

Investment case

Iconovo utvecklar inhaleringsutrustning primärt för behandling av astma och kroniskt obstruktiv lungsjukdom (KOL). Gemensamt för astma och KOL är att de är luftvägssjukdomar som inte går att bota, symptomen kan endast lindras. Den vanligaste behandlingsmetoden är att läkemedel inhaleras. Statistik från Världshälsoorganisationen (WHO) visar att KOL var den tredje vanligaste dödsorsaken i världen år 2015. Antalet personer som lever med sjukdomen globalt uppskattas till ca 384 miljoner (2010). Insjuknandet i KOL speglar ofta rökvanorna i samhället. Ca 50% av alla rökare över 75 år drabbas av KOL. Astma har ökat stadigt de senaste 50 åren och sjukdomen är framförallt vanlig i den industrialiserade världen. I Sverige är ca 10% av alla barn och vuxna drabbade. Enligt Global Initiative for Astma (GINA) beräknas över 300 miljoner människor vara drabbade globalt år 2025.

Bolagsprofil

Iconovo hjälper generiska bolag samt andra läkemedelsbolag att utveckla inhalationsläkemedel och inhalatorer. Affärsmodellen bygger på partnerfinansierad produktionsutveckling i kombination med royaltyintäkter vid produktens marknads lansering. När ett licens- och utvecklingsavtal ingås erhåller Iconovo vanligtvis en initial betalning, en så kallad "technology access fee", och under utvecklingsperioden erhåller bolaget dels förskott på royalty, dels ersättningar (milestone-ersättningar) som utfaller vartefter projektet uppnår ett antal fördefinierade mål. I ett utvecklingsprojekt tas en läkemedelsformulering och inhalator fram som tillsammans utgör den slutliga produkten. Samarbetspartnern har ensamrätt till den exakta läkemedelsformuleringen men inte till inhalatorn, vilket innebär att Iconovo inte har någon begränsning för hur många kunder bolaget kan ha på sina produktplattformar. Ett utvecklingsprojekt löper under ett till tre år och är vanligtvis lönsamt för Iconovo under utvecklingstiden. När samarbetspartnern lanserar produkten erhåller Iconovo en försäljningsbaserad royalty som vanligtvis ligger i intervallet 5–10%. Detta leder till att bolaget har ett inflöde av kapital som täcker kostnaderna för utveckling samtidigt som de har kvar en option att kapitalisera på en lyckad produkt lansering.

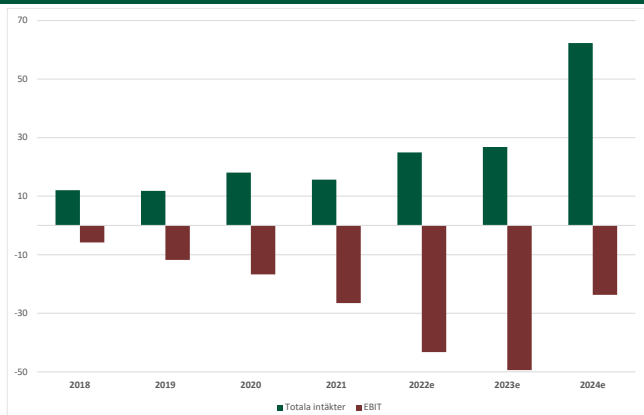
Värdering

Vår värderingsansats är en klassisk DCF-värdering då vi anser att denna värderingsansats bäst återger värdet i bolagets tillväxtpotential. Värdet baseras på våra explicita estimat för åren 2022–2033 och därefter ett terminalvärde om 3 procent. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 14,0 procent. I vår modell räknar vi med en kapitalinjektion på 75 mkr under 2023. Vår DCFmodell indikerar ett värde om 73 kr per aktie. Utifrån detta ser vi ett motiverat värde per aktie om 72 – 74 kr.

Motiverat värde

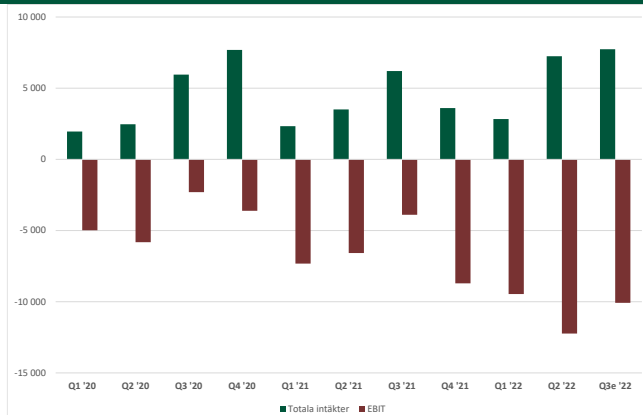
72–74 kr per aktie.

Resultatutveckling, helår, mkr



Källa: EPB, Iconovo

Resultatutveckling, kvartal, mkr



Källa: EPB, Iconovo

Ägande & ledning

Största aktieägare	Aktier (tusental)	Kapital
Mats Johansson	981	11,1%
Orest Lastow	826	9,3%
Eiffel Investment Group SAS	665	7,5%
Handelsbanken Fonder	625	7,1%
Fjärde AP-fonden	429	4,9%
Andra AP-fonden	425	4,8%
Mårten Rittfeldt	416	4,7%
Carl Forslund	412	4,7%
Johan Forslund	412	4,7%
Länsförsäkringar Fonder	361	4,1%
Totalt, 10 största aktieägare	5 553	62,8%
Totalt övriga	3 294	37,2%
Totalt antal aktier	8 848	100,0%

Ledande befattningshavare

Ordförande	Gunnar Gårdemyr
Verkställande direktör	Johan Wäborg
Finansdirektör	Anna Gallon

Källa: Iconovo

Kassaflödesanalys inklusive känslighetsanalys

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	250 771
PV of terminal value (perpetuity formula)	393 971
Enterprise value	644 741
Latest net debt	-28 747
Minority interests & other	0
Equity value	673 488
No. of shares outstanding (thousand)	8 848
Equity value per share (SEK)	76

Implicit multipl.

	2021	2022	2023
EV/Sales	22,9	12,6	13,8
EV/EBITDA	-30,5	-19,0	-17,3
EV/EBIT	-24,3	-14,9	-13,0
EV/NOPLAT	-30,6	-18,8	-16,4
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			50

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	11,9%
Beta	0,7
Cost of equity	14,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	22%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	14,0%

Terminal value assumptions

Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	35,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	20,6%

Sensitivity analysis

		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	13,0%	82	85	89	93	97
	13,5%	76	79	82	85	89
	14,0%	71	73	76	79	82
	14,5%	66	68	70	73	76
	15,0%	61	63	66	68	70

		Long-term EBIT margin				
		30,0%	32,5%	35,0%	37,5%	40,0%
WACC	13,0%	79	84	89	94	99
	13,5%	73	77	82	87	91
	14,0%	67	72	76	80	84
	14,5%	63	67	70	74	78
	15,0%	58	62	66	69	73

Källa: EPB

Genomsnittligt motiverat värde och kursutveckling



Källa: EPB; Factset

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	12	12	18	15	22	21	62	120
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	3	6	0	0
Totala intäkter	12	12	18	16	25	27	62	120
Kostnad sålda varor	-3	-1	-2	-7	-31	-24	-23	-21
Bruttovinst	9	11	16	9	-6	3	39	99
Övriga rörelsekostnader	-13	-20	-29	-30	-28	-40	-50	-67
EBITDA, justerad	-4	-9	-13	-21	-34	-37	-11	32
Avskrivningar	-2	-3	-4	-5	-9	-12	-13	-14
EBIT, justerad	-6	-12	-17	-27	-43	-49	-24	18
EBIT	-6	-12	-17	-27	-43	-49	-24	18
Finansiella poster	2	0	0	0	0	-2	-3	-3
Resultat före skatt	-4	-11	-17	-26	-43	-51	-27	15
Nettoresultat, justerad	-4	-11	-17	-26	-43	-51	-27	15
Nettoresultat	-4	-11	-17	-26	-43	-51	-27	15

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	-6	-12	-17	-27	-43	-49	-24	18
Övriga kassaflödespåverkande poster	2	3	4	6	10	10	10	11
Förändringar i rörelsekapital	3	-3	-2	10	11	14	11	9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-1	-12	-16	-11	-22	-25	-3	37
Investeringar	-5	-8	-13	-26	-32	-22	-20	-18
Fritt kassaflöde	-6	-20	-29	-37	-54	-47	-23	19
Nyemission / återköp	40	60	1	75	0	0	0	0
Förändringar av lån	0	0	0	0	0	75	0	0
Övriga poster	-4	-4	0	-5	-2	-2	-3	-3
Kassaflöde	31	36	-27	33	-56	26	-26	16
Nettoskuld	-53	-89	-62	-95	-29	18	42	23

Källa: EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	9	16	23	42	63	75	84	90
Materiella anläggningstillgångar	4	2	4	5	20	18	16	15
Summa anläggningstillgångar	13	18	27	47	83	93	101	105
Kundfordringar	5	3	9	3	5	5	8	13
Övriga omsättningstillgångar	2	3	3	3	5	8	10	12
Likvida medel och kortfristiga placeringar	53	89	62	95	39	65	39	55
Summa omsättningstillgångar	60	96	74	101	49	77	56	80
SUMMA TILLGÅNGAR	73	114	101	149	132	171	157	185
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	64	109	93	137	94	43	16	31
Summa eget kapital	64	109	93	137	94	43	16	31
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	0	74	72	70
Övriga långfristiga skulder	5	0	0	0	8	8	7	7
Summa långfristiga skulder	5	0	0	0	8	82	79	76
Övriga kortfristiga skulder	4	5	8	12	30	46	62	78
Summa kortfristiga skulder	4	5	8	12	30	46	62	78
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	73	114	101	149	132	171	157	185

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Intäktstillväxt	-	N.m.	53%	N.m.	60%	7%	133%	93%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	72%	403%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	52%	177%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	47%	155%
Bruttomarginal	76,1%	92,0%	89,8%	57,7%	Neg.	11,4%	62,8%	82,4%
EBITDA-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,6%
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,6%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,1%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,1%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,4%

Källa: EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	63%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Varulager / totala intäkter	1%	1%	3%	-	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	38%	29%	49%	20%	20%	17%	12%	11%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	25%	29%	38%	107%	114%	125%	116%
Rörelsekapital / totala intäkter	28%	13%	24%	-33%	-79%	-126%	-71%	-44%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,1x	0,2x	0,1x	0,2x	0,2x	0,6x	1,1x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoskuld	-53	-89	-62	-95	-29	18	42	23
Soliditet	88%	96%	92%	92%	71%	25%	10%	17%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,8x	-0,8x	-0,7x	-0,7x	-0,3x	0,4x	2,6x	0,7x
Nettoskuld / EBITDA	13,2x	9,7x	4,9x	4,5x	0,8x	-0,5x	-4,0x	0,7x

Källa: EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
EPS	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-4,87	-5,77	-3,06	1,68
EPS, justerad	-0,63	-1,66	-2,20	-2,96	-4,87	-5,77	-3,06	1,68
FCF per aktie	-0,91	-2,93	-3,67	-4,17	-6,11	-5,27	-2,62	2,20
Eget kapital per aktie	9,44	14,0	11,9	15,5	10,7	4,89	1,83	3,51
Antal aktier vid årets slut, m	6,78	7,78	7,78	8,85	8,85	8,85	8,85	8,85
Antal aktier efter utspädning, snitt	6,78	6,85	7,78	8,85	8,85	8,85	8,85	8,85

Källa: EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/E, justerad	-55,2x	-46,9x	-22,9x	-26,0x	-10,3x	-8,7x	-16,3x	29,7x
P/EK	3,7x	5,6x	4,2x	5,0x	4,7x	10,2x	27,4x	14,2x
P/FCF	-38,4x	-26,6x	-13,7x	-18,5x	-8,2x	-9,5x	-19,1x	22,7x
FCF-yield	-3%	-4%	-7%	-5%	-12%	-11%	-5%	4%
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	15,3x	43,8x	18,3x	37,5x	16,6x	17,2x	7,8x	3,9x
EV/EBITDA, justerad	-45,7x	-56,3x	-26,0x	-27,7x	-12,2x	-12,4x	-46,0x	14,6x
EV/EBIT, justerad	-31,6x	-43,9x	-19,8x	-22,1x	-9,6x	-9,3x	-20,5x	25,7x
EV	184	517	330	586	414	461	484	465
Aktiekurs	35,0	78,0	50,4	77,0	50,0	50,0	50,0	50,0

Källa: EPB

Disclaimer

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 om-nämnt 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