

Initial analys

2021-04-16

MedicPen: Rätt medicin

- Automatisk medicin-dispensering gynnar patienter och vården
- Kommersiell entré på lovande marknad med megatrender i ryggen
- Vi sätter ett initialt värderingsintervall om 0,56 – 0,92 SEK per aktie

Analysörer

Alf Riple, CFA

073-840 4008

alf.riple@vhcorp.se

Jens Jacob Aabel Nordkvist

073-422 5876

jensjacob.aabelnordkvist@vhcorp.se

Aktiens kortnamn	MPEN
Industri	Sjukvård
Handelsplats	Spotlight Stockholm
Senaste kurs (SEK)	0,42
Börsvärde (MSEK)	136,4
Bolagsvärde (MSEK)	110,2
Utestående aktier (M)	290,2
- varav free float (M)	290,2

VHCF motiverat värde per aktie

DCF-värdering 0,56 - 0,92 SEK

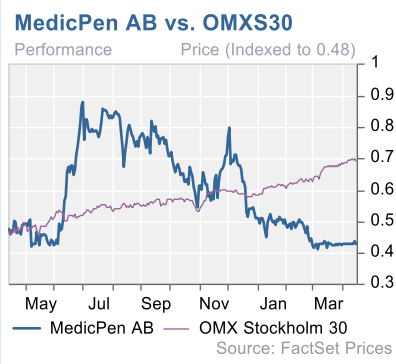
MedicPen AB

Adress	Zinkgatan 2 234 35 Lomma
Hemsida	medicpen.com
VD	Jan Andersson

Huvudägare (31 Dec 2020)

Huvudägare	Kapital (%)
Avanza Pension	10,8
Handelsbanken Liv Försäkring	2,5
Mushe Samunsson	2,4
Anders Rundbäck	1,5
Asko Tapio Raavola	1,4

Aktiekursens utveckling



	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	-1,4	-15,4	-10,2
52 veckor (låg/hög) - SEK			0,40 / 0,92

Källa: FactSet

MedicPen har utvecklat lösningen MedimiSmart som används för datorstyrd dispensering av medicin hemma hos patienter. MedimiSmart säkerställer att patienten får rätt medicin till rätt tid och löser problemet att patienter som behandlas med många läkemedel inte lyckas följa sin ordination. Därmed förbättras patientens säkerhet och livskvalitet samtidigt som vården får möjlighet till stora effektivitetsvinster.

Bolaget adresserar en marknad med låg penetrationsgrad och där ett flertal megatrender stödjer tillväxtutsikterna. De viktigaste trenderna är att antalet äldre växer snabbt samt att läkemedelskonsumtionen ökar. För att klara det ökande omsorgsbehovet tvingas välfärdstjänsterna att ta ny teknik till hjälp för att höja effektiviteten. MedicPen har via pilotprojekt dokumenterat att bolagets produkt möjliggör både effektivisering och kvalitetsförbättring för omsorgstagare.

Bolaget riktar sina marknadsinsatser först mot Norden och senare mot Europa. Längre fram väntar lansering i Nordamerika. Vårt ekonomiska scenario för bolaget innebär att det når sina finansiella mål om 100 miljoner SEK i omsättning med 60 procents bruttomarginal inom fem år. Vi förväntar oss en gradvis ökande omsättning som accelererar ordentligt från och med lanseringen i Europa. Under 2024 förväntar vi att bolaget går med vinst för första gången. Tack vare kapitalanskaffningen under januari i år och en sannolikt hög inlösenegrad av utestående optioner, ser vi inget behov för ytterligare företrädesemissioner.

Med hänsyn till tillväxtutsikterna och vår nuvarande bedömning av risker, anser vi att ett motiverat värderings spann för aktien i nuläget är 0,56 – 0,92 SEK per aktie. När bolaget väl passerar ytterligare tillväxthinder och bevisar sin motståndskraft mot riskerna, ser vi goda möjligheter till framtida upprevideringar av värderings spannet.

Tabell 1: Finansiell översikt

MSEK	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Intäkter	1,8	2,3	1,7	8,6	21,3
Tillväxt (%)	285,8%	27,8%	(28,3%)	414,3%	146,5%
Bruttomarginal (%)	(137,9%)	(523,5%)	23,2%	36,3%	47,5%
EBIT	(12,1)	(13,6)	(11,8)	(11,3)	(6,9)
EBIT-marginal (%)	neg	neg	neg	neg	neg
Kassa	19,1	5,8	16,9	19,3	8,1
Tillgångar	23,0	10,5	20,5	26,8	20,6
Eget kapital	21,7	8,1	19,8	25,9	19,0
Soliditet (%)	94,3%	77,7%	96,7%	96,3%	92,4%
P/E	neg	neg	neg	neg	neg
ROE	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT (x)	neg	neg	neg	neg	neg
EV/Sales (x)	100,0	240,3	69,6	13,5	5,5

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Innehållsförteckning

Vad gör MedicPen?	2
Vad är marknadspotentialen?	8
Hur är konkurrensituationen?	10
Vilka är MedicPens unika fördelar?	11
Vad kommer MedicPen att tjäna?	12
Hur ser kassasituationen ut?	14
Vad är bolaget värt?	15
Vad döljer sig bakom siffrorna?	16
Vad kan gå fel?	17
Viktiga händelser framöver	18
Appendix: Värderingsmetodik	19

Vad gör MedicPen?

MedicPens affärsidé är att tillhandahålla utrustning som säkerställer att patienter som vårdas på eller utanför institution får rätt medicin, i rätt dos och till rätt tid. Produkten ökar säkerheten och bekvämligheten för patienten och spar kostnader i flera led inom sjuk- och äldreården.

Systemet MedimiSmart är ett automatiserat tabletdispenseringssystem som installeras vid vårdtagarens boende. Systemet förprogrammeras att dispensera ordinerad medicin vid givna tillfällen och påminner patienten med ljud- och ljussignaler att ta medicinen. Många patienter kan därmed klara av sin medicinering på egen hand, även vid komplexa medicineringsscheman, vilket medför en rad fördelar:

Ökad säkerhet och livskvalitet

Patienten upplever ökad säkerhet och bekvämlighet, minskad oro över att hantera många mediciner, hälsomässiga vinster till följd av rätt medicinering samt minskad risk för akuta händelser till följd av felmedicinering. I vissa fall kan en patient med hjälp av systemet bo kvar hemma istället för att vårdas på institution då de behöver mycket hjälp med medicinerna. Slutligen kan patienter uppleva förbättrad självkänsla genom att klara sig själva och slipper störas av frekventa hembesök av vårdpersonal vid medicineringstillfällena.

Höjer effektiviteten inom vården

Vården drar fördel av systemet genom besparingar på flera håll. För det första minskar tidsåtgången vad gäller medicinhantering av vårdtagare. En del av den sparade tiden kan istället läggas på faktisk vård av patienter. För det andra minskar svinnet av läkemedel då systemet kan uppdateras på distans för att anpassa dosering till en given patient. För det tredje minimeras risken att patienter måste inläggas under kostnadskrävande intensivvård till följd av felmedicinering.

På tröskeln till kommersiell utrustning

MedimiSmart har utvecklats under fyra år och är precis i uppstartsfasen av den kommersiella utrustningen. Avtal har ingåtts med distributionspartners i Sverige, Danmark och Norge. Verksamhetens mål är att etablera en marknadsposition i hela Norden samt att börja bearbeta marknader i övriga Europa inom 2-3 år. På 3-5 års sikt är målet att introducera MedimiSmart på den nordamerikanska marknaden.

MedicPen har en liten och fokuserad organisation med bas i Skåne. Många funktioner, härunder all tillverkning, utförs av underleverantörer. Därmed ser vi goda möjligheter att marknadsutrustning kan ske till begränsade kostnader, vilket talar för höga rörelsemarginaler på några års sikt.

Flera megatrender i ryggen

Efterfrågesidan ser samtidigt intressant ut givet den låga penetrationsgraden för liknande system idag. Tillväxtpotentialerna stöds dessutom av flera starka megatrender. Till dessa hör framför allt en åldrande befolkning i målmarknaderna, ökningen av antal omsorgstagar per yrkesaktiv i samhället och den ständiga pressen att effektivisera vården, vilket är en av drivkrafterna bakom den ökande tendensen att anordna vård på distans (telemedicin).

Mål: 100 MSEK i omsättning och 60% bruttomarginal inom fem år

Bolaget har satt som finansiell målsättning att nå en årlig nettoomsättning om 100 miljoner SEK inom fem år. För att nå detta anser bolaget att det behöver teckna 12-14 nya kundavtal varje år fram till dess. Målsättningen innefattar även att nå en bruttomarginal överstigande 60 procent inom fem år.

Produkt

Idén till produkten började med tanken att det borde finnas en apparat som håller reda på ens mediciner och dispenserar dem i rätt dos till rätt tid. Från bolagets grundande 1999 har idén utvecklats genom flera produktgenerationer. En nyckelinsikt som uppstod under utvecklingsfasen var att varje läkemedel borde hanteras separat, samt att varje tablett skulle ligga i enskilda fack så att maskinen kunde dosera exakt antal tabletter. Detta är idag en av produktens unika konkurrensfördelar jämfört med existerande analoga lösningar och lösningar baserade på dospåsar.

MedimiSmart har tagit 4 år och 60 MSEK att utveckla

År 2016 gjordes en nystart i bolaget och då startade utvecklingen av MedimiSmart, den produkt som bolaget erbjuder idag. Utvecklingen av produkten har tagit fyra år och ungefär 60 miljoner SEK i utvecklingskostnader.

Hanterar upp till 16 olika läkemedel

MedimiSmart är en datoriserad dispenser som installeras där vårdtagaren bor, antingen i ett privat hem, ett assisterat boende eller en institution. Maskinen kommer i tre olika storleksutföranden med plats för 8, 12 eller 16 läkemedelskassetter. En kassett får bara innehålla tabletter av samma typ, vilket ger möjlighet till upp till 16 olika läkemedel i en maskin. Varje kassett har i sin tur 28 separata fack som fylls med en tablett i varje. Utöver läkemedel som finns i maskinen, kan MedimiSmart även administrera påminnelser för upp till sex övriga läkemedel som förvaras separat, till exempel salvor, sprutor, flytande läkemedel eller liknande.

Figur 1: MedimiSmart*Bild: MedicPen***Säkerhet i första rummet**

Maskinen och rutinerna runt om garanterar hög säkerhet med hänsyn till korrekt medicinering. Doskassetterna fylls av legitimerad personal, typiskt sett vid ett apotek. Sedan märks varje kassett med en etikett som identifierar läkemedel och patient. Kassetterna paketeras sedan i patientspecifika väskor inför transport. När kassetterna ska installeras i maskinen ute hos patienten, läser maskinen av etiketten och larmar ifall man försöker installera en kassett med felaktig läkemedels- eller patientidentitet. Med hjälp av ett kodlås säkerställs att maskinen bara kan öppnas av behörig personal.

Larmar ifall medicinen inte tas

MedimiSmart håller reda på ordinerade doser och tidsscheman för den enskilde patienten. När det är dags för patienten att ta sin medicin, påkallar den uppmärksamhet med hjälp av tal, ljus- och ljudsignaler. Vårdtagaren trycker sedan på en knapp och tabletterna faller ner i en doseringskopp. Om patienten inte reagerar på första signalen så upprepar maskinen påminnelsen ett antal gånger. Ifall patienten fortfarande inte tar sin medicin, skickas en larmrapport till en vaktcentral som kontaktar patienten och sjukvårdspersonal.

Förutom ordinerad medicin som ska tas vid bestämda tider, ger MedimiSmart möjlighet att administrera behovsläkemedel i enlighet med rekommenderad dosering. Exempel på behovsläkemedel kan vara smärtlindrande läkemedel såsom opiater. Vid behov kan patienten trycka fram sådan medicin från maskinen och systemet håller sedan reda på total förbrukning och att bestämmelser som minimitid till nästa dos och maximaldos per dygn efterlevs. Detta ger patienten trygghet att medicin finns på begäran samtidigt som risken för överdosering minimeras.

Ständigt uppkopplad för realtidsbevakning

MedimiSmart-systemet är uppkopplat mot det molnbaserade styrsystemet FlexTech. Maskinen kommunicerar med nätet antingen via en anslutning till det fasta telefonnätet eller mobilt via ett inbyggt SIM-kort. Alla händelser i maskinen registreras i realtid i FlexTech-systemet, vilket gör det möjligt för vårdgivaren att övervaka driftstatus på maskinen och att patienten följer sitt medicineringschema. Vid avvikelser skickar maskinen meddelanden till valda mottagare via epost eller SMS. Systemet hanterar vårdtagarens recept och andra patientuppgifter, samt alla rättigheter för användare och vårdpersonal.

Figur 2: Hur MedimiSmart fungerar



Källa: MedicPen

Dosändringar verkställs med en knapptryckning

FlexTech har ett webbaserat gränssnitt och har utvecklats för att kunna integreras med andra vårdssystem, vilket gör det möjligt att mata systemet automatiskt med information om mediciner, doser och tider. Om den ansvariga läkaren bestämmer att en dosändring är befogad, kan det läggas in i systemet på distans. Efter en nattlig uppdatering kommer maskinen att dosera medicin enligt den nya ordinationen från och med nästa dag. Detta innebär en klar fördel gentemot konkurrerande system som tillämpar dospåsar, där varje dosändring kräver utkörning av nyproducerade dospåsar samtidigt som de gamla måste kasseras.

Nära samarbete med CareConsult A/S

Programvaran FlexTech ägs inte av MedicPen, utan har utvecklats och ägs av det danska bolaget CareConsult A/S med vilka MedicPen har ingått ett långsiktigt samarbetsavtal. Systemet är specialbyggt för MedimiSmart och MedicPen har ensamrätt att använda systemet. Därmed finns ett ömsesidigt beroende mellan de två bolagen. Bolagen har även bildat ett gemensamt konsortium under namnet MedicCare. I vissa kundavtal har bolagen ingått

leveransavtal genom det gemensamma konsortiet, medan de i andra fall ingår trepartsavtal med kunderna. I de senare utgår ersättning från kunden till de båda bolagen separat, även om det i vissa fall är så att det ena bolaget fakturerar kunden på vägnar av båda.

Utvecklingsprojekt

Det gemensamma konsortiet MedicaCare deltog under åren 2017-2019 i ett utvecklingsprojekt initierat av nio kommuner på Nordjylland i Danmark. MedicaCare blev inbjudna att delta i en upphandling för det så kallade TIM-projektet ("Totaløsning til Intelligent Medicinhåndtering") och vann detta i konkurrens med två andra leverantörer. Under projektet blev drygt femtio MedimiSmart installerade hos patienter varefter projektet utsattes för noggrann utvärdering.

TIM-projektet dokumenterade ett flertal effektivitetsvinster

En utvärdering utfördes av Life Science Innovation North Denmark (LSI), en medlemsförening där en rad centrala aktörer inom vården i Nordjylland är representerade. LSI-rapporten fokuserade i första hand på den ekonomiska vinsten för kommunerna vid implementering av MedimiSmart. Rapporten konkluderade att MedimiSmart kan ge betydande effektivitetsvinster, framför allt i form av färre hembesök, mindre administration och färre transporter i samband med dos- och receptförändringar. Det senare inträffade i genomsnitt 1,6 gånger per fyra veckorsperiod för varje patient, enligt rapporten.

99,9% korrekta dispenseringsgrader

LSI-rapporten konkluderade också att projektet innebar en rad potentiella kvalitetsförbättringar. Medicindispenseringen blev säkrare, med 99,9 procent korrekta doseringar, vilket vida översteg befintliga lösningar. Patienterna upplevde förbättrad livskvalité genom högre grad av oberoende och känslan att klara sig själva. Dessutom påpekade rapporten att vårdpersonalen kunde uppleva arbetssituationen som mer meningsfull när de kunde lägga tiden på vård av patient istället för att räkna tabletter. Återkopplingen från den deltagande personalen var att man borde överväga att erbjuda MedimiSmart till flera patientgrupper, till exempel psykiatriska patienter eller personer med funktionsnedsättelser, förutom till de äldre.

MedimiSmart gav trygghetskänsla för patienter

MedicPen gjorde dessutom en egen utvärdering med fokus på patientnyttan. Undersökningen tyder på att patienterna hade en bra upplevelse med produkten. Till exempel rapporterade 95 procent av patienterna att MedimiSmart var enkel att använda och lika många ansåg att den hjälpte dem att ta sin medicin i tid. 90 procent meddelade att de kände sig trygga med att använda maskinen. MedicPen har också gjort egna mätningar av användarnas receptföljsamhet, dvs. i vilken grad medicinen tas i enlighet med läkarens ordination. Baserat på nästan 300 000 tablettedispenseringar uppger bolaget att följsamheten ligger över 99 procent. Det ska jämföras med data från WHO som rapporterar en följsamhet lägre än 50 procent för kronisk sjuka i västvärlden.

Strategi och affärsmodell

MedicPen har valt att arbeta med en fåtalig, koncentrerad personalstyrka medan många funktioner är utlagda på underleverantörer. Försäljningsmodellen är likaså baserad på partnerskap med distributörer. Distributörsavtal har signerats med aktörer i samtliga skandinaviska länder:

ATEA i Danmark. Tillsammans med CareConsult har MedicPen ingått ett icke-exklusivt avtal med ATEA Danmark om marknadsföring, försäljning och leverans av MedimiSmart på den danska marknaden. ATEA Danmark är en del av den norska IT-koncernen ATEA (OSL: ATEA) och den danska verksamheten är en av landets största leverantörer av IT-lösningar. Bolaget har en etablerad försäljnings- och leveransorganisation med frekventa leveranser till danska kommuner. Bland annat levererar ATEA trygghetslösningar till danska kommuner och regioner.

Hepro i Norge. Tillsammans med CareConsult har MedicPen ingått ett icke-exklusivt distributionsavtal med Hepro A/S omfattande marknadsföring och leverans av MedimiSmart på den norska marknaden. Hepro ägs sedan 2017 av AddLife AB (STO: ALIF). Hepro är inriktat mot att leverera välfärdsteknologi som ska hjälpa användare med hälsoproblem att bo kvar

hemma så länge det går. Bolaget har utvecklat övervakningssystemet Hepro Respons som knyter ihop många välfärdstjänster mellan användare och administratörer i en online-lösning. Systemet används redan av cirka 100 norska kommuner. Hepro kommer driva marknadsföring av MedimiSmart i Norge med syftet att integrera det som en tjänst i Hepro Respons.

Telenta i Sverige. MedicPen har ingått ett avtal med Telenta AB om försäljning av MedimiSmart och medicinhanteringssystemet på den svenska marknaden. Telenta ingår i Bergendahls EI-koncernen och arbetar med larm- och säkerhetslösningar inom bland annat vård och omsorg. Telenta har redan ett antal existerande ramavtal och en säljstyrka som täcker hela Sverige.

Två alternativa betalmodeller

Bolaget erbjuder två olika betalmodeller gentemot kunder. Det första innebär att kunden använder utrustningen mot en löpande, fast månadskostnad per användare. Månadsavgiften inkluderar betalning för hårdvara, support och underhåll. MedicPen har avtal med ett finansieringsbolag om att arrangera denna lösning. Det andra alternativet innebär att kunden helt eller delvis köper loss hårdvaran mot en initial investeringskostnad och samtidigt tecknar support och underhållsavtal mot en löpande månadsavgift till MedicPen.

Avtal med kontraktstillverkare sedan 2019

MedicPen har inte för avsikt att driva tillverkning av maskinerna inom det egna bolaget, varken på kort eller lång sikt. Efter att ha erhållit CE-märkning för MedimiSmart 2017 har bolaget låtit maskinerna byggas av legotillverkare. Bolaget har sedan 2019 avtal med Inission Malmö AB om kontraktstillverkning av maskinen och lagerhållning av komponenter. Komponenterna köps in från en lång rad internationella leverantörer. Praktiskt taget alla komponenter är standardvara och leverantörerna är således utbytbara ifall det behövs.

MedimiSmart uppskattas ha en teknisk livslängd om cirka fem år. Efter fem år kan maskinen returneras och genomgå full service, varefter den kan användas i uppskattningsvis 2-3 år till.

Totalt täcks 32 kommuner av ingångna avtal

Aktuell status och prioriteringar

MedicPen har för tillfället avtal med de två danska regionerna Nordjylland och Mittjylland med 11 respektive 19 kommuner. Dessutom har bolaget ingått särskilda avtal med Ringstedts kommun på Själland och med Finspång kommun i Sverige. Förutom dessa kundavtal och de ovannämnde distributörsavtalen har bolaget även avtal om packning med Apoteket Svanen i Fredrikshamn och med Kronans Droghandel Apotek i Sverige.

Tabell 2: MedicPens avtal

Region Nordjylland	Region Mittjylland*	Själland	Sverige
Brønderslev	Favrskov	Ringsted	Finspång
Frederikshavn	Hedensted		
Hjørring	Herning		
Jammerbugt	Holstebro		
Læsø	Horsens		
Mariagerfjord	Ikast-Brande		
Morsø	Lemvig		
Rebild	Norddjurs		
Thisted	Odder		
Vesthimmerland	Randers		
Aalborg	Ringkøbing-Skjern		
	Samsø		
	Silkeborg		
	Skanderborg		
	Skive		
	Struer		
	Syddjurs		
	Viborg		
	Århus		

* Under uppstart

Källa: MedicPen

Bolagets strategiska fokus för stunden är att arbeta med aktiv marknadsbearbetning av de skandinaviska marknaderna i samarbete med distributörerna. I Danmark har bolaget sedan ett tag etablerat samarbetspartners och man kommer utnyttja detta nätverk för att nå ut till nya kunder inom sjuk- och äldreomsorg. En nyckelfaktor för att öka kännedomen om produkten är att utnyttja digitala marknadskanaler.

Utmaning: Att bli valbar i upphandlingar

En särskild utmaning som bolaget kommer fokusera på är att bearbeta lokala myndigheter under förberedelse till upphandlingar för att säkerställa att bolagets lösning blir ett valbart alternativ. Ibland har offentliga upphandlingsärenden specificerats som upphandling av maskin för dispensering av dospåsar, eftersom ansvariga myndigheter saknat kännedom om MedicPens lösning. Bolaget har därmed inte kunnat delta i konkurrensen även om man har en konkurrenskraftig lösning på det behov som egentligen avses.

På kort sikt utgör COVID-19 pandemin ett hinder som försvårar försäljningsinsatserna och minskar åtkomsten till rätt beslutsfattare inom vården och relevanta myndigheter. Så länge pandemin pågår kan den förtränga andra beslutsprocesser som berör mindre akuta vårdprioriteringar. Samtidigt gör fokuset på att minska smittorisken inom sjuk- och äldreomsorgen att lösningar som gör det möjligt att leverera tjänster på distans ökar i attraktionskraft. MedicPen kan genom att erbjuda lösningar som reducerar antalet hembesök och ökar patientens självständighet bidra till att minska smittan.

Bolaget och nyckelpersonerna

MedicPen sysselsätter sex heltidsanställda och utgår från ett kontor i Skåne. Bolaget är just för tillfället i gång med att flytta in i nya lokaler på Ideon i Lund. De sex tjänsterna omfattar VD, Chief Technology Officer, Chief Operating Officer, Chief Marketing Officer, Quality Manager samt produktexpert/sjuksköterska. Nedan följer en presentation av vissa av dem.

VD Jan Andersson kom till MedicPen i mars 2020 efter att ha haft ett flertal ledande roller inom den medicintekniska branschen. Han kom senast från rollen som EVP Segment and Product Marketing på Arjo. Innan detta har han arbetat bland annat som Marketing Director på Baxter, som VP Global Marketing på Diab och som Marketing Director på Gambro. Andersson är utbildad civilekonom.

CTO Theodor Sandström har varit på MedicPen sedan 2017. Bakom sig har han mer än två decenniers erfarenhet från utveckling, projektledning och management inom läkemedel och medicinteknik. Han har bland annat haft ledande befattningar inom Baxter och Gambro. Vad gäller utbildning har han en civilingenjörsexamen från Lunds Tekniska Högskola och en Executive MBA från EFL.

COO Håkan Harvigsson kom till bolaget 2016 och har dessförinnan tjänstgjort i en rad olika positioner inom teknikbranschen. Bland annat har han arbetat mer än femton år inom teknikkoncernen MultiQ International, där han senast tjänstgjorde som Director of Operations. Harvigsson är utbildad elektronikingenjör.

CMO Johnny Andersen har haft nuvarande roll sedan 2017. Innan dess var han ansvarig för affärsutveckling och projektledning från det att han anslöt till MedicPen 2015. Andersen är upphovsman till produkten MedimiSmart. Han har mer än 25 års erfarenhet av IT, ekonomistyrning och företagsledning, varav perioden från 2010 har fokuserats på välfärdsteknologi. Han har bland annat varit IT-chef hos advokatfirman Bruun & Hjele, hos Dansk Erhverv och hos Nordea Datacenter/SDC.

Ägare och finansiering

Ägarbildet i MedicPen är mycket spridd, där den största enskilde ägaren enligt ägarlistan 30 september 2020 hade 2,4 procents ägande. Den formellt största ägaren med 10,8 procent av aktierna är Avanza Pension, vilken kan antas representera ett stort antal underliggande kundkonton.

Inga dominerande huvudägare

Bolaget har genomfört en serie kapitalanskaffningar de senaste åren. Bolaget genomförde företrädesemissioner under alla tre åren 2017 till 2019 om cirka 68 miljoner SEK totalt.

Kapitalanskaffning om 25,9 MSEK i januari 2021

Dessutom genomfördes ytterligare en företrädesemission av units under januari 2021, där bolaget tillfördes 25,9 miljoner SEK före emissionskostnader. Emissionen uppnådde en teckningsgrad om 370 procent av erbjudandet, där 90 procent tecknades med stöd av teckningsrätter. Det höga användandet av rätter kan betyda att ägarbilderna inte förändrades nämnvärt av emissionen.

Unitemissionen i januari inkluderade förutom nya aktier även teckningsemmissioner, som vid fullt utnyttjande kommer tillföra bolaget upptill 20,7 miljoner SEK i nytt eget kapital vid optionsförfället juni 2022.

Tabell 3: Historik

1999:	Bolaget grundas
2000:	Första prototyp av medicindispenser
2005:	Patent för dispenser för separat medicinhantering
2011:	MedimiPro utvecklas och patenteras
2016:	Utveckling av MedimiSmart påbörjas Samarbete med CareConsult A/S etableras
2017:	MedimiSmart erhåller CE-märkning TIM-projektet inleds
2018:	De första MedimiSmart utplaceras hos patienter inom TIM-projektet
2019:	TIM-projektet avslutas Industrialisering av MedimiSmart inleds genom att avtal om kontraktstillverkning tecknas
2020:	Bolaget tecknar distributörsavtal med Hepro i Norge och ATEA i Danmark Samtliga kommuner i TIM-projektet tecknar ramavtal med MedicPen Region Mittjylland och Ringsted kommun tecknar kommersiellt avtal med bolaget Samarbetsavtal ingås med Kronans Droghandel Apotek AB Patent för MedimiSmart i USA
2021:	Företrädesemission tillför bolaget 25,9 miljoner SEK före emissionskostnader De danska kommunerna Brønderslev och Ringsted påbörjar implementering av MedimiSmart Bolaget vinner upphandling i Finspång kommun

En snabbt växande marknad

Vad är marknadspotentialen?

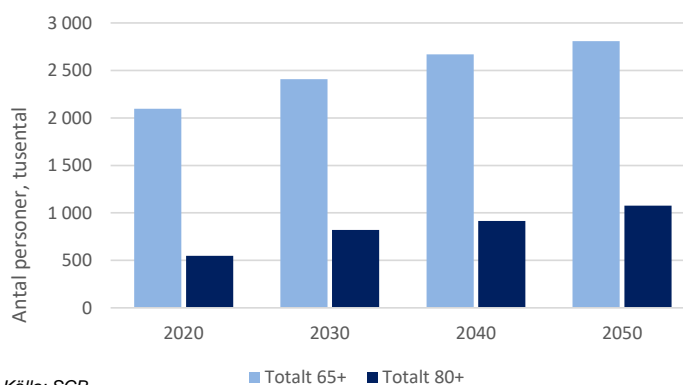
MedicPen adresserar en marknad i snabb tillväxt. Antalet äldre ökar snabbare än folktalet i stort, och andelen omsorgsbehövande i relation till yrkesaktiva förväntas att öka markant i åren som kommer. Den äldre befolkningen är också stora konsumenter av läkemedel. En svensk studie har visat att femton procent av personer från 80 år och uppåt behandlas med tio eller fler läkemedel samtidigt, vilket kan vara utmanande att administrera på egen hand. För att säkerställa att medicinerna tas vid rätt tid och i rätt dos, kan många behöva hjälp av anhöriga eller av vårdpersonal. Detta ökar pressen på vården, vars resurser redan är hårt ansatta, och medför behov av hjälpmedel som kan effektivisera vård- och omsorgstjänster.

Gruppen äldre 80+ spås öka 50% fram till 2030

Enligt Statistiska Centralbyråns befolkningsframskrivningar kommer antal personer 65 år och äldre öka drastiskt under kommande decennier. Gruppen kommer enligt prognosen växa från 2,1 miljoner 2020 till 2,4 miljoner 2030 och vidare till 2,8 miljoner år 2050. Detta representerar en ökning om 15 respektive 34 procent jämfört med nuläget. Den äldsta gruppen och sannolikt den med störst vårdbehov, personer från 80 år och uppåt, förväntas öka från runt 550 tusen i dagsläget till 820 tusen 2030 och till 1 080 tusen år 2050. Detta innebär en ökning med 50 respektive 96 procent jämfört med 2020-talen.

Data från Eurostat antyder en liknande utveckling för befolkningen inom EU. Antalet personer från 65 år och uppåt förväntas enligt Eurostat öka med 43 procent mellan 2019 och 2050 medan gruppen 85 år och äldre spås mer än fördubblas till hela 27 miljoner människor år 2050.

Figur 3: Den äldre befolkningen ökar (Sverige)



Källa: SCB

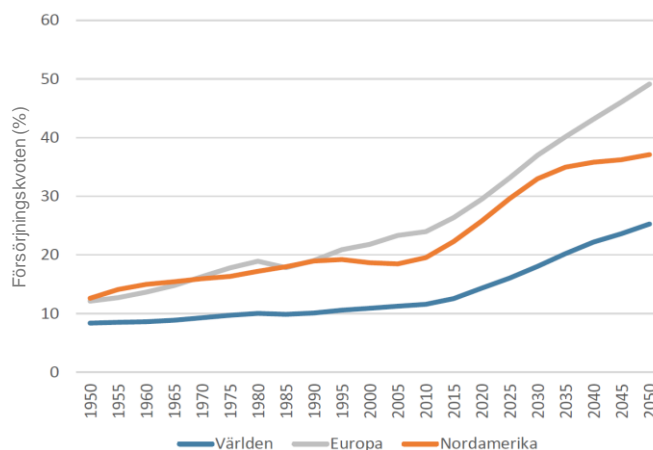
Felmedicinering orsak till var fjärde sjukhusinläggning bland äldre

Med en växande äldre befolkning är det rimligt att förvänta sig en ökande läkemedelskonsumtion. Därmed ökar också risken för felmedicinering och låg följsamhet till läkemedelsföreskrivningar, vilka redan är stora problem. I Sverige visar statistik att felmedicinering är ansvarig för mellan 8 och 10 procent av alla sjukhusintagningar. I gruppen patienter över 65 år är denna andel hela 25 procent. I vissa fall hamnar patienten till följd av detta på intensivvård, vilket innebär både mänskligt lidande och höga samhällsliga kostnader.

Försörjningskvoten ökar från 30% till 50% de nästa 30 åren

Vården måste både förbättras och effektiviseras för att klara utmaningarna. Till bilden hör också att antalet yrkesaktiva i befolkningen, den del av befolkningen som ska finansiera det offentliga tjänsteutbudet, inte växer tillnärmelsevis lika fort som den äldre befolkningen. Försörjningskvoten för äldre (eng.: "old age dependency ratio") beräknas som antalet personer i åldern 65 år eller äldre dividerat med antalet personer i arbetsför ålder, definierat som mellan 15 och 64 år. Försörjningskvoten för Europa förväntas öka från runt 30 procent i dagsläget till nästan 50 procent år 2050, alltså en nästan 60-procentig ökning av försörjningsbördan per person i arbetsför ålder.

Figur 4: Försörjningskvoten



Källa: Förenta Nationerna

Vård på distans ett sätt att höja effektiviteten

Denna utveckling kan medföra ohållbara påfrestningar för vårdfinansieringen om man inte hittar sätt att sänka kostnaden per omsorgstagare. Ett sätt att hantera det ökande antalet personer som ska försörjas är att utnyttja teknik till att höja effektiviteten i välfärdstjänsterna. Detta har bland annat lett till en ökad tendens att leverera vårdtjänster på distans. Marknaden för så kallad telemedicin uppskattas redan uppgå till 45,5 miljarder USD (2019) enligt Global Market Insights. Analysfirman ser för sig en brant tillväxt i åren som kommer och förutspår en marknadstillväxt till hela 175,5 miljarder USD år 2026.

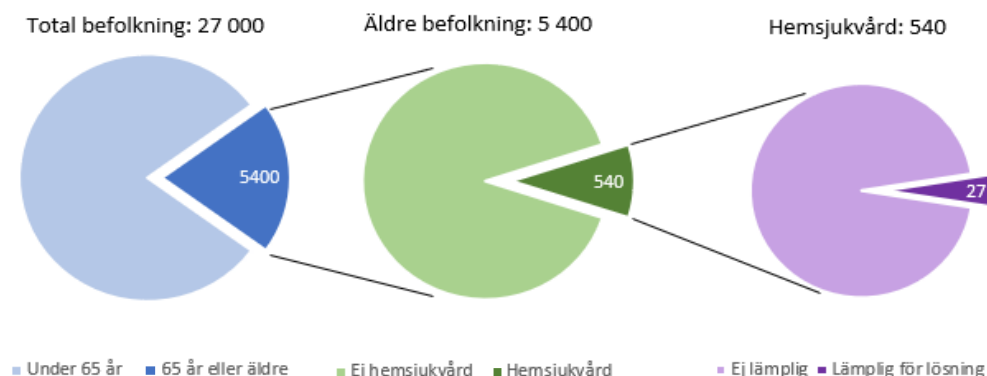
MedicPen kan förväntas dra nytta både av en växande marknad och en ökad efterfrågan på effektivitetshöjande teknik. Bolaget är redan i gång med marknadsetableringen i Norden

och kommer i nästa steg, inom 2-3 år, påbörja en etablering i övriga Europa. Senast om fem år är planen att etablera försäljning i Nordamerika.

Adresserbar marknad minst 0,1% av befolkningen

Bolaget uppskattar att den adresserbara marknaden i Norden såväl som i övriga Europa uppgår till minst 0,1 procent av befolkningen, där marknaden räknas som antal potentiella användare av MedimiSmart. Uppskattningen bygger på förutsättningen att antalet äldre (65+) utgör cirka 20 procent av befolkningen, varav cirka 10 procent mottar hemsjukvård. Av dessa igen uppskattas cirka 5 procent vara lämpade att ha en doseringsrobot i hemmet. Med Nordens samlade befolkning om 27 miljoner innebär det en adresserbar målmarknad i Norden om cirka 27 tusen patienter, se figur 5 nedan.

Figur 5: MedicPens adresserbara marknad, Norden (tusental)



Källa: MedicPen

Europa och Nordamerika adderar över 700 000 potentiella användare

I Europa är det sannolikt att bolaget kommer att koncentrera satsningen mot de största och mest tillgängliga marknaderna. Vi har förutsatt att de viktigaste länderna kommer utgöras av Storbritannien, Tyskland, Frankrike, Spanien, Italien, Nederländerna och Belgien. Tillsammans har dessa länder en befolkning om cirka 350 miljoner människor. Den adresserbara marknaden i Europa kan därmed uppskattas till runt 350 tusen människor. Inkluderar man en framtida satsning på Nordamerika (USA och Kanada) kan man med samma förutsättningar addera ytterligare cirka 360 tusen patienter till den adresserbara marknaden.

Hur är konkurrenssituationen?

Idag finns det endast ett fåtal metoder för att säkerställa följsamheten hos en patient gällande deras medicineringsbehov. De vanligaste är patientutbildning eller assisterad personlig medicinadministration.

Patientutbildning innebär att patienten utbildas i att själv administrera sitt medicinbehov och kompletteras ofta med enkla påminnelser i form av telefonlarm eller andra hjälpmedel för att förbättra följsamheten. Utmaningen är att majoriteten av patienterna är äldre, vilket medför begränsningar för vilka krav som kan ställas på patienterna och deras kapacitet att självadministrera läkemedel. Trots patientutbildning och hjälpmedel som påminnelser elimineras inte risken för feldoseringar och varje dag läggs ett stort antal personer i Sverige in på sjukhus till följd av feldoseringar.

Assisterad personlig medicingivning innebär att patienten får hjälp med doseringen av vårdpersonal i det egna hemmet. Alternativet minskar risken för feldosering men är resurskrävande då det krävs frekventa hembesök för att garantera att patienten får rätt medicin vid rätt tillfälle på dygnet.

MedicPens lösning, MedimiSmart, tillhör en grupp av tjänster där assisterad medicingivning ges med hjälp av en läkemedelsrobot. Förutom MedimiSmart bygger flertalet tjänster inom kategorin på ett dospås-system. Sådana system innebär att alla tabletter som ska tas vid

ett visst tillfälle förpackas i en påse, vilken kan innehålla flera olika läkemedel. Påsarna installeras i en maskin ute hos patient och dispensereras enligt ett förutbestämt schema då patienten får tillgång till dem.

Vi har identifierat en liten handfull konkurrenter till MedicPen som levererar läkemedelsrobotar med dospås-system. Dessa beskrivs kortfattat nedan.

Evondos (privat) grundades 2007 och ägs av det norska riskkapitalbolaget Verdane. Bolagets tjänst omfattar en uppkopplad dospås-lösning och tillämpar mekanisk dispensering av dospåsar som fylls på av apotekspersonal. Ett textfält på dospåsarna läses av och säkerställer att doseringen matas ut vid rätt tidpunkt. Sedan bolaget grundades har mer än 8 miljoner medicinpåsar distribuerats genom bolagets tjänst. Bolaget har varit kommersiellt aktivt i cirka 4 år och omsatte under 2020 11 miljoner EUR. Evondos tjänst finns tillgänglig i mer än 200 kommuner i flera nordiska länder.

Dosell ägs av iZafe (STO: IZAFE) och är en enklare uppkopplad dospås-lösning. Bolagets lösning är fortfarande i ett tidigt skede och antalet installationer i Norden är lågt. Under våren 2021 planerar bolaget att lansera en konsumentversion av Dosell. Konsumentversionen erbjuder möjligheten för privatpersoner att abonnera på en läkemedelsrobot, utan att vara beroende av att vården eller hemtjänsten tillhandahåller utrustningen. Systemet påminner, varnar och larmar vårdpersonal eller anhöriga om medicin inte tas enligt förskrivning. Bolaget anställer 8 heltidsanställda och har sitt säte i Stockholm.

Medido (privat) ägs av Posifon som är ett svenskt bolag med olika trygghetslösningar för äldre. Bolaget är aktiva inom GPS-larm/mobila trygghetslarm och medicinpåminnare. Bolagets kunder är framför allt kommuner, privata vårdgivare, hjälpmedelscentraler och ett mindre antal privatpersoner. Medido är en enklare dospås-variant och är relativt liten och behändig, och kan därför smidigt transporteras. Med Medido kan behörig person mata ut dospåsar på distans om behovet uppstår och läkemedelsroboten registrerar eventuella medicinavvikelse och meddelar vald mottagare om detta.

Vilka är MedicPens unika fördelar?

Styrkan och hållbarheten i MedicPens affärsmodell ska ses i relation till konkurrensen, där huvudalternativet för de flesta omsorgstjänster är att fortsätta med de icke-teknologiska lösningarna patientutbildning och assisterad medicingivning. Penetrationsgraden av automatiserade lösningar är fortfarande så låg att det är mot de manuella rutinerna MedicPen i första hand konkurrerar.

Fördelar gentemot manuella rutiner

Fördelarna jämfört med manuella rutiner är tydliga och väl dokumenterade. De kan sammanfattas som:

- **Säkerhet.** Patienten får med mycket större säkerhet rätt medicin till rätt tid, vilket ger bättre hälsa, färre akuta tillbud och minskad risk att utveckla nya hälsoproblem på grund av felaktig eller bristfällig användning av läkemedel.
- **Bekvämlighet.** Patienten, anhöriga och omsorgspersonal slipper oroa sig om patienten får rätt medicin till rätt tid.
- **Livskvalitet.** Patienten får bättre självkänsla av att klara sig själv och slipper störas av frekventa hembesök enbart för medicinens skull.
- **Vårdkvalitet.** Omsorgspersonal kan lägga mer tid på patienten när de frigörs från ansvaret att dispensera mediciner. Det gynnar patienten och kan kännas mer meningsfullt för personalen.
- **Kostnad.** Ett automatiserat system kan ge effektivitetsvinster då onödiga hembesök minskar och då patienter i mindre grad måste vårdas akut på grund av felmedicinering.

Fördelar gentemot andra datoriserade system

Gentemot andra automatiska system anser vi att MedicPen har några mycket tydliga konkurrensfördelar. Vi har inte identifierat andra system som dispenserar tabletter en och en liksom MedimiSmart, utan konkurrensen står mot leverantörer av dospås-system. MedimiSmarts konkurrensfördelar kan sammanfattas som:

- **Effektivitet.** En receptändring kan effektueras i princip omedelbart efter läkares ordinationsändring, förutsatt att rätt läkemedel finns i maskinen. Vid dosändringar behövs ingen ny utkörning av läkemedel, MedimiSmart dispenserar rätt direkt från det att den fått den nya ordinationen via realtids-systemet.
- **Ekonomi.** Färre transporter i samband med utkörning av läkemedel kan översättas till lägre kostnader.
- **Lägre svinn.** För dospås-systemen gäller att man vid dosändringar måste byta ut de färdigpaketerade påsarna i patientens maskin med nya. De gamla påsarna måste tas tillbaka och innehållet kasseras. För MedimiSmart finns inga dospåsar att ersätta.

Patenterad fram till 2038

Hållbarheten av MedicPens affärsmodell stöds av erhållna och ansökta patent. Det äldsta patentet, som avser dispensering av enskilda tabletter, lämnades in 2007 och löper till 2027. Bolaget har dessutom ansökt om patent för flera olika funktioner i MedimiSmart och erhöll 2018 godkännande från Svenska Patent och Registreringsverket. Patentansökan har lämnats under det internationella PCT-reglerna vilket innebär att immaterialrättsligt skydd gäller i 150 länder. MedicPen är därmed säkrad patentskydd till 2038.

Vad kommer MedicPen att tjäna?**De finansiella målen nås enligt vårt scenario**

För att uppskatta ett motiverat börsvärde för MedicPen har vi arbetat fram ett finansiellt scenario för perioden fram till och med år 2030. Bolaget står precis på tröskeln till kommersiellt genombrott och vi ser för oss en markant expansion under de närmsta åren. Bolaget har uttryckt en finansiell målsättning om att nå en årlig nettoomsättning om 100 miljoner SEK med en bruttomarginal om minst 60 procent inom en femårsperiod. Vår uppfattning är att bägge mål är uppnåeliga och vårt scenario innebär att båda mål uppnås för helåret 2026.

Eftersom etableringen i Norden redan är i gång, är det här vi ser för oss att intäkterna genereras under de första åren. Vi har utgått från en marknadsstorlek om 27 miljoner människor i nuläget, varav 0,1 procent av befolkningen utgör den adresserbara användarpotentialen. Befolkningsprognoser och demografiska trender tyder på att den adresserbara marknaden kommer att växa framöver och därför har vi förutsatt en årlig tillväxt om 1,4 procent för MedicPens marknad fram till 2030. Detta matchar SCB:s prognos för tillväxten i antal äldre över 65 år under samma period.

Försäljningen når 10% av Norden-marknaden 2025...

I Norden har vi förutsatt att MedicPens försäljning växer gradvis från en modest start i 2021 till att nå en marknadspenetration om 10 procent av den adresserbara marknaden under 2025, varefter försäljningen endast växer med marknadstillväxten.

... medan Europa-marknaden mognas först 2029

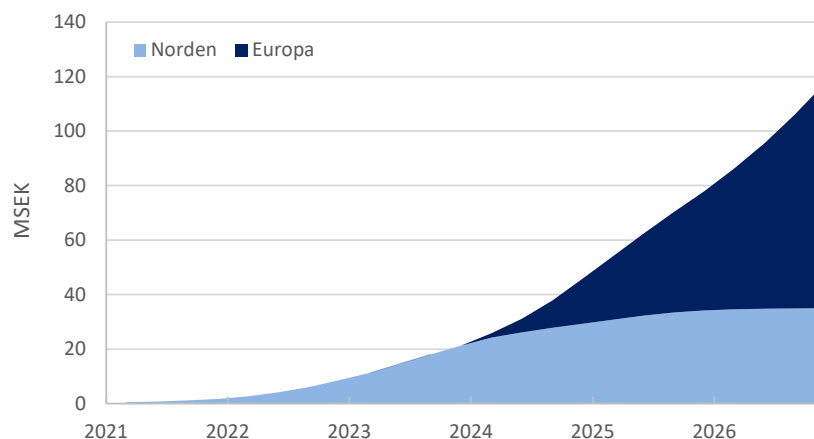
Från och med 2024 har vi antagit att bolaget börjar nå en märkbar försäljning till den europeiska marknaden. Vi har endast räknat med de fem största ekonomierna – Storbritannien, Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien – samt Nederländerna och Belgien. Från detta befolkningsunderlag har vi precis som i Norden räknat med en adresserbar marknad motsvarande 0,1 procent av befolkningen med en årlig tillväxttakt om 1,4 procent. I Europa förutsätter vi en långsammare etablering och en lägre slutlig penetrationsgrad, vilken når sin högsta nivå om 5 procent år 2029 enligt scenariot. Den nordamerikanska marknaden har vi hittills inte räknat in i modellen då etableringen där ligger för långt in i framtiden enligt vår syn.

Prisförutsättning: 1000 SEK per patient och månad

Även om bolaget kommer ha två olika betalmodeller, varav den ena innebär en större initial betalning vid förvärv av MedimiSmart-systemen, har vi för enkelhets skull förutsatt att alla intäkter kommer i form av månadsbetalningar. Intäkterna blir följaktligen proportionerliga

med antal användare, och vi har förutsatt att nettointäkten till MedicPen blir 1000 SEK per patient och månad. Detta är sannolikt lågt räknat, inte minst eftersom affärsmodellen ger möjligheter för tilläggstjänster som kan motivera en högre avgift. Som det framgår av diagrammet nedan, förutspår vi en ganska modest intäktsutveckling så länge Norden utgör huvudfokus, medan en europeisk expansion öppnar för en snabb acceleration av intäkterna senare.

Figur 6: Nettoomsättning, rullande 12 mån

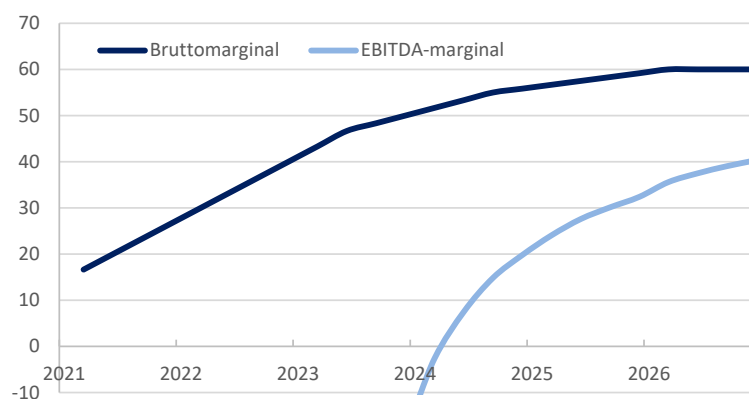


Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

EBITDA-marginal över 40% i slutet av prognosperioden

Vi antar att tillverkningskostnaderna per enhet kommer visa tydliga skalfördelar efterhand som försäljningen tilltar i volym. Enligt vårt scenario kommer bolagets bruttomarginal landa på låga tjugotalet under 2021 för att växa gradvis till 60 procent 2026, varefter vi förutsätter stabila marginaler. Operativa kostnader växer betydligt långsammare än intäkterna under hela prognosperioden. Detta baserar vi på bolagets uttalade ambition att behålla en liten och koncentrerad stab av medarbetare medan flertalet tjänster outsourcas. EBITDA-marginalen förväntas därmed också kunna växa betydligt i takt med ökande försäljningsvolymer. Vi väntar oss en första vinst på EBITDA-nivå under 2024 som ökar till en marginal överstigande fyrtio procent mot slutet av prognosperioden.

Figur 7: Vinstmarginaler, kvartalsvis



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vinsten efter skatt förväntas också vända till plus 2024. Skattemässigt förväntar vi oss att vinsterna under de första åren kan kvittas mot historiska förluster, vilket betyder att skattekostnaden kommer kvarstå på noll fram till uppskattningsvis 2028.

Tabell 4: Resultaträkning i sammandrag

MSEK	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkter	2,3	1,7	8,6	21,3	45,9	77,9	118,0
Kostnad sålda varor	(3,0)	(1,3)	(5,5)	(11,2)	(21,0)	(32,7)	(47,2)
Bruttovinst	(0,7)	0,4	3,1	10,1	24,9	45,2	70,8
Operativa kostnader	(11,8)	(12,0)	(14,1)	(16,5)	(19,6)	(22,7)	(25,6)
EBITDA	(12,5)	(11,6)	(11,0)	(6,3)	5,3	22,5	45,2
Av-/nedskrivningar	(1,1)	(0,2)	(0,3)	(0,5)	(0,7)	(1,0)	(1,2)
EBIT	(13,6)	(11,8)	(11,3)	(6,9)	4,6	21,5	44,1
Finansnetto	(0,0)	-	-	-	-	-	-
Skatt	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat	(13,6)	(11,8)	(11,3)	(6,9)	4,6	21,5	44,1

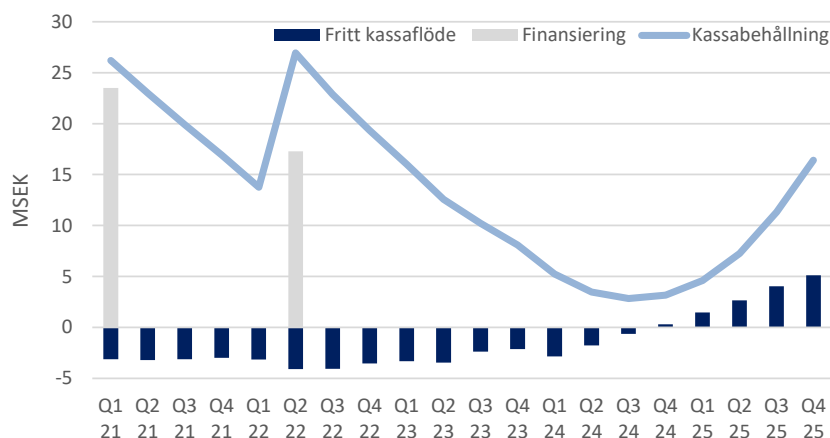
Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vi uppskattar kassan per slutet av Q1 till 26 MSEK

Hur ser kassasituationen ut?

Enligt bokslutskommunikén för 2020 avslutade MedicPen 2020 med 5,8 miljoner SEK i likvida medel på balansräkningen. Till detta kommer under Q1 teckningslikviden för unit-emissionen som genomfördes under januari. Bruttolikviden där var 25,9 miljoner SEK, vilket enligt våra beräkningar ger ett netto om 23,5 miljoner SEK frånräknat den kontanta delen av emissionskostnaderna. Övriga emissionskostnader i form av garantiarvoden betalades genom tilldelning av ytterligare units och påverkar således inte kassaflödet under Q1. Givet det negativa operativa kassaflödet under kvartalet uppskattar vi att kassabehållningen vid slutet av Q1 2021 landade på 26,2 miljoner SEK.

Figur 8: Kassaflöde och kassabehållning



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Nästan garanterad kapitaltillförsel i juni 2022

Unitemissionen innehöll också teckningsoptioner som löper fram till juni 2022. Givet hur dessa optioner är strukturerade, är det nästan otänkbart att de inte kommer att lösas. Villkoren säger att varje option ger rätt att teckna en ny aktie till 30 procents rabatt mot den genomsnittliga börskursen för MedicPens aktie i de två veckorna omedelbart före första lösendatum. Dessutom gäller ett tak för teckningskursen om 0,60 SEK per aktie. Eftersom teckningsoptionerna kan handlas på Spotlight och nästan är garanterade att ha ett realvärde på lösendagen, anser vi det nästan säkert att MedicPen kommer få en kapitalinjektion under juni 2022. Beloppet är osäkert men är begränsat uppåt till 20,7 miljoner SEK. Vi har i modellen antagit en fullständig teckning till 0,50 SEK per aktie, vilket tillför 17,2 miljoner SEK till bolaget. Enligt detta scenario kommer bolaget klara sig utan ytterligare kapitalanskaffningar fram till det att bolaget kan drivas på egna kassaflöden.

Vad är bolaget värt?

Vi använder två olika metoder för att värdera MedicPen, en DCF-värdering med utgångspunkt i det finansiella scenariot vi beskrivit ovan samt en peer-värdering. DCF-värderingen görs i två steg (se detaljer i appendix). Vi beräknar först bolagsvärdet under förutsättning om överlevnad och sedan justerar vi detta värde med en riskfaktor för att reflektera risken att bolaget skulle falla innan det når lönsamhet.

WACC om 14 procent

Eftersom riskfaktorn tar hänsyn till överlevnadsrisken kan modellens kassaflöden diskonteras med en lägre diskonteringsränta (WACC) än annars vore fallet. Vi har valt en WACC om 14 procent för MedicPen. Faktorer som talar för en lägre WACC är att bolaget verkar inom hälsovård, som utgör en icke-cyklisk sektor, samt att majoriteten av kunderna befinner sig inom den offentliga sektorn vilket indikerar låg kreditrisk och stabila kundförhållanden. Å andra sidan måste vi väga in att de verkar i en konkurrensutsatt bransch där ny teknik kan innebära nya utmaningar och att bolaget fortfarande är litet. Det innebär högt beroende av nyckelpersoner, vilket vi anser sammantaget motiverar ett högre avkastningskrav.

Vi har modellerat bolagets kassaflöden fram till 2030 och för den efterkommande perioden har vi beräknat ett terminalvärde som baserar sig på en evig tillväxttakt om 2,5 procent. Sammantaget ger modellen ett motiverat bolagsvärde om 388,7 miljoner SEK innan vi justerar för överlevnadsrisk.

Många bolag har svårt att ta sig genom tillväxtfasen och fram till ett scenario där de levererar vinst varje år. Många faller på vägen. Därför brukar vi multiplicera bolagsvärdet med en faktor som representerar sannolikheten att bolaget överlever tills det når varaktig lönsamhet. Faktorn kan variera med tiden och ju närmre bolaget kommer stabilt positiva vinster desto högre sätter vi denna multiplikator.

DCF-modell motiverar ett värde om 0,56 - 0,92 SEK per aktie

Med utgångspunkt i det läge MedicPen befinner sig i och vår bedömning av riskerna, anser vi att rimliga sannolikheter ligger i spannet 40 till 70 procent. Vi använder dessa multiplikatorer för att riskjustera bolagsvärdet. Det motiverade bolagsvärdet blir 155,5 miljoner SEK om vi använder 40 procents riskvikt och 272,1 miljoner SEK om vi använder 70 procent. För att gå från bolagsvärde till börsvärde adderar vi bolagets nettokassa, vilken vi uppskattar till 26,2 miljoner SEK vid utgången av Q1 2021. Då landar vi på ett motiverat börsvärde om 181,6 miljoner SEK med 40 procents riskvikt och 298,2 miljoner SEK med 70 procents vikt. **Det motsvarar en motiverad kurs per aktie om 0,56 respektive 0,92 SEK.**

Tabell 5: DCF-modellantaganden

MSEK	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Nettoomsättning	1,7	8,6	21,3	45,9	77,9	118,0	165,7	214,7
EBIT	(11,3)	(6,9)	4,6	21,5	44,1	69,6	97,3	125,1
EBIT margin	neg	neg	21,5%	46,9%	56,6%	59,0%	58,8%	58,3%
Justerad skatt	-	-	-	-	-	-	(16,3)	(25,8)
NOPLAT (= EBIT - skatt)	(11,3)	(6,9)	4,6	21,5	44,1	69,6	81,1	99,3
Av-/nedskrivning	0,3	0,5	0,7	1,0	1,2	1,3	1,4	1,5
Capex + rörelsekapital	(4,2)	(5,5)	(11,6)	(10,4)	(15,7)	(16,4)	(16,8)	(13,6)
Fritt kassaflöde	2,1	(11,8)	(6,3)	12,1	29,6	54,5	65,7	87,2

DCF (MSEK)

	14,0%	14,0%
WACC	14,0%	14,0%
Bolagsvärde (EV)	388,7	388,7
Riskfaktorer	40%	70%
Riskjusterat EV	155,5	272,1
Optionsvärde	(0,1)	(0,1)
Kassabehållning	26,2	26,2
Motiverat börsvärde	181,6	298,2
Utstående aktier (M)	324,76	324,76

Värde per aktie (SEK)	0,56	0,92

Känslighetsanalys (värde per aktie, SEK)

		Riskfaktorer			
		40%	50%	60%	70%
WACC	16%	0,45	0,54	0,63	0,72
	15%	0,50	0,60	0,71	0,81
	14%	0,56	0,68	0,80	0,92
	13%	0,63	0,77	0,91	1,05
	12%	0,73	0,89	1,05	1,21

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vi har även värderat MedicPen utifrån prissättningen av jämförbara bolag, en så kallad peer-värdering. Försäljnings- och vinstestimat för MedicPen år 2025 är den bas vi har valt för peer-värderingen då vi uppskattar att bolaget uppnått en viss mognad vad gäller lönsamheten vid det tillfälle. Detta ger mer representativa siffror att använda som underlag till peer-värderingen samtidigt som den framåtblickande peer-värderingen fungerar som en kvalitetskontroll för våra prognostiserade antaganden.

För att filtrera fram bra jämförelsebolag till MedicPen har vi sorterat ut bolag som är baserade i Europa, tillverkar medicinteknisk utrustning, har en bruttomarginal över 40 procent, uppvisat positiv nettovinst senaste åren samt har ett börsvärde under 25 miljoner SEK eller mostvarande. Filtreringen på bruttomarginalen och nettovinsten grundar sig i att vi anser detta vara en rimlig nivå för MedicPen år 2025. Filtreringen resulterade i fem jämförbara bolag som är listade i tabell 6 nedan.

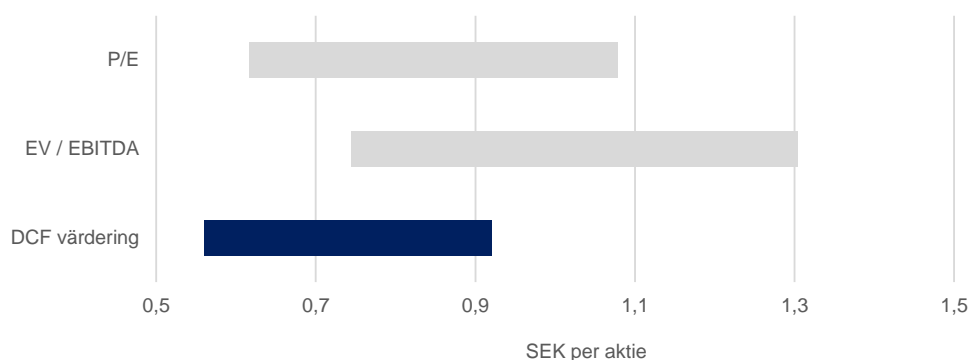
MSEK	Nettovinst			Bolagsvärde	EBITDA	Omsättning	Bolagsvärde /EBITDA	Bolagsvärde /omsättning
	Börsvärde	T12M	P/E					
MedicPen (SE)	142,9	(13,6)	neg	116,7	(12,5)	0,5	(9,4)x	240,3
Arjo (SE)	18 643,7	526,0	35,4	22 624,7	1 931,0	9 078,0	11,7x	2,5
Stille (SE)	579,3	8,3	70,1	541,2	13,0	142,6	41,7x	3,8
Revenio (FI)	14 552,9	136,3	106,8	14 538,0	235,7	622,9	61,7x	23,3
Drägerwerk (DE)	12 381,3	1 923,6	6,4	12 657,6	5 556,8	34 744,1	2,3x	0,4
CellaVision (SE)	8 314,7	89,5	92,9	8 345,2	142,3	471,4	58,6x	17,7
Medelvärde			70,1				41,7	
MedicPen 2025e (efter norm. skatt)		17,1			22,5	77,9		
Motiverat värde per aktie, SEK			0,75 - 1,30				0,62 - 1,08	

Källa: Factset, Västra Hamnen Corporate Finance

Peer-värdering indikerar 0,62 - 1,30 SEK per aktie

Under 2025 ser vi för oss att MedicPen omsätter 77,9 miljoner SEK med EBITDA om 22,5 miljoner SEK och en nettovinst om 17,1 miljoner SEK efter normaliserad skatt. Vi har tagit medianvärdet av bolagens multiplar och applicerat på MedicPens prognostiserade estimat för år 2025 och sedan diskonterat till ett nuvärde och multiplicerat detta med våra riskfaktorer om 40 och 70 procent. **Sammantaget motiverar peer-analysen ett spann för aktiens värde om 0,75 – 1,30 SEK baserat på P/E och 0,62 – 1,08 SEK baserat på EV/EBITDA.**

Figur 9: Football field - DCF, EV/EBITDA, P/E



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad döljer sig bakom siffrorna?

I våra analyser brukar vi undersöka om bolaget använder redovisningsmetoder eller kommunicerar förhållanden utanför resultat- och balansräkningen som har betydelse för tolkningen av rapporterade siffror. Bolagets ekonomi kan vara starkare eller svagare än rapporterna omedelbart ger intryck av och detta kan ha betydelse för värderingen.

Konservativ hantering av utvecklingskostnader

En styrka vad gäller MedicPens balansräkning är att man redan har skrivit av alla balanserade utvecklingskostnader till noll. Andra bolag ses i vissa fall ackumulera stora immateriella tillgångar då utvecklingskostnader förs till balansräkningen i stället för att kostnadsföras.

Detta stärker resultaträkningen på kort sikt men försvagar den på längre sikt då tillgångarna förr eller senare måste skrivas av. MedicPen har valt en mycket mer konservativ redovisning vilket inger förtroende.

En betydande latent skattefordran

Enligt årsredovisningen 2019 fanns det vid utgången av året ackumulerade underskott om 114,7 miljoner SEK. Adderar man nettoresultatet för 2020 antar vi att summan uppgick till 128,3 miljoner SEK vid senaste årsskifte. De ackumulerade förlusterna kan förväntas ge rätt till skattemässiga förlustavdrag genom kvittning av vinster i framtiden. Det latent värdet uppgår till summen av förlusterna multiplicerat med skattesatsen, alltså kring 26,4 miljoner SEK, vilket vi har tagit hänsyn till i vår värdering.

Vi har tagit höjd för utspädning via optioner

En ytterligare faktor att vara uppmärksam på är den potentiella utspädningen som följer av de utestående optionsprogrammen. Teckningsoptionerna som nämnts ovan kan medföra en emission av upptill 34,5 miljoner nya aktier, vilket ger en utspädning av befintliga aktier om 10,6 procent. Eftersom optionerna är strukturerade så att lösen är nästintill garanterad, har vi i värderingen redan tagit höjd för denna utspädning genom att räkna med det fullt utspädda aktieantalet. Utöver detta finns ett optionsprogram för anställda och styrelseledamöter som ger rätt att teckna sammanlagt 1 060 000 nya aktier till kurs 0,73 per aktie under juni 2023. Vid full teckning kan detta ge en ytterligare utspädning om 0,4 procent. Eftersom dessa optioner är *out-of-the-money* har vi räknat marknadsvärdet av optionerna som en skuld för bolaget i vår värdering.

Vad kan gå fel?

Pandemin försvårar försäljningsinsatser

Den pågående COVID-19 pandemin är en risk för MedicPen som för många andra bolag. Eftersom bolaget ännu inte har någon försäljning av nämnvärda mått, finns inget att falla tillbaka på ifall införsäljningen till nya kunder försenas. Vården och berörda myndigheter kan ha prioriteringarna på annat håll och då kan det vara svårt att lyckas etablera en ny produkt. Samtidigt talar det i MedicPens favör att man kan leverera en produkt som underlättar för vårdtjänster på distans och därmed hjälper till att begränsa smittan.

Som alla små bolag är MedicPen personalberoende. I MedicPens fall är beroendet extremt stort, eftersom i princip var och en av den befintliga personalstyrkan sitter i nyckelroller. Om vissa av dem väljer att lämna bolaget kan det vara svårt att hitta ersättare med tillräcklig kompetens och den kommersiella expansionen kan försenas som resultat.

En utmaning att kvalificera sig för upphandlingar

Bolaget har mycket kvar att göra vad gäller att skapa kännedom om sin lösning. En risk för bolaget är att offentliga upphandlingar på grund av okunskap specificeras på ett sätt som exkluderar MedimiSmart-systemet till fördel för de mer kända dospås-lösningarna. Det finns osäkerhet kring hur stora resurser som kommer krävas för att skapa den nödvändiga kännedomen.

Även misstänkta fel kan skada varumärket

Genom att leverera en lösning som har direkt betydelse för användarnas hälsa, har man ett stort ansvar för att lösningen fungerar felfritt. Även om produkten och rutinerna för hantering ska säkerställa att medicinering sker på ett säkert sätt, så finns ingen absolut garanti att det aldrig kan inträffa händelser då användare av maskinen tar fel dos eller fel läkemedel. Även om felet inte skulle härstamma från fel hos MedicPen, så kan eventuella motparter hävda att så är fallet. Det kan innebära förlorade kundrelationer, risk för skada på varumärket och risk för skadeståndskrav som överstiger de belopp som täcks av bolagets försäkringar.

Vårt ekonomiska scenario indikerar att bolaget kommer att kunna klara sig utan ytterligare kapitalanskaffningar utöver inlösen av utestående optionsprogram. Om den kommersiella utrullningen går långsammare än vi har räknat med, finns dock risken att kapitalbehov uppstår. Eftersom bolaget saknar stora, enskilda ägare som med stor säkerhet skulle skjuta till nytt kapital vid behov, kan bolaget tvingas till ytterligare rabatterade företrädesemissioner vilka kan leda till betydande utspädning av befintliga ägare.

**Första volymorder
blir en viktig milstolpe****Viktiga händelser framöver**

Med den målinriktade satsningen på kommersiell expansion som bolaget nu gör, går det att skönja en del milstolpar som vi skulle anse viktiga för att validera bolaget och produkten. Den första av dessa kan vara att en kommun för första gången lägger en riktig volymorder, med vilket vi menar femtiotalet enheter eller flera. Med detta skulle man lägga en viktig grundplåt för bolagets ekonomi och samtidigt få en viktig referenskund att utnyttja i den fortsatta marknadsföringen.

**I Norge kan man
bygga volym snabbt**

En annan nyckelhändelse blir när man signerar första kundavtalet i Norge. Det finns redan avtal i Danmark och Sverige. I Norge kan man tack vare samarbetet med Hepro, som redan har ett stort antal kunder kopplade till sin plattform, integrera med ett stort antal kunder på en befintlig infrastruktur.

Efter etableringen i Norden kommer fokus vändas mot Europa. De viktigaste milstolparna i den europeiska utrullningen blir i första hand när man tecknar distributörsavtal för de prioriterade marknaderna. Därefter kommer viktiga delmål vara att teckna första kundavtalet i vart av länderna där bolaget väljer att lansera.

Finansiell kalender

27 april 2021	Bolagsstämma
27 april 2021	Delårsrapport Q1 2021
5 augusti 2021	Delårsrapport Q2 2021
10 november 2021	Delårsrapport Q3 2021

Appendix: Värderingsmetodik

Svårigheten i att värdera tillväxtbolag med begränsad historisk omsättning och vinst, är att värderingen bygger på en relativt osäker framtid, mer osäker än för bolag med lång och stabil historik. Bland annat går det inte att använda historisk vinsttillväxt som en parameter för den framtida tillväxten. Det kan också vara svårt att använda historisk omsättning och historiska marginaler för estimat på framtiden.

För att hantera detta följer vi vedertagna värderingsmetoder av tillväxtbolag i tidig fas som beskrivits av bl a finansprofessorn Aswath Damodaran¹). Istället för att justera diskonteringsräntan som används för att nuvärdesberäkna framtida kassaflöden så att den reflekterar den höga osäkerheten, värderar vi bolaget i två steg:

- Först bestäms bolagsvärdet ("enterprise value") utifrån en explicit förutsättning om att bolaget överlever fram tills dess att rörelsen börjar gå med vinst.
- I nästa steg justerar vi bolagsvärdet utifrån sannolikheten att bolaget faktiskt överlever fram tills det når varaktig lönsamhet. Justeringen sker genom att multiplicera bolagsvärdet med en riskfaktor som representerar sannolikheten för överlevnad.

För varje år som går kommer denna riskfaktor att justeras utifrån bolagets aktuella utveckling och vår uppdaterade syn på sannolikheten för överlevnad.

1) **Damodaran, Aswath**, "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges", Stern School of Business, New York University, May 2009

Resultaträkning - årlig data

kSEK	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	1 167	486	1 678	8 628	21 269	45 903	77 907	117 971
Förändring varulager	664	1 766	-	-	-	-	-	-
Övriga rörelseintäkter	-	87	-	-	-	-	-	-
Summa intäkter	1 830	2 339	1 678	8 628	21 269	45 903	77 907	117 971
Kostnad sålda varor	(2 775)	(3 028)	(1 289)	(5 497)	(11 161)	(20 990)	(32 709)	(47 188)
Bruttovinst	(945)	(689)	389	3 132	10 108	24 913	45 199	70 782
Övriga externa kostnader	(3 535)	(4 011)	(4 576)	(5 579)	(6 764)	(8 536)	(10 085)	(11 356)
Personalkostnader	(6 206)	(7 755)	(7 437)	(8 512)	(9 690)	(11 073)	(12 606)	(14 196)
EBITDA	(10 685)	(12 455)	(11 624)	(10 959)	(6 346)	5 304	22 508	45 230
Av- och nedskrivningar	(1 421)	(1 125)	(164)	(311)	(505)	(737)	(972)	(1 162)
EBIT	(12 106)	(13 580)	(11 788)	(11 271)	(6 851)	4 567	21 537	44 068
Finansnetto	(12)	(9)	-	-	-	-	-	-
EBT	(12 118)	(13 589)	(11 788)	(11 271)	(6 851)	4 567	21 537	44 068
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(12 118)	(13 589)	(11 788)	(11 271)	(6 851)	4 567	21 537	44 068
Vinst per aktie (SEK)	(0,08)	(0,07)	(0,04)	(0,04)	(0,02)	0,01	0,07	0,14
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	44634,0%	(58,4%)	245,5%	414,3%	146,5%	115,8%	69,7%	51,4%
EBITDA	na	na	na	na	na	na	324,3%	100,9%
EBIT	na	na	na	na	na	na	371,6%	104,6%
Resultat	na	na	na	na	na	na	371,6%	104,6%
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	(137,9%)	(523,5%)	23,2%	36,3%	47,5%	54,3%	58,0%	60,0%
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	neg	11,6%	28,9%	38,3%
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	9,9%	27,6%	37,4%
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	9,9%	27,6%	37,4%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	9,9%	27,6%	37,4%
Personalkostnader	303,0%	826,0%	272,8%	64,7%	31,8%	18,6%	12,9%	9,6%
Totala rörelsekostnader	834,9%	2423,0%	716,0%	163,3%	77,4%	42,7%	29,1%	21,7%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	19,4%	47,7%	49,4%
ROIC	neg	neg	neg	neg	neg	17,6%	59,3%	84,5%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - årlig data

kSEK	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager	1 473	2 953	1 584	3 330	5 627	11 259	15 888	23 786
Kundfordringar	373	133	216	1 040	2 110	4 780	7 295	11 150
Övriga fordringar	391	442	500	500	500	500	500	500
Förutbet kost & upplupna intäkt	204	553	108	520	1 055	2 390	3 648	5 575
Kassa och bank	19 118	5 818	16 904	19 349	8 076	3 152	16 415	47 940
Summa omsättningstillg.	21 559	9 899	19 312	24 739	17 368	22 080	43 746	88 951
Materiella anl.tillgångar	449	574	1 209	2 098	3 193	4 455	5 484	6 322
Immateriella anl.tillgångar	960	-	-	-	-	-	-	-
Finansiella anl.tillgångar	3	3	3	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillg.	1 412	577	1 212	2 101	3 196	4 458	5 487	6 324
Summa tillgångar	22 971	10 475	20 524	26 840	20 564	26 539	49 233	95 276
Kortfristiga rörelseskulder	1 203	2 182	528	832	1 407	2 815	3 972	5 947
Övriga kortfristiga skulder	112	156	150	150	150	150	150	150
Summa kortfristiga sk.	1 315	2 338	678	982	1 557	2 965	4 122	6 097
Långfristiga skulder	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa eget kapital	21 656	8 138	19 846	25 858	19 007	23 574	45 111	89 179
Summa skulder & EK	22 971	10 475	20 524	26 840	20 564	26 539	49 233	95 276

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - årlig data

kSEK	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Löpande verksamheten	(10 697)	(12 465)	(11 624)	(10 959)	(6 346)	5 304	22 508	45 230
Förändring i rörelsekapital	540	4	13	(2 678)	(3 327)	(8 229)	(7 245)	(11 706)
Investeringsverksamheten	(510)	(286)	(800)	(1 200)	(1 600)	(2 000)	(2 000)	(2 000)
Finansieringsverksamheten	18 820	70	23 497	17 282	-	-	-	-
Periodens kassaflöde	8 153	(12 677)	11 086	2 445	(11 273)	(4 924)	13 263	31 525
Ingående balans	10 966	19 118	5 818	16 904	19 349	8 076	3 152	16 415
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	19 118	5 818	16 904	19 349	8 076	3 152	16 415	47 940

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Resultaträkning - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021e	Q2 2021e	Q3 2021e	Q4 2021e
Nettoomsättning	90	122	117	157	203	326	491	657
Förändring varulager	-	-	-	1 766	-	-	-	-
Övriga rörelseintäkter	-	-	87	-	-	-	-	-
Summa intäkter	90	122	204	1 923	203	326	491	657
Kostnad sålda varor	(589)	(528)	(726)	(1 184)	(169)	(261)	(377)	(482)
Bruttovinst	(499)	(406)	(522)	738	34	65	115	175
Övriga externa kostnader	(1 018)	(1 127)	(643)	(1 223)	(1 080)	(1 103)	(1 165)	(1 228)
Personalkostnader	(1 453)	(1 951)	(1 837)	(2 514)	(1 800)	(1 809)	(1 879)	(1 949)
EBITDA	(2 970)	(3 484)	(3 003)	(2 999)	(2 846)	(2 847)	(2 929)	(3 002)
Av- och nedskrivningar	(353)	(353)	(356)	(62)	(29)	(37)	(45)	(53)
EBIT	(3 323)	(3 837)	(3 359)	(3 060)	(2 875)	(2 884)	(2 974)	(3 055)
Finansnetto	(7)	(1)	(0)	(2)	-	-	-	-
EBT	(3 329)	(3 838)	(3 360)	(3 062)	(2 875)	(2 884)	(2 974)	(3 055)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(3 329)	(3 838)	(3 360)	(3 062)	(2 875)	(2 884)	(2 974)	(3 055)
Vinst per aktie (SEK)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
Y/Y Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	2243,4%	(76,2%)	na	(76,0%)	125,3%	168,2%	320,1%	318,9%
EBITDA	na	na	na	na	na	na	na	na
EBIT	na	na	na	na	na	na	na	na
Resultat	na	na	na	na	na	na	na	na
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	(553,3%)	(333,9%)	(521,4%)	(655,1%)	16,7%	20,0%	23,3%	26,7%
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Personalkostnader	1128,4%	926,4%	550,2%	779,8%	531,5%	338,2%	237,2%	186,9%
Totala rörelsekostnader	2739,1%	2530,0%	2122,0%	2382,6%	1417,3%	892,7%	619,7%	483,5%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROIC (12-mån rullande)	neg	neg	neg	neg	neg	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021e	Q2 2021e	Q3 2021e	Q4 2021e
Varulager	1 473	1 473	1 473	2 953	1 670	1 859	1 857	1 584
Kundfordringar	-	117	112	133	67	107	161	216
Övriga fordringar	397	504	401	442	500	500	500	500
Förutbet kost & upplupna intäkt	264	172	160	553	33	54	81	108
Kassa och bank	16 148	13 246	10 037	5 818	26 188	22 995	19 882	16 904
Summa omsättningstillg.	18 282	15 512	12 184	9 899	28 459	25 515	22 481	19 312
Materiella anl.tillgångar	416	383	350	574	745	908	1 062	1 209
Immateriella anl.tillgångar	640	320	-	-	-	-	-	-
Finansiella anl.tillgångar	3	3	3	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillg.	1 059	706	352	577	748	911	1 065	1 212
Summa tillgångar	19 341	16 217	12 536	10 475	29 206	26 425	23 546	20 524
Kortfristiga rörelseskulder	918	1 510	1 174	2 182	297	400	495	528
Övriga kortfristiga skulder	96	148	163	156	150	150	150	150
Summa kortfristiga sk.	1 014	1 658	1 336	2 338	447	550	645	678
Långfristiga skulder	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa eget kapital	18 327	14 560	11 200	8 138	28 760	25 875	22 901	19 846
Summa skulder & EK	19 341	16 217	12 536	10 475	29 206	26 426	23 546	20 524

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021e	Q2 2021e	Q3 2021e	Q4 2021e
Löpande verksamheten	(2 976)	(3 485)	(3 003)	(3 000)	(2 846)	(2 847)	(2 929)	(3 002)
Förändring i rörelsekapital	6	512	(206)	(308)	(81)	(146)	16	224
Investeringsverksamheten	-	-	-	(286)	(200)	(200)	(200)	(200)
Finansieringsverksamheten	-	70	-	-	23 497	-	-	-
Periodens kassaflöde	(2 970)	(2 903)	(3 209)	(3 595)	20 370	(3 193)	(3 113)	(2 978)
Ingående balans	19 118	16 148	13 246	10 037	5 818	26 188	22 995	19 882
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	16 148	13 246	10 037	5 818	26 188	22 995	19 882	16 904

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Ansvarsbegränsning

Detta marknadsföringsmaterial har upprättats av Västra Hamnen Corporate Finance AB ("Västra Hamnen").

Materialet har inte utformats enligt kraven i de lagar och författningar som fastställts med avseende på investeringsanalyserns oberoende, och omfattas inte av några förbud mot handel före spridningen av investeringsanalyserna.

Materialet har sammanställts utifrån offentligt tillgängligt material som bedöms som tillförlitligt. Det kan dock inte garanteras att informationen är korrekt. Informationen publiceras i marknadsföringssyfte och gör inte anspråk på att utgöra ett fullständigt underlag för finansiella beslut. Materialet utgör inte investeringsrådgivning och informationen tar inte hänsyn till de individuella behov, mål och förutsättningar som gäller för någon enskild mottagare. Läsaren uppmanas att inhämta egna kompletterande uppgifter och konsultera en kvalificerad finansiell rådgivare inför finansiella beslut.

Alla synpunkter, bedömningar och slutsatser som kommuniceras i materialet ska anses aktuella vid den tidpunkt då materialet publicerats men kan komma att ändras när som helst utan förutgående varsel. Ingenting som skrivs i materialet ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i ett finansiellt instrument.

Västra Hamnen kan inte hållas ansvariga för direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i detta material. Finansiella investeringar kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Materialet riktar sig inte till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av materialet till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Västra Hamnen.

Intressekonflikter

Läsare av detta material görs uppmärksam på att Västra Hamnen har tagit fram materialet på uppdrag av och erhållit ersättning från det bolag som huvudsakligen nämns häri. Ersättningen är fast och överenskommen på förhand och är på inget sätt kopplat till innehållet i materialet och de synpunkter som framförs.

Bolaget som huvudsakligen nämns i materialet har haft möjlighet att ta del av materialet innan publicering. Bolagets genomgång kan ha lett till förändringar i innehållet. Antaganden, slutsatser och scenarion är dock ett resultat av Västra Hamnens egen analys av tillgängliga fakta.

Västra Hamnen har interna regler som förbjuder samtliga anställda att handla med aktier i bolag med vilka Västra Hamnen har avtal om att producera marknadsföringsmaterial som det föreliggande.

Västra Hamnen Corporate Finance AB
Jungmansgatan 12, 211 11 Malmö, Sweden
Bredgade 30, 1260 Copenhagen, Denmark
+46 40 200 250
info@vhcorp.se
www.vhcorp.se

