



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsövärd | Sweden | 20 August 2020

OssDsign

Väntat hack i kurvan Q2'20, men tillväxten fortsätter

Stor påverkan av covid-19 i Q2'20, men återhämtningen är inledd

Försäljningen föll kraftigt i inledningen av Q2'20, men har successivt återhämtat sig månad för månad sedan botten i april. Ljusglimtar är t ex Frankrike där initial försäljning lyckats väl, redan innan avtal med distributör slutits, samt att försäljning i Japan startar i september. Vi har justerat upp våra försäljningsprognoser marginellt efter rapporten.

Kapitalanskaffning att vänta

OssDsign flaggar för att de kommer att behöva ytterligare kapital inom 12 månader, vilket motsvarar det tidsspänn de i Q1'20-rapporten var konfidenta kring att klara sig under med befintlig finansiering. Vi bedömer fortsatt att OssDsign når break-even avseende EBITDA 2022, med tydliga vinster 2023. Covid-19 är även fortsatt den stora osäkerhetsfaktorn.

Hög potential i aktien

Vi förväntar oss att återhämtningen från botten i april fortsätter från sommaren in i höst, dels drivet att det uppdämda behovet av operationer, men även till följd av bidraget från nya marknader för OssDsign som Frankrike, och från och med september även Japan. Från och med då med Morten Henneveld vid rodret som ny VD. Vi ser ett motiverat värde kring 40 kr per aktie, med möjlighet till större uppsida på ett par års sikt.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	40.00 - 30.00	
EPS, just 20e	-4.41	-4.2	4.9%	Sales,m	17	32	76	152	Current price	16.30
EPS, just 21e	-3.15	-2.99	5.4%	Sales Growth	27.2%	88.9%	139.3%	99.7%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	-0.9	-0.59	52.8%	EBITDA, m	(79.4)	(70.1)	(46.6)	(0.6)	Kurspotential	High
				EBIT, m	(83.5)	(78.0)	(55.8)	(15.8)		
				EPS, adj	(4.75)	(4.41)	(3.15)	(0.90)		
				EPS Growth	NM%	NM%	NM%	NM%		
				Equity/Share	7.6	3.2	2.9	2.0		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(495.0)%	(244.6)%	(73.1)%	(10.4)%		
				ROE (%)	(62.3)%	(136.7)%	(109.1)%	(45.4)%		
				ROCE	(60.3)%	(129.0)%	(53.3)%	(17.9)%		
				EV/Sales	13.03x	6.90x	2.88x	1.44x		
				EV/EBITDA	(2.8)x	(3.1)x	(4.7)x	(365.9)x		
				EV/EBIT	(2.6)x	(2.8)x	(3.9)x	(13.9)x		
				P/E, adj	(3.4)x	(3.7)x	(5.2)x	(18.1)x		
				P/Equity	2.1x	5.1x	5.6x	8.2x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(23.6)%	(29.6)%	(23.2)%	(10.2)%		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån			
Q3 2020	11 november				

Bolagsfakta (mkr)					
Antal aktier	17.7m				
Market cap	289				
Nettoskuld	(69)				
EV	220				
Free Float	60.10%				
Avg. No. of Daily Traded Sh.	43.7(k)				
Reuters/Bloomberg	OSSD.ST/OSSD SS				

Analytiker

alexander.vilval@penser.se
Analysavdelningen



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 20 August 2020

Sammanfattning

Väntat hack i kurvan Q2'20, men tillväxten fortsätter

Investment Case

OssDsign har en stark produkt, samt en nu i stort sett global affär. Den underliggande efterfrågan är stark, och bolaget kommer sannolikt att återgå till att visa höga tillväxttal framöver. Detta även om variationen mellan enskilda kvartal kan komma att vara stor, så som nu senast under Q4'19, Q1'20 och Q2'20. Den uppdämda efterfrågan i spåren av nedstängningar i samband med covid-19, såväl som för bolaget nya marknader som Japan vilken tillkommer under H2'20, talar för det. OssDsign har flaggat för att de kommer att söka ytterligare finansiering under det kommande året. Vi har justerat upp våra försäljningsprognoser marginellt efter rapporten.

Bolags profil

OssDsign utvecklar och tillverkar innovativa implantat för bendefekter. Grunden i OssDsign är ett patenterat biokeramiskt material som under läkningsprocessen omvandlas till benvävnad, vilket OssDsign är ensamma om. 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; kraniala implantat för skalldefekter, faciala implantat för ansiktsrekonstruktion, samt Cranioplug vilket är en standardiserad produkt för att täcka igen borrhål. Bolaget har regulatoriska godkännanden i Europa, USA och Japan. OssDsign noterades på First North i maj 2019 och tog i samband med det in kapital i en IPO omfattande ca 151 mkr, före emissionskostnader.

Värdering

Vi värderar OssDsign baserat på diskonterade kassaflödesberäkningar samt multipelbaserade målkursscenarier givet våra tillväxt- och marginalantaganden samt även beroende på placeringshorisont.

Motiverat värde

En diskonterad kassaflödesvärdering indikerar ett värde närmare 40 kr per aktie, men avseende en målkurs med en tidshorisont på två till tre år så kan uppsidan vara högre. Ett tydligt riskmoment för en investerare idag är en kommande finansiering med resulterande utspädning. Levererar OssDsign starka rapporter avseende H2'20 så tror vi dock att dagens kursnivå kan komma att visa sig vara lägre än framtida möjliga ingångsnivåer i aktien.

Stark återhämtning efter dramatiskt tapp i april

Som för många bolag så föll försäljningen kraftigt i inledningen av Q2'20. Nivån i april var ned nära 70% jämfört med Q1'20, men därefter såg OssDsign en successiv återhämtning månad för månad i kvartalet. Totalt sett var Q2'20 ned ca 50% jämfört med kvartalet innan, men juni var den klart starkaste månaden försäljningsmässigt. Kommentarer från bolaget vid resultatpresentationen indikerar även att återhämtningen har fortsatt in i Q3'20.

Störst tapp i USA Q2'20

Försäljningen i USA backade 65% i Q2'20 jämfört med Q1'20 och var 17% lägre än Q2'19. Kalifornien, Florida och Texas lyfts fram som osäkerhetsstecken avseende påverkan från covid-19-relaterade nedstängningar framöver. Enligt bolaget har dock det varit en variation i hur verksamheten påverkats i olika delstater, där t ex New York lyfts fram som en marknad som varit relativt sett stabilare. Sannolikt kommer USA att visa på stor variation internt under hösten inför valet samt i spåren av covid-19. Försäljningen i Europa föll 35% i Q2'20 jämfört med Q1'20, men var 30% högre än motsvarande period 2019. Frankrike lyfts fram som en positiv faktor, där försäljningsframgångar setts redan innan avtal med en distributör slutits, något som bolaget sannolikt nu har en god förhandlingsposition kring.

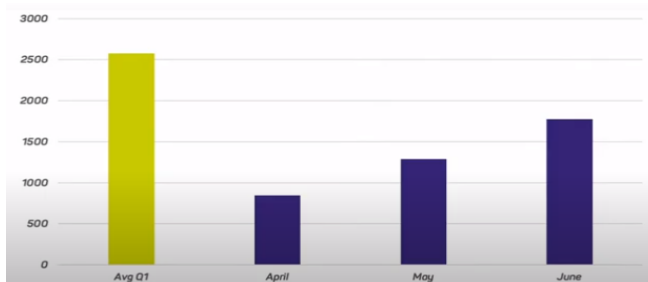
Prognoserna håller, trots ett hack i kurvan i Q2'20

Trots en rejäl sättning försäljningsmässigt i Q2'20, drivet av stopp för planerad kirurgi på många marknader i spåren av covid-19, så ser framtiden onekligen ljus ut för OssDsign. Återhämtningen på ca 400-500 tkr per månad under maj och juni, samt att återhämtningen ser ut att fortsätta, talar för en försäljning på ca 32 mkr för helåret 2020. Vi justerar upp våra försäljningsprognoser marginellt, ca 3%, efter rapporten.

Ny kapitalisering att vänta under det närmaste året

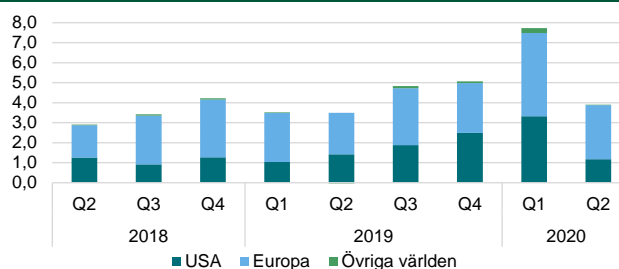
OssDsign meddelade i samband med rapporten att kassan behöver förstärkas inom 12 månader. Bolaget krattade något i manegen redan i rapporten för Q1'20 kring detta då de räknade med att de i det läget hade tillräcklig finansiering för åtminstone 12 månader framöver. Vi räknar även fortsatt med att OssDsign når nollstrecket avseende EBITDA 2022 med tydliga vinster 2023.

Utveckling månad för månad - Q2'20



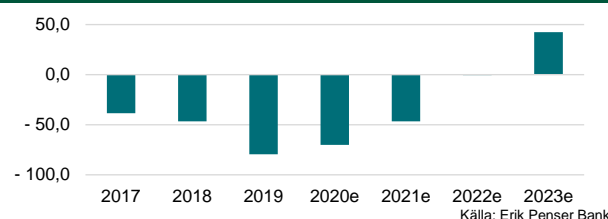
Källa: OssDsign - Webcast Q2'20

OssDsign - Försäljning per geografi (mkr)



Källa: Erik Penser Bank

OssDsign - EBITDA (mkr)



Källa: Erik Penser Bank

Stor uppsida i värderingen på sikt

Givet att OssDsign fortsätter att visa stark tillväxt, vilket vi tror på och räknar med i våra prognoser, så ser vi en stor uppsida värderingsmässigt på ett par års sikt. En diskonterad kassaflödesvärdering indikerar ett värde närmare 40 kr per aktie, men avseende en målkurs med en tidshorisont på två till tre år så kan uppsidan vara högre. Ett tydligt riskmoment för en investerare idag är en kommande finansiering med resulterande utspädning. Levererar OssDsign starka rapporter avseende H2'20 så tror vi dock att dagens kursnivå kan komma att visa sig vara lägre än framtida möjliga ingångsnivåer i aktien.

OssDsign - Implantat som omvandlas till ben

OssDsigns kraniala implantat är patientspecifika implantat för användning vid skallddefekter. Traditionellt används ofta transplantation där det borttagna benet transplanteras tillbaka. 2018 publicerades en retrospektiv studie vid Karolinska Universitetssjukhuset som omfattande 50 patienter och 53 implantat. 64% av patienterna hade tidigare haft implantat som fallerat. 1 av 53 (1,9 %) av implantationerna misslyckades till följd av infektion, vilket är betydligt lägre än vad som uppnås med traditionella metoder. Detta ersattes sedan med ett nytt implantat från OssDsign utan komplikationer därefter. OssDsign Facial är implantat vid defekter eller deformationer i ansiktet. Dessa är patientspecifika implantat med samma materialkomposition som OssDsign Cranial. OssDsign Cranioplug består av samma material som Cranial och Facial men är inte patientspecifik utan en standardprodukt som kan lagerföras. Vid de flesta typer av hjärnkirurgi borras hål i skallbenet, och produkten görs med två standardiserade diametrar.

Stark underliggande marknad

Kranieimplantat har i en eller annan form funnits i årtusenden, med fynd från så långt tillbaka som 3 000 f.Kr. Sedan människan började med trepanation, att öppna ett område av kraniet, har behovet av kranieimplantat funnits. Befintliga lösningar på marknaden är uppdelat på keramiska, polymer- eller metallbaserade lösningar, där metallbaserade lösningar uppskattningsvis står för ca 70 % av marknaden. Depuy Syntes, Zimmer Biomet och Stryker står för ca 65 % av marknaden, medan en mängd mindre bolag och produkter står för den andra halvan. Enligt olika branschanalytiker bedöms OssDsigns nischer växa med 6 till 7% per år framöver.

USA, Europa och Japan

USA utgör den viktigaste marknaden för OssDsign där fler än 8 000 kraniala implantat genomförs varje år. Marknadslanseringen inleddes 2017 efter att OssDsign erhållit ett regulatoriskt godkännande. Cranioplug är godkänt i USA sedan 2018, och lanserades hösten 2019. OssDsign har lokal närvaro med egna säljare i Sverige, Tyskland och UK. Under 2017 och 2018 breddades marknadssatsningarna till Italien, Spanien, Österrike och Grekland, där OssDsign för närvarande använder distributörer. Även i Frankrike kommer OssDsign att använda sig av distributör. Regulatoriskt godkännande i Japan är på plats och lansering väntas med start i september 2020.

Risker

De risker vi ser i samband med en investering i OssDsign omfattar primärt händelser som leder till fortsatta kapitalbehov på sikt, med risk för nedvärdering och utspädning för befintliga aktieägare. Dessa risker omfattar bl.a. oförutsedda förseningar och kostnadsökningar, problem med produkterna, nya konkurrenter eller makrorelaterade risker.

Styrelse och ledning med lång erfarenhet

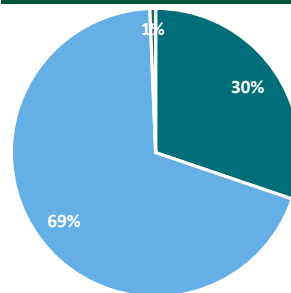
I samband med att nuvarande VD Anders Lundqvist går i pension så har OssDsign rekryterat Morten Henneveld som ny VD med tillträde 1 september. Henneveld är idag Senior Vice President, Business Transformation and Strategy samt medlem i ledningsgruppen för GN Hearing, ett globalt ledande bolag inom hörselhjälpmedel. Styrelseordförande Simon Cartmell har över 35 års erfarenhet från ledande positioner i såväl privata som noterade bolag verksamma inom läkemedel, BioTech, MedTech och Diagnostik. Simon Cartmell har bl.a. sedan början av 1990-talet haft ledande operativa roller i dotterbolag till multinationella life science-bolag.

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
SEB Venture Capital	15,50%	15,50%
Fouriertransform AB	12,30%	12,30%
Karolinska Development AB	12,10%	12,10%
Société Generale Nantes	3,30%	3,30%
Övriga	56,80%	56,80%

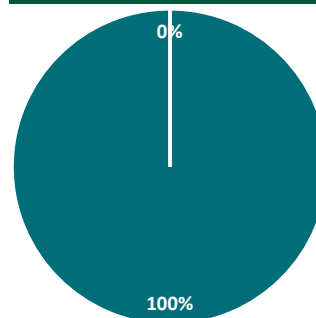
Ordförande	Simon Cartmell
Verkställande direktör	Anders Lundqvist
Finansdirektör	Claes Lindblad
Investerarkontakt	Anders Lundqvist
Hemsida	www.ossdesign.com

Sales/Geografi



■ USA ■ Europa ■ Övriga världen

Sales/Segment



■ Implantat ■ Övrigt

Resultaträkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	13,3	16,9	31,9	76,3	152,4
Övriga rörelseintäkter	2,4	1,7	1,7	4,0	8,0
Aktiverat arbete för egen räkning	6,7	0,1	0,0	0,0	0,0
Material och köpta tjänster	-4,9	-7,2	-12,4	-31,5	-61,3
Övriga externa kostnader	-33,0	-44,8	-37,2	-37,2	-37,2
Personalkostnader	-30,3	-44,9	-51,9	-56,1	-60,3
Avskrivningar	-3,6	-4,1	-7,9	-9,2	-15,2
Reserveringar kreditförluster	-0,2	-0,2	0,3	0,3	0,3
Övriga rörelsekostnader	-0,4	-1,0	-2,5	-2,5	-2,5
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	-46,5	-79,4	-70,1	-46,6	-0,6
Rörelseresultat (EBIT)	-50,1	-83,5	-78,0	-55,8	-15,8
Finansnetto	-5,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	-55,9	-83,8	-78,1	-55,9	-16,0
Skatt	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-56,0	-84,2	-78,1	-55,9	-16,0

Balansräkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
Immateriella tillgångar	28,5	26,4	26,4	26,4	26,4
Materiella tillgångar	8,1	3,6	5,6	7,6	9,6
Summa anläggningstillgångar	36,6	30,0	32,0	34,0	36,0
Varulager	1,4	1,8	3,2	7,6	15,2
Kundfordringar	6,1	5,3	8,0	19,1	38,1
Övriga fordringar	16,3	1,7	1,7	1,7	1,7
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,6	1,0	1,6	3,8	7,6
Likvida medel	14,1	113,5	28,0	60,9	31,5
Summa omsättningstillgångar	38,5	123,2	42,4	93,1	94,1
Summa tillgångar	75,1	153,3	74,5	127,1	130,1
Eget kapital och skulder					
Eget kapital	47,5	135,3	57,2	51,2	35,3
Summa eget kapital	47,5	135,3	57,2	51,2	35,3
Skulder till kreditinstitut	2,8	2,3	2,3	52,3	52,3
Leasingskuld	4,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Övriga skulder	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	7,2	3,3	3,3	53,3	53,3
Skulder till kreditinstitut	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Leverantörsskulder	4,0	2,9	1,6	3,8	7,6
Leasingskuld	1,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Aktuella skatteskulder	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Övriga skulder	6,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	7,5	8,3	8,9	15,3	30,5
Summa kortfristiga skulder	20,4	14,7	14,0	22,6	41,6
Summa eget kapital och skulder	75,1	153,3	74,4	127,1	130,1

Kassaflöde

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Resultat före skatt	-55,9	-83,8	-78,1	-55,9	-16,0
Justeringar	2,4	2,8	0,0	0,0	0,0
Betald inkomstskatt	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	-54,1	-81,7	-78,1	-55,9	-16,0
Förändring av rörelsekapital	-11,9	10,1	-5,4	-9,2	-11,4
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-66,0	-71,6	-83,5	-65,1	-27,4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6,7	-0,1	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-1,0	-0,2	-2,0	-2,0	-2,0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-7,7	-0,3	-2,0	-2,0	-2,0
Nyemission	30,2	170,5		50,0	
Upptagna lån	22,9	0,0		50,0	
Teckningsoptioner	0,0	1,4			
Amortering av lån	-0,5	-0,6			
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	52,6	171,3	0,0	100,0	0,0
Periodens kassaflöde	-21,1	99,4	-85,5	32,9	-29,4
Likvida medel vid periodens början	35,2	14,1	113,5	28,0	60,9
Kursdifferens i likvida medel	0,0	0,1			
Likvida medel vid periodens slut	14,1	113,5	28,0	60,9	31,5

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