



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 17 July 2020

## Enzymatica

### Starkt kvartal men under vår förväntan

#### 119% tillväxt i kvartalet

Försäljningen steg till 13,9 mkr (6,3) under Q2'20, men var dock under vår förväntan om 27 mkr. Avvikelsen låg primärt i att vi räknat med att delar av ordern om 20 mkr från STADA skulle ha inkommit redan under Q2 '20 samt en negativ tillväxt på förkylningssegmentet på den svenska, danska och brittiska marknaden drivet av hamstringseffekt under Q1'20. EBIT uppgick till -11,9 mkr (-15,6) under vår förväntan om -3,1 mkr.

#### COVID-19 tvingar Maren att omförhandla

COVID-19 har tvingat Enzymaticas samarbetspartner Maren Cosmetics att sänka ambitionsnivån för sin försäljning vilket resulterar i att den uppskattade ordervärdet om 120 mkr, under tre år, kommer att bli markant lägre. Vi uppskattar att försäljningstappet uppgår till ca 20% vilket innebär ett försäljningstapp om 5 och 12 mkr för 2020 respektive 2021.

#### Drar ner EPS estimaten med 8% 2021

Drivet av omförhandlingen med Maren sänker vi får EPS estimat med 7,8% och 8,3% för 2020 respektive 2021. Vi bedömer fortsatt att utrullningen med STADA sker under H2'20 vilket kommer att resultera i intäkter om minst 20 mkr för Enzymatica. Dock sänker vi potentialen till medel (hög) drivet av den starka kursutvecklingen under året samt osäkerheten framöver. Motiveratvärde 18 till 20 kr.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	18.00 - 20.00	
EPS, just 20e	-0.04	0.02	-324.9%	Sales,m	61	129	201	260	Current price	SEK14.55
EPS, just 21e	0.12	0.13	-7.8%	Sales Growth	16.6%	110.2%	56.1%	29.1%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	0.12	0.13	-8.3%	EBITDA, m	(42.7)	(5.5)	18.1	20.8	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	(41.9)	(5.9)	16.5	17.4		
				EPS, adj	(0.29)	(0.04)	0.12	0.12		
				EPS Growth	NA%	NA%	NA%	5.0%		
				Equity/Share	0.8	0.8	0.9	1.0		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(68.0)%	(4.4)%	8.3%	7.5%		
				ROE (%)	(34.4)%	(4.4)%	12.5%	11.6%		
				ROCE	(33.9)%	(4.8)%	12.5%	12.8%		
				EV/Sales	33.44x	15.91x	10.19x	7.89x		
				EV/EBITDA	(48.0)x	(371.0)x	113.2x	98.7x		
				EV/EBIT	(48.9)x	(346.1)x	123.9x	118.1x		
				P/E, adj	(50.2)x	(411.5)x	125.6x	119.7x		
				P/Equity	18.4x	19.0x	16.8x	14.9x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(6.8)%	(0.9)%	0.9%	0.9%		
				Net Debt/EBITDA	0.6g	3.1g	(2.0)g	(2.7)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3 rapport	3 nov 2020		
Q4 rapport	18 feb 2021		

Bolagsfakta		Analytiker	
Antal aktier	142.8m	Analytiker: <a href="mailto:johan.lochen@penser.se">johan.lochen@penser.se</a> Analysavdelningen	
Market cap, mkr	2,078		
Nettoskuld, mkr	(28)		
EV, mkr	2,050		
Free Float	58.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	260.0(k)		
Reuters/Bloomberg	ENZY.ST/ENZY SS		



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 17 July 2020

# Sammanfattning

---

## Starkt kvartal men under vår förväntan

### Investment Case

---

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

### Värdering

---

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

### Motiverat värde

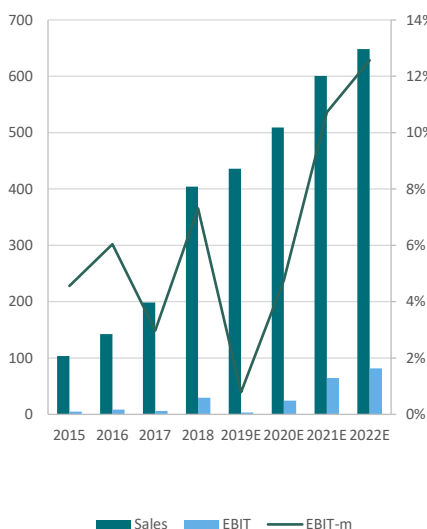
---

Vi räknar med fortsatt försäljningstillväxt för bolaget drivet av 1) Maren-avtalet som väntas ge ett tillskott till försäljningen på 17 mkr under 2020, 2) en ökad marknadspenetration för ColdZyme på de nya marknaderna Kina, Hong Kong, Macau, och 3) lanseringen i Japan via ett ledande health care-företag. Drivet av den starka utvecklingen av aktien sänker vi vår aktie potential till medel (hög) och bibehåller risknivå hög. Vi ser ett motiveratvärde på bolaget om 18-20 kr per aktie.

## Tuffare regelverk inom EU för medicintekniska produkter

MDR (Medical Devices Regulation) ersätter de två nuvarande direktiven, det medicintekniska direktivet (MDD) och det medicintekniska direktivet för aktiva implantat (AIMDD), och blir tvingande under våren 2020 efter en treårig övergångsperiod. Dock har COVID-19 pandemin lett till att tvånget skjuts på framtid. Den nya förordningen innebär en betydande förändring av ramverket för marknadsstillträde i alla EU:s medlemsstater, medlemmarna i EEA – Island, Lichtenstein och Norge – samt genom bilaterala avtal även Schweiz. De tuffare kraven är utformade för att få bort de oseriösa aktörerna från marknaden. Enzymatica erhöll under april 2020 CE-märkning av högsta klass, vilket innebär att ColdZyme får säljas som klass III MDD (Medical Device Directive) inom EU fram till maj 2024.

### Försäljning och EBIT årligen



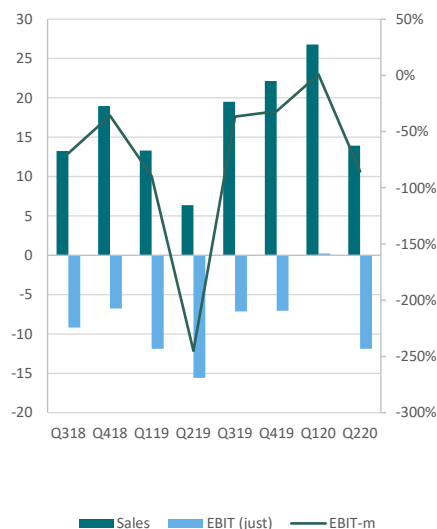
### Bolagsfakta

Största aktägare	Röster	Aktier
Mats K Andersson	20,02%	20,02%
Håkan Roos	11,79%	11,79%
Björn Nordfors Algvist	10,54%	10,54%
Gudmundur Palmasson	6,55%	6,55%
Övriga	51,10%	51,10%

Ordförande	Bengt Baron
Verkställande direktör	tf Therese Filmersson
Finansdirektör	Therese Filmersson
Investerarkontakt	-
Hemsida	<a href="http://www.enzymatica.se">www.enzymatica.se</a>

### Försäljning och EBIT kvartal



## Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	19	28	36	59	53	61	129	201	260
Övriga intäkter	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Extraordinära intäkter									
Kostnad sålda varor	-5	-8	-14	-23	-16	-16	-36	-62	-86
Bruttovinst	16	19	22	36	37	45	92	139	174
Försäljningskostnader	-18,6	-21,5	-29,2	-28,9	-29,5	-30,2	-38,5	-43,1	-54,3
Administrationskostnader	-17,9	-20,6	-28,1	-27,7	-28,3	-29,0	-36,9	-41,4	-52,2
Forskning- och utveckling	-14,8	-20,9	-20,0	-14,5	-20,8	-28,5	-22,6	-36,2	-46,7
Övriga kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-35,7</b>	<b>-43,6</b>	<b>-55,1</b>	<b>-34,7</b>	<b>-41,8</b>	<b>-42,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>18,1</b>	<b>20,8</b>
Avskrivningar	4,5	3,1	8,9	4,5	1,2	1,1	-0,1	-1,4	-1,4
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-31,2</b>	<b>-40,5</b>	<b>-46,2</b>	<b>-30,2</b>	<b>-40,6</b>	<b>-41,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>16,7</b>	<b>19,4</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-31,2</b>	<b>-40,5</b>	<b>-46,2</b>	<b>-30,2</b>	<b>-40,6</b>	<b>-41,7</b>	<b>-5,6</b>	<b>16,7</b>	<b>19,4</b>
Finansisella intäkter	0,3	-0,3	-0,7	-0,7	-1,6	-0,3	-0,3	-0,2	-2,1
Finansniella kostnader									
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-31,0</b>	<b>-40,8</b>	<b>-46,8</b>	<b>-30,9</b>	<b>-42,2</b>	<b>-41,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>16,5</b>	<b>17,4</b>
Skatter	0,0	0,0	1,8	-0,6	-0,4	1,0	0,9	0,0	0,0
Minoritetsintressen	-4,0	-3,0	-2,0	-1,0	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-35,0</b>	<b>-43,8</b>	<b>-47,0</b>	<b>-32,4</b>	<b>-42,6</b>	<b>-40,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>19,5</b>	<b>21,4</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-32</b>	<b>-41</b>	<b>-45</b>	<b>-31</b>	<b>-43</b>	<b>-41</b>	<b>-5</b>	<b>17</b>	<b>17</b>

## Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	-30,8	-39,3	-43,3	-25,5	-35,3	-34,1	0,3	17,9	18,7
Icke kassaflödespåverkande poster									
Förändringar i rörelsekapital	-9,9	1,6	3,5	3,0	6,6	-3,4	-15,6	6,3	8,7
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-40,7</b>	<b>-37,6</b>	<b>-39,8</b>	<b>-22,5</b>	<b>-28,8</b>	<b>-37,6</b>	<b>-15,3</b>	<b>24,2</b>	<b>27,4</b>
Investeringar	-3,9	-3,1	-17,2	-1,3	-0,5	-0,9	-2,9	-5,0	-8,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-44,6</b>	<b>-40,8</b>	<b>-57,0</b>	<b>-23,8</b>	<b>-29,3</b>	<b>-38,4</b>	<b>-18,1</b>	<b>19,2</b>	<b>19,4</b>
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nyemission/återköp	78,3	10,9	84,5	-0,8	88,7	-2,5	8,7	0,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>33,7</b>	<b>-29,9</b>	<b>27,5</b>	<b>-24,6</b>	<b>59,4</b>	<b>-41,0</b>	<b>-9,5</b>	<b>19,2</b>	<b>19,4</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>-37,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>-28,2</b>	<b>-5,3</b>	<b>-66,4</b>	<b>-25,5</b>	<b>-17,2</b>	<b>-36,4</b>	<b>-55,8</b>

## Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	11,3	13,8	99,6	94,8	89,4	84,1	81,3	81,6	82,8
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	0,3	0,3	4,4	4,9	4,5	6,8	7,8	11,2	16,6
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	2,3	1,7	1,2	2,2	2,8	2,8	2,8
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>11,6</b>	<b>14,1</b>	<b>106,3</b>	<b>101,4</b>	<b>95,2</b>	<b>93,0</b>	<b>91,9</b>	<b>95,5</b>	<b>102,2</b>
Varulager	11,9	11,4	7,0	2,7	5,6	7,0	15,8	40,2	43,3
Kundfodringar	10,8	10,3	13,4	18,8	14,2	18,4	37,9	60,3	77,9
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	37,9	8,1	35,6	10,9	70,3	29,3	19,7	39,0	58,3
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>60,6</b>	<b>29,8</b>	<b>56,0</b>	<b>32,4</b>	<b>90,0</b>	<b>54,7</b>	<b>73,5</b>	<b>139,5</b>	<b>179,5</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>72,2</b>	<b>43,9</b>	<b>162,3</b>	<b>133,8</b>	<b>185,2</b>	<b>147,7</b>	<b>165,4</b>	<b>235,1</b>	<b>281,7</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>									
Eget Kapital	62,4	22,0	142,0	110,7	159,7	119,2	115,4	131,9	149,3
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>62,4</b>	<b>22,0</b>	<b>142,0</b>	<b>110,7</b>	<b>159,7</b>	<b>119,2</b>	<b>115,4</b>	<b>131,9</b>	<b>149,3</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	7,4	5,6	3,9	3,9	2,6	2,6	2,6
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>7,4</b>	<b>5,6</b>	<b>3,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>
Kortfristiga finansiella skulder	9,7	21,9	12,8	17,5	21,6	24,6	47,4	100,6	129,9
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>9,7</b>	<b>21,9</b>	<b>12,8</b>	<b>17,5</b>	<b>21,6</b>	<b>24,6</b>	<b>47,4</b>	<b>100,6</b>	<b>129,9</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>72,2</b>	<b>43,9</b>	<b>162,3</b>	<b>133,8</b>	<b>185,2</b>	<b>147,7</b>	<b>165,4</b>	<b>235,1</b>	<b>281,7</b>

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### 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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---

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](http://www.penser.se)