

Pharmacolog

Mangold Insight - Uppdraganalys - Update 2020-02-27

MANGOLD

Ny säljstrategi - order skjuts fram

Pharmacolog har under 2019 gjort flera framsteg. Försäljningen ökade till 2,2 miljoner kronor jämfört med 1,0 året innan. Dock så hade Mangold förväntningar om en högre försäljning. En förändrad försäljningsstrategi och förskjutna order har lett till att det andra halvåret inte motsvarade våra förväntningar. Anledningen är att bolaget byter försäljningsstrategi från distributör till direktförsäljning. Pharmacolog har även valt att starta ett eget dotterbolag på den viktiga franska marknaden. Order har till följd av detta förskjutits framåt.

Prognoser uppdaterade

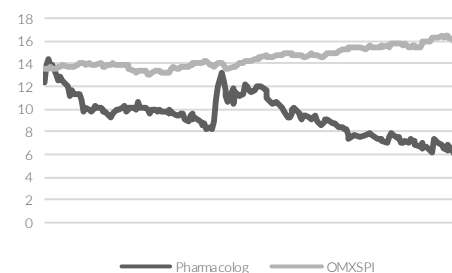
Mangold har valt att skjuta fram intäktsökningar vilket också lett till att vinstökning dröjer. För 2020 beräknas försäljningen öka kraftigt till 10 miljoner kronor. Bolaget väntas fortsatt visa förluster enligt vår prognos fram till 2022. Då bör volymen medföra att bolaget kan visa vinst. Till följd av förändrade säljkanaler räknar Mangold med att marginalerna ökar på sikt. En viss justering uppåt har därför skett, framförallt i slutet av prognosperioden.

Potential i aktien

Mangold har valt att värdera Pharmacolog utifrån en DCF. Med väl tilltaget avkastningskrav och en prognosperiod fram till 2028 värderas aktien till ett motiverat värde på 15,2 kronor per aktie som också blir riktkurs. Det medför en uppsida i aktien på över 140 procent. I vår initialanalys från 2019 uppgick DCF-värdet till 20 kronor. Framflyttade vinster har påverkat DCF-värdet i största utsträckning.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 15,2
Risk	Hög
Kurs (kr)	6,4
Börsvärde (Mkr)	63
Antal aktier (Miljoner)	9,9
Free float	83,6%
Ticker	PHLOG
Nästa rapport	2020-04-23
Hemsida	pharmacolog.com
Analytiker	Jan Glevén



Kursutveckling

	1m	3m	12m
PHLOG	-12,0	-32,4	31,2
OMXSPI	-3,7	2,4	14,0

Nyckeltal

	2 019	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning (Mkr)	2,2	10,0	20,0	31,9	47,9
EBIT (Mkr)	-15,5	-10,7	-3,9	0,2	5,6
Vinst före skatt (Mkr)	-16,7	-10,8	-4,0	0,2	5,5
EPS, justerad (kr)	-1,69	-1,09	-0,40	0,02	0,56
EV/Försäljning	63,1	14,0	7,0	4,4	2,9
EV/EBITDA	-10,0	-15,0	-39,1	257,0	23,7
EV/EBIT	-9,1	-13,1	-36,1	571,7	25,0
P/E	-3,7	-5,8	-15,7	398,9	11,3

Ägarstruktur

	Antal aktier (M)	Kapital
Nolsterby Invest	1,1	10,9%
Nordnet Pension	0,7	6,9%
Avanza Pension	0,6	5,8%
Gunvald Berger	0,6	5,7%
Hans Dahlin	0,3	3,3%
Bjarke Iversen	0,2	2,2%
Fyrstad	0,2	1,6%
Olof Johansson	0,1	1,3%
Jörgen Höjdmö	0,1	1,0%
Totalt	9,92	100%

Pharmacolog - Investment Case

Stark tillväxt väntas

Hälso- och sjukvården har saknat en etablerad metod som kan kvalitetssäkra beredning av läkemedel och göra dosering mer säkert. Syftet med Pharmacologs produkter som Druglog är att hitta en lösning på detta, det vill säga förhindra felbehandlingar av intravenösa läkemedel, främst cytostatika (cellgifter) och antibiotika.

Löser viktig problem inom hälso-sjukvården

Utvecklingen av Druglog har nått kommersialiseringsfasen och en ökad aktivitet sker på prioriterade marknader i västra Europa och Nordamerika. Bolaget har på resans gång valt att förändra sin säljstrategi från en distributörsmodell till direktförsäljning och samarbete med partners. Mangold bedömer att kompetens finns i bolaget för att genomföra detta.

Förändrad säljstrategi...

Hittills har bolaget lyckats med att ta sig in på ett antal referenssjukhus. Försäljningscyklerna är långa och återköpen har hittills varit få. Detta medför att ökade försäljningsvolymerna kan komma att förskjutas i framtiden. Under kommande år ser Mangold möjligheter för bolaget att bredda till andra kundkategorier vilket öppnar upp betydligt större marknader än vad vi har utgått från i denna analys.

... förskjutna order

Vår värderingsansats bygger på en marknadsanalys gjord av Pharmed, en fransk distributör. Den visar att en lokal konkurrent kommit in på 50 sjukhus av 200 stycken med en liknande produkt. Pharmacolog hävdar att deras produkt har konkurrensfördelar och ser därför goda chanser att kunna ta marknadsandelar. Denna framväxande marknad bedöms uppgå till 2,6 miljarder kronor.

Miljardmarknad hägrar

Vår DCF-värdering utgår från en scenarioanalys där vårt basscenario bygger på att försäljningen tar fart 2020. Under prognosperioden 2019-2024 räknar vi med en tillväxttakt på 100 procent i snitt per år (CAGR). För att växa snabbare bör nya kundkategorier tillkomma eller att bolaget lyckas bra med den nordamerikanska marknaden.

5-års tillväxttakt på 100 procent (CAGR)

I vår DCF-värdering har Mangold valt ett väl tilltaget avkastningskrav på 15 procent för att återspegla riskerna i bolaget. Bolaget väntas enligt våra prognoser gå mot lönsamhet 2022. Enligt vårt basscenario får vi ett motiverat värde på 15,2 kronor per aktie. Det är 24 procent lägre än vid Mangolds initialanalys som släpptes i oktober 2019. Ett lägre värde återspeglas av att ökade försäljningsvolymerna skjuts framåt och att bolagets vinster flyttats framåt. Det nya motiverade värdet indikerar en uppsida på drygt 140 procent. I vår scenarioanalys varierar värdet per aktie mellan 4-27 kronor per aktie.

DCF-värde blir riktkurs på 15,2 kronor per aktie - uppsida på över 140 procent

Mangold genomförde i initialanalysen en peer-värdering med relevanta småbolag inom medicinteknik för att påvisa vilka värderingsmultiplar som dessa bolag har på den svenska och internationella aktiemarknaden. Dessa visade att Pharmacolog var konservativt värderat.

Peers-värdering i initialanalys visade på försiktig värdering

Pharmacolog - Uppdatering

Starkt första halvår - svagt andra

Under 2019 har medicinteknik-bolaget Pharmacolog gjort flera framsteg. Bolaget etablerade sig på den nordamerikanska marknaden och fick en genombrottsorder på 5 Druglog-system till Presbyterian Hospital i New York som levererades i maj. Därtill har antibiotikaprojektet gått framåt där resultat väntas under första kvartalet 2020.

Viktig order till USA under 2019

Försäljningen var starkt under det första halvåret, därefter har det varit lugnare. Totalt sett under 2019 har Pharmacolog ökat sina intäkter från 1 till 2,2 miljoner kronor. Under samma period har bolagets förlust ökat från 12,4 till 16,7 miljoner kronor. Mangold hade högre förväntningar på försäljningen.

Ökad volym krävs för lönsamhet

PROGNOSE OCH UTFALL FÖR 2019

(TKR)	2018A	2019A	2019P	Diff %
Intäkter	1035	2182	4430	-51%
		111%		
EBIT	-12301	-15475	-15436	

Källa: Mangold Insight

Bolaget hade en förhoppning om att fler affärer skulle ha kommit in under hösten men som av olika anledningar försenats. Både det tredje och det fjärde kvartalet har uppvisat blygsamma intäkter. Under det andra halvåret har bolagets intäkter uppgått till 89 tusen kronor. Merparten av bolagets intäkter kom därmed in under årets första halvår i samband med order till Presbyterian Hospital.

Förskjutna order 2H 2019

En förklaring till lägre försäljningsaktivitet under det andra halvåret är att Pharmacolog ställt om sin försäljningsstrategi. Bolaget har under en tid utvärderat sin distributionskanal då bolaget inte varit nöjd med utvecklingen hos sina distributörer. Den nya strategin är istället att använda sig av direktförsäljning på de viktigaste marknaderna. Ett eget dotterbolag har också upprättats i Frankrike.

Nya försäljningskanaler

Bolaget har bytt distributör för Storbritannien och Tyskland och avbrutit samarbetet med franska Pharmed SAM. Samarbetet med B Braun fortsätter och väntas bli en viktig del i bolagets försäljning under 2020. På den amerikanska marknaden ser Pharmacolog stor efterfrågan på WasteLog, ett komplement till Druglog. En säljorganisation finns på plats sedan september 2019 i USA.

B Braun viktig distributör för 2020

Pharmacolog - Prognoser

Försäkningsökning väntas 2020

Mangold har justerat försäljningsprognoserna framåt i tiden för Pharmacolog. Bolaget har lagt om sina affärskanaler och order har skjutits på framtiden. Order som inte infallit under andra halvåret väntas komma in under första kvartalet 2020.

Förskjutna order - vinst flyttats fram

För 2020 räknar Mangold med att försäljningen ökar till 10 miljoner kronor. Den volymen bedömer Mangold inte räcker att ta bolaget till lönsamhet. Det tror vi sker 2022. Då har vi räknat med försäkningsökningar på 350 procent 2020 och 100 procent 2021 samt 60 procents ökning 2022. Under prognosperioden fram till 2024 väntar vi oss att tillväxten i snitt per år uppgår till 100 procent (CAGR)

PROGNOSFÖRÄNDRINGAR

(Mkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Försäljning	10	20	32	48	72
Tillväxt %	354%	100%	60%	50%	50%
Försäljning tidigare prognos	21	38	53	71	94
Förändring prognos %	-52%	-47%	-40%	-33%	-24%
VPA	-1,09	-0,40	0,02	0,56	1,10
VPA tidigare prognos	-0,50	0,20	0,81	1,21	1,61
Förändring prognos %	nm	nm	-98%	-54%	-32%

Källa: Mangold Insight

Högre marginaler på sikt

Framöver räknar vi med en minskad andel försäljning från distributörer kommer att bidra till högre marginaler. Det har lett till justeringar av både bruttomarginal och rörelsemarginal uppåt i våra antaganden jämfört med våra tidigare prognoser.

Lönsamt från 2020

MARGINALUTVECKLING

	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Försäljning (Mkr)	10	20	32	48	72	108	151
Rörelsemarginal	neg	neg	1%	12%	15%	16%	18%

Källa: Mangold Insight

Pharmacolog - Värdering

Antaganden för DCF-värdering

Mangold har valt att värdera Pharmacolog utifrån en DCF-värdering. I vår modell har vi antagit att bolaget når en försäljning på 200 miljoner kronor i ett basscenario 2028. Ett avkastningskrav på 15 procent har använts för att återspegla att bolaget har lång väg kvar till lönsamhet och har ett börsvärde under 100 miljoner kronor. Ett så kallat småbolagstillägg. Dessa antaganden ger ett motiverat värde på aktien som uppgår till 15,2 kronor. Det är 24 procent lägre jämfört med våra tidigare riktkurs som uppgick till 20 kronor. Försäljningsökning och vinst har flyttats fram i tiden vilket gjort utslag i vår DCF-värdering.

Uppsida på 140 procent i bas-scenario

PHARMACOLOG DCF-VÄRDERING

(Tkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2028P
EBIT	-10 702	-3 882	245	5 609	11 043	17 780	40 360
Fritt kassaflöde	-9 639	-1 147	3 526	9 985	17 606	27 624	36 442
Terminalvärde							303 687
Antaganden		Tillväxt	Skatt				
	15%	3%	22%				
Riktkurs							
EV	140 065						
Equity Value	150 566						
Riktkurs per aktie (kr)	15,2						

Källa: Mangold Insight

Scenarioanalys

För att få en uppfattning om olika utfall där vi förändrar möjlig försäljning fram till 2028 har vi valt att genomföra scenarioanalys. Då får vi ett värde som varierar mellan 4 - 27 kronor per aktie. I ett positivt scenario ökar bolagets försäljning i högre takt till följd av breddning av produkterna och en lyckad etablering på den Nordamerikanska marknaden. I vårt negativa scenario dröjer volymerna och försäljning sker med lägre tillväxttakt.

DCF-värde på 27 kronor i positivt scenario

DCF- SCENARIOANALYS

Negativt	Bas	Positivt
50% under bas-scenario	200 Mkr försäljning 2028	50% över bas-scenario
4 kr/aktie	15 kr/aktie	27 kr/aktie

Källa: Mangold Insight

Pharmacolog - SWOT-analys

Styrkor

- Stark ledning och kunnig styrelse
- Konkurrentkraftig produkt

Svagheter

- Tidig fas i kommersialisering
- Långa beslutsvägar inom sjukvården

Möjligheter

- Svag konkurrensbild
- Stor marknad

Hot

- Nya aktörer kan dyka upp
- Kunder vill utvärdera och förändra produkten

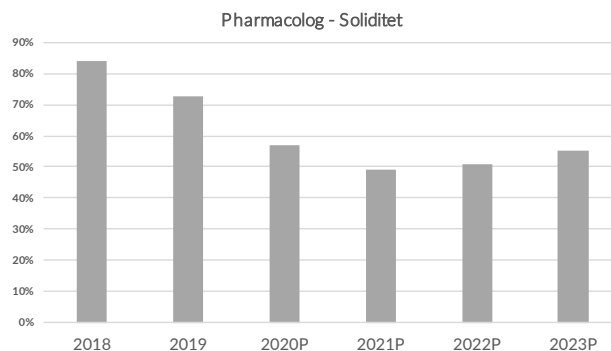
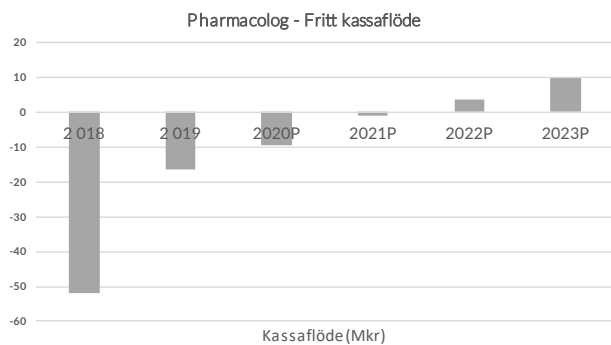
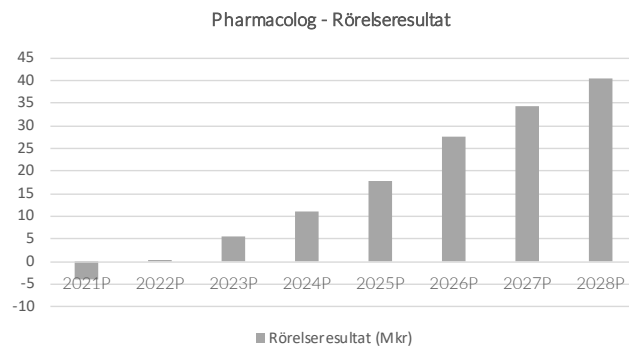
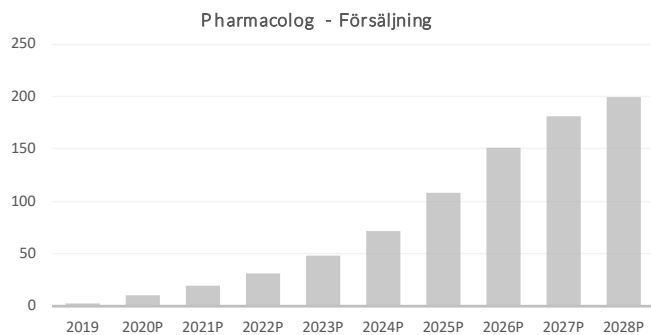
Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (MLN KR)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Försäljning	1	2	10	20	32	48	72
Tillväxt %		114%	350%	100%	60%	50%	50%
Bruttovinst	1	2	7	14	22	32	47
Bruttomarginal	78%	71%	70%	70%	68%	67%	65%
Personalkostnader	-5	-6	-6	-7	-7	-7	-7
Övriga kostnader	-1	-1	-1	-1	-1	-2	-3
Avskrivningar	-1	-1	-1	0	0	0	0
Rörelseresultat	-12	-15	-11	-4	0	6	11
Rörelsemarginal			neg	neg	1%	12%	15%
Räntenetto	0	0	0	0	0	0	0
Vinst efter finansnetto	-12	-16	-11	-4	0	6	11
Skatter	0	0	0	0	0	0	0
Nettovinst	-12	-17	-11	-4	0	6	11

Balansräkning	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Tillgångar							
Kassa o bank	14	17	15	8	5	6	10
Kundfordringar	2	1	5	11	18	26	39
Lager	0	0	0	0	0	0	0
Anläggningstillgångar	3	3	1	1	1	1	1
Totalt tillgångar	18	20	21	19	23	33	50
Skulder							
Leverantörsskulder	1	0	3	5	9	13	20
Skulder	3	3	3	3	3	3	3
Totala skulder	4	3	6	8	12	16	23
Eget kapital							
Bunder eget kapital	5	7	17	17	17	17	17
Fritt eget kapital	9	10	-1	-5	-5	0	11
Totalt eget kapital	14	17	15	11	11	17	28
Totalt skulder o EK	18	20	21	19	23	33	50

Källa: Mangold Insight

Pharmacolog - Appendix Diagram



Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. 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. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och 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 vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangold analyserade Pharmacolog senast oktober 2019.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Pharmacolog.

Mangold äger inte aktier i Pharmacolog.

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent