



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsteknik | Sverige | 23 maj 2023

OssDsign

Exponentiell tillväxt för Catalyst

USA-försäljning upp med 339%

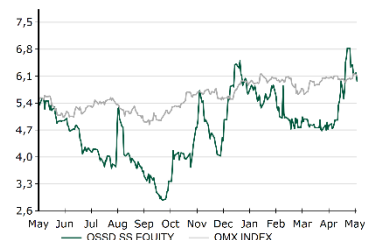
OssDsigns nettoomsättning för det första kvartalet uppgick till 21,5 SEKm, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på 203% jämfört med Q1 2022, eller 177% vid konstanta växelkurser. Drivkrafterna bakom denna tillväxt är försäljningen av Catalyst i USA. Total försäljning i USA ökade med 399% jämfört Q1 2022. USA-marknaden utgör nu 65% av bolagets försäljning. Även försäljningen av Cranial PSI visar hälsosam tillväxt, växte 74% i övriga världen.

Begynnande tecken på operationell hävstångseffekt

Rörelseresultatet för kvartalet uppgick till -23,4 SEKm (-24,1 SEKm). Omvärderingseffekten av USD-positionen i Q1 2023 var marginellt negativ, dels pga ett lägre valutabelopp, dels pga en lägre balansdagskurs för USD mot SEK. Justerat för denna omvärderingseffekt blev resultatförbättringen jämfört med föregående år +1,7 SEKm, vilket uppvisar begynnande tecken på operationell hävstångseffekt.

Motiverat värde 15–16 SEK/aktie

Vi lämnar våra prognoser orörda efter kvartalsrapporten. Vårt motiverade värde är oförändrat och uppgår till 15–16 SEK/aktie. Värderingen baseras på en diskonterad kassaflödesvärdering med ett avkastningskrav (WACC) på 14%.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	15 - 16 kr												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	73	126	239	331	Aktiekurs	6,0 kr												
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	>100%	73%	89%	39%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-81	-59	22	99	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-90	-68	14	91														
Q2 - rapport	22 augusti 2023			EPS, just.	-1,7	-0,9	0,2	1,3														
Q3 - rapport	21 november 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	3,2	2,2	2,4	3,7														
Antal aktier	71m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	<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		✓																				
Börsvärde	425			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	5,7%	27,4%														
Nettoskuld	-80			ROE, just.	Neg.	Neg.	8,2%	41,7%														
EV	345			ROCE, just.	Neg.	Neg.	8,2%	41,6%														
Free float	61%			EV/Sales	4,0x	2,7x	1,4x	1,0x														
Daglig handelsvolym, snitt	180k			EV/EBITDA	-	-	15,9x	3,5x														
Bloomberg Ticker	OSSD SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	25,4x	3,8x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	31,3x	4,7x														
Peter Sellei				P/EK	1,8x	2,7x	2,5x	1,6x														
peter.sellei@penser.se				FCF yield	-	-	4%	20%														
				Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,9x	-3,0x	-1,5x														

Investment case

OssDsign har starka produkter i en global affär. Den underliggande efterfrågan är stark och vi bedömer att bolaget kommer att visa höga tillväxttal framöver, stärkta av detta kvartals försäljningsutveckling. Aktien har tidigare pressats av låg försäljningsökning pga. effekter av coronapandemin. Vi ser dock att dessa effekter avtar och försäljningen tar fart. Därtill kommer att aktien också pressats av bolagets kapitalbehov, men efter den nyligen genomförda emissionen anser vi att aktien har förutsättningar att utvecklas väl framöver, vilket framför allt kommer att drivas av tillväxt som tar bolaget närmare svarta siffror.

Bolagsprofil

OssDsign utvecklar och tillverkar innovativa implantat för bedefekter. Grunden i OssDsign är ett patenterat biokeramiskt material som under läkningsprocessen omvandlas till benvävnad. Materialet är hydrofilt och stimulerar bildning av blodkärl, vilket ger minskad risk för post-operativa infektioner. Det har en regenerativ effekt på mjuk vävnad, vilket förbättrar läkning av vävnad över implantatet. Produkterna omfattar tre huvudsakliga områden:

- Cranial – kraniala implantat för skalldedefekter
- Cranioplug – en standardiserad produkt för att täcka igen borrhål
- Catalyst – ett syntetiskt bengraftsubstitut för användning inom ortopedisk kirurgi

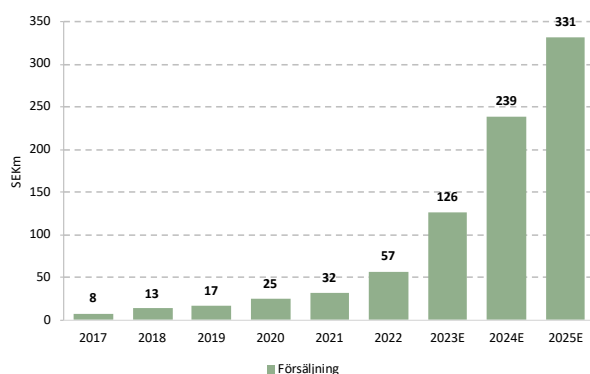
Kvartalskommentar

OssDsigns nettoomsättning för det första kvartalet 2023 uppgick till 21,5 SEKm, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på 203% jämfört med Q1 2022, eller 177% vid konstanta växelkurser. Drivkrafterna bakom denna tillväxt är försäljningen av Catalyst i USA. Total försäljning i USA ökade med 399% jämfört Q1 2022. USA-marknaden utgör nu 65% av bolagets försäljning. Även försäljningen av Cranial PSI visar hälsosam tillväxt, växte 74% i övriga världen.

Rörelseresultatet för kvartalet uppgick till -23,4 SEKm (-24,1 SEKm). Omvärderingseffekten av USD-positionen i Q1 2023 var marginellt negativ, dels pga ett lägre valutabelopp, dels pga en lägre balansdagskurs för USD mot SEK. Justerat för denna omvärderingseffekt blev resultatförbättringen jämfört med föregående år +1,7 SEKm, vilket uppvisar begynnande tecken på operationell hävstångseffekt.

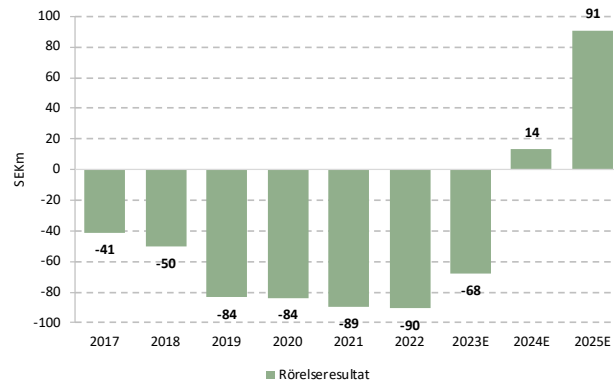
Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -28,9 SEKm (-23,9). Det totala kassaflödet för perioden var -29 SEKm (-24), vilket indikerar ett -5 SEKm högre nettoutflöde jämfört med föregående år, såväl som högre än föregående kvartal. Det högre nettoutflödet, mätt som skillnaden i redovisat värde av likvida medel, är delvis drivet av redovisningsposter (-1,3 SEKm differens i värdering av bolagets USD-position) men kanske ännu mer av en -5,9 SEKm negativ rörelsekapitalutveckling, från en väsentligt högre försäljning i kvartalet (högre kundfordringar) samt planerade betalningar av upplupna kostnader från föregående år. Likvida medel i slutet av perioden var 95,6 SEKm.

Försäljningsutveckling (Y)



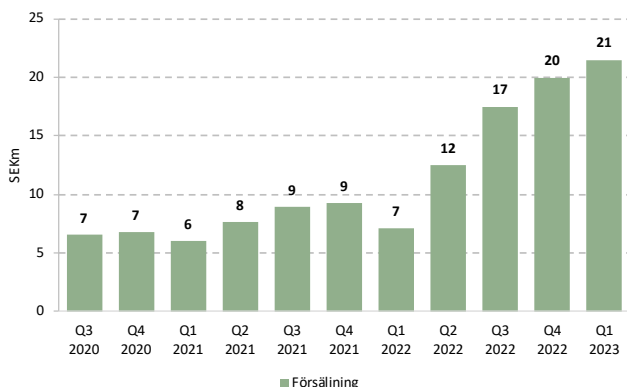
Källa: EPB, OssDsign

Rörelseresultatutveckling (Y)



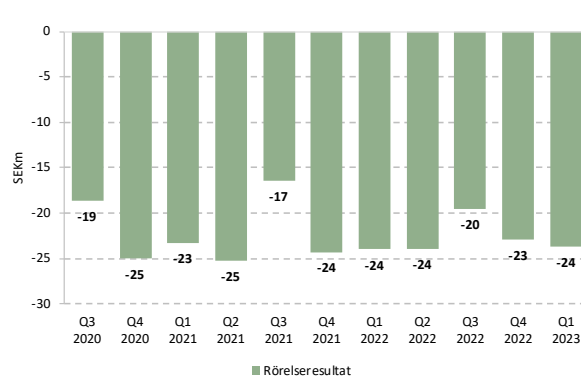
Källa: EPB, OssDsign

Försäljningsutveckling (Q)



Källa: EPB, OssDsign

Rörelseresultatutveckling (Q)



Källa: EPB, OssDsign

Värdering

Vi lämnar våra prognoser orörda efter kvartalsrapporten. Motiverat värde uppgår till 15–16 kr per aktie. Värderingen baseras på en diskonterad kassaflödesvärdering med ett avkastningskrav (WACC) på 14%.

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis (dynamic)					
Sum of PV of FCF (explicit period)	660	Risk free nominal rate	2,5%	WACC	12%	13%	14%	15%	16%
PV of terminal value (perpetuity formula)	420	Market risk premium	5,5%	NPV	1 434	1 284	1 159	1 054	963
Enterprise value	1 079	Small cap premium	6%	NPV/share	20	18	16	15	14
Latest net debt	-80	Extra risk premium	0%						
Equity value	1 159	WACC	14,0%						
No. of shares outstanding (millions)	71,3								
Equity value per share (SEK)	16	WACC	14%						
Implicit multipl.		Terminal value assumptions							
EV/Sales	2,9	Long term growth rate	2%						
EV/EBITDA	nm	Long term EBIT margin	30%						
EV/EBIT	nm	Depreciation (% of sales)	nm						
EV/NOPLAT	nm	Capex (% of sales)	nm						
P/E	nm	Working cap. (% of sales)	nm						
ROIC/WACC	nm	Tax rate	21%						
Current Share price	5,8								

Källa: EPB, OssDesign

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	17	25	32	57	126	239	331
Övriga rörelseintäkter	3	2	4	16	0	0	0
Totala intäkter	20	27	36	73	126	239	331
Kostnad sålda varor	-8	-9	-10	-12	-23	-37	-46
Bruttoresultat	11	17	26	61	104	202	286
Administrationskostnader	-45	-53	-58	-74	-88	-96	-99
Övriga rörelsekostnader	-46	-41	-47	-68	-75	-85	-87
EBITDA	-80	-77	-80	-81	-59	22	99
EBITDA, justerad	-80	-77	-80	-81	-59	22	99
Avskrivningar	-4	-7	-10	-10	-8	-8	-8
EBITA, justerad	-84	-84	-89	-90	-68	14	91
EBIT	-84	-84	-89	-90	-68	14	91
EBIT, justerad	-84	-84	-89	-90	-68	14	91
Finansnetto	0	-1	-5	-9	0	0	0
Resultat före skatt	-84	-85	-94	-100	-68	14	91
Resultat före skatt, justerad	-84	-85	-94	-100	-68	14	91
Nettoresultat	-84	-85	-94	-99	-68	14	91
Nettoresultat, justerad	-84	-85	-94	-99	-68	14	91
Intäktstillväxt	-	37%	33%	>100%	73%	89%	39%
Bruttomarginal	67,5%	69,6%	81,2%	>100%	82,1%	84,7%	86,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,7%	27,4%
EPS, justerad	-5,46	-4,44	-1,94	-1,74	-0,95	0,19	1,27
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%

Källa: OssDesign, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-84	-84	-89	-90	-68	14	91
Övriga kassaflödesposter	2	3	5	0	8	8	8
Förändringar i rörelsekapital	-5	2	-5	2	-11	-2	-10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-87	-79	-90	-89	-71	20	88
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-2	0	0	-1	-1	-1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	-3	-3	-4
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	-15	-52	0	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	-18	-52	0	-3	-4	-5
Fritt kassaflöde	-87	-97	-141	-89	-74	16	83
Övriga poster	186	33	243	62	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	186	33	243	62	0	0	0
Kassaflöde	99	-64	102	-27	-74	16	83
Nettoskuld	-113	-49	-151	-124	-50	-66	-149

Källa: OssDesign, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	26	166	160	154	149	145	142
Materiella anläggningstillgångar	4	18	14	14	13	13	13
Finansiella anläggningstillgångar	0	2	2	3	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	30	186	177	170	165	161	158
Varulager	2	2	2	4	10	22	30
Kundfordringar	5	6	9	13	23	31	40
Övriga omsättningstillgångar	3	3	5	6	9	14	20
Likvida medel och kortfristiga placeringar	114	49	151	125	51	67	150
Summa omsättningstillgångar	123	60	167	148	93	134	239
SUMMA TILLGÅNGAR	153	247	344	319	258	295	398
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	135	112	263	227	159	173	263
Summa eget kapital	135	112	263	227	159	173	263
Övriga långfristiga skulder	3	66	60	62	50	50	51
Summa långfristiga skulder	3	66	60	62	50	50	51
Kortfristiga räntebärande skulder	1	1	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	3	3	5	6	16	31	43
Övriga kortfristiga skulder	11	65	16	24	32	41	40
Summa kortfristiga skulder	15	69	21	30	48	72	83
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	153	247	344	319	258	295	398

Källa: OssDsign, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	37%	33%	>100%	73%	89%	39%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
Bruttomarginal	67,5%	69,6%	81,2%	>100%	82,1%	84,7%	86,1%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,1%	29,8%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,1%	29,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,7%	27,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,7%	27,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,7%	27,4%

Källa: OssDsign, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	42%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	42%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%	82%

Källa: OssDsign, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	9%	8%	6%	6%	8%	9%	9%
Kundfordringar / totala intäkter	27%	23%	24%	18%	18%	13%	12%
Leverantörsskulder / KSV	36%	30%	46%	48%	73%	85%	94%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	15%	66%	18%	20%	26%	33%	36%
Rörelsekapital / totala intäkter	-23%	-213%	-12%	-8%	-5%	-2%	2%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,2x	0,1x	0,3x	0,8x	1,4x	1,3x

Källa: OssDsign, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-113	-49	-151	-124	-50	-66	-149
Soliditet	88%	45%	76%	71%	62%	59%	66%
Nettoskultsättningsgrad	-0,8x	-0,4x	-0,6x	-0,5x	-0,3x	-0,4x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	1,4x	0,6x	1,9x	1,5x	0,9x	-3,0x	-1,5x

Källa: OssDsign, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-5,46	-4,44	-1,94	-1,74	-0,95	0,19	1,27
EPS, justerad	-5,46	-4,44	-1,94	-1,74	-0,95	0,19	1,27
FCF per aktie	-5,63	-5,08	-2,92	-1,56	-1,03	0,22	1,17
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	7,63	5,06	4,60	3,18	2,23	2,42	3,69
Antal aktier vid årets slut, m	17,7	22,2	57,1	71,3	71,3	71,3	71,3
Antal aktier efter utspädning, snitt	15,4	19,0	48,4	57,1	71,3	71,3	71,3

Källa: OssDsign, EPB

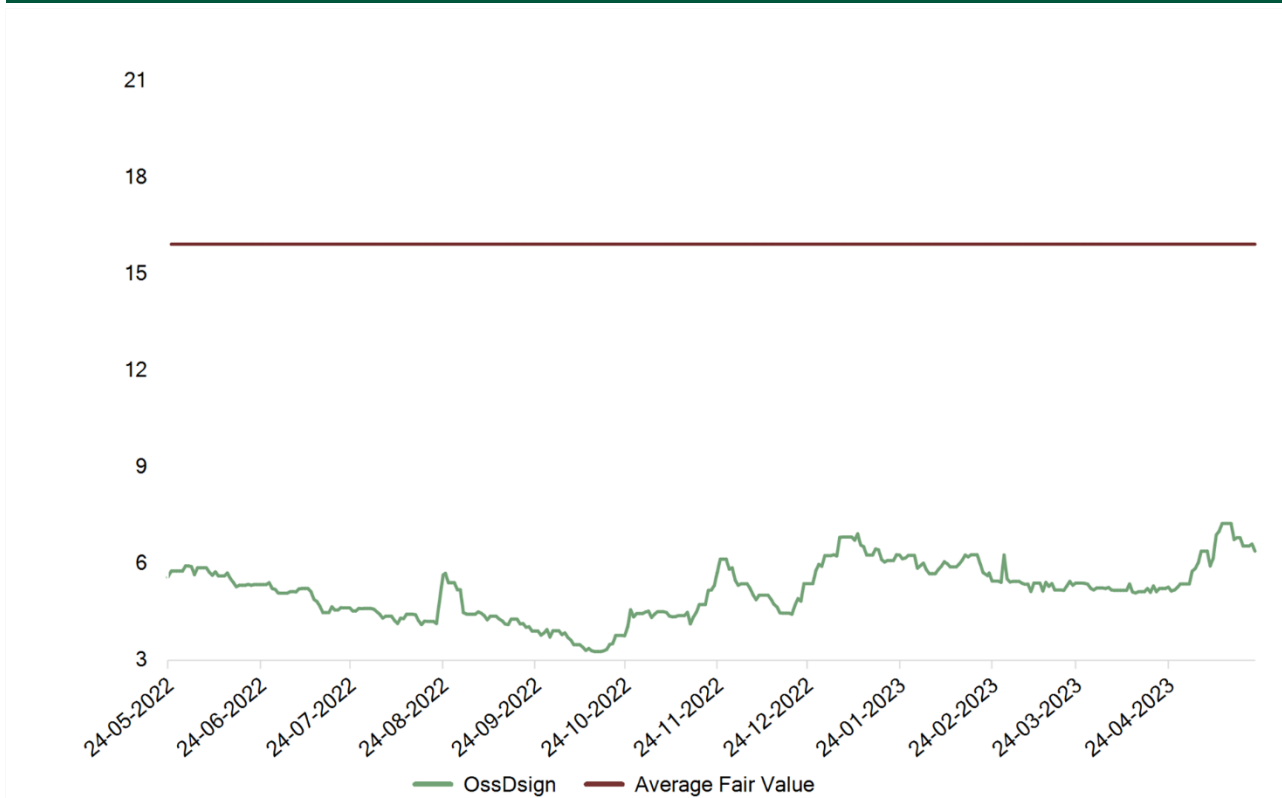
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	31,3x	4,7x
P/EK	1,7x	2,4x	1,9x	1,8x	2,7x	2,5x	1,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,1x	5,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%	20%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	6,0x	8,1x	9,7x	4,0x	2,7x	1,4x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,9x	3,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,4x	3,8x
EV	117	217	346	291	345	345	345
Aktiekurs	13,0	12,0	8,7	5,8	6,0	6,0	6,0

Källa: OssDsign, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

OssDsign (OSSD 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 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