



Uppdragsanalys, 2017-09-14

ANALYSGUIDEN

Miris Holding AB



Bra försäljning i väntan på FDA

Med en starkare och mer strukturerad intern säljorganisation rapporterade Miris en nettoomsättning på halvåret över vår förväntan. Vi justerar våra prognoser och landar på en riktkurs om 0,054 kronor med rek. Öka.

Miris marknadsför och säljer ett egenutvecklat instrument med tillbehör och förbrukningsprodukter för analys av mängd näring och energi i mjölk. Fokus ligger på analys av bröstmjölk avsedd för tidigt födda barn med behov av mjölk till rätt kvalitet. Försäljning sker genom den egna försäljningsstyrkan men även via distributörer.

För att vidare driva tillväxt har fokus flyttats från distributionsnätverket till den egna försäljningsstyrkan. Denna har dels förstärkts med ytterligare en person och dels med nya och förbättrade verktyg och processer. Med mindre fokus på distributörer kommer bolaget närmare marknaden och kan således proaktivt bearbeta denna. Denna strategiska förändring har till synes redan börjat bära frukt.

Under årets första hälft uppgick försäljningen till cirka 7,4 miljoner kronor, vilket var över

vår förväntan. Försäljning av förbrukningsvaror utgör fortfarande en liten andel av försäljningen men kommer rimligtvis stiga allt eftersom basen av installerade instrument blir större. Vidare kommer den efterfrågade standardlösningen som säkerställer instrumentens kalibrering sannolikt att lanseras innan årets slut. Vi förväntar oss en positiv effekt av detta relativt omgående både i termer av försäljning och marginaler.

Även kostnaderna var högre än väntat för årets första sex månader. Vi justerar upp intäkter liksom kostnader för resterande två kvartal. Med anledning av den utdragna processen om ett försäljningsgodkännande i USA har vi förskjutit en del av den prognostiserade försäljningen under 2018 till 2019. Genom att nuvärdesberäkna framtida prognostiserade kassaflöden landar vi på ett motiverat pris per aktie om 0,054 kronor (0,07) med rekommendationen Öka. ■

NYCKELTAL

mnkr	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Nettoomsättning	7	14	25	61	89
Rörelseresultat	-20	-18	-16	0	12
Rörelsemarginal	-	-	-	0,3%	13,8%
Implicit P/S	15,2x	7,7x	4,6x	1,8x	1,3x
Implicit P/E	-	-	-	4638,7x	7,6x

Källa: Jarl Securities, prognoser

Riktkurs: 0,054 kronor ÖKA

Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Camilla Myhre Sandberg
Styrelseordförande: Ingemar Kihlström
Största ägare: Hans Åkerblom
Börsvärde, mnkr: 72
Lista: Aktietorget
Aktuell börskurs, kr: 0,045

BÖRSTEMPERATUR



Ledning
Vd Camillas Myhres Sandbergs erfarenhet av internationell försäljning är värdefull för bolagets globala fokus. Försäljningen under årets första sex månader var över vår förväntan.



Ägare
Flertalet personer i ledningen har betydande aktieinnehav. Till detta har bolagets största ägare nyligen visat vilja och förmåga att tillföra extra kapital vid behov.



Finansiell ställning
Den globala expansionen kostar pengar. Bolaget hade per den sista juni 9,6 miljoner i kassan. Emission kan bli aktuell vid slutet av året eller strax därefter.

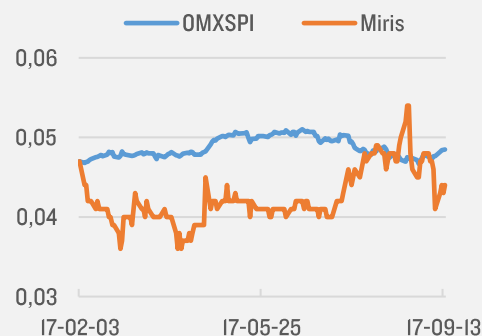


Potential
Miris har stor potential på en stor och växande marknad. Den direkta konkurrensen är ytterst begränsad samtidigt som vi bedömer att bolaget har en bit kvar till lönsamhet.



Risk
Miris har historiskt saknat intäkter som överstigit kostnaderna. Men med ett förbättrat instrument och lösning för att kontrollera kalibreringen på plats anser vi att risken kommit ner aningen.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

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 (1-10)

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 och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (1-10)

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 (1-10)

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 (1-10)

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.

Kort om Miris

Miris Holding AB (Miris/bolaget) startade verksamheten 2001 och har huvudkontor med laboratorium i Uppsala. Bolagets analysinstrument mäter mängd fett, kolhydrater och protein i mjölk från människa. Instrumentet för analys av bröstmjolk betecknas Human Milk Analyzer (HMA). Instrumentet kan även kalibreras för analys av mejerimjolk och betecknas då Dairy Milk Analyzer (DMA).

Fokus ligger just nu på HMA-instrumentet. Marknaden för analys av mejerimjolk är mer konkurrensutsatt och bolaget kan genom att fokusera allokera samtliga resurser på ett affärsområde. När finanserna är mer stabila ser vi det som högst rimligt att bolaget återlägger resurser på affärsområdet för DMA-instrument.

I oktober tillträdde Camilla Myhre Sandberg vd-posten efter tidigare vd Ulf Boberg av personliga skäl valt att avgå. Camilla har lång och relevant erfarenhet av ledarskap, marknadsföring och av att bygga internationella försäljningsverksamheter. Vi gör bedömningen att Camilla är passande för rollen och kan bidra till en lyckad fortsatt internationell expansion.

Gamla kvalitetsbrister har kostat

Efter en gammal version av bolagets HMA-instrument visats överskatta mängden protein i mjölkproverna tvingades Miris avråda användarna från att bruka instrumentet för berikningsgrundande analys. Avrådan lades den 11 april 2016 men hävdades redan den 3 maj 2016.

Kvalitetsbristerna i de gamla systemen slog ned som en bomb och försäljningen under föregående år 2016, och i viss utsträckning även innevarande år, har blivit lidande. Dock har kvalitetsproblemen åtgärdats och bolaget kan framöver lägga allt fokus på verksamhetens prioriterade områden: Försäljning och expansionen i Europa, Kanada, USA och Asien.

I december 2016 stängde bolaget en emission som tecknades till 107 procent. Efter återbetalning av bryggglång stärktes kassan med cirka 24 miljoner. Per den sista juni fanns cirka 9,6 miljoner kvar i kassan.

Investment case

För att uppskatta ett motiverat pris per aktie har vi utgått från ett antaget scenario och nuvärdesberäknat prognostiserade kassaflöden. Genom denna metod landar vi på en riktkurs om 0,054 kronor (0,07). Senast betalda kurs i aktien är i skrivande stund 0,045 kronor. Med en potentiell uppsida om cirka 19 procent rekommenderar vi Öka. Riktkursen är nedjusterad från tidigare analys med anledning av att vi justerat upp kostnaderna och dels då vi flyttat tidigare antagna intäkter från USA till 2019. Inkluderat i våra antaganden är en nyemission om uppskattningsvis 15 miljoner kronor som kan bli aktuell mot årets slut alternativt tidigt under 2018.

En investering i Miris är likt de flesta investeringar associerad med en risk. Vi ser dock att risken kommit ner aningen med hänsyn tagen till att det nya förbättrade instrumentet liksom standardlösningen nu finns på plats.

Marknad

Marknaden för analys av bröstmjök till för tidigt födda barn är under utveckling med Sverige i täten. Marknaden drivs av ökad kunskap och tillämpande av individuell nutrition för förtidigt födda barn. Miris ledning uppskattar marknadens värde till mellan 3,5 - 4 miljarder kronor per år.

Försäljning

Historiskt har en stor andel av försäljningen kommit genom bolagets distributionsnätverk. Dock har bolaget beslutat att satsa resurser på den egna interna försäljningsstyrkan. Det innebär mer konkret att organisationen förstärkts med ytterligare en säljare och att processer och system kompletterats och förbättrats. Med en stark egen försäljningsstyrka kan bolaget jobba närmare marknaden på ett proaktivt sätt. Försäljningen under årets första hälft kom in över vår förväntan, vilket till synes är en effekt av denna satsning.

Inte helt oväntat är USA en stor köpstark marknad. Miris har redan sålt flertalet instrument till forskningsindustrin (läs universitet) och efterfrågan är enligt bolagets ledning fortfarande högt. Parallellt fortlöper arbetet med ansökan hos FDA om ett de novo klass I eller II-godkännande. Antaget att ett erhållit godkännande kan Miris omgående påbörja marknadsföring och försäljning mot sjukvården där potentialen är stor.

I vårt scenario erhåller Miris instrument en de novo class I (alternativt II)-klassificering under första halvan av 2018. Det ger effekt på tillväxten mot slutet av 2018 och under 2019. Detta är en förändring från föregående analys då vi modellerade med intäkter från USA redan i början på 2018. Vidare har vi justerat upp intäkterna för 2020 och framåt då bolaget inte antas dela intäkter med distributörer i samma utsträckning som tidigare antaget.

Marginaler

Lönsamheten har historiskt varit frånvarande och tyngts av eftermarknadskostnader. Med ett uppdaterat instrument, ett bredare utbud av tillbehör och förbrukningsprodukter samt en effektiviserad produktionsprocess skapas förutsättningar för bra bruttomarginaler. Samtidigt bedömer vi att pågående expansion, främst mot USA kommer fortsätta tynga kostnadssidan under 2018 men falla tillbaka något under 2019. Vi anser att bolagets mål om att leverera lönsamhet 2018 är aggressivt.

Baksidan av en ökad satsning på den egna säljstyrkan är ökade personalkostnader som under årets första hälft överskridit vår tidigare antaganden.

Analys av mjök

Behov inom vården: Analys av bröstmjök

Barn som föds för tidigt, alltså barn födda före graviditetsvecka 37, är i stort behov av näring i form av proteinrik bröstmjök. Om barnet inte får sitt behov tillfredsställt riskerar växt och utveckling att hämmas.

För att skapa bästa möjliga förutsättningar för varje enskilt förtidigt fött barn att utvecklas normalt fokuserar vården idag på så kallad individuellt anpassad nutrition. Det första steget i denna metod är att mäta

bröstmjölakens innehåll, främst proteinmängd och mängd energi i form av fett och kolhydrater. Baserat på mätresultaten kan vårdpersonal därefter skraddars nutritionstillskotten efter barnets behov.

För att säkerställa hög kvalitet: Analys av mejerimjolk

Mejeriindustrin analyserar mjölakens kvalitet då den har stor betydelse för prissättningen av mejeriprodukter. Bolagets DMA-instrument fyller detta syfte men kan även identifiera spår av vatten tillförd mjölken på onaturlig väg. Bolagets har dragit ner på satsningen inom detta område och fokuserar nu fullt ut på HMA-instrumentet för analys av bröstmjolk. Som en effekt av detta har tidigare utvecklingen av ett DMA-instrument anpassat för den indiska marknaden avbrutits.

Miris analysinstrument

Miris instrument analyserar mjolk med hjälp av mid-infraröd spektroskopi, vilket är en välbeprövad metod. Instrumentets huvudkomponent är en analyskyvett med en flödescell. Flödescellen består av två kalciumfluorid-fönster som skiljs åt av en tunn "spacer". Mjolkprovet injiceras i det smala utrymmet som rymmer ungefär åtta mikroliter och bildar en tunn vätskefilm. Genom flödescellen strålas IR-ljus som absorberas av mjölakens fett, kolhydrater och proteiner. De olika ämnena absorberar IR-ljus av olika våglängder och genom att filtrera det utkommande IR-ljuset genom specifika filter kan instrumentet isolera mätresultat för respektive ämne. Mätresultat beräknas i den egenutvecklade programvaran och presenteras på instrumentets bildskärm, alternativt på en sammankopplad extern skärm. Båda instrumenten, alltså det för analys av bröstmjolk och det för analys av mejerimjolk, bygger på samma hård- och mjukvarukomponenter men kalibreras olika beroende på mjolktyp.



Miris HMA-instrument i bild ovan är ett av få konkurrerande portabla IR-instrument som på ett tillförlitligt sätt mäter innehållet av proteiner, fett och kolhydrater i bröstmjolk. Detta sätter bolagets produkt i en egen kategori. Teknologin är patenterad och patentet löper ut 2022. Genom att kontinuerligt förbättra instrumentet finns möjligheter att patentet i omgångar kan förlängas.

Kvalitetshöjning av instrument ersätter tidigare version

Som tidigare nämns har Miris dragits med en historik av negativa resultat. Den svaga lönsamheten kan hänföras brister rörande instrumentets kvalitet vilket orsakat dyra eftermarknadskostnader (till exempel garantikostnader). 2014 inleddes en "nystart" som började med att en ny vd (Ulf Boberg) liksom en ny styrelseordförande tillsattes. Den vid detta

tillfälle genomförde den nya ledning en genomgripande analys av instrumentets konstruktion samt tillverkningsprocess och identifierade ett antal brister.

Kvalitetsbristerna kunde främst härledas till instrumentets analyskyvett. Förbättringar i konstruktionen har genomförts och problemet skall vara åtgärdat. Instrumentet är nu betydligt mer hållbart samtidigt produktionsprocessen effektiviserats. Den nya produktionsprocessen möjliggör för skalfördelar vid produktion av större volymer och därmed bättre marginaler.

Det förbättrade instrumentet för analys av bröstmjolk har genomgått ett antal studier med positiva resultat rörande instrumentets precision och stabilitet. Studier har genomförts i bland annat Kina, Storbritannien, Tyskland och USA. I vår mening påvisar resultat från genomförda studier liksom de återkommande försäljningarna att bolaget rimligtvis har lyckats med sina förbättringsåtgärder.

Förbrukningsvaror och tillbehör

Analysinstrumenten kompletteras med ett antal förbrukningsvaror. Däribland Miris Check och Miris Cleaner. Miris Check är en neutraliserande vätska som upprätthåller instrumentets mätprecision. Miris Cleaner är en rengöringsvätska.

Som tidigare nämns är det ett krav från FDA att Miris tillhandahåller försäljning av en standardlösning som möjliggör för användaren att kontrollera instrumentens kalibrering. Standardlösningen vars formulering nu är på plats kallas för Miris Calibration Control (MCC). Lösningen/vätskan är en form av syntetisk mjölk med förbestämda koncentrationer av makronutrienterna. Om instrumentet genererar samma resultat som de förbestämda mätvärdena är instrumentets kalibrering intakt. Vätskan är som tidigare nämnts efterfrågad bland bolagets befintliga användare och kommer rimligtvis öka intäkter från försäljning av förbrukningsvaror avsevärt. MCC är planerad att lanseras under tredje kvartalet 2017 och kommer vara obligatorisk för att instrumentets garanti skall vara giltigt.

Tillbehöret/produkten Miris Ultrasonic Processor, som ersätter tidigare Miris Sonicator, finfördelar fett i mjölken innan analys, vilket behövs om denna förvarats i frusen form. Produkten Miris Heater är ett instrument som värmer upp bröstmjölken och andra vätskor inför analys.

Ökat fokus på den interna säljorganisationen

Historiskt har Miris försäljning främst skett genom distributörer. I dag använder bolaget distributörer främst på marknader som anses svåra att nå med den egna säljstyrkan.

I 2015 förstärkte bolaget även sin interna säljstyrka. Bland annat anställdes en operativ säljchef. Säljchefen kommer även ansvara för den potentiella lanseringen i USA. Vidare har bolagets vd Camilla Myhre Sandberg tidigare erfarenhet av att bygga internationella försäljningsorganisationer. Detta är ytterligare ett steg i utvecklingen av den interna säljorganisationen.

Med en intern försäljningsorganisation får bolaget bättre kundkännedom och kan på ett bättre sätt rå om relationer och få en klarare bild av efterfrågan för framtida utveckling. Med förbättrade försäljningsprocesser kan bolaget jobba mer effektivt med sälj, vilket möjliggör för god tillväxt utan att utöka personalstyrkan. Samtidigt är den kanske främsta fördelen på sikt de ökade intäkterna som skapas då dessa inte måste delas med någon distributör.

Expansion

I september 2015 påbörjades kliniska studier i USA som involverade tre kliniker. Som utlovat avslutades studien i december 2015 och ansökan om försäljningsgodkännande i USA ligger sedan juni 2016 hos amerikanska läkemedelsverket. Bolaget arbetar med att ta fram den kompletterande information som FDA efterfrågar. Som nämnt modellerar vi med att godkännande erhålls första halvan av 2018 och att försäljningen kommer igång under andra halvan av 2018.

Strategi för försäljning och etablering på marknaden

Redan i april 2016 påbörjade Miris pre-marketing aktiviteter genom att delta vid konferenser i USA. Därtill är bolagets strategi att binda till sig så kallade key opinion leaders, alltså framträdande experter och opinionsledande neonatalläkare inom området. Dessutom har Miris fått insikt i behovet av att bistå potentiella köpare med tydlig vägledning inom hantering av mjölk. Detta kan komma att göras med hjälp av större branschorganisationer, så som European Society for Paediatric Gastroenterology Hepatology and Nutrition och Human Milk Banking Association of North America.

För försäljningen kan Miris antingen teckna avtal med en eller flera lokala distributörer. Alternativet är att sätta upp en egen lokal verksamhet och därmed kontrollera försäljningen själva. Som bekant är det initialt billigare att använda distributörer samtidigt som det kan ta tid med pappersarbete liksom att hitta rätt personal till en egen lokal säljorganisation. Således bedömer vi att den potentiella lanseringen i USA inleds via distributörer.

Marknad för analys av bröstmjölk

Förtidigt födda barn som är i behov av vård behandlas på sjukhusens neonatalkliniker. Enligt bolaget finns det mellan 15 och 25 tusen neonatala kliniker världen över. I Kina, Sydkorea och i Japan finns så kallade mammacentraler. Dessa kliniker är en typ av efterfödelseklinik där mödrar med nyfödda barn blir omhändertagna. Bolaget uppskattar antalet mammacentraler till cirka 15 till 20 tusen. Ytterligare en del av marknaden utgörs av mjölkbanker dit mödrar med överskott kan donera sin mjölk. Idag finns det cirka 570 mjölkbanker globalt, varav cirka 200 i Brasilien. Den potentiella totala marknaden är därmed stor och växer med ökad kunskap och tillämpande av individuell nutrition för förtidigt födda barn.

Potential i USA

Andelen för tidigt födda barn i USA är förhållandevis hög. Enligt organisationen Centers for Disease Control and Prevention var andelen för tidigt födda år 2014 cirka tio procent. Det kan jämföras med motsvarande siffra för Sverige som uppskattas ligga strax under sex procent. Efterfrågan på analysinstrument för bröstmjölk i landet är

därmed stor och antalet neonatalkliniker uppskattas till cirka 1 200 stycken.

Konkurrens

Traditionellt har bröstmjolk analyserats med kemiska metoder och den direkta konkurrensen för Miris analysinstrument för bröstmjolk är begränsad. Instrumentet, Calais Human Milk Analyzer, som bygger på samma teknologi som Miris instrument men är dock inte portabelt. Andra icke-portabla instrument som finns tillgängliga bygger på andra teknologier. Däribland Unity Scientifics instrument SpectraStar som bygger på near-IR.

Det finns ett flertal olika leverantörer som med olika tekniker och metoder analyserar mjölk (främst mejerimjolk). De framstående så kallade fysiska metoderna innefattar mid-IR, near-IR och ultraljud. Utöver dessa finns olika kemiska metoder som dock har tappat marknadsandelar på grund av de fysiska metodernas användar- och miljööfördelar. Instrument som bygger på ultraljud kan inte kvantifiera mängd fett, kolhydrater och proteiner i mjölk men är ändå en populär metod för att analysera mejerimjolk, främst i utvecklingsländer.

Enligt flera källor, däribland AOAC International, anses mid-IR vara bäst lämpad för analys av mjölk. Dessutom har en studie genomförts där Miris mid-IR-instrument jämförs med ett konkurrerande near-IR-instrument. Studiens resultat påvisade som förväntat mid-IR som den bäst lämpade metoden för analys av mjölk. Resultatet presenteras i artikeln "Rapid measurement of macronutrients in breast milk: How reliable are infrared milk analyzers?", G. Fusch et al. Clinical Nutrition, 1-12, 2014.

FOSS electronic (FOSS), Bentley Instruments (Bentley) och Delta Instruments (Delta) är Miris främsta konkurrenter på marknaden för mejeribranschen. Att konkurrera på denna marknad är dyrt och Miris har därför valt att fokusera på statliga verksamheter främst i utvecklingsländer där utspädning av mjölk är ett problem. Samtliga ovannämnda konkurrenter använder mid-IR metoden. Miris differentierar sig dock mot dessa konkurrenter genom att erbjuda ett portabelt instrument till en lägre kostnad som är särskilt anpassat för analys av just mejerimjolk tidigt i värdekedjan.

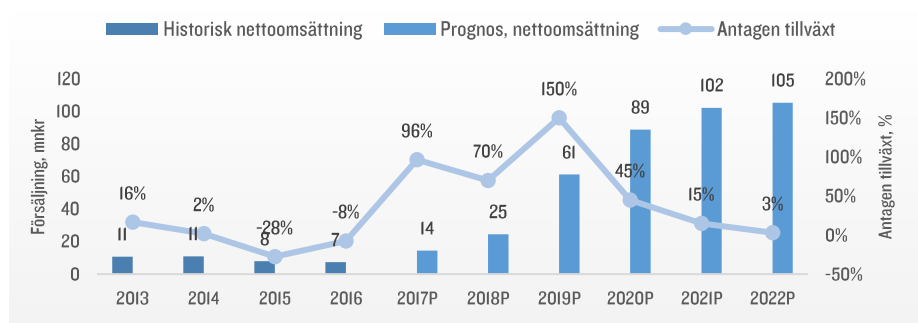
Prognoser och värdering

Försäljning

Historiskt har Asien, Europa och Sydamerika varit Miris största intäktskällor. Tappet i försäljningen under 2015 och 2016 kan hänföras tidigare nämnda kvalitetsproblem och försäljningsstopp. Nedan följer antagen intäktskurva.

UPPDRAGSANALYS Miris Holding, 2017-09-14

UPPDATERING



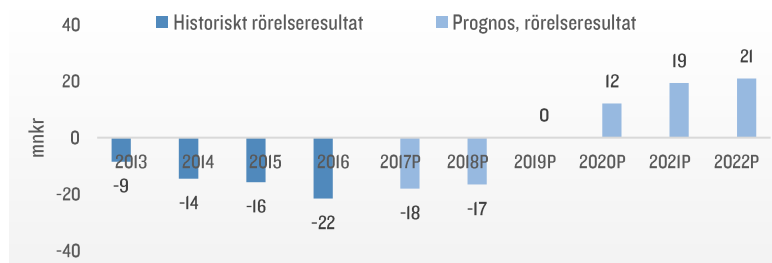
Nettoomsättning för helåret 2017 prognostiseras till 14,4 miljoner kronor. Den prognostiserade tillväxten under 2017 är uppreviderad till 96 procent från senaste analystillfället då denna uppskattades till cirka 60 procent. Justeringen i intäktsprognosen är en effekt av årets första sex månaders starka försäljning.

Vidare har vi antagit en lansering i USA under andra halvan av 2018 vilket tillsammans med en fortsatt satsning i Asien och Europa bidrar till antagen tillväxt om 70 procent. Nästkommande år, 2019, tilltar försäljningen i USA till den antagna tillväxten om 150 procent. Resterande tre år av den prognostiserade perioden varierar tillväxten mellan 45 och tre procent. Tillväxtkurvan är fallande med en tilltagande bas. Intäkterna spåds på av ökad försäljning genom den interna säljorganisationen liksom ökad försäljning av förbrukningsvaror.

Marginaler

Som nämnts har tidigare eftermarknadskostnader tyngt marginalerna. Nedan följer en graf som illustrerar de prognostiserade rörelseresultat.

Vi bedömer att rörelsemarginalerna under 2017 liksom 2018 kommer fortsätta vara negativa, delvis orsakat av den fortsatta globala expansionen vilket leder ökade säljrelaterade kostnader. Därefter modellerar vi med svagt positiva men snabbt stigande rörelsemarginaler som stabiliseras strax runt 21 procent. Generellt ligger rörelsemarginalerna mellan 20 och 25 procent för lönsamma bolag verksamma inom laborietrustning.



Värdering

För att uppskatta ett motiverat värde per aktie har vi nuvärdesberäknat framtida kassaflöden. Med våra prognoser och antaganden beräknas det motiverade priset per aktie till 0,054 kronor efter utspädning och stärkt kassa med nuvärdet av antagen emission om 15 miljoner till ett pris om 0,05 kronor (tio procent upp från senast betald kurs, 0,045 kronor).

Med hänsyn tagen till att det förbättrade instrumentet nu finns på plats liksom den efterfrågande standardlösningen har vi tagit ner den bolagsspecifika riskpremien. Kassaflödena är nuvärdesberäknade med en diskonteringsränta om cirka 14,3 procent. Rörelsevärde beräknas till 95,2 miljoner kronor. Den långsiktiga tillväxten är antagen till två procent, i linje med inflationsmål.

Nuvärdet av den antagna emissionen om 15 miljoner kronor beräknas till cirka 14,4 miljoner kronor, vilket vi adderat till dagens uppskattade kassa om knappt fem miljoner kronor. Med långfristiga skulder om cirka 5,2 miljoner kronor adderar vi en nettokassa om cirka 13,1 miljoner kronor till rörelsevärdet. Aktievärdet uppgår således till cirka 103 miljoner kronor.

Det faktiska antalet utestående aktier cirka 1,59 miljarder stycken. Efter att adderat cirka 303 miljoner aktier från den antagna emissionen och drygt tio miljoner aktier från teckningsoptioner (sannolikhetsjusterad lösen) modellerar vi med totalt cirka 1,9 miljarder aktier.

VÄRDERING	
kkkr	
Rörelsevärde	90 272
Nettokassa*	13 068
Motiverat aktievärde	103 340
Antal utestående aktier, tusental*	1 905 496
Motiverat pris per aktie, kronor	0,054

*Inkluderar nuvärdet av antagen emission om totalt 15 miljoner kronor till ett pris om 0,05 kronor per nytecknad aktie.

Värderingen motsvarar multiplar nedan. Bland jämförbara fast mer etablerade bolag som kommit något längre i tillväxtfasen handlas i till ett P/S tal runt 3,5x och P/E-tal runt 30x.

MULTIPLAR	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Implicit P/S	14,7x	7,5x	4,4x	1,8x	1,2x	1,1x	1,0x
Implicit P/E	-	-	-	4 486,5x	7,3x	4,6x	4,2x
Implicit EV/Sales	12,2x	6,2x	3,7x	1,5x	1,0x	0,9x	0,9x
Implicit EV/EBITDA	-	-	-	424,7x	7,3x	4,6x	4,3x

Risker

I vårt scenario kommer en emission att krävas för att finansiera rörelsen under tillväxtfasen. I scenariot blir denna aktuell mot slutet av året alternativt strax efter årsskiftet 2017/18. Det kan innebära en risk för utspädning.

Miris tillväxtplaner är långt från realiserade och det finns flertalet risker som kan sätta käppar i hjulen. Som nämnt krävs ett godkännande från FDA innan försäljning i USA kan påbörjas. Detta godkännande är ännu inte på plats och kan dra ut på tiden liksom avslås. Vi bedömer dock sannolikheten för att det avslås som liten.

Med fokus på analys av bröstmjölk har bolaget nischat sig mot ett marknadssegment vars befintliga och direkta konkurrens är marginell. Marknaden för Miris nedprioriterade affärsområde, analys av mejerimjölk, är dock starkt konkurrensutsatt och domineras av tidigare nämnda FOSS, Bentley och Delta. De tre bär välkända namn och är finansiellt starka, vilket ger dem konkurrensfördelar gentemot Miris om någon av dessa bolag börja konkurrera inom analys av bröstmjölk. Dock kommer detta givetvis inte ske över natt.

Produktionen av Miris instrument görs i Sverige och bolaget redovisar resultat i svenska kronor. Det medför en valutarisk när försäljning främst görs i annan valuta än svenska kronor. Även om bolaget i dagsläget inte skyddar sig mot ofördelaktiga valutarörelser finns möjlighet till detta genom derivatinstrument. Till detta finns risk för att potentiella tullavgifter reducera marginalerna.

Under huven på Miris

Vd och styrelseordförande

Som tidigare nämns är Camilla Myhre Sandberg ny vd sedan oktober 2016. Camilla kommer senast från BioLamina AB där hon var Vice President, Global Sales & Marketing. Dessförinnan var hon Strategic Marketing Leader inom flertalet områden hos GE Healthcare Life Sciences. Camilla har en Masterexamen i Toxikologi och har ekonomiutbildning från BI Norwegian Business School.

Styrelseordförande Ingemar Kihlström har en doktorsexamen i fysiologi från Uppsala universitet och är docent i toxikologi. Ingemar har tidigare erfarenheter från bland annat företagsrådgivning inom life science. Ingemar är bolagets tredje största aktieägare. Utöver aktuellt aktieinnehav består innehavet även av optioner.

Ägarstruktur

Se tabell nedan för bolagets tio största ägare per den 30 juni 2017. Värt att notera är att flertalet personer med insyn och beslutsfattande roller har betydande aktieinnehav. Ledning, styrelse och personal äger också ett stort antal teckningsoptioner som vid eventuellt lösenförfarande skulle innebära en aktieutspädning. Personligt ägande i aktien och andra incitament kopplade till aktiens utveckling ökar incitamentet att beslut fattas i linje med aktieägarnas intresse.

10 STÖRSTA ÄGARE, 2017-06-30

	%, Aktiekapital
Hans Åkerblom	16,2
Avanza Pension	4,4
Ingemar Kihlström	3,6
Tibia Konsult AB	3,4
Claes Gyltman	2,8
Aktiebolaget Uppsala Cementgjuteri	2,8
Sture Hallström Invest AB	2,5
Per Bohman	2,3
Advokat Matsson AB:s Pensionsstiftelse	2,1
Per Turdell	2,0

Källa: Holdings.se

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Jarl Securities 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.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.