



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS
10 juni 2019

PEPTONIC MEDICAL

NYA PENGAR FÖR TILLVÄXT

Innehåll

Nya pengar för tillväxt.....	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
VagiVital® ett attraktivt alternativ	4
Marknadsföring	4
En produkt med belägg.....	4
Snabbt ut bland de etablera återförsäljarna.....	5
Distributörer tar produkten utanför Sverige	5
510(k) för godkännande i USA.....	6
Klinisk studie med kvinnor med hormonberoende cancer	6
Konkurrens.....	7
Nyemission	7
Prognoser och värdering	7
Uppskattning av marknadens storlek och toppförsäljning	8
EBITDA-resultat.....	9
Risker	11
Disclaimer.....	12

Nya pengar för tillväxt

Peptonic genomför gör en nyemission för att vidare satsa på VagiVital®. Markandsnärvaron i Sverige har stärkts och kundnöjdheten är hög. Vidare etablering i Norden ligger överst på agendan, men USA kan bli aktuellt redan mot slutet av 2020.



VagiVital®, som är bolagets receptfria, CE-märkta och hormonfria egenvårdsprodukt för behandling av vaginal atrofi/vaginal torrhet, lanserades i juli 2018 via bolagets egen nätbutik. Sedan dess har marknadsnärvaron stärkts och produkten säljs nu i fysiska butiker

och online hos de stora apotekskedjorna i Sverige. Bolaget har också gjort en kundundersökning med mycket goda resultat. Denna information är viktig, inte minst i marknadsföringen, men även för kundlojaliteten och i förhandlingarna med återförsäljare och distributörer.

Under kv1 2019 uppgick försäljningen till blygsamma 1,5 MSEK. Vi tror dock att intäkterna kommer öka kraftig redan under innevarande kvartal. Det då (i) distributören Orion Pharma i april lanserade produkten i Finland och (ii) nätverket av återförsäljare i Sverige har utökats. Exempelvis finns VagiVital® sedan i maj hos Apoteket AB:s 250 fysiska butiker, en ökning från 30 stycken under kv1 2019. Samtidigt tror vi att en vidare etablering på befintliga marknader och nya marknader som Norge och Danmark kan driva tillväxten de nästkommande kvartalen.

Samtidigt för bolaget också diskussioner med fler potentiella distributörer likt Orion. Partnerskap kan påskynda expansion i Norge och Danmark, och på sikt även ner mot övriga Europa. En 510(k)-ansökan för godkännande i USA planeras lämnas in under kv4. Vill det sig väl kan en lansering i USA bli aktuell mot slutet av 2020. Därtill avses en klinisk studie påbörjas under innevarande år. Givet goda resultat kan specifik kundgrupp adderas för VagiVital®.

För att kunna realisera på potentialen genomförs en nyemission som vid full teckning inbringar 26,9 miljoner kronor före kostnader. I ett basscenario, efter utspädning från en antagen fulltecknad emission, beräknar vi ett värde per aktie om 1,4 kronor. Det är väl över emissionskursen om 0,83 kronor. Samtidigt är risken inte obefintlig, som tidigare nämnts är försäljningen fortfarande låg och bolaget behöver komma upp i försäljning för att nå lönsamhet, givet marknadsföringskostnader. Över tid kan dock bra lönsamhet skapas.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter	0,0	0,4	13,0	39,3	78,6	
EBIT	-13,0	-14,3	-19,3	-0,7	25,8	
EV/Sales	-	386,7x	11,4x	3,8x	1,9x	
EV/EBIT	-	-	-	-	5,7x	

Källa: Peptonic (utfall) och Carlsquare (prognoser)

UPPDATERING
PEPTONIC MEDICAL
10 juni 2019

Datum: 10 juni 2019
Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Peptonic Medical AB
Lista: Spotlight Stock Market
Vd: Johan Inbarr
Styrelseordförande: Hans von Celsing
Marknadsvärde: 181 MSEK
Senast: 1,89 SEK
Kort om Peptonic: Peptonic är ett medicinteknik-bolag som fokuserar på kvinnohälsa. VagiVital® är bolagets första egenutvecklade produkt för behandling av vaginal atrofi som drabbar en stor andel (mellan 40 och 70 procent) av alla kvinnor som genomgått menopaus. VagiVital® säljs som en OTC-produkt där konkurrensen är hård. Dock har substansen data från en klinisk studie som påvisar effekt. Den kliniska data som finns på plats bör ge bolaget en konkurrensfördel, då utöver den data har för kundnöjdhet.

Möjligheter och styrkor: Befintliga produkter för behandling av vaginal atrofi är antingen hormonbaserade eller saknar bra data som påvisar effekt. Då hormonbaserade produkter är kontraindicerat för delar av marknaden efterfrågas effektiva icke-hormonbaserade produkter. Peptonic's VagiVital® har kliniska data som påvisar god effekt på subjektiva liksom objektiva mätparametrar. Denna data bedöms vara en konkurrensfördel.

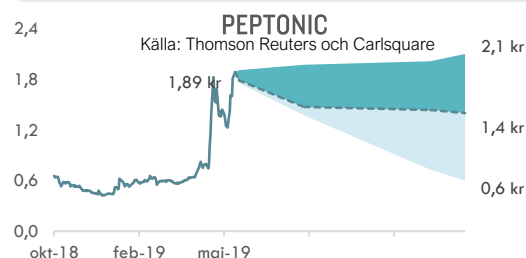
Vi förväntar oss stark tillväxt under de kommande kvartalen. Utökad nätverk av återförsäljare i Sverige är en bidragande faktor till vår förväntansbild.

Risker och svagheter: Konkurrensen är hård och ingen studie har genomförts med VagiVital® jämfört med konkurrerande produkter.

Bolaget saknar intäkter som täcker kostnader. Stora marknadsföringsinsatser kommer att krävas för att produkten skall kunna bryta igenom bruset. Fler nyemissioner går inte att utesluta.

Produktportföljen är smal och beroende av Vagivitals framgång.

Värdering efter antagalen fulltecknad emission:	Bear	Bas	Bull
	0,6 kr	1,4 kr	2,1 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Johan Inbarr har en bakgrund inom affärsutveckling och en omfattande meritlista av genomförda affärer. Johan kommer senast från Medivir där han var chef för affärsutvecklingen. Omställningsarbetet från biotech till medicinteknik (OTC) har hittills varit lyckat. Att så snabbt komma in i apotekens sortiment är imponerande.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Thord Wilkne är bolagets största ägare med en position motsvarande 5,35 procent av kapitalet. Ägarbildet är i övrigt spridd.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Bolaget saknar i dag intäkter som täcker kostnaderna. Pågående nyemission kan stärka kassan med 24,5 miljoner kronor. Emissionen omfattas till 50 procent av garantiåtaganden och teckningsförbindelser. Bolaget har ett bryggblån om 10,5 miljoner som skall betalas tillbaka den 1 juli 2019. En nyemission går således inte att utesluta under 2020.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Marknaden växer med en åldrande befolkning. Bolaget har en produkt med tydliga konkurrensfördelar. Om bolaget lyckas ta bra marknadsandelar i Norden finns bra uppsida. Potentialen ökar med vidare information om lansering i övriga Europa, USA och goda resultat från den planerade kliniska studien. För att slå sig in på marknaden för receptfria läkemedel krävs också att gynekologkoren föredrar Vagivital® över konkurrensen av hormonfria substanser. Vidare kan exempelvis fler egenutvecklade eller potentiella förvärv av andra produkter som redan finns på marknaden addera ytterligare uppsida.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



En investering i Peptonic är också associerad med hög risk. Även om VagiVital® har tydliga konkurrensfördelar är produkten i dag fortfarande ny på marknaden och osäkerheten hög. Produktportföljen är smal och beroende av Vagivitals framgång.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



VagiVital® ett attraktivt alternativ

Vaginal atrofi är ett tillstånd som drabbar mellan 40 och 70 procent av kvinnor i eller efter klimakteriet. Tillståndet hämmar den drabbade i vardagen med symptom som bland annat torrhet och klåda i underlivet samt smärta vid samlag. I dag behandlas vaginal atrofi med bland annat hormonbaserade receptbelagda substanser och receptfria icke-farmakologiska produkter (ofta vattenlösliga). Hormonbaserade läkemedelssubstanser är kontraindicerade för delar av patientpopulationen medan de receptfria produkterna ofta saknar påvisad effekt. Därför efterfrågas alternativ som kliniskt påvisats säkra och effektiva. Det är här Peptonic (bolaget) och den receptfria produkten VagiVital® kommer in i bilden.

VagiVital® var från början en placebogel som nyttjats av bolaget i flertalet kliniska studier med tidigare läkemedelskandidat Vagitocin®. Detta projekt lades ned efter att resultat från en fas II-studie visat signifikant effekt på mest besvärande symptomen samt pH och andelen ytceller i vaginalslemhinnan för både läkemedelskandidaten och placebogelen – alltså VagiVital®. Resultatet var givetvis betungande, men Peptonic avser nu att realisera på de möjligheter som öppnats för VagiVital®, initialt på den receptfria marknaden.

VagiVital® är CE-märkt, patentsökt och lanserades under sommaren 2018 i Sverige via bolagets hemsida. I dag säljs även produkten via de stora apotekskedjornas fysiska butiker liksom e-handelsbutiker. Under första kvartalet 2019 uppgick försäljningen till 1,5 miljoner kronor. För samma kvartal redovisade bolaget ett rörelseresultat om -3,4 miljoner konor.

Vi förväntar oss dock ett snabb tillväxt under de kommande kvartalen och lönsamhet kan komma att nås redan 2020.

Marknadsföring

VagiVital® avser inte endast marknadsföras mot vaginal atrofi utan även andra liknande besvär. Marknadsföring har initialt riktas direkt mot konsument via exempelvis sociala medier och även via tv-reklam.

En produkt med belägg

Med kliniska data som påvisar produktens effekt på både subjektiva liksom objektiva mätparametrar bör bolaget relativt snabbt kunna ta marknadsandelar från dagens etablerade receptfria produkter som saknar motsvarande data. Denna

data stöds även av kundundersökningar som visar på god kundnöjdhet: Efter en månads användning angav 77 procent av de svarande att de upplevde tydlig symtomförbättring. Efter två månader eller mer uppgav 89 procent en tydlig symtomförbättring. Antalet talanden var 211 stycken och resultatet bedöms som mycket bra eftersom de i hög grad avspeglar resultaten från den kliniska studien.

Snabbt ut bland de etablera återförsäljarna

I maj 2018 erhöles CE-märkning för VagiVital®. Lanseringen skedde strax därefter, i juli 2018, och antalet återförsäljare var vid detta tillfälle begränsat till bolagets egen online-butik. Försäljningen var därmed också blygsam. Antalet återförsäljare påverkar tillgängligheten och är därmed också avgörande för tillväxten.

Redan under hösten och runt årsskiftet kunde bolaget knyta sig an framträdande apotekskedjor i Sverige; Apoteket AB, Apoteket hjärtat och Apoteksgruppen. I dag har nätverket av återförsäljare stärkts med Kronans Apotek. Vidare är det värt att nämna att bolagets produkt fanns i 30 av Apoteket AB:s fysiska butiker under första kvartalet. Detta antal har per i maj 2019 utökats till 250 stycken. Denna resa har enligt vår bedömning gått aningen snabbare än vad vi tidigare räknat med.

Återförsäljare i Sverige

	Online	Fysiska butiker
Vagivital.se (Peptonic)	Ja	
Apoteket AB	Ja	250 st.
Apoteket Hjärtat	Ja	-
Apoteksgruppen	Ja	-
LloydsApotek	-	-
Kronans Apotek	Ja	-

Källa: Carlsquare

Bolagets mål är att finnas hos samtliga apotekskedjor i Sverige, både online och i fysiska butiker. Vi tror att antalet återförsäljare kommer öka allteftersom att produkten bevisar sig på marknaden. Således kommer etableringen på den svenska marknaden inte att ske över en natt även om vi tror på stark tillväxt under de kommande kvartalen i Sverige.

Distributörer tar produkten utanför Sverige

Redan i juni 2018 tecknades ett distributörsavtal med finländska Orion Pharma som i april 2019 lanserade produkten i Finland under det egna varumärket Femisan® Vital. Avsikten är att över tid ta marknadsandelar i Europa och övriga världen via modellen – att använda lokala distributörer. Denna modell för med sig fördelar som lokal markandskänedom, utan att bolaget behöver investera i egna lokala säljorganisationer. Samtidigt reduceras även intäkten, vi uppskattar att transferpriset motsvarar cirka 50 procent av det pris som Peptonic annars hade kunnat sälja på själva om försäljning skedde via en egen säljorganisation.

Bolaget avser att även lansera egna online-butiker för de norska och danska marknaderna. Att öppna online-butik i närliggande länder är en förhållandevis liten

investering och försäljningen via egen online-butik har rimligtvis relativt bra marginal. Samtidigt tror vi att distributörer kan krävas för att påskynda en lyckad etableringen i Norge liksom Danmark.

510(k) för godkännande i USA

För en lansering i USA krävs ett så kallat 510(k)-godkännande. Processen och kraven som ställs är liknande de som ställs för en CE-märkning. Bolaget planerar att lämna in en ansökan under andra halvan av innevarande år. Hur lång tid det tar för FDA att granska ansökan är svårt att förutspå. Vidare kan det bli aktuellt för bolaget att förse FDA med kompletterande information etcetera. Dock bör det inte ta mer än 6 – 9 månader att få besked på en ansökan. Givet godkännande är avsikten i dag att via distributörer approachera den amerikanska marknaden.

Klinisk studie med kvinnor med hormonberoende cancer

Bröstcancer är den andra vanligaste cancerformen i världen. År 2012 drabbades cirka 1,7 miljoner kvinnor globalt och i år beräknas cirka 268 000 kvinnor få bröstcancer i år i USA (<https://www.cancer.org/cancer/breast-cancer.html>). Motsvarande siffra för Europa beräknas till cirka 390 000. Bland kvinnor i industrialiserade länder är bröstcancer den näst vanligaste dödsorsaken.

I USA lever cirka 3,1 miljoner kvinnor som behandlas för sin bröstcancer eller har avslutat sin behandling. Över 80 procent av alla brösttumörer är östrogen och/eller progesteronkänsliga (hormonreceptorpositiva). Medicinsk behandling med antiöstrogener används som tilläggsbehandling efter kirurgi och cellgiftsbehandling i syfte att förhindra återfall eller bromsa sjukdomsförloppet. Biverkningarna av antiöstrogener är desamma som ses i övergångsåldern efter menopausen: svettningar, värmevallningar och torra vaginala slemhinnor. Flera bröstcancerbehandlade kvinnor är relativt unga och går därmed in i ett klimakterieliknande tillstånd mycket tidigare än normalt, vilket påverkar deras livskvalitet negativt. Östrogenbehandling, både tabletter och lokal behandling, är kontraindicerad hos kvinnor som har eller har haft en östrogenberoende cancer. En effektiv östrogenfri behandling av vaginal atrofi skulle kunna lösa ett stort problem för dessa kvinnor.

Peptonic har uppmärksammat behovet av väldokumenterade hormonfria behandlingar för denna patientgrupp. För att ytterligare bekräfta detta, så kommer effekten av VagiVital® att utvärderas i en icke randomiserad studie med kvinnor som har behandlats för sin hormonberoende cancer, som står på behandling med så kallade aromatashämmare ('antiöstrogen') och som lider av vaginal torrhet. I de flesta fall är det kvinnor som blivit behandlade för bröstcancer. I studien kommer kvinnorna att använda VagiVital® i 12 veckor och symtomlindring kommer att vara den primära kliniska parametern. Studien bedrivs på Karolinska Institutet och enligt planen skall cirka 40 kvinnor inkluderas i studien. Resultat från studien beräknas komma under första halvåret 2020.

Ytterligare klinisk dokumentation kan även underlätta i arbetet att inkludera VagiVital® i läkemedelsförmånssystemet. I dag omfattas konkurrenten Replens (receptfri produkt) av läkemedelsförmånen för kvinnor som behandlas med aromatashämmare och för vilka andra receptbelagda hormonbaserade produkter

för behandling av vaginal atrofi är kontraindikerade. Replens har genomgått två mindre kliniska studier (15 + 39 patienter) med positiva resultat.

Det är inte otänkbart att VagiVital® på sikt också kommer att kunna omfattas av läkemedelsförmånen på liknande villkor.

Konkurrens

Som nämnts tidigare kan vaginal atrofi i dag behandlas med östrogenbaserade läkemedel eller med preparat som aktiverar kroppens östrogenproduktion. OTC står för over-the-counter och inkluderar receptfria läkemedel och egenvårdsprodukter. Konkurrensen på OTC-marknaden är stor och består både av hormonbaserade och hormonfria substanser.

Egenvårdsprodukter mot besvär med torra slemhinnor i underlivet som inte är hormonbaserade inkluderar bland annat Azantas Repadina, Erols Gynomunal och Dr Wolffs Vagisan. En årsförbrukning av Repadina eller Vagisan kostar mellan cirka 3 500 och 3 650 kronor för användaren. Motsvarande kostnad för Gynomunal är cirka 1 375 kronor. Tidigare nämnda Replens är en fjärde egenvårdsprodukt med en kostnad om cirka 4 000 kronor för en årsförbrukning.

Vi bedömer att Vagisan är en av de främsta konkurrenterna till VagiVital®. Priset på apoteket.se är 159 kronor för 50 gram. Denna mängd kräm räcker för cirka 20 dagars förbrukning enligt kronansapotek.se.

Bland de produkter som är hormonbaserade eller påverkar hormonbalansen finns bland annat Vagifem som tillverkas av Novo Nordisk. Vagifem är ett receptfritt läkemedel och en årsförbrukning kostar drygt 2 300 kronor. Liksom Vagifem är MDS:s Ovesterin i tablettform ett receptfritt läkemedel. En årsförbrukning kostar cirka 600 kronor. Ovesterin som gel kostar cirka 750 kronor för en årsförbrukning. Estrokad och Blissel är ytterligare två receptfria läkemedel. Kostnaden för en årsförbrukning ligger på cirka 600 kronor respektive 850 kronor.

Nyemission

För att kunna etablera VagiVital® på den svenska marknaden och vidare lansera på nya marknader genomför bolaget en nyemission. Vid full teckning tillförs bolaget cirka 24,5 miljoner kronor efter kostnader. Emissionsvillkoren ger ägare möjligheten att för en teckningsrätt teckna en ny aktie till ett pris om 0,83 kronor. Sista dagen att teckna emissionen är den 14 juni 2019. För den som inte vill teckna men innehar teckningsrätter finns möjlighet att sälja dessa i marknaden till och med den 12 juni 2019. Teckningsförbindelser och garantiåtaganden finns på plats som säkrar till cirka 50 procent.

Prognoser och värdering

För att uppskatta ett motiverat värde per aktie efter antagen fulltecknad emission har vi nuvärdesberäknat antagna kassaflöden i ett bas-scenario. För att avspegla osäkerheten i våra prognoser har vi kompletterat bas-scenariot med ett mer optimistiskt bull-scenario och ett mer försiktigt bear-scenario. I detta skede har vi begränsat marknaden till Sverige, Finland, Norge och Danmark, Tyskland och USA.

För Finland och Norge har vi antagit att försäljningen sakta kommer igång under tredje kvartalet 2019 via hemsidor. Vi räknar även med att försäljning via distributörer kan komma igång strax därefter. Vi modellerar med att VagiVital® lanseras på den tyska marknaden under första kvartalet 2020, via distributör. Mot slutet av 2020 modellerar vi med att en lansering sker i USA.

Uppskattning av marknadens storlek och toppförsäljning

Vi har antagit marknadens storlek för produkter för behandling av Vaginal Atrofi i Norden till 700 miljoner kronor per år. Det med referens till den marknadsundersökning som Peptonic låt göra under 2016. För att uppskatta marknaden för VagiVital® har vi antagit att 65 procent av de kvinnor som lider av tillståndet också behandlas. Andel receptfria läkemedel av den totala marknaden är antagen till 50 procent. Således modellerar vi med att värdet på den approacherbara marknaden för behandling av Vaginal atrofi i Norden uppgår till cirka 230 miljoner kronor per år. Eftersom VagiVital® inte enbart marknadsförs mot vaginal atrofi, utan även andra närliggande besvär, har vi multiplicerat den approacherbara marknaden för behandling av Vaginal atrofi med 1,5. Således uppskattas den totala approacherbara marknaden i Norden till cirka 340 miljoner kronor.

För att uppskattar storleken på de approacherbara marknaderna i Tyskland och USA har vi skalat värdet på den nordiska marknaden med befolkningsmängd.

Tabell nedan storleken på samtliga marknader som vi har med i vår modell samt antagen marknadsandel vid toppförsäljning.

Uppskattad storlek på sex marknader och toppförsäljning uttryckt som marknadsandel

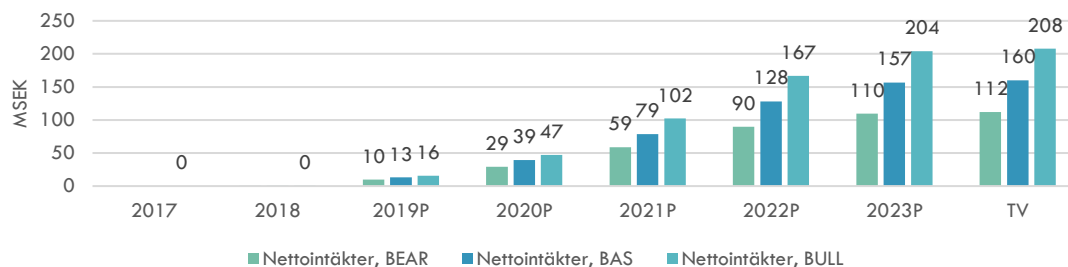
	MSEK per år	Marknadsandel	Riskjusterad marknadsandel
Sverige	128	20%	20%
Norge	67	20%	20%
Finland	71	20%	20%
Danmark	74	20%	20%
Tyskland	1 072	15%	7,5%
USA	4 246	10%	3,5%

Källa: Carlsquare

Som framgår modellerar vi i samtliga scenarion om att toppförsäljningen i Norden motsvarar en marknadsandel om höga 20 procent. I Tyskland modellerar vi med en marknadsandel om 15 procent och i USA om 10 procent. Då en lansering i Tyskland liksom i USA ligger längre fram i tiden och rimligtvis är avhängigt fortsatt framgång i Norden har vi riskjusterat de antagna marknadsandelarna med 50 procent respektive 65 procent.

Graf nedan visar de antagna intäkterna i de tre scenariona.

Antagna intäkter, tre scenarion



Källa: Carlsquare

EBITDA-resultat

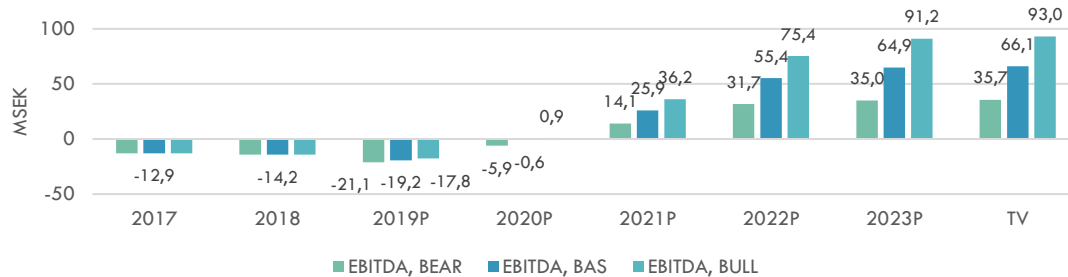
Peptonic har ett produktionsavtal med Orion Corporation för tillverkning av VagiVital® i kommersiell skala. Med anledning av att VagiVital® rimligtvis är förhållandevis enkel att tillverka modellerar vi med en hög bruttomarginal som under den prognostiserade perioden stiger från dagens cirka 55 procent till 64 procent.

Vidare modellerar vi med att bolaget själva har marknadsföringskostnader på de marknader där lansering (helt eller till delar) sker i egen regi, vilket inkluderar Sverige, Norge och Danmark. I Sverige modellerar vi med totalt 10 miljoner kronor i marknadsföringskostnader under de kommande 12 månaderna. Dessa halveras därefter. I Norge och Danmark modellerar vi med marknadsföringskostnader om 5 miljoner kronor de 12 efterföljande månaderna efter lansering. Därefter halveras dessa.

Personal- och övriga externa kostnader antas öka som en effekt av att affären växer. Bland annat planerar bolaget att anställa en produktchef. Därtill har bolaget studiekostnader, dock antas dessa vara begränsade till upp mot 3 miljoner kronor.

Graf nedan visar antagna EBITDA-resultat i tre scenarion. Som framgår uppnår bolaget i vårt basscenario ett positivt EBITDA-resultat om 25,9 miljoner kronor år 2021.

EBITDA-resultat, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

I bas-scenariot modellerar vi med en uthållig EBITDA-marginal på om cirka 40 procent. Motsvarande siffra i bull- och bear-scenariot är 45 procent respektive 32 procent. Det är nyttjandet av distributörer som tillåter de höga marginalerna.

Diskonteringsräntan är beräknad till 18,1 procent. Det baserat på en riskfri ränta om 0,15%, en marknadsriskpremie om 6,8 procent och en småbolagspremie om 4,0 procent – det i linje med PWC:s rapport "Avkastningskravet på den svenska aktiemarknaden" från mars 2019. Betat är satt till 1,2. Givet det tidiga skedet som försäljningen befinner sig i och den tunna portföljen har vi adderat en bolagsspecifik premie om fem procent till avkastningskravet på det egna kapitalet om 13,1 procent. Vi har antagit en långsiktig belåningsgrad om 0 procent.

Genom att nuvärdesberäkna antagna kassaflöden beräknas ett motiverat pris per aktie om 1,4 kronor i bas-scenariot, efter antagen fulltecknad emission. I bull-scenariot är motsvarande 2,1 kronor per aktie och i bear-scenariot 0,6 kronor per aktie. Se tabell nedan.

DCF-värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Diskonteringsränta	18,1%	18,1%	18,1%
Rörelsevärde, EV	69	171	251
Andel restvärde av EV	92%	77%	76%
Kassa, dec-2018	1,4	3,0	2,3
Räntebärande skulder, dec-2018	0	0	0
Aktievärde	71	174	253
Utestående aktier, miljoner	122,4	122,4	122,4
Värde per aktie	0,6	1,4	2,1
Upp-/nedsida mot teckningskurs (0,83 kr)	-30,3%	71,3%	148,9%
EV/Sales, 2019P	7,1x	13,1x	16,0x

Källa: Jarl Securities

Risker

Givetvis är en investering i Peptonic förknippad med betydande risker. Den kommersiella risken är högst levande och det är nu upp till bolaget att börja leverera. Vi förväntar oss en stark sekventiell tillväxt över de kommande kvartalen. Något annat kan ses som en tydlig varningsflagga.

Produktportföljen är tunn. Bolaget har dock föravsikt att på sikt bredda portföljen med egenutvecklade produkter eller via förvärv.

Bolaget har ett bryggglån om 10,5 miljoner kronor som förfaller i juli 2019. Om inte detta kan omfinansieras går det inte att utesluta en nyemission under 2020.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.