



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 12 February 2021

## OssDsign

### Svåra förutsättningar i Q4'20, men fin tillväxttrend på öppna marknader

#### Underliggande tillväxt på 37% i Q4'20 trots svåra förutsättningar

OssDsign rapporterade försäljning på 6,8 mkr i Q4'20 vilket, rensat för valutaeffekter, motsvarar en tillväxt på 37% y/y. Effekterna av covid-19 på försäljningsarbetet kom tillbaka i styrka under kvartalet med uppskjutna operationer och begränsade möjligheter att besöka sjukhus. Totalt sett landade tillväxten 2020 på 49% ex-valuta.

#### Tyskland en förtroendeingivande indikator på den underliggande tillväxten

OssDsign lyfter fram Tyskland som en marknad med förhållandevis små effekter av covid-19 gällande uppskjutna operationer samt nedstängningar i sjukvårdssystemet. I en värld där det är svårt att få en tydlig bild av den underliggande tillväxttrenden så pekar Tyskland mot en ljus framtid för OssDsign. Försäljningen i Tyskland steg 126% ex valuta 2020.

#### Värderingsmässig uppsida men finansieringsrunda väntar

Motiverat värde uppgår till 20-22 kr per aktie, baserat på branschmultiplar samt våra prognoser för 2024 diskonterat till idag. I värderingen har vi nu även antagit en utspädning baserat på en förväntad kapitalanskaffning i form av en nyemission under 2021.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	20.00 - 22.00	
EPS, just 21e	-3.19	-3.03	-5.3%	Sales,m	25	52	107	165	Current price	14.35
EPS, just 22e	-1.88	-1.46	-28.8%	Sales Growth	47.4%	108.8%	106.4%	53.6%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-0.47	-0.47	0.0%	EBITDA, m	(77.4)	(61.7)	(28.6)	6.5	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
				EBIT, m	(83.9)	(69.7)	(40.6)	(9.5)		
<b>Kommande händelser</b>				EPS, adj	(3.82)	(3.19)	(1.88)	(0.47)	<b>Analytiker</b>	
Q1 2021		12 maj		EPS Growth	NM%	NM%	NM%	NM%		
Q2 2021		18 augusti		Equity/Share	5.1	7.7	5.9	5.4	alexander.vilval@penser.se	
Q3 2021		17 november		Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(337.5)%	(134.2)%	(37.9)%	(5.8)%	<b>Bolagsfakta (mkr)</b>	
				ROE (%)	(75.5)%	(41.2)%	(32.1)%	(8.8)%		
				ROCE	(47.2)%	(29.4)%	(20.8)%	(5.1)%		
				EV/Sales	10.91x	5.22x	2.53x	1.65x		
				P/Equity	2.8x	1.9x	2.5x	2.7x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(23.2)%	(23.5)%	(3.6)%	4.2%		
				EV						
				Free Float						
				Avg. No. of Daily Traded Sh.						
				Reuters/Bloomberg						

This report was completed and disseminated 11 February 2021: 20:58 CET



# Sammanfattning

---

Svåra förutsättningar i Q4'20, men fin tillväxttrend på öppna marknader

## Investment Case

---

OssDsign har en stark produkt, samt en i stort sett global affär. Den underliggande efterfrågan är stark, och bolaget kommer sannolikt att visa höga tillväxttal framöver, vilket utvecklingen i Tyskland pekar på. Många marknader påverkas negativt av nedstängningar och uppskjutna operationer i spåren av covid-19, med den underliggande tillväxten och efterfrågan bedöms som stark. OssDsign flaggar för att de har initierat planer för en ny finansieringsrunda under 2021.

## 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. OssDsign har förstärkt produktportföljen genom förvärvet av Sirakoss, vilket kompletterar bolaget väl med ett nyutvecklat syntetiskt bengraftsubstitut för användning inom ortopedisk kirurgi, där första försäljning väntas H2'21.

## Värdering

---

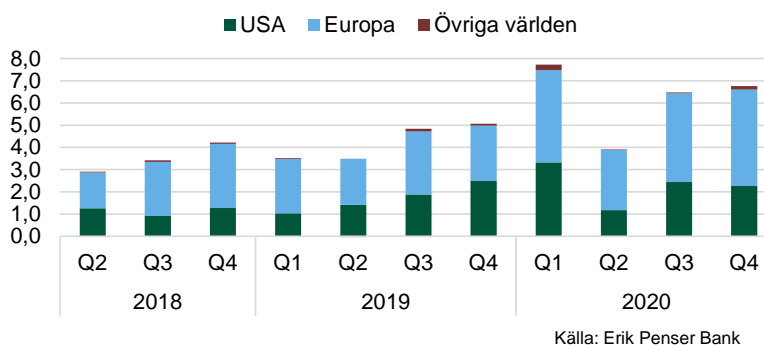
Värderingen baseras på EBITDA-multiplar och EV/Sales-multiplar, samt våra prognoser för 2024 då Sirakoss beräknas bidra med ca 15% av total försäljning, diskonterat till idag. Triggers för en uppvärdering består i fortsatt tillväxt som tar OssDsign närmare svarta siffror, samt en potentiell förstärkning av balansräkningen under det kommande året. I det motiverade värdet har vi även tagit hänsyn potentiell utspädning från en kommande nyemission.

## Motiverat värde

---

Motiverat värde uppgår till 20-22 kr per aktie.

## OssDsign - Försäljning per geografi (mkr)



### Goda förutsättningar för starkt tillväxt samt uppsida i värderingen

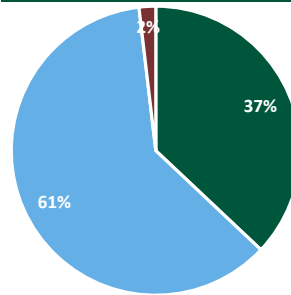
Vi bedömer att OssDsign har goda förutsättningar till att leverera stark tillväxt under kommande år. Utvecklingen på kort sikt är starkt kopplad till de negativa effekter som nedstängningar i spåren av covid-19 har i form av uppskjutna operationer samt begränsad tillgång till sjukhus världen över. Ett positivt exempel som OssDsign lyfter fram i rapporten är dock Tyskland, där effekterna har varit förhållandevis begränsade och OssDsign levererade en tillväxt på 126% 2020. Detta visar på tillväxtpotentialen för OssDsign, även på övriga marknader, i takt med att vi ser lättnader i begränsningar. Vi räknar med en tillväxttakt på ca 100% de närmaste åren. I takt med detta kommer OssDsign allt närmare svarta siffror, vi räknar med positivt EBITDA 2023. I väntan på detta är dock bolaget i behov av ytterligare kapital, vilket stått klart sedan tidigare samt även flaggas för i Q4'20-rapporten. Vi tar nu hänsyn till detta i vårt motiverade värde och räknar med att det behövs 130 mkr 2021, samt modellerar detta till en rabatt på 5% mot dagskurs. Likvida medel uppgick till 49,4 mkr vid årsskiftet och kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till -24,3 mkr i Q4'20. OssDsign ska även betala kontant tilläggsköpeskilling för Sirakossförvärvet om 6 MUSD 2021. Summa summarum uppgår motiverat värde till 20-22kr per aktie, beaktat potentiell utspädning från en nyemission. Det motiverade värdet baseras på våra prognoser avseende försäljning och lönsamhet 2024, samt branschmultiplar, diskonterat till idag. EPS-prognoserna är baserat på nuvarande antal aktier. Den viktigaste drivkraften för aktien, även framöver, är tillväxt i försäljningen.

### OssDsign - Implantat som omvandlas till ben

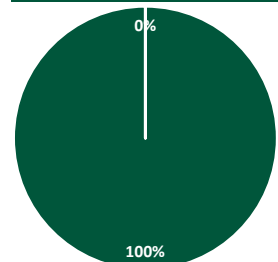
OssDsigns kraniala implantat är patientspecifika implantat för användning vid skulldefekter, och nya kliniska data bekräftar styrkan i produkten. Den 20 januari meddelade OssDsign om uppdaterad utfallsdata omfattande 1 055 fall. Efter en median uppföljningstid på 21 månader var frekvensen av infektioner som leder till borttagning av implantatet 2,1%, vilket är i linje med de nivåer som presenterats tidigare och befäster OssDsigns position. 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 borrar hål i skullbenet, och produkten görs med två standardiserade diametrar.

Största aktieägare	Röster	Aktier
SEB Venture Capital	15,46%	15,46%
Karolinska Development AB	11,79%	11,79%
Fouriertransform AB	9,84%	9,84%
Avanza Pension	4,04%	4,04%
Övriga	58,86%	58,86%
Ordförande		Simon Cartmell
Verkställande direktör		Morten Henneveld
Finansdirektör (tf)		Anders Svensson
Investerarkontakt		Morten Henneveld
Hemsida		<a href="http://www.ossdesign.com">www.ossdesign.com</a>

### Sales/geografi



### Sales/segment



■ USA ■ Europa ■ Övriga världen

■ Implantat ■ Övrigt

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	13,3	16,9	24,9	51,9	107,2	164,7
Övriga rörelseintäkter	2,4	1,7	1,3	2,6	5,2	7,8
Aktiverat arbete för egen räkning	6,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Material och köpta tjänster	-4,9	-7,2	-8,9	-13,7	-27,6	-41,8
Övriga externa kostnader	-33,0	-44,8	-38,8	-38,0	-40,0	-42,0
Personalkostnader	-30,3	-44,9	-53,3	-58,0	-60,0	-62,0
Avskrivningar	-3,6	-4,1	-6,6	-8,0	-12,0	-16,0
Reserveringar kreditförluster	-0,2	-0,2	0,4	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-0,4	-1,0	-2,9	-6,6	-13,4	-20,2
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>-46,5</b>	<b>-79,4</b>	<b>-77,4</b>	<b>-61,7</b>	<b>-28,6</b>	<b>6,5</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-50,1</b>	<b>-83,5</b>	<b>-83,9</b>	<b>-69,7</b>	<b>-40,6</b>	<b>-9,5</b>
Finansnetto	-5,7	-0,2	-0,6	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-55,9</b>	<b>-83,8</b>	<b>-84,5</b>	<b>-70,7</b>	<b>-41,6</b>	<b>-10,5</b>
Skatt	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-56,0</b>	<b>-84,2</b>	<b>-84,6</b>	<b>-70,7</b>	<b>-41,6</b>	<b>-10,5</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>						
Immateriella tillgångar	28,5	26,4	165,8	208,4	198,2	184,1
Materiella tillgångar	8,1	3,6	18,0	18,2	18,4	18,6
Finansiella anläggningstillgångar			2,4	2,4	2,4	2,4
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>36,6</b>	<b>30,0</b>	<b>186,2</b>	<b>229,0</b>	<b>219,0</b>	<b>205,0</b>
Varulager	1,4	1,8	2,1	3,6	7,5	11,5
Kundfordringar	6,1	5,3	6,2	10,9	22,5	34,6
Övriga fordringar	16,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,6	1,0	1,1	2,3	4,8	7,3
Likvida medel	14,1	113,5	49,4	23,9	7,5	26,8
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>38,5</b>	<b>123,2</b>	<b>60,5</b>	<b>42,4</b>	<b>44,0</b>	<b>82,0</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>75,1</b>	<b>153,3</b>	<b>246,7</b>	<b>271,4</b>	<b>263,0</b>	<b>286,9</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>						
Eget kapital	47,5	135,3	112,1	171,4	129,8	119,3
<b>Summa eget kapital</b>	<b>47,5</b>	<b>135,3</b>	<b>112,1</b>	<b>171,4</b>	<b>129,8</b>	<b>119,3</b>
Skulder till kreditinstitut	2,8	2,3	1,8	1,8	1,8	1,8
Leasingskuld	4,3	1,0	12,2	12,2	12,2	12,2
Övriga skulder	0,1	0,0	51,6	51,6	51,6	51,6
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>7,2</b>	<b>3,3</b>	<b>65,6</b>	<b>65,6</b>	<b>65,6</b>	<b>65,6</b>
Skulder till kreditinstitut	0,6	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Leverantörsskulder	4,0	2,9	2,9	5,2	10,7	16,5
Leasingskuld	1,7	0,8	2,4	2,4	2,4	2,4
Aktuella skatteskulder	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	6,0	1,9	48,8	0,0	0,0	0,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	7,5	8,3	14,1	26,0	53,6	82,3
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>20,4</b>	<b>14,7</b>	<b>69,0</b>	<b>34,4</b>	<b>67,6</b>	<b>102,1</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>75,1</b>	<b>153,3</b>	<b>246,7</b>	<b>271,4</b>	<b>263,0</b>	<b>286,9</b>

## Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat före skatt	-55,9	-83,8	-84,5	-70,7	-41,6	-10,5
Justeringar	2,4	2,8	4,0	8,0	12,0	16,0
Betald inkomstskatt	-0,7	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>-54,1</b>	<b>-81,7</b>	<b>-81,2</b>	<b>-62,7</b>	<b>-29,6</b>	<b>5,5</b>
Förändring av rörelsekapital	-11,9	10,1	2,1	-42,0	15,2	15,8
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-66,0</b>	<b>-71,6</b>	<b>-79,1</b>	<b>-104,7</b>	<b>-14,4</b>	<b>21,3</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-6,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-1,0	-0,2	-2,5	-2,0	-2,0	-2,0
Förvärv av koncernbolag			-15,2	-48,8		
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-7,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-17,7</b>	<b>-50,8</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,0</b>
Nyemission	30,2	170,5	61,3	130,0		
Upptagna lån	22,9	0,0				
Teckningsoptioner	0,0	1,4				
Förändringar finansiella anläggningstillgångar			-2,3			
Amortering av lån	-0,5	-0,6	-25,8			
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>52,6</b>	<b>171,3</b>	<b>33,2</b>	<b>130,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-21,1</b>	<b>99,4</b>	<b>-63,6</b>	<b>-25,5</b>	<b>-16,4</b>	<b>19,3</b>
Likvida medel vid periodens början	35,2	14,1	113,5	49,4	23,9	7,5
Kursdifferens i likvida medel	0,0	0,1	-0,5			
Likvida medel vid periodens slut	14,1	113,5	49,4	23,9	7,5	26,8

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 grundas 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

#### 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 skall 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. Vad gäller risk 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%.

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. 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 fondhandlarförningens 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 be-rörda 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)