ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 03 november 2023

Orexo

Går mot lönsamhet, men tillväxten dröjer

Blandat utfall i Q3

I det stora hela var siffrorna i Q3-rapporten relativt odramatiska. Nettoomsättning minskade y/y, men var snäppet högre än vad vi förväntade oss. Det som stack ut mest fanns på kostnadssidan, där Orexo tog kostnader för personalförändringar inom pharma och DTx-verksamheten som vi inte hade med i våra estimat. Bolaget upprepade trots det sin tidigare guidning för helåret om ett EBITDA i balans under H2 2023, vilket innebär ett positivt EBITDA om minst 9,5 mkr (vår förväntan 14,1 mkr) i Q4'23.

Fördröjningar i partnerdiskussioner

Det som fick aktiemarknaden att surna till var beskedet om att partnerdiskussionerna kring OX640 försenats. Bakgrunden anges vara fördröjningar för konkurrenten ARS Pharma med att få sin nasala formulering av adrenalin godkänd hos FDA, då myndigheten vill se kompletterande studier innan ett godkännande blir aktuellt. Vi uppfattar att partnerintresset kvarstår kring OX640, men att det dröjer in i 2024 innan ett avtal kan bli aktuellt. Positivare var tongångarna kring amorphOX-plattformen, där framsteg uppnåtts hos partners som utvärderar den för egna projekt.

Tar ned förväntningarna

Vi har efter rapporten justerat ned våra förväntningar för nettoomsättningen, men vi ser trots det fortsatt potential att lönsamheten kommer att förbättras nästa år och att verksamheten når positiva kassaflöden. Lägre prognoser och höjt avkastningskrav är anledningen till att vi tar ned det motiverade värdet till 28-30 kr (32-34). För att återvinna aktiemarknadens gunst behövs att bolaget vänder verksamheten till positiva siffror och börja leverera på sin pipeline.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-0,1%	-9,7%	-6,6%
EBITDA, just.	-25,9%	0,8%	-7,2%
EPS, just.	-8,8%	9,0%	-27,4%

Kommande händelser

Q4 - rapport	25 januari 2024
Q1 - rapport	08 maj 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	34m
Börsvärde	554
Nettoskuld	294
EV	849
Free float	70%
Daglig handelsvolym, snitt	26k
Bloomberg Ticker	ORX SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

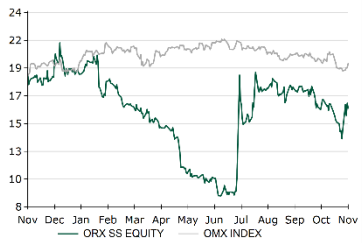
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	624	631	655	821
Tillväxt	10%	1%	4%	25%
EBITDA, just.	-115	-31	89	129
EBIT, just.	-184	-106	14	54
EPS, just.	-5,2	-3,5	-0,4	0,7
EPS-tillväxt	21%	32%	88%	>100%
EK/aktie	5,6	2,3	2,1	3,2
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	2,1%	6,6%
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	26,0%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	2,6%	9,6%
EV/Sales	1,3x	1,3x	1,3x	1,0x
EV/EBITDA	Neg.	-27,5x	9,5x	6,6x
EV/EBIT	Neg.	-8,0x	60,8x	15,7x
P/E, just.	-3,6x	-4,5x	-38,3x	23,5x
P/EK	3,3x	6,9x	7,7x	5,0x
FCF yield	-60%	20%	9%	11%
Nettoskuld/EBITDA	-1,6x	-9,5x	2,9x	1,6x

Värde och risk

Motiverat värde	28,0 - 30,0 SEK
Aktiekurs	16,1 SEK
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 viktiga och stora amerikanska läkemedelsmarknaden. Verksamheten har utvecklats svagt under de senaste åren, men vi ser tecken på att en vändning är på väg att ske. Försäljningen av Zubsolv har stabiliserats och den har potential att börja växa igen. Det som framför allt kommer att driva tillväxten är nya produktlanseringar med start från 2025.

Utöver värdena i den löpande verksamheten ser vi en betydande potential i bolagets utvecklingsplattform amorphOX, som skapar nya möjligheter inom produktutvecklingen för såväl internt som för externt bruk. Första produkten OX124 närmar sig marknaden med en väntad lansering under inledningen av 2025. Det projekt där vi ser störst potential är OX640. Då OX640 ligger utanför Orexos fokusområden är en partnerlösning för kommersialisering önskvärd. Diskussioner med partners har inletts och vi får en bild av att dessa löper väl med bra intresse från flera aktörer. Därtill indikeras även en positiv utveckling i de två samarbetsprojekten kring amorphOX-plattformen och vi ser potential för nya avtal kring plattformen. Partneravtalen ligger inte i våra estimat och utgör därmed en potentiell uppsida.

Utveckling av nya produkter och patenttvisten med Sun Pharmaceuticals har pressat lönsamheten. Merparten av dessa kostnader är nu tagna och vi räknar med en gradvis förbättrad lönsamhet från H2 2023. Efter vinsten i patenttvisten mot Sun känner vi en ökad konfidens att bolaget är på väg tillbaka till lönsamhet och vi räknar med att Orexo kan visa positiva kassaflöden för helåret 2024. På lite längre sikt bedömer vi att Orexo kan nå en EBITDA-marginal på 25% inom 3–5 år och leverera en genomsnittlig försäljningstillväxt på 12-15% fram till 2028.

Bolagsprofil

Orexo är ett heltäckande specialistläkemedelsbolag med verksamheter som sträcker sig från tidig forskning och hela vägen till kommersialisering. Bolaget agerar via egen marknadsorganisation på den amerikanska marknaden, medan försäljning på övriga marknader går genom partners. I USA marknadsför bolaget sina 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 finns 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 omkring 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 stöd i en DCF-modell, där framtida kassaflöden nuvärdesberäknas med en WACC på 15% (14). Värderingsmodellen bygger på explicita prognoser tio år framåt och den ger ett fundamentalt värde om 28,8 kr (33,8). Utifrån vår värdering sätter vi ett motiverat värde till 28-30 kr (32-34).

Något svagare resultat än vår prognos

Nettoomsättningen minskade y/y med 3,0% till 156,1 mkr (161,0). Försäljningen av Zubsolv var något svagare än vad vi hade räknat med, där en negativ lagereffekt om 4,8 mkr tyngde och som vi inte hade med i våra estimat. Utlicensierade produkter (HQ & Pipeline) kom in över vår förväntan och det var framför allt produktförsäljningen till Accord Healthcare som stack ut mot våra förväntningar. Orexo har dock låga marginaler på den försäljningen, vilket höll tillbaka bruttomarginalen.

Avvikelsetabell Q3 2023 (mkr)

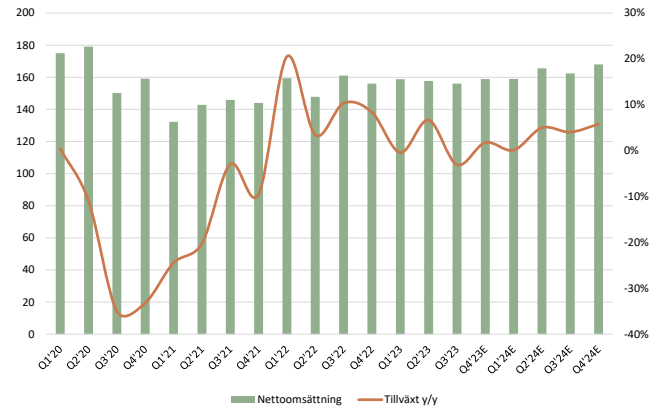
	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q3 2022
Nettoomsättning	156,1	154,3	1,8	1,2%	161,0
varav US Pharma	*140,4*	*143,7*	-3,3	*-2,3%*	*150,1*
varav DTx	*0,0*	*0,0*	0,0	*nm*	*0,0*
varav HQ & Pipeline	*15,7*	*10,6*	5,1	*48,1%*	*10,8*
Bruttoresultat	**133,3**	**133,6**	**-0,3**	**-0,2%**	**133,0**
OPEX	-161,9	-156,7	-5,2	-3,3%	-182,8
EBITDA	**-9,5**	**-4,6**	-4,9	**-106,5%**	**-32,4**
EBIT	**-28,6**	**-23,1**	-5,5	**-23,8%**	**-49,8**
Nettoresultat	**-33,3**	**-25,8**	-7,5	**-29,1%**	**-26,5**
EPS	-0,97	-0,75	-0,2	-29,3%	-0,77
Bruttomarginal	85,4%	86,6%	-1,2%	-1,2%	82,6%
EBITDA-marginal	Neg	Neg			Neg
EBIT-marginal	Neg	Neg			Neg

Källa: EPB, Bolaget

Det som stack ut på kostnadssidan mot vår prognos var de administrativa kostnaderna som tyngdes av legala kostnader om 5 mkr samt engångskostnader för personalförändringar inom pharma och DTx-verksamheten. Vi hade inte med det och låg på en förväntan om 30,2 mkr mot redovisade 45,4 mkr. I övrigt var kostnaderna i nivå med våra förväntningar som även inkluderade en avgift till FDA om 18 mkr associerade till att ansökan för OX124 lämnades in.

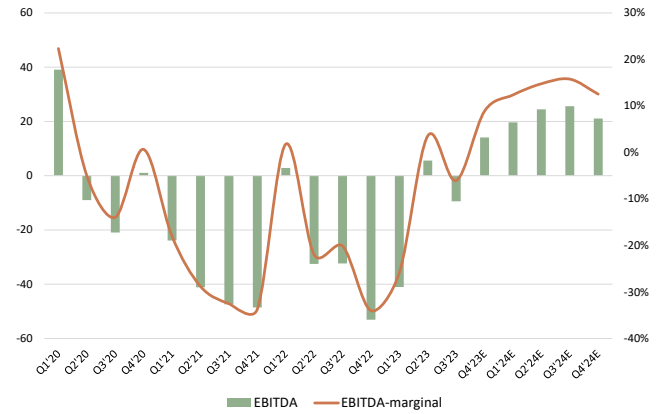
Vi förväntar oss relativt oförändrad nivå för nettoomsättningen under de närmaste kvartalen, trots valutakursfördelar av den starka amerikanska dollarn. Det är framför allt lägre legala kostnader och en minskad klinisk aktivitet som ligger bakom våra förväntningar om lönsamhetsförbättringar, vilket ska ta bolaget till positivt operativt kassaflöde.

Prognos nettoomsättning per kvartal 2019-2024 (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

Prognos EBITDA per kvartal 2019-2024 (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

Prognosförändringar

Vi har skruvat ned förväntningarna på Zubsolv något, då vi ser tecken på lägre nettointäkt per såld tablett än vad vi hade räknat med. Därtill har vi tillfälligt lyft ur Modia i vår modell i väntan på ökad tydlighet kring kommersialiseringen och hur försäljning ska kunna lyfta. Därutöver har vi skjutit fram lanseringstidpunkten för OX124 till inledningen av 2025 från slutet av 2024. Dessa förändringar förklarar våra lägre försäljningsprognoser för 2024 och framåt. Vi bedömer att lägre intäkter kommer att mötas med långsammare utbyggnad av försäljningsorganisationen. Med ett ökat fokus på att komma tillbaka till lönsamhet förväntar vi oss även viss återhållsamhet inom forskning och utveckling.

Övergripande prognosförändringar 2023-2025 (mkr)

(mkr)		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Ny	631,4	655,0	820,6
	Tidigare	632,2	725,2	878,7
	Diff	-0,1%	-9,7%	-6,6%
Bruttoresultat	Ny	542,3	562,6	705,2
	Tidigare	542,4	618,6	746,6
	Diff	0,0%	-9,0%	-5,5%
EBIT	Ny	-105,9	13,9	54,2
	Tidigare	-98,2	14,6	65,6
	Diff	-7,9%	4,5%	-17,5%
EBITDA	Ny	-30,8	89,0	129,3
	Tidigare	-24,5	88,3	139,3
	Diff	-25,9%	0,8%	-7,2%
EPS (SEK)	Ny	-3,5	-0,4	0,7
	Tidigare	-3,3	-0,5	0,9
	Diff	-8,8%	9,0%	-27,4%

Källa: EPB

Våra kvartalsestimat 2021-2024 (mkr)

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23E	Q1'24E	Q2'24E	Q3'24E	Q4'24E
Nettoomsättning	159,4	147,8	161,0	156,1	158,8	157,7	156,1	158,8	159,0	165,6	162,4	168,0
US Pharma	*139,1*	*139,6*	*150,1*	*142,6*	*140,3*	*145,4*	*140,4*	*147,9*	*148,1*	*151,8*	*150,2*	*152,5*
DTx	*0,2*	*0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,5*	*1,2*
HQ+pipeline	*20,1*	*8,1*	*10,8*	*13,4*	*18,4*	*12,2*	*15,7*	*10,9*	*10,9*	*13,8*	*11,7*	*14,3*
Kostnader för sålda varor	-27,5	-21,2	-28,0	-25,9	-28,7	-17,2	-22,8	-20,4	-20,9	-22,8	-22,7	-26,0
varav US Pharma	-22,6	-17,7	-24,4	-20,6	-11,6	-14,8	-16,1	-18,4	-18,4	-20,3	-20,1	-23,3
Bruttovinst	**131,9**	**126,6**	**133,0**	**130,2**	**130,1**	**140,5**	**133,3**	**138,4**	**138,0**	**142,8**	**139,7**	**142,0**
Försäljningskostnader	-41,6	-50,5	-54,7	-52,2	-45,5	-48,2	-44,7	-48,1	-48,5	-48,8	-49,5	-52,1
Administrationskostnader	-33,0	-51,2	-54,2	-63,8	-66,5	-38,3	-45,4	-34,9	-31,8	-31,6	-30,5	-32,3
Forsknings- och utvecklingskostnader	-72,0	-81,3	-76,5	-88,2	-78,5	-75,6	-83,7	-61,9	-58,8	-59,1	-55,2	-58,8
Övriga rörelsekostnader	1,5	6,7	2,5	3,0	1,1	8,6	11,9	1,5	1,5	2,0	2,0	3,0
Rörelseresultat	**-13,2**	**-49,7**	**-49,8**	**-71,1**	**-59,3**	**-12,9**	**-28,7**	**-5,1**	**0,4**	**5,2**	**6,4**	**1,9**
Finansnetto	-1,9	12,3	27,4	-24,4	-9,1	-2,9	-7,9	-8,2	-8,0	-7,0	-7,0	-7,0
Resultat före skatt	-15,1	-37,4	-22,4	-95,5	-68,4	-15,8	-36,6	-13,3	-7,6	-1,8	-0,6	-5,1
Skatt	-8,5	1,7	-4,1	3,7	4,6	3,2	3,3	1,1	0,6	0,2	0,1	0,5
Periodens resultat	-23,6	-35,7	-26,5	-91,8	-63,8	-12,6	-33,3	-12,2	-7,0	-1,6	-0,5	-4,6
Avskrivningar	16,0	17,2	17,5	18,0	18,2	18,5	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
EBITDA	2,8	-32,5	-32,4	-53,1	-41,1	5,6	-9,5	14,1	19,6	24,4	25,6	21,1
Tillväxt y/y	20,5%	3,5%	10,4%	8,4%	-0,4%	6,7%	-3,0%	1,8%	0,1%	5,0%	4,1%	5,8%
EPS (kr)	-0,69	-1,04	-0,77	-2,67	-1,86	-0,37	-0,97	-0,36	-0,20	-0,05	-0,02	-0,13
Bruttomarginal	82,7%	85,7%	82,6%	83,4%	81,9%	89,1%	85,4%	87,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bruttomarginal US Pharma	83,8%	87,3%	83,7%	85,6%	91,7%	89,8%	88,5%	88,5%	88,5%	88,5%	88,0%	87,5%
EBIT-marginal	-8,3%	-33,6%	-30,9%	-45,5%	-37,3%	-8,2%	-18,4%	-3,2%	0,3%	3,2%	3,9%	1,1%
EBITDA-marginal	1,8%	-22,0%	-20,1%	-34,0%	-25,9%	3,5%	-6,1%	8,9%	12,4%	14,8%	15,8%	12,5%

Källa: EPB, Bolaget

Värdering

Vår värdering av Orexo tar avstamp i en DCF-modell, som utgår ifrån explicita prognoser tio år framåt per affärsområde. Riskpremierna i marknaden har ökat och det är anledning till att vi höjer vår WACC till 15% (14). Utifrån våra uppdaterade prognoser får vi ett DCF-värde på 28,8 kr (33,8). Baserat på den fundamentala värderingen sätter vi vårt motiverade värde till 28-30 kr (32–34). Nedan visas våra övergripande DCF-antaganden.

Sammanfattning DCF-antaganden

Värdering (mkr)	
Nuvärdet av fria kassaflöden	836
Nuvärdet av terminalvärde	451
Företagsvärde (EV)	**1 287**
Nettoskuld, senast rapporterad	294
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**993**
Antal utstående aktier, full utspädning	34
Eget kapital per aktie (kr)	**28,8**

Källa: EPB, Bolaget

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	3,0%
Riskpremie	5,0%
Småbolagspremie	5,0%
Extra risk-premie	2,0%
WACC	**15,0%**

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%

Känslighetsanalys WACC / uthållig tillväxt

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
13,0%	32,8	34,6	36,6	39,1	42,1
14,0%	29,4	30,8	32,4	34,3	36,6
15,0%	26,4	27,5	**28,8**	30,4	32,2
16,0%	23,8	24,7	25,8	27,0	28,5
17,0%	21,3	22,0	22,9	23,9	25,0

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / uthållig EBIT-marginal

	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
13,0%	27,4	32,0	36,6	41,2	45,7
14,0%	24,6	28,5	32,4	36,3	40,2
15,0%	22,2	25,5	**28,8**	32,2	35,5
16,0%	19,9	22,7	25,5	28,3	31,2
17,0%	18,0	20,4	22,9	25,4	27,8

Källa: EPB

Förväntat nyhetsflöde

Vi ser flera intressanta möjliga nyheter under det kommande året, där partneravtal är det som vi bedömer kommer kunna ha störst betydelse för aktien. Ett formaliserat avtal kring plattformen med ett välkänt läkemedelsbolag skulle betyda en viktig validering, utöver de ekonomiska möjligheterna. För OX640 skulle ett avtal, förutom den validering det kan ge, även kunna innebära en påtaglig kontantersättning som bidrar till finansiering och synliggör värden i projektet.

Lista över potentiella nyheter kommande året:

- Nya partnersamarbetsavtal kring amorphOX
- Formalisering av avtal med utvärderingspartners kring amorphOX
- Licensavtal för OX640
- Godkännande av OX124, besked väntas mot slutet av 2024

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**644**	**783**	**845**	**664**	**565**	**624**	**631**	**655**	**821**
Totala intäkter	**644**	**783**	**845**	**664**	**565**	**624**	**631**	**655**	**821**
Kostnad sålda varor	-164	-172	-106	-66	-79	-103	-89	-92	-115
Bruttoresultat	**479**	**611**	**739**	**598**	**486**	**522**	**542**	**563**	**705**
Försäljningskostnader	-191	-191	-192	-287	-280	-199	-187	-199	-258
Administrationskostnader	-96	-167	-140	-103	-151	-202	-185	-126	-144
R&D-kostnader	-134	-167	-181	-225	-272	-318	-300	-232	-258
Övriga rörelsekostnader	-1	9	5	-4	4	14	23	9	9
EBITDA	**78**	**117**	**272**	**19**	**-161**	**-115**	**-31**	**89**	**129**
EBITDA, justerad	**78**	**117**	**272**	**19**	**-161**	**-115**	**-31**	**89**	**129**
Avskrivningar	-21	-21	-41	-39	-53	-69	-75	-75	-75
EBITA, justerad	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-184**	**-106**	**14**	**54**
EBIT	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-184**	**-106**	**14**	**54**
EBIT, justerad	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-184**	**-106**	**14**	**54**
Finansnetto	-28	-4	-3	-18	-8	13	-28	-29	-29
Resultat före skatt	**30**	**92**	**228**	**-38**	**-223**	**-170**	**-134**	**-15**	**25**
Resultat före skatt, justerad	**30**	**92**	**228**	**-38**	**-223**	**-170**	**-134**	**-15**	**25**
Total skatt	-7	46	-9	-46	-1	-7	12	0	-1
Nettoresultat	**23**	**138**	**219**	**-84**	**-224**	**-178**	**-122**	**-14**	**24**
Nettoresultat, justerad	**23**	**138**	**219**	**-84**	**-224**	**-178**	**-122**	**-14**	**24**
Intäktstillväxt	*-*	*22%*	*8%*	*N.m.*	*N.m.*	*10%*	*1%*	*4%*	*25%*
Bruttomarginal	*74,5%*	*78,1%*	*87,5%*	*90,1%*	*86,0%*	*83,6%*	*85,9%*	*85,9%*	*85,9%*
EBIT-marginal, justerad	*8,9%*	*12,2%*	*27,4%*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*2,1%*	*6,6%*
EPS, justerad	*0,67*	*3,93*	*6,20*	*-2,39*	*-6,51*	*-5,18*	*-3,54*	*-0,42*	*0,69*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*>100%*	*58%*	*N.m.*	*N.m.*	*21%*	*32%*	*88%*	*>100%*

Källa: Orexo, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	57	96	231	-20	-214	-184	-106	14	54
Övriga kassaflödesposter	21	29	21	-15	-31	-23	33	48	49
Förändringar i rörelsekapital	0	117	40	52	17	50	-13	-1	-26
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**78**	**241**	**293**	**17**	**-229**	**-157**	**-86**	**61**	**77**
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-6	-26	-189	-53	-235	197	-13	-16
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**0**	**-6**	**-26**	**-189**	**-53**	**-235**	**197**	**-13**	**-16**
Fritt kassaflöde	**78**	**235**	**267**	**-172**	**-282**	**-391**	**111**	**48**	**61**
Övriga poster	0	1	-56	-111	251	-21	-73	-11	-11
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**0**	**1**	**-56**	**-111**	**251**	**-21**	**-73**	**-11**	**-11**
Kassaflöde	**78**	**236**	**211**	**-284**	**-31**	**-413**	**38**	**37**	**49**
Nettoskuld	**0**	**-269**	**-473**	**-214**	**46**	**188**	**292**	**257**	**211**

Källa: Orexo, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	-	104	114	253	249	217	177	135	95
Materiella anläggningstillgångar	-	20	22	47	66	76	85	87	87
Övriga anläggningstillgångar	-	103	144	101	93	80	79	74	76
Summa anläggningstillgångar	**0**	**227**	**280**	**401**	**408**	**374**	**341**	**295**	**258**
Varulager	-	174	132	108	92	75	65	79	94
Kundfordringar	-	296	273	218	269	309	253	255	287
Likvida medel och kortfristiga placeringar	-	590	817	505	504	352	177	214	264
Summa omsättningstillgångar	**0**	**1 060**	**1 221**	**832**	**866**	**735**	**495**	**548**	**645**
SUMMA TILLGÅNGAR	**0**	**1 287**	**1 501**	**1 233**	**1 274**	**1 109**	**836**	**843**	**903**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	-	476	706	559	350	194	80	72	110
Summa eget kapital	**0**	**476**	**706**	**559**	**350**	**194**	**80**	**72**	**110**
Långfristiga räntebärande skulder	-	321	290	0	492	495	439	439	440
Långfristiga leasingskulder	-	0	33	47	38	24	9	11	12
Övriga långfristiga skulder	-	7	11	26	14	10	8	7	7
Summa långfristiga skulder	**0**	**327**	**334**	**73**	**544**	**529**	**456**	**457**	**460**
Kortfristiga räntebärande skulder	-	0	0	225	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	-	218	171	160	200	244	152	167	189
Kortfristiga leasingskulder	-	0	21	19	20	21	21	21	22
Övriga kortfristiga skulder	-	266	269	197	160	122	127	126	123
Summa kortfristiga skulder	**0**	**483**	**461**	**601**	**380**	**386**	**300**	**314**	**334**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**0**	**1 287**	**1 501**	**1 233**	**1 274**	**1 109**	**836**	**843**	**903**

Källa: Orexo, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	22%	8%	N.m.	N.m.	10%	1%	4%	25%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	49%	>100%	N.m.	N.m.	28%	73%	>100%	45%
EBIT-tillväxt, justerad	-	67%	>100%	N.m.	N.m.	14%	42%	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	58%	N.m.	N.m.	21%	32%	88%	>100%
Bruttomarginal	74,5%	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	85,9%	85,9%	85,9%
EBITDA-marginal	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	13,6%	15,8%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	13,6%	15,8%
EBIT-marginal	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,1%	6,6%
EBIT-marginal, justerad	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,1%	6,6%
Vinst-marginal, justerad	3,6%	>100%	25,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,9%

Källa: Orexo, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	58%	37%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26%
ROCE, justerad	Neg.	24%	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%	10%
ROIC, justerad	Neg.	93%	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%	17%

Källa: Orexo, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	22%	16%	16%	16%	12%	10%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	-	38%	32%	33%	48%	50%	40%	39%	35%
Leverantörsskulder / KSV	-	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-	94%	91%	97%	54%	55%	46%	57%	51%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-2%	-4%	-5%	0%	3%	6%	6%	9%
Kapitalomsättningshastighet	-	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x	1,2x	1,2x	1,4x

Källa: Orexo, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	0	-269	-473	-214	46	188	292	257	211
Soliditet	-	37%	47%	45%	27%	17%	10%	9%	12%
Nettoskuldsättningsgrad	-	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	3,7x	3,6x	1,9x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	-2,3x	-1,7x	-11,3x	-0,3x	-1,6x	-9,5x	2,9x	1,6x

Källa: Orexo, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,54	-0,42	0,69
EPS, justerad	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,54	-0,42	0,69
FCF per aktie	2,26	6,70	7,54	-4,87	-8,21	-11,4	3,21	1,39	1,76
Eget kapital per aktie	0,00	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	2,32	2,09	3,19
Antal aktier vid årets slut, m	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,4	34,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,4	34,4

Källa: Orexo, EPB

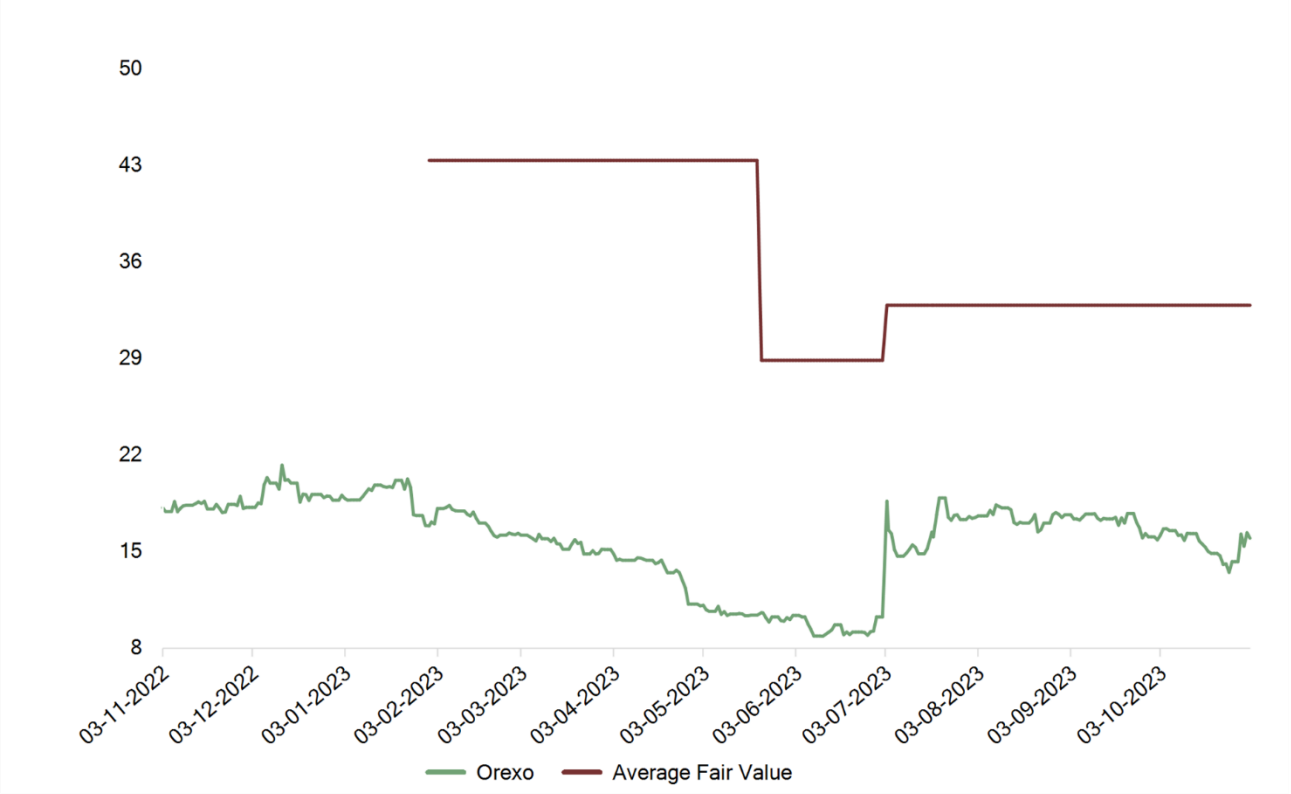
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	61,5x	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,5x
P/EK	Neg.	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	6,9x	7,7x	5,0x
P/FCF	18,3x	8,8x	8,3x	Neg.	Neg.	Neg.	5,0x	11,6x	9,1x
FCF-yield	5%	11%	12%	Neg.	Neg.	Neg.	20%	9%	11%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	2,2x	2,3x	2,0x	2,3x	2,2x	1,3x	1,3x	1,3x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	18,2x	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	-27,5x	9,5x	6,6x
EV/EBIT, justerad	24,8x	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	-8,0x	60,8x	15,7x
EV	1 423	1 763	1 702	1 500	1 231	835	849	849	849
Aktiekurs	41,2	58,8	62,8	50,0	34,5	18,9	16,1	16,1	16,1

Källa: Orexo, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Orexo (ORX 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 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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