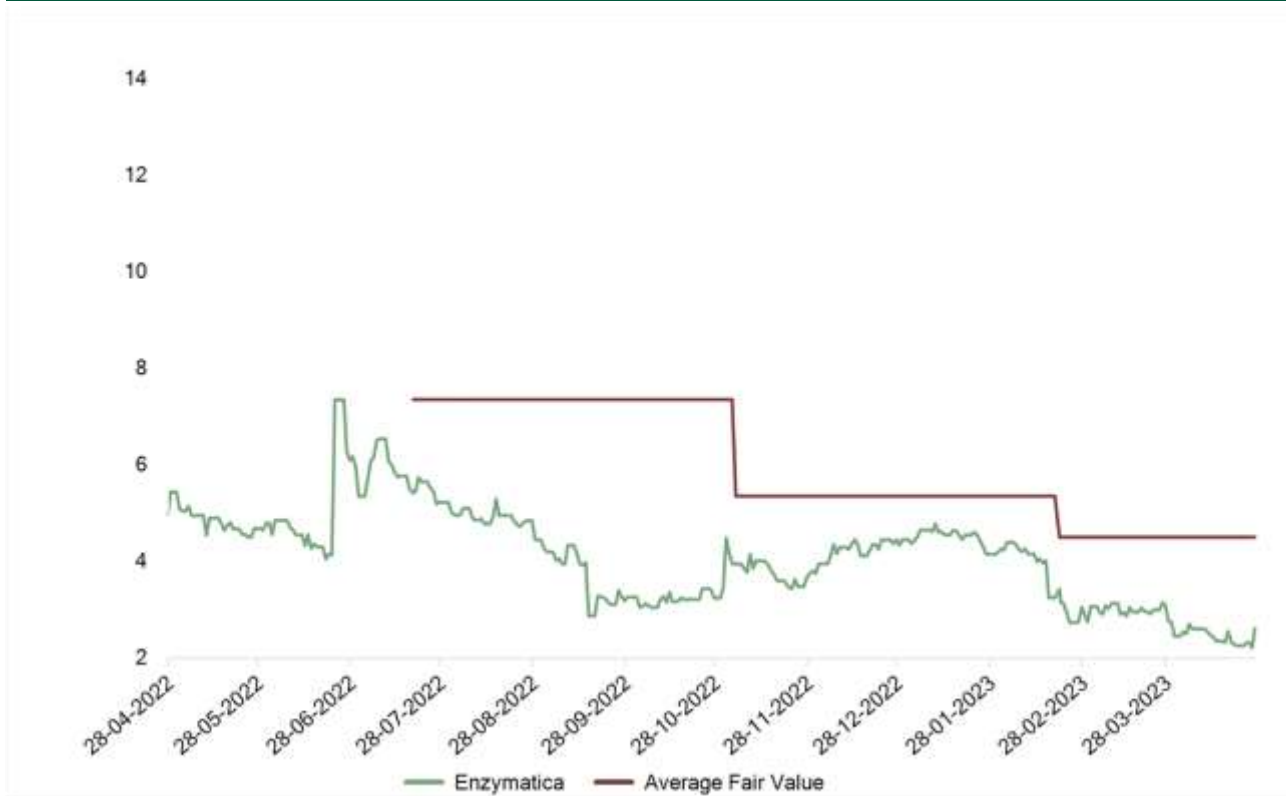
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	53,7x
P/EK	2,0x	4,8x	25,0x	10,0x	5,9x	4,3x	4,3x	4,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	346,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	4,7x	8,8x	23,8x	20,4x	13,8x	5,4x	3,4x	2,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	335,9x	37,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7 016,5x	41,8x
EV	248	541	2 648	1 217	710	421	421	421
Aktiekurs	2,2	4,0	18,7	8,7	4,5	2,7	2,7	2,7

Källa: Enzymatica, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Enzymatica (ENZY SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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 likviditetssgarant 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