



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS
29 juli 2019

BONESUPPORT

EUROPA VISAR FRAMFÖTTERNA



Innehåll

| | |
|----------------------------------------------------------------------------|---|
| Europa visar framfötterna | 2 |
| Temperatur | 3 |
| Ledning och styrelse..... | 3 |
| Ägare..... | 3 |
| Finansiell ställning..... | 3 |
| Potential..... | 3 |
| Risk | 3 |
| Europa visar framfötterna..... | 4 |
| Antibiotikafrisättande produkter växer så det knakar | 4 |
| Finjusteringar av distribution påverkade försäljningen i Nordamerika | 4 |
| Lovande tecken på att tillväxten läker | 5 |
| Prognoser och Värderingsansats | 5 |
| Lägre kostnader uppväger sänkta omsättningsprognoser på kort sikt | 6 |
| Disclaimer | 8 |

Europa visar framfötterna

Tillväxten för antibiotikafrisättande produkter överraskade positivt och accelererade under kv2. Försäljningen i Nordamerika steg också om än i lägre takt än vi hade räknat med. Nya avtal i USA bådär gott inför resten av året. Viktiga studiedata väntas inom kort.



Affärssegmentet EUROW (Europa och Övriga Världen) utgjorde en tydlig ljuspunkt för Bonesupport även under det gångna kvartalet. Försäljningen av de antibiotikafrisättande produkterna CERAMENT G & V växte med hela 64 procent. Det är imponerande mot bakgrund av att ökningen främst beror på ökad efterfrågan från redan befintliga kunder. En starkt försäljningsorganisation på

nyckelmarknader som Tyskland och Storbritannien bådär gott för att den höga tillväxten ska kunna fortsätta framöver. Under det tredje kvartalet väntas också de fullständiga resultaten från CERTiFY-studien publiceras, vilket kan stärka försäljningsargumenten ytterligare för att öka användningen av CERAMENT i synnerhet vid behandling av svåra trauma. Därtill ska resultat från hälsoekonomiska studier presenteras.

Tillväxten i Nordamerika var mer blygsam på sex procent, fortfarande påverkat av övergången till en ny distributionsstruktur som infördes i slutet av 2018. Försäljningen påverkades i viss mån av att några distributörer har bytts ut under perioden. Den sekventiella förbättringen är dock tydlig och i takt med att nya avtal med inköpsorganisationer till sjukhus och vårdinrättningar faller på plats ser vi goda förutsättningar för en kraftig tillväxt i Nordamerika under andra halvåret.

Vi sänker dock våra försäljningsprognoser med 15 procent och 8 procent för 2019 respektive 2020 då vi blivit något mer försiktiga angående hur snabbt återhämtningen av volymer i Nordamerika kan ske. Vi räknar trots det med en kraftig försäljningstillväxt för resten av året. Då vi också samtidigt dragit ned kostnadsprognoserna blir vårt motiverade värde i basscenariot i stort sett oförändrat på 30,4 kronor per aktie (30,3). Vi ser ett mycket betydelsefullt nyhetsflöde det närmaste året som enligt vår bedömning kan få tydlig påverkan på aktiens värdering. Detta återspeglas i våra Bull- respektive Bearsценарion.

Utfall och prognoser, basscenario

| MSEK | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P |
|-----------------|-------|------|------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 105 | 129 | 97 | 194 | 325 |
| Tillväxt, % | 69,0% | 24% | -25% | 101% | 68% |
| EBIT | -89 | -99 | -174 | -138 | -65 |
| EV/Sales | em | 4,2 | 8,0 | 8,1 | 5,1 |

Källa: Bonesupport (utfall) och Carlsquare (prognoser).

Datum: 29 juli 2019
Analytiker: Niklas Elmhammer, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: BONESUPPORT HOLDING AB
Lista: Nasdaq Stockholm Small Cap
Vd: Emil Billbäck
Styrelseordförande: Lennart Johansson
Marknadsvärde: 1 657 MSEK
Senast: 32 kronor
Kort om Bonesupport: Bonesupport utvecklar och säljer medicintekniska produkter inom ortobiologi. Bolagets teknologi CERAMENT™ används inom ortopedin för att behandla defekter i form av skelettskador som uppstår vid bland annat trauma och utbyte av ledproteser. Bolaget har mycket fokus på forskning och utveckling för att ta fram innovativa produkter med god klinisk evidens.

Möjligheter och styrkor: Syntetiska bengrafts substitut som CERAMENT™, kombinerat med andra behandlingar, tar marknad från standard-behandlingen inom behandling av skelettskador.

Bolagets innovativa produkter med infektionsskydd kan driva en snabb tillväxt under kommande år, om marknads-godkännande i USA kan nås enligt plan.

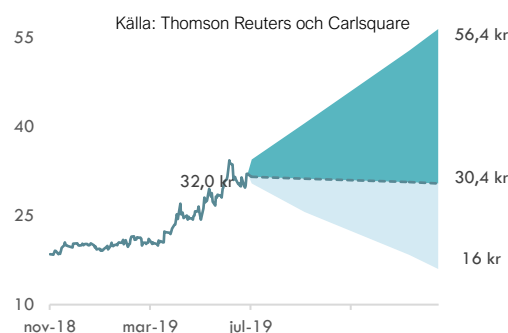
En satsning för att stärka den kommersiella organisationen i USA och Europa genomförs med målet att stödja kraftig tillväxt från och med 2019.

Risker och svagheter: Framstegen i uppbyggnaden av den nya distributionen i USA är uppmuntrande, men försäljningen har endast pågått under kort tid.

Konkurrensen är betydande och det finns en risk att pågående kontrollerade studier inte ger tillräcklig klinisk evidens för att tydligt differentiera CERAMENT™ på marknaden

| Värdering: | Bear | Bas | Bull |
|------------|-------|---------|---------|
| | 16 kr | 30,4 kr | 56,4 kr |

BONESUPPORT



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd har en mycket gedigen bakgrund från ledande positioner inom medicinteknik, såväl i USA som Europa, inom marknader vars struktur påminner om de segment där Bonesupport verkar. Ledningsgruppen har vidare lång erfarenhet inom ortobiologi. Införandet av en ny struktur för distribution i USA blir ett viktigt test för den nya ledningen.

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



Ägarlistan domineras av kapitalstarka institutioner med specialistfonden Healthcap som största ägare.

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 hade en kassa på 173 MSEK per den 30 juni 2019. Vi bedömer att det ger resurser att nå avgörande kliniska och regulatoriska milstolpar och genomföra aviserade marknadsåtgärder de kommande två åren. Det kan inte uteslutas att bolaget kommer att behöva mer kapital, exempelvis för att lansera nya produkter i USA.

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



Ortopedimarknaden är relativt mogen men Bonesupport verkar i ett förhållandevis snabbväxande segment. Möjligheter att med hjälp av nya produkter och kliniska fördelar ta marknadsandelar från konkurrerande behandlingar ger goda tillväxtutsikter.

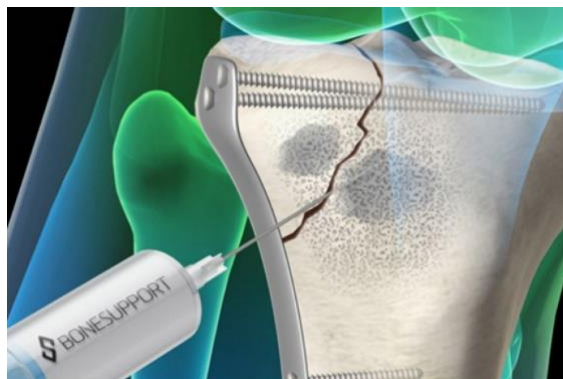
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna 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



Det kan ta längre tid, och kräva större satsningar, än vad bolaget räknar med i sina målsättningar, för att övertyga myndigheter, opinionsledare och kunder om klinisk nytta och hälsoekonomiska fördelar med CERAMENT™. Bolaget är beroende av att pågående kliniska studier blir framgångsrika.

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.



Europa visar framfötterna

Antibiotikafrisättande produkter växer så det knakar

Även om ett stort fokus för Bonesupport ligger på att genomföra den nya strategin för Nordamerika är det Europa och Övriga Världen som har visat framfötterna under det senaste halvåret. Under det första halvåret växte försäljningen i segmentet EUROW med närmare 50 procent, varav 59 procent i kv2. För de antibiotikafrisättande produkterna CERAMENT G & V specifikt var utvecklingen ännu starkare, +58 respektive +64 procent. CERAMENT G & V utgör för närvarande drygt halva koncernens omsättning.

Tillväxten för CERAMENT G & V har varit bättre än våra förväntningar de senaste kvartalen och ser ut att accelerera. En viktig faktor är att den europeiska försäljningsorganisationen har förstärkts under det senaste året (från 14 till 25 personer), en annan är stigande klinisk evidens. Sist men inte minst möjliggör produkten en enkel och snabb hantering av skelettskador med samtidig lokal antibiotikabehandling för att behandla eller förebygga infektioner.

Rörelseresultatet föll till -47,8 MSEK (-37,8). Resultatet påverkades negativt av en engångspost på -11 MSEK relaterat till produktreturer från den tidigare distributören Zimmer Biomet, vars distributionsrättigheter för CERAMENT BVF upphörde den 23 maj 2019. Rensat för denna post var förlusten något mindre än vi hade räknat med, vilket vi anser tyder på en bra kostnadskontroll trots stora marknadssatsningar. Bruttomarginalen sjönk till 86,5 procent (87,5 procent) beroende på att EUROW vägde tyngre i försäljningsmixen jämfört med föregående år. Under förutsättning att våra förväntningar på en kraftig försäljningsökning i Nordamerika under andra halvåret infrias bör bruttomarginalen stärkas framöver.

Finjusteringar av distribution påverkade försäljningen i Nordamerika

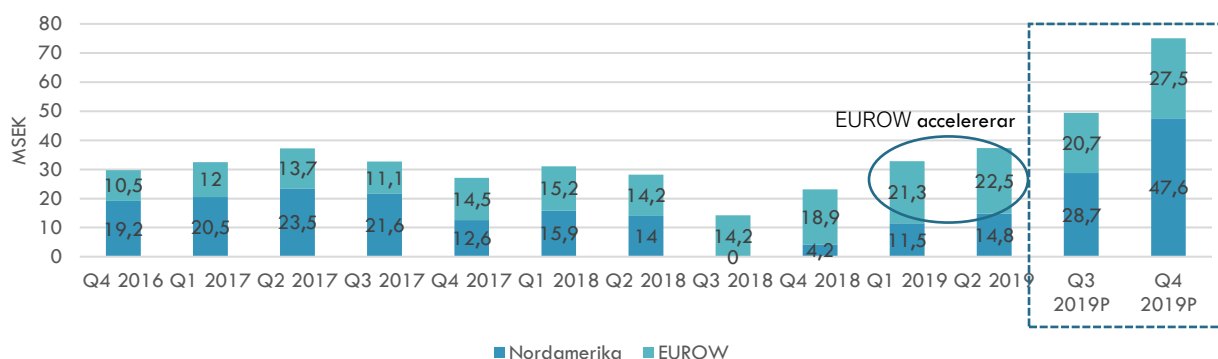
Omsättningsökningen på sex procent i Nordamerika i kv2 beror på ett högre redovisat pris per såld enhet i den nya distributionsstrukturen och i viss mån även

av positiva valutaeffekter. Vi bedömer att volymerna fortfarande är tydligt lägre, mindre än hälften, jämfört med situationen under det tidigare exklusiva avtalet med Zimmer Biomet. Även om det fortfarande är ett ganska tidigt skede i etableringen av den nya strukturen hade vi väntat oss en något snabbare takt i återhämtningen. Bonesupport rapporterar att sex av omkring 40 distributörer har bytts ut under det första halvåret då de inte uppfyllt de krav som bolaget satt upp. Denna justering har högst troligt haft en tillfälligt dämpande effekt på volymtillväxten.

Lovande tecken på att tillväxten läker

Det är samtidigt en viktig bekräftelse att Bonesupport växer i Nordamerika igen och att pusselbitarna för framtida tillväxt successivt faller på plats. Nya avtal med inköpsorganisationer, så kallade GPOs, sluts löpande och under kvartalet har bland annat ett avtal med välrenommerade Kaiser Permanente slutits med närvaro exempelvis på den amerikanska västkusten. Tillökningen av GPO-avtal är en viktig indikator för tillväxtutsikterna framgent. En önskvärd pusselbit vore kontrakt med någon av "jättarna" vad gäller GPO-organisationer, som Premier, Vizient eller Health Trust. Bonesupport uppger att man hyser gott hopp om att nå sådana avtal.

Vi spår (fortfarande) stark försäljningsutveckling för resten av året



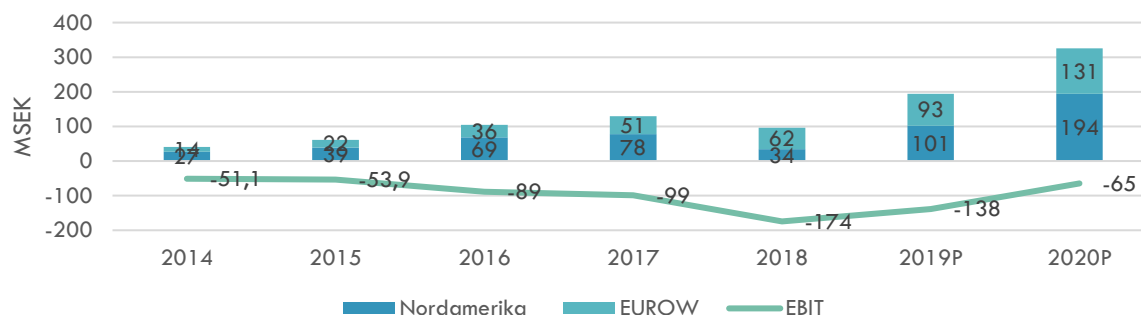
Källa: Bonesupport (utfall), Carlsquare (prognos). Det tidigare exklusiva distributionsavtalet med Zimmer Biomet för USA sades upp kv2 2018 och försäljning genom den nya distributionsstrukturen började kv4 2018.

Prognoser och Värderingsansats

I ljuset av den senaste delårsrapporten bedömer vi att våra tidigare förväntningar avseende försäljningen i Nordamerika varit något för optimistiska och Bonesupport förtydligar också i rapporten att bolaget bedömer att det tar uppemot ett år innan den nya distributionsstrukturen har satt sig. Vi justerar därför ned vår försäljningsprognos med cirka femton procent för 2019 och åtta procent för 2020 då vi antar en flackare tillväxtkurva i Nordamerika. Vi räknar dock fortsatt med en stark omsättningstillväxt på kort sikt med ungefär dubblad försäljning under 2019, drivet av en volymtillväxt på 37 procent för CERAMENT (tidigare 50 procent) och positiva effekter från högre redovisade intäkter i den nya distributionsmodellen i Nordamerika och nya produkter som BONIFY.

De sänkta omsättningsprognoserna får samtidigt ett ganska begränsat genomslag på våra resultatprognoser då vi parallellt justerat ned våra prognoser för omkostnaderna. Prognosen för årets resultat påverkas dock negativt av produktreturen från Zimmer Biomet.

Prognoser för försäljning och EBIT



Källa: Bonesupport (utfall). Carlsquare (prognoser)

Lägre kostnader uppväger sänkta omsättningsprognoser på kort sikt

Även om vi sänker våra omsättningsprognoser för 2019 och 2020 uppvägs det av att vi nu i vårt basscenario räknar med att Bonesupport kan nå en högre rörelsemarginal på medellång sikt (21,5 procent jämfört med tidigare antagande 20 procent). Det riskjusterade motiverade värdet i vår DCF-modell blir sammantaget i stort sett oförändrat på 30,4 kronor per aktie (tidigare 30,3).

- Med mer optimistiska antaganden (BULL) räknar vi med en betydligt snabbare tillväxt i Europa drivet av övertygande resultat i CERTiFy-studien och en framgångsrik expansion av försäljningsorganisationen. Vi räknar också med ett mer optimistiskt antagande om sannolikhet till lansering av CERAMENT™ G i USA (80 procent) och en högre rörelsemarginal på lång sikt.
- I ett mer konservativt scenario (BEAR) går återhämtningen i USA trögt med oförändrade volymer 2019. Volymer i Nordamerika tar fart först 2021 med den väntade lanseringen av CERAMENT™ G. Det tar också längre tid att nå ett positivt resultat. I detta scenario antar vi att en marknadsandel på fyra-fem procent nås, jämfört med omkring sex procent i basscenarioet.

I tabellen nedan sammanfattas våra olika scenarier. Samtliga ansatser är riskjusterade med hänsyn till att CERAMENT™ G ännu inte är lanserat i USA. Vi har antagit en konservativ sannolikhet till lansering på 54 procent i basscenarioet.

Värdering, olika scenarion

| | BEAR | BAS | BULL |
|---------------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| wacc | 10,3% | 10,3% | 10,3% |
| CAGR, 2017E - 2023P | 31,0% | 38,0% | 42,0% |
| EBIT-marginal 2023P | 8,1% | 21,5% | 28,1% |
| Långsiktig tillväxt | 3,0% | 3,0% | 3,0% |
| Långsiktig EBIT-marginal | 15,0% | 20,0% | 30,0% |
| Rörelsevärde (EV) | 686 | 1 464 | 2 890 |
| Kassa, juni-2019 | 173 | 173 | 173 |
| Räntebärande skulder, juni-2019 | 12 | 12 | 12 |
| Nettokassa, juni-2019 | 161 | 161 | 161 |
| Aktievärde | 847 | 1 625 | 3 051 |
| Optioner, warranter | -16 | -52 | -129 |
| Antal aktier, miljoner | 51,8 | 51,8 | 51,8 |
| Motiverat värde per aktie, SEK | 16,0 | 30,4 | 56,4 |

Källa: Carlsquare

Aktien har haft en stark utveckling det senaste året och handlas i dagsläget något över det motiverade värdet i vårt basscenario. Vi ser ett intensivt kursdrivande nyhetsflöde det närmaste året med tonvikt på försäljningsutvecklingen i USA och resultat från viktiga kliniska och hälsoekonomiska studier. Samtliga dessa händelser kan få tydlig påverkan på våra prognoser och värderingsmodeller. Redan i kv3 förväntas de fullständiga resultaten från CERTiFy-studien (jämförelse mellan CERAMENT BVF och autograft i underbensfrakturer) publiceras och under 2020 förväntas övergripande resultat från FORTIFY-studien (jämförelse mellan CERAMENT G och standardbehandling i underbensfrakturer).

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 Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.