



Uppdragsanalys, 2017-06-13

ANALYSGUIDEN

Pharmacolog

Pharmacolog

Nya marknader i sikte

Försäljningen har varit trevande men avtal på den viktiga franska marknaden är en positiv signal. Breddningen till nya tillämpningar som antibiotikakontroll är lovande. Ett kapitalbehov på kort sikt gör att rådet stannar vid Öka.

Parmacolog har det senaste året inlett kommersialiseringen av Druglog®. Avtal på stora geografiska marknader som Tyskland och Frankrike är kvitton på intresset för bolagets teknologi för enkel och snabb kvalitets-säkring av läkemedelsberedning. Intäkterna har varit blygsamma hittills men lanseringen av en ny mjukvaruversion i kombination med möjliga nya samarbeten med distributörer kan snabba upp tillväxten framöver.

Bolaget har under det senaste halvåret även genomfört förändringar i styrelse och ledning efter att Erik Hedlund har klivit in som större ägare via en riktad emission i januari. Parallellt har det kommunicerats att större vikt ska läggas på att bredda erbjudandet till lösningar för individualiserad kontroll av intravenösa läkemedel. Ett exempel är patientnära bestämning av antibiotikakonzentration som genomförs i samarbete med Uppsala universitet. Behovet av bättre

kontroll av antibiotikadosering vid exempelvis sepsis är stort inom intensivvården. Om projektet blir framgångsrikt kan det därför öppna dörren till betydande marknader utöver cellgiftsberedning på sikt.

Satsningarna kräver kapital och under våren har en bryggfinansiering garanterad av större aktieägare upprättats. Vi räknar dock med att aktieägarna behöver skjuta till medel inom kort. Vi har skruvat ned våra försäljningsförväntningar då tillväxten hittills har varit långsammare än vår tidigare bedömning. Följaktligen har vi sänkt riktkursen. Vi bedömer att aktien är intressant med hänsyn till låg värdering och tillväxtpotentialer. Riskerna är höga då kommersialiseringen fortfarande befinner sig i en tidig fas. Ytterligare finansiering är en viktig pusselbit för en tydlig uppvärdering av aktien. Vår rekommendation sänks till vidare till Öka innan bolaget presenterat villkoren för denna. Att ägarbildningen stärkts talar för en framgångsrik emission. ■

NYCKELTAL

mnkr	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Nettoomsättning	0	1,5	7,1	15,3	24,3
Tillväxt, %		e.m.	378	117	58
EBIT	-11,1	-11,2	-8,7	-4,4	2,7
EV/S	e.m.	28,9	7,4	3,8	2,4
PE-tal	Neg	Neg	Neg	Neg	15,6

Källa: Jarl Securities (prognoser) och Pharmacolog (utfall). Prognoser avser Europa och främst försäljning till cancerkliniker

Riktkurs: 16,2 kronor ÖKA

Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

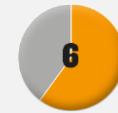
KORTA FAKTA

Vd: Mats Högberg
Styrelseordförande: Erik Hedlund
Största ägare: Hans Dahlin
Börsvärde, mnkr: 33
Lista: Aktietorget
Aktuell börskurs, kr: 8,5

BÖRSTEMPERATUR



Ledning
Mats Högberg är nyutträd Vd från februari men har varit involverad i bolaget sedan 2016. Tidigare har han haft ledande positioner i andra medtechbolag bland annat Nucletron/Elekta.



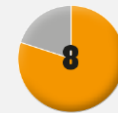
Ägare
Grundaren är störste ägare. Erik Hedlund är sedan början av året ny större ägare vilket förstärker ägarbildningen. Ägandet är i övrigt spritt.



Finansiell ställning
Kostnaderna är låga. Vi räknar dock med blygsam försäljning i år och kassan täcker inte förväntat kapitalbehov fram till slutet av året.

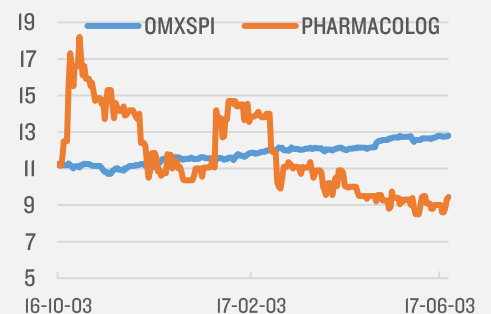


Potential
Potentialen är mycket stor i synnerhet om nya marknader utanför Europa och cellgiftsberedning kan bearbetas framgångsrikt.



Risk
Bolaget är i ett tidigt skede av kommersialisering. Viss konkurrens finns redan och kan hårdna innan Druglog® hunnit etablera sig på marknaden

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.

Pharmacolog för en säkrare vård

Pharmacolog grundades 2007 av vd Hans Dahlin och den nu bortgångne Kjell Westerlund. Bolaget är en avknoppning från ONCOlog Medical och arbetar för att förbättra patientsäkerheten och effektivisera intravenös medicinerings genom teknisk innovation.

Med Hans Dahlin i spetsen har Pharmacolog (bolaget) utvecklat ett smidigt kontrollinstrument, DrugLog[®], som snabbt verifierar intravenösa läkemedel rörande substansens identitet och koncentration. Användning av DrugLog[®] kan därmed reducera eller i bästa fall eliminera felmedicinering med intravenösa läkemedel. Flertalet kliniska tester med goda resultat gjorda på referenskliniker runt om i Europa finns på plats och bolaget avser nu att få fart på försäljningen.

Den initiala försäljningsinsatsen är främst fokuserad på cancervården i Västeuropa. Nya tillämpningsområden inom patientinriktade vårdtjänster som doskontroll och intensivvård utgör stor potential därutöver.

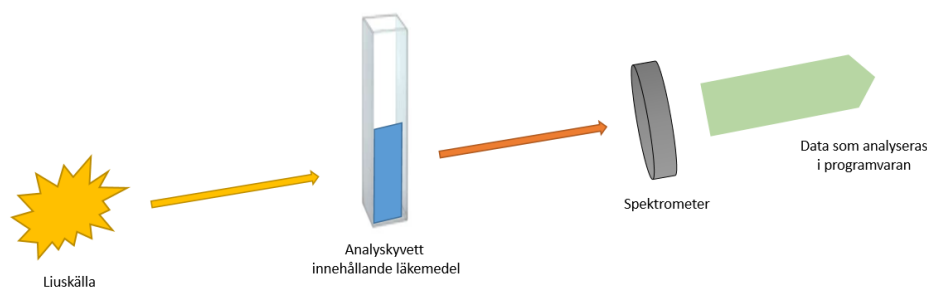


DrugLog[®]

Bolagets första kommersiella instrument, DrugLog[®], lanserades i dess befintliga utförande i början på 2015. Som tidigare nämnts fyller instrumentet funktionen att verifiera intravenösa läkemedel kvalitet rörande beståndsdelar och koncentration och har därmed potential att reducera antalet felmedicineringar.

UV-spektroskopi med effektiv programvara

Instrumentet bygger på absorptionsspektroskopi inom det ultravioletta och synliga ljusvåglängderna. De fysiska huvudkomponenterna utöver lässkärmen är en ljuskälla, en analyskvytt och en spektrometer.



Analyskvytten fylls med testprover om 0,4 till 0,5 ml som tas från det färdigberedda intravenösa läkemedlet. Analyskvytten placeras i instrumentet som genomstrålas med UV-strålar från ljuskällan. Strålarna passerar genom testprovet och de läkemedelsspecifika beståndsdelarnas varierande absorberingsförmåga skapar ett unikt absorberingsspektrum. Spektrometern fångar upp det unika spektret som analyseras i instrumentets programvara som avgör testprovets innehåll och koncentration.

Instrumentets unika egenskap ligger i den egenutvecklade programvaran som är skriven för att snabbt ge användaren ett precist resultat. Enligt bolaget tar det två till tre sekunder för instrumentet att verifiera om läkemedlet består av rätt beståndsdelar till rätt koncentration. Systemet är också förberett för att kunna exportera testresultatet genom uppkoppling mot patientjournalen, alternativt manuellt av användaren.

Instrumentet ger tre utfall:

OK – Ingen åtgärd krävs. Testprovet matchar läkemedlets referensramar som patienten förskrivits rörande både beståndsdelar och koncentration

Warning – Utfallet kräver bedömningsutlåtande från sjukvårdspersonal då provtestet matchar referensramen rörande beståndsdelar men koncentrationen är fel

Fail – Utfallet kräver åtgärd och innebär att testprovets beståndsdelar är felaktiga och/eller innehåller en koncentration som är så pass fel att den överskrider tidigare nämnda toleransnivåer och kan därför medföra skada hos patienten

Bibliotek av olika läkemedels- och doseringsspecifika kalibreringar

Användarna skapar själva kalibreringar för varje enskilt läkemedel och ett begränsat antal koncentrationsnivåer. Kalibreringarna sparas i en databas/molnlösning där ett bibliotek skapas. Biblioteken kan delas mellan användare och växer allt eftersom antalet testade läkemedel ökar. Idag består biblioteket av cirka 50 läkemedel.

Tillverkning

UV-spektroskopi är en väl beprövad för analys av vätskor vilket medför att instrumentets komponenter är lättillgängliga. Därmed är instrumentet också förhållandevis billigt att tillverka. Instrumentets ljuskälla och spektrometer köps direkt av tillverkaren Hamamatsu i Japan och instrumentet sätts samman av United Computer Systems in Scandinavia AB i Sverige. Bolaget utvärderar även möjligheten att utvidga antal

leverantörer. Analyskyvetten tillverkas i Sverige av ett bolag utanför Stockholm. Med fallande komponentpriser räknar bolaget med att produktionskostnaderna kommer minska inom ett par år. Enligt bolaget finns även kapacitet för storskalig produktion på plats redan idag.

Den senaste utvecklingen

Pharmacolog har sedan i vintras genomfört ganska stora förändringar i styrelse och ledning efter att Erik Hedlund har kommit in som större ägare. Parallellt har det kommunicerats att större vikt ska läggas på att bredda erbjudandet från kvalitetssäkring av läkemedelsberedning till lösningar för individualiserad kontroll av intravenösa läkemedel.

Den visionen har funnits en längre tid i bolaget men verkar nu ha lyfts upp högre på agendan. Ett tydligt exempel är ett nyligen presenterat forskningsprojekt inom antibiotikakontroll som på sikt kan bana väg till en marknad som troligen är större än den för cytostatikaberedning.

Vad gäller Druglog® har kommersialiseringen inletts med avtal i Tyskland, Frankrike och Schweiz. Att bolaget kommer ut på stora geografiska marknader i Europa ger stöd åt tillväxtpotentialerna. Pharmacolog är pionjär på många marknader vilket ger potential men samtidigt är det ett tungt lass för ett litet bolag och intäkterna är fortfarande blygsamma. Bolaget har nyligen färdigställt och lanserat en ny version av mjukvaran, Druglog®4.2, vilket kan tala för ökad orderaktivitet framöver. Fler distributörssamarbeten är troligen också en viktig ingrediens för att lyfta försäljningen till en högre nivå.

En annan nyckelfaktor är finansieringen inte minst med tanke på satsningar att bredda produktutbudet. Ur det perspektivet är det positivt att ägarbilderna har stärkts. Pharmacolog erhöll en bryggfinansiering under våren men vi bedömer att bolaget kommer att behöva äska medel från aktieägarna inom kort.

Tillväxt från låga nivåer

Pharmacolog redovisade nettointäkter om 44 tusen kronor under första kvartalet. Som väntat var det en ökning jämfört med föregående kvartal (14 tusen kronor). De ganska blygsamma intäkterna beror delvis på kundmixen med en hög andel utvärderingsordrar.

Omkostnaderna var i linje med våra förväntningar. Kassan vid första kvartalets utgång uppgick till 0,6 miljoner kronor. Efter perioden har Pharmacolog tagit upp ett lån på 5,5 miljoner kronor (se nedan).

Forskningsprojekt inom antibiotika pekar på potential

Nyligen meddelade bolaget att man inleder ett samarbete med Uppsala Universitet rörande utveckling av metoder för att bestämma antibiotikakoncentrationer i blodet. Under behandling av svåra infektioner krävs snabba åtgärder och den initiala insatsen kan bli avgörande. I det läget är det stor betydelse att patienten får rätt dos av antibiotika. Pharmacolog med sitt fokus på kontroller av intravenösa läkemedelsbehandlingar siktar här på att förbättra säkerhet och effektivitet vid antibiotikabehandling. Samarbetet är ett resultat av en tidsförberedande tester av möjligheten att mäta antibiotikakoncentrationer med bolagets befintliga teknologi, det vill säga absorptionspektrometri

kombinerat med bolagets egen mjukvara. Det tyder på att utvecklingen av en eventuell produkt för antibiotikakontroll kan göras med i sammanhanget begränsade utvecklingsinsatser.

Sepsis eller blodförgiftning orsakas vanligen av en bakterieinfektion. Enligt svenska infektionsläkarföreningen är incidensen (årliga nya fall) av sepsis 210 per 100 000 invånare, vilket motsvarar över en miljon fall i EU. Dödligheten är hög: 28-dagarsmortaliteten bland dem som sjukhusvårdas för svår sepsis är 20–30 procent, vilket är jämförbart med akut hjärtinfarkt (Läkartidningen 47/2015). Antibiotika är huvudbehandlingen.

De befintliga metoderna att bestämma adekvat dosering är antingen tidskrävande (bakterieodling) eller kräver tillgång till dyr labbutrustning (exempelvis masspektrometri). Enligt en svensk studie som publicerades nyligen fick närmare hälften av intensivvårdspatienter på några studerade svenska kliniker otillräcklig dos av antibiotika. Sammantaget tyder det på att en metod för enkel och snabb kontroll skulle fylla ett tydligt behov inom akutsjukvården. Projektet inom antibiotika är ett intressant exempel på möjligheterna att bredda användningen av bolagets teknologi från kvalitetssäkring till doskontroll.

Frankrike ny marknad för Druglog®

Nyligen meddelades att distributören PharMed vunnit en order till ett sjukhus i Nantes, Frankrike. Den utgörs av en beställning från distributören på ett system som skall levereras till slutkunden. Därtill kommer förbrukningsartiklar vilket innebär en möjlig kontinuerlig intäktsström till Pharmacolog, om än mindre jämfört med ett ”pay-per-use” avtal.

Frankrike är en viktig och jämförelsevis utvecklad marknad inom kvalitetssäkring av cytostatikaberedning och är hemmamarknad för Pharmacolog främsta konkurrenter. Ordern ger ett visst omsättningslyft på kort sikt och har ett bra signalvärde enligt vår bedömning.

Utvärderingar ger visst hopp om förlängning

Druglog® har använts i ett flertal utvärderingar som nyligen avslutats. Den kliniska utvärderingen i Lille har genomförts med gott resultat. Det borde rimligen öka möjligheterna till ett avtal. En intressant aspekt av samarbetet i Lille är att det rör tester av **beredningar inför kirurgi** och i operationssalar och inte cellgiftsbehandlingar som annars är den marknad Pharmacolog initialt har lagt fokus på.

Vad gäller Mainz och Karlskrona har utvärderingarna visat på behov av att anpassa de interna rutinerna för en adekvat kvalitetssäkring och dialogen med klinikerna fortsätter. Det pekar på en problematik som kan medföra en viss utmaning för Pharmacolog men potentiellt även möjligheter.

Lyckat resultat för projekt inom barnmedicinering

Pharmacolog arbetar nära kunderna och det har visat sig framgångsrikt exempelvis i fallet med Genève's Universitetssjukhus. Ett intressant projekt har slutförts i samarbete med **Karolinska Universitetssjukhus/Astrid Lindgrens Barnsjukhus** rörande tester av beredningar av medicinering för barn. Druglog[®] har här integrerats med det nationella informationssystemet ePed för hantering av barnläkemedel. Projektet har resulterat i en prototyp som ska vidareutvecklas till en färdig produkt anpassad för barnsjukvård.

I det här läget är det svårt att bedöma de kommersiella möjligheterna och när en första försäljning kan komma till stånd. Vi uppskattar att det finns 55 barnkliniker i Sverige. Databaser för hantering av läkemedel till barn finns i bland annat USA och England (Läkartidningen 5/2014) vilket tyder på möjligheter till internationell expansion på sikt. Vi ser i första hand att barnmedicinering är en potentiell inträdesbiljett för Druglog[®] på den till delar svårbehandlade svenska marknaden, där en stor del av läkemedelsberedningen generellt utförs av externa leverantörer.

Förändringar i styrelse och ledning

I början av året skedde förändringar av styrelse och ledning. Erik Hedlund, som kom in som större ägare i samband med en riktad emission i december, tillträdde som ordförande. Därefter skedde ett VD-byte där tidigare marknadschefen Mats Högberg ersatte Karl-Erik Carlström.

Förändringarna medförde kurspress. De ganska täta VD-bytena det senaste året gav förmodligen viss oro. Samtidigt är det naturligt att den nya ordföranden vill sätta sin prägel på bolaget och organisationen. Hedlund har en bakgrund bland annat från Raysearch och C-RAD, båda framgångsrika bolag inom utrustning för strålbehandling vid cancerbehandling. Trots den initiala turbulensen ser vi det som positivt att en ny finansiellt stark aktör med lång erfarenhet från utveckling av medicintekniska verksamheter kommer in i ägarbilden och tar ordförandeskapet.

Under den senaste tiden har organisationen fyllts på med Jörgen Höjdmö som utvecklingschef. Höjdmö har tidigare varit engagerad i utvecklingen av Druglog. Därtill har en ny marknadschef anställts.

Bryggfinansiering inför kommande kapitalförstärkning

I början av april meddelades att Pharmacolog erhållit ett lån på 5,5 miljoner kronor som garanteras av större aktieägare. Kassaförstärkningen ger viss arbetsro på kort sikt.

Behovet av finansiering kvarstår emellertid och frågan kommer att aktualiseras senast under andra halvåret enligt vår bedömning. Bolaget har sedan den senaste företrädesemissionen erövat sina första kommersiella avtal och vi anser att Pharmacolog nu är i en starkare position för att be ägarna om nytt kapital.

Marknad och prognoser

Initialt fokus på cytostatikaberedningar i Europa

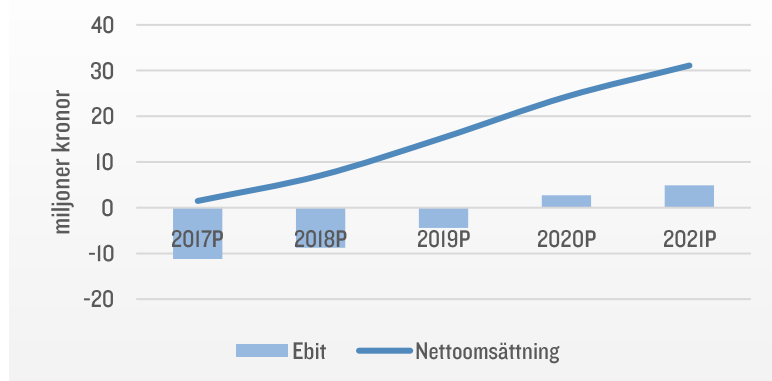
De första kundavtalen var av karaktären "pay per use" det vill säga att bolaget tar betalt per beredningstest. Utvecklingen tyder på att kundernas användning av Druglog[®]-systemet växer men ligger på en låg nivå. Kommersialiseringen är i tidig fas och det gör det svårt att i det här läget dra slutsatser. Om och när fler löpande avtal kan träffas bör det ge en bättre bild. Bolaget erbjuder även försäljning av system vilket som ovan nämnts var upplägget för den första orden på den viktiga den franska marknaden. Systembeställningar ger högre intäkter initialt.

Vi har dragit ned våra förväntningar på försäljningen de närmaste åren. Detta då takten av nya kundavtal hittills varit lägre än vi tidigare förväntade oss. Att döma av de beställningar som hittills offentliggjorts har också nya avtal initialt karaktären av testordrar med ett ganska lågt kapacitetsutnyttjande i uppstarten. Det gör att det kan ta längre tid än vi tidigare antagit innan instrumenten når önskad intäktsgenerering. Bolaget är i ett tidigt skede av kommersialiseringen och det ökar osäkerheten i prognoserna. Att nya marknader som Tyskland och Frankrike tillkommit är dock viktiga framsteg.

Pharmacolog har tidigare uppskattat en marknadspotential inom cystostatikaberedningar i Västeuropa om 8,6 miljoner beredningar på 430 sjukhusapotek. Om vi räknar med att Pharmacolog kan nå en penetration på 25 procent på fem års sikt motsvarar det drygt 100 installerade instrument.

Det kan poängteras att Pharmacolog redan har avtal utanför cancerområdet men i prognosen nedan räknar vi med att cancerkliniker svarar för lejonparten av omsättningen.

Prognoser nettoomsättning och EBIT



Prognos för Druglog i Europa. Källa: Jarl Securites

I prognosen ovan har vi räknat med en försäljningsmix om 70 procent "pay per use" och i övrigt system plus förbrukningsvaror. Vi räknar som tidigare med en genomsnittlig nettointäkt per test på cirka 2,5 euro för Pharmacolog. Bolagets kostnad per levererat test bör bli låg och är främst relaterad till inköpskostnad för kyvetter (kärl för test av substans) och royalties till uppfinnare. De senare uppgår till 200 euro per installerat instrument plus 1,5 kronor per kyvett. Sammantaget räknar vi dock med

en hög bruttomarginal (över 60 procent på sikt) när det gäller den europeiska marknaden. I vår värdering har vi räknat med en rörelsemarginal på 15 procent på lång sikt.

Bolaget har även en inköpskostnad för de instrument som ställs ut för pay-per-use-användning. Denna kostnad syns inte omedelbart i resultaträkningen men dyker upp som investering och påverkar kassaflödet.

Intensivvårdssatsning kan mångdubbla potential

USA-marknaden är den heliga graalen för flertalet Life Science-bolag och hägrar även för Pharmacolog på sikt. Vår uppskattning är att den amerikanska marknaden är värd uppåt 500 miljoner kronor enbart inom cellgiftsberedning.

Cancerkliniker är dock långt ifrån den enda marknaden för Druglog®. Det finns cirka 6000 intensivvårdskliniker enbart i USA (källa: Zoll) och ungefär lika många i Västeuropa (EU-15, Källa European Hospital and Healthcare Federation). Det ges även fler läkemedel under en operation än under en cellgiftsbehandling. Potentialen motsvarar en mångmiljardmarknad i kronor räknat. Än så länge vet vi inte för vilka beredningar det kan bli aktuellt att använda Druglog®. Systemet utvärderas dock som sagt för närvarande av Universitetssjukhuset i Lille i operationssalar. Om ett bra resultat uppnås blir Lilleutvärderingen en viktig pusselbit i valideringen gentemot intensivvårdskliniker.

Därtill kan den ovan nämnda satsningen på antibiotikakontroll om den faller väl ut bredda erbjudandet mot intensivvårdsmarknaden. Om vi som exempel antar en prissättning i slutledet på 50 000 euro per system och i genomsnitt tre system per klinik motsvarar det en årlig marknad på grovt sett 180 miljoner euro per år i EU enbart för system (antaget en livslängd på fem år per system). En bedömning i det här läger är dock osäker då informationen om satsningen på antibiotikakontroll än så länge är knapphändig.

Värderingsansats

Nya marknader viktiga värde drivare

Vår värderingsmodell är baserad dels på riskjusterade diskonterande framtida kassaflöden, dels relativvärderingar. Riskjustering görs här för de framtidsmarknader som vi ser som möjliga men där någon aktiv bearbetning ännu inte påbörjats så vitt vi känner till. De marknader vi avser är dels USA-marknaden, dels marknaden för antibiotikakontroll. Vi räknar med samma penetration i USA som för Europa vad gäller cancerkliniker, det vill säga, 25 procent. Vad gäller antibiotikakontroll antar vi åtta procent penetration av europeiska sjukhus på tio års sikt. Vi har räknat med en affärsmodell med systemförsäljning med samma prissättning som Druglog och att i genomsnitt tre system behövs per sjukhus. Vidare har vi gjort en riskjustering på 50 procent då ingen lansering skett ännu.

EV-MULTIPLAR, MEDTECH	
Bolag	EV/Sales 2017P
Medtronic	4,4
Thermo Fisher	4,3
Danaher	3,8
Stryker	4,6
Becton Dickinson	4,3
Boston Scientific	4,7
Intuitive Surgical	10,6
Baxter	3,1
Edward Life Sciences	7,1
Zimmer Biomet	4,5
Medel	5,1
Median	4,4

Källa: Thomson Reuters

En jämförande värdering försvåras av att försäljningen än så länge är blygsam och även av att det saknas bra och relevanta jämförelseobjekt för Pharmacolog. I tabellen ovan framgår att de ledande medicinteknikbolagen globalt värderas till drygt fyra till fem gånger försäljningen. Det ger ett visst riktmärke för hur Pharmacolog kan värderas på sikt när försäljningen kan förväntas ta fart.

I tabellen nedan har vi gjort en sammanställning av delarna, räknat på Pharmacologs marknader och finansiella ställning.

VÄRDERING AV SUMMAN AV DELARNA, PHARMACOLOG				
Marknad	Försäljning 2026P, (mnkr)	Värde (mnkr)	Per aktie, kronor	Antaganden
Druglog, Europa	51	45	11,6	25 % penetration, snitt DCF och multipel
Druglog, USA	56	25	6,5	25 % penetration, multipelvärdering med 50 % riskjustering
Antibiotikakoncentration, Europa	70	35	8,8	50 % chans till lansering, 8 % penetration
Nettokassa		-4,6	-1,2	20170630 (P)
Aktieägarvärde		101	25,7	3,93 miljoner aktier
Antaget kapitalbehov		26,1		
Efter antagen utspädning		127	16,2	Ytterligare 3,9 miljoner aktier

Källa: Jarl Securities

- För Druglog® i Europa har vi använt ett snitt av en DCF-värdering och en värdering där vi applicerar en försäljningsmultipel för medicinteknikbolag enligt ovan (4,4) på förväntad försäljning på fem års sikt och sedan diskonterar det värdet till dagens datum.

- För Druglog® i USA har vi använt samma multipelvärdering som ovan men längre framåtblickande baserat på bedömd försäljning 2026. Vi har sedan riskjusterat värdet med 50 procent då ingen lansering gjorts ännu. Vi har också justerat för antagna kostnader för FDA-ansökan och initial lansering.
- Avseende antibiotikakontroll har vi använt samma ansats som för Druglog® USA ovan.

Vi har använt oss av ett avkastningskrav på 13,6 procent. Detta baserat på en riskfri ränta på 0,5 procent, ett betavärde på 1,5 och en riskpremie på 10,1 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2017* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,5 procent och ett storleksbaserat tillägg på 3,6 procent. Vår modell indikerar ett motiverat aktieägarvärde på 98 miljoner kronor efter justering för nettoskuld. Vi anser att det är befogat att justera värdet per aktie med en rabatt för utspädning med anledning av att vi ser ett finansieringsbehov både på kort sikt och i ett längre perspektiv för tillkommande satsningar. Vi antar en total utspädning på 50 procent och det ger **ett motiverat värde per aktie på 16,2 kronor**. Det innebär en nedjustering jämfört med tidigare analyser. Justeringen beror dels på en långsammare försäljningstakt än vår ursprungliga bedömning. Satsningar på nya marknader såväl vad avser tillämpningsområden och geografiskt ger potential men innebär också kostnader initialt. Vi har totalt sett räknat med ett mer omfattande kapitalbehov än tidigare de kommande åren för att genomföra dessa satsningar och som resultat högre bedömd utspädning av värdet per aktie. Det ska understrykas att det kortsiktiga finansieringsbehovet bör kunna mötas med en klart mindre emission än vad vi räknat med i tabellen ovan.

Med en mer konservativ ansats där endast befintliga marknader i form av Druglog® i Europa beaktas sjunker det bedömda aktieägarvärdet i vår modell, samtidigt minskar troligen kapitalbehovet. Vi beräknar då ett motiverat värde drygt nio kronor per aktie, det vill säga i linje med dagens aktiekurs.

Lejonparten av värdet i vår värdering bygger på förväntade intäkter bortom prognosperioden som sträcker sig fram till och med 2021. Vi bedömer att aktiekursen på kort sikt kommer att drivas av nyheter rörande exempelvis nya kundavtal och partnersamarbeten i första hand snarare än intäcks- och resultatutvecklingen. Kapitalbehovet på kort sikt ökar osäkerheten i vår värdering. Trots att vi ser en god potential sänker vi därför rekommendationen till Öka (från Köp) i avvaktan på att bolaget tillkännager villkoren för kommande finansiering.

Ägare och ledande befattningshavare

Grundare störste ägare

Medgrundaren Hans Dahlin är fortfarande störste ägare. Ordföranden Erik Hedlund och styrelseledamoten Olof Johansson (via BBD Bridging Business Development) är andra större ägare. I övrigt är ägandet spritt.

TIO STÖRSTA ÄGARE, 2017-06-07	
	% kapital
Hans Dahlin	7,3
BBD, Bridging Business Development	6,5
Erik Hedlund	6,4
Gunvald Berger	4,5
Avanza Pension	4,0
Bo Millstam	3,2
Artemis-Artemida AB	2,5
Audacia AB	2,3
Uptron Aktiebolag	2,2
Inparallel AB	2,1

Källa: Holdings.se

Ledande befattningshavare

Verkställande direktör

Mats Högberg tillträdde i februari 2017 och har dessförinnan varit marknads- och affärsutvecklingschef på Pharmacolog. Högberg har tidigare haft ledande befattningar i ett antal medicintekniska bolag, däribland Helax AB, RaySearch Laboratories AB samt Nucletron Scandinavia AB där han var VD (sedermera köpt av Elekta). Han har vidare verkat som affärscoach vid Uppsala Innovation Center (UIC) och varit med att starta två life science-bolag. Mats kommer närmast från Elekta Instrument AB där han innehade rollen som Vice President Business Marketing.

Ordförande

Erik Hedlund har under sitt yrkesverksamma liv innehaft ett antal ledande befattningar inom större internationella koncerner, bland annat Siemens och Saab. Han har varit styrelseordförande och stor ägare i Raysearch.

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.