

aXichem

Sektor: Chemical

Finansierat för försäljningsstart

Förberedelserna fortsätter

Q4 innehöll en rad viktiga framsteg för aXichem. Det i våra ögon mest intressanta är årets stora test i kycklingfoder med en världsledande jordbruksaktör i Asien. Vi är också betryggade av att bolaget stärkt upp finanserna ordentligt och har manövreringsutrymme. Positivt är även att Novel Food-processen går vidare, att bolaget stärker upp med en duktig CTO, samt att en lämplig partner identifierats inom nutraceuticals för USA-marknaden.

Gynnsam marknadsutveckling

aXichem fokuserar i dagsläget främst på fodermarknaden och nutraceuticals. I denna analysuppdatering har vi synat den senaste datan för fodermarknaden, som överlag visade på fortsatt tillväxt under 2018. Efter intentionsavtalet med lovate har vi även tittat närmare på den amerikanska marknaden behov och försäljning av produkter för viktminskning.

Höjd värdering

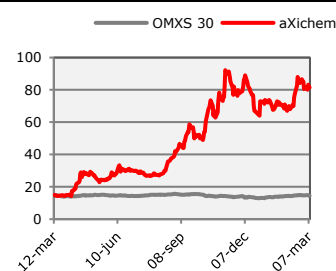
I denna uppdatering har vi justerat för övertilldelningsemissionen, vilket ger en mindre utspädning och ett kapitaltillskott omkring 15 MSEK. Det förbättrade finansiella läget gör att avkastningskravet reduceras till 13,8% (14,4%). Inom Food-marknaden har aXichem slutit ett indikationsavtal för USA-marknaden. Produkterna behöver utvecklas med lovate, men bevisar intresset för aXichems lösning och att bolaget kan ta ordentligt betalt. Vi har höjt förväntningarna gällande omsättning och marginaler i kosttillskottsmarknaden. Vi justerar även upp koncentrationen till 15 (13) ppm i våra foderestimater då det är denna nivå som samtliga tester bygger på, inklusive det storskaliga testet i Thailand. Ovanstående förändringar i kombination med ett positivt tidsvärde höjer base case till **51** (28) SEK per aktie. Bull case ökar till 120 (74) SEK medan vårt pessimistiska bear case nu är 6,0 (3.2).

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	0	0	35	98	194	336
EBITDA	-7	-8	4	17	51	126
EBIT	-7	-10	2	15	48	122
EPS (adj.)	-0.5	-0.7	0.0	0.7	2.4	6.0
EV/Sales	N/A	N/A	35.7	12.9	6.5	3.6
EV/EBITDA	N/A	N/A	343.7	74.0	24.5	9.5
EV/EBIT	N/A	N/A	661.7	84.6	26.2	9.9
P/E	N/A	N/A	3266.7	110.6	34.4	13.6

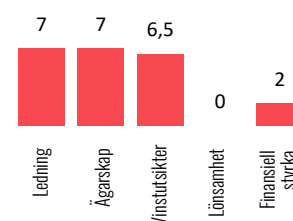
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
6.0	51.0	120.0

AXIC-A.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	AXIC-A.ST
Lista	First North
Aktiekurs (SEK)	81.2
Börsvärde (MSEK)	1294
Nettoskuld 19E (MSEK)	-39
Free Float	77 %
Dagl oms. ('000)	35

ANALYTIKER

Eddie Palmgren
 eddie.palmgren@redeye.se
 Kristoffer Lindström
 kristoffer.lindstrom@redeye.se

Q4-summering

aXichems fjärde kvartal var händelserikt och innehöll viktiga förberedelser i väntan på regulatoriska besked. De två mest centrala händelserna annonserades i december, vilka vi kommenterade i vår [senaste uppdatering](#) och i separata kommentarer:

- [Stor samarbetspartner i Asien](#) – validerar den enorma potentialen i aXiphen
- [Säkrar expansionskapital](#) – finansiella osäkerheten borta, huvudägare tecknar

Övriga nyheter kommenterade vi i [analysuppdateringen efter Q3-rapporten](#):

- Lansering av aXivite – central pusselbit inför USA-kommersialiseringen
- Ställer ut fler optioner - ökade incitament för nyckelpersoner
- Samarbete inom vattenbruk - intressant marknad i Chile
- Kompletterande frågor från EFSA för ett Novel Food-godkännande

Resultat och finansiell ställning

Siffermässigt var det, som väntat, ingen dramatik i Q4. Kostnaderna hålls på en rimlig nivå och den nyligen genomförda emissionen estimerar vi ger ett nettotillskott om 51 MSEK. Bolaget är därmed finansiellt rustat för att skala upp organisationen och verksamheten.

Vår syn på aXichems nyheter 2019

Stort intresse från investerare

Trots det i svaga börsklimatet under slutet av 2018 övertecknades bolagets nyemission rejält. Utfallet är ett styrketecken som visar att aktiemarknaden fortsatt har högt förtroende och höga förväntningar på aXichem. Att de två huvudägarna försvarade sina andelar sänder givetvis också positiva signaler. Till följd av det stora intresset genomförde bolaget även övertilldelningsemissionen på 15 MSEK. Vi uppskattar de totala emissionskostnaderna till 5 MSEK och att bolaget därmed får ett nettotillskott av kapital om 51 MSEK. För att sätta det i perspektiv var aXichems kassaflöde från den löpande verksamheten -7,5 MSEK under 2018. Det finns nu goda förutsättningar att gasa på utvecklingen ordentligt framöver.

Adderar betydelsefull kompetens

aXichem har landat ett starkt tillskott i den fortsatta utvecklingen av bolagets produkter och i ledningsgruppen. I rollen som Chief Technical Officer (CTO) tillträder en person som tidigare visat hög företagslojalitet, har relevant och bred arbetslivserfarenhet, samt en lämplig utbildningsbakgrund. Erik Lager har de senaste 9,5 åren varit CTO (1 år), COO (3 år) samt Production Director (5,5 år) för Nexam Chemical. Han har en doktorexamen i organisk kemi från Lund och kommer att inleda sin anställning på aXichem den 1 april.

aXichem har flera stora regulatoriska processer igång, utvärderar samarbetspartners, marknader och nya tillämpningsområden. Trots detta har bolaget fram tills nyligen endast varit två anställda. Konsulter används för specialistuppdrag som patentfrågor, men även med dessa anser vi att kostnaderna för organisationen har varit klart rimliga. Detta exemplifieras med att vd Torsten Helsing endast tog ut en månadslön om 50 000 SEK under 2017.

I takt med att aXichem närmar sig kommersialisering ökar behovet av intern kompetens och vi anser det helt rätt att stärka upp organisationen. Bolaget har tidigare indikerat ett behov av tre nyanställningar 2019. Från nyemissionsbeloppet (exkl. övertilldelningsemissionen) angav

aXichem att det avser allokera 6.5 MSEK till rekrytering och för att bygga upp organisationen. Vi förväntar oss ytterligare rekryteringar under kommande månader.

Viktninskning i USA – första marknaden för aXivite

Med ett intentionsavtal är planen att aXichem och lovate ska utveckla och lansera en produkt för viktninskning i USA. Kosttillskott är en stor och växande marknad globalt, där USA har en andel omkring 20% enligt marknadsundersökningar. lovate är en världsledande leverantör med flera starka varumärken och ett omfattande distributionsnätverk. Vi anser att aXichem hittat en mycket lämplig partner, även inom detta område.

I pressmeddelandet framgår att lovate och aXichem ska forska och utveckla för att ta fram en produkt. Det bör inte röra sig om några större studier eller kostnader, men det är givetvis viktigt att säkerställa produktens effekt. Vi anser att en rimlig tidsuppskattning är att bolagen kan lansera och inleda marknadsföring av en produkt under nästa år (2020). Efter GRAS-godkännandet för Food i april 2018, har det tagit något längre tid än vi förutspått att nå en samarbetspartner. Enligt ledningen har processen präglats av oerhörd noggrannhet, vilket enligt oss borgar för att samarbetet blir långsiktigt framgångsrikt.

Vi hade tidigare räknat med att försäljning inom nutraceuticals skulle kunna inledas redan 2019, men skjuter nu fram prognoserna ett år. Samtidigt bedömer vi att partnern öppnar många dörrar och att såväl försäljningspris som volymer kan bli högre än vi tidigare estimerat. Foder är fortsatt i huvudfokus, men vi ser positivt på att aXichem även flyttar fram positionerna inom nutraceuticals där intäktspotentialen är god och marginalerna höga. Vi räknar med att bolaget år 2026 kan generera en omsättning på 100 MSEK i detta segment.

Regulatoriska processer går vidare och nya tester väntas

Status för godkännanden

Torsten Helsing framhöll i sitt vd-ord ambitionen om att ha Novel Food- och GRAS Feed-godkännandena på plats under första halvåret i år. Vi ser positivt på att bolaget inom tidsfristen besvarat de frågor EFSA haft och att Novel Food-processen går vidare.

Gällande GRAS Feed har bolaget tidigare uttryckt en förhoppning om att ha det klart omkring årsskiftet och vi har förväntat oss Q1. "Första halvåret" är därmed en något mer defensiv ton, även om regulatoriska besked, som vi tidigare lyft fram, är osäkra i tid och det är bättre att vara konservativ i sina förväntningar. Att delar av FDA har varit nedstängd ett par veckor ska inte ha påverkat processen, enligt vd Torsten Helsing.

Status för tester

Under första halvåret 2019 ska testerna, enligt plan, inledas i Thailand samt med Brynsløkken i Chile, vilket blir mycket intressant att följa. Bolaget fick även för snart ett år sedan en order med slutkund i Mexiko. Denna utvärdering inom kycklingfoder har dragit ut på tiden, men inget negativt ska ha inträffat och projektet fortlöper.

Mot Food-lansering i USA

Det senaste året har aXichem erhållit GRAS Food-godkännande i USA, lanserat ett nytt varumärke och nyligen också en avsiktsförklaring med en samarbetspartner. Arbetet fortskrider således planenligt mot en kommersialisering inom nutraceuticals. Till att börja med blir det inom viktkontroll och viktninskning, där capsaicin visat sig ha goda egenskaper. På sikt finns bra förutsättningar för ytterligare produkter inom exempelvis tarmhälsa samt muskel- och ledsmärtor.

Marknader i tillväxt

Detta avsnitt behandlar den senaste datan för fodermarknaden samt ger en bild av den amerikanska marknadens behov och försäljning av produkter för viktminskning.

Fortsatt fodermarknadstillväxt 2018

Alltech Global Feed Survey 2019 har nyligen publicerats och visar att marknaden fortsätter att växa med låga ensiffriga tal. Variationerna mellan foder till olika arter och i olika regioner är dock stor. Fjärdefä och svin fortsätter att vara de två största fodermarknaderna med omkring 70% av den totala världsmarknaden på 1.1 miljarder ton. Årlig tillväxt 2018 uppgick till 2-4% i Nordamerika, Asien och Europa. aXichem är med andra ord helt rätt positionerat.

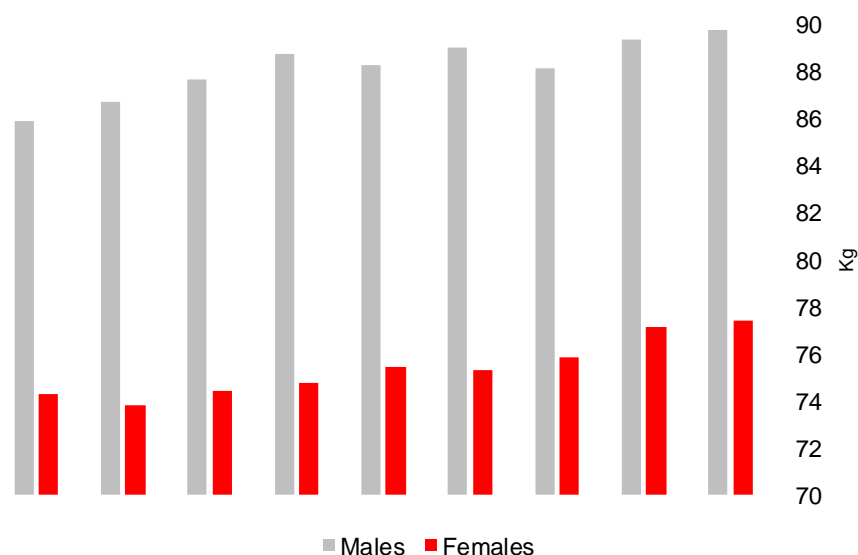
I Europa växte fjärdefämarknadens volym omkring 8% mellan 2018 och 2017, medan marknaden för svinfoder i princip var oförändrad. Totalt utgjorde dessa kategorier ungefär 58% av den europeiska fodermarknaden. Både svin och fjärdefä hade en god utveckling i USA och steg med omkring 3%.

Datan för ett enskilda länder och särskilt för korrupta sådana är givetvis betydligt osäkrare. Statistiken för Mexiko visar att marknaden för fodersvin ökade i voym med hela 14% medan fjärdefä steg 2,5%. Brasilien hade däremot en svagare utveckling med en produktion som föll 1-2%. I Asien fortsätter Kina att dominera och samtliga av de åtta största produktionsländerna har svin eller fjärdefä som största fodermarknad.

USA – enorm marknad för viktminskningspreparat

I och med lovate-samarbetet ser viktminskning och viktkontroll i USA ut att bli den första marknaden för aXivite. Detta är en mycket attraktiv väg att gå då behovet är stort och ökande. De senaste årtiondena har den genomsnittliga kroppsvikten fortsatt att stiga i USA. Från 1999 till 2016 rör det sig om en uppgång på 4,2% för kvinnor och 4,5% för män, vilket är alarmerande nivåer som kräver förändringar.

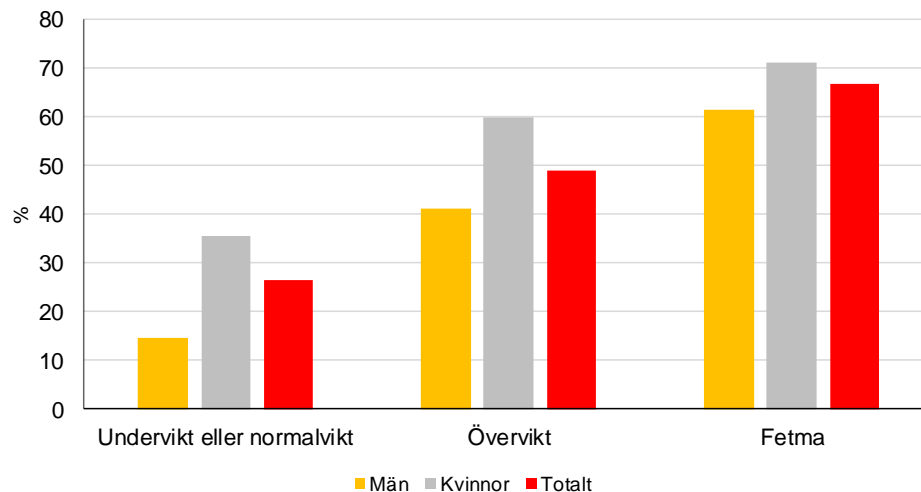
USA: Genomsnittlig kroppsvikt vuxna (1999-2016)



Källa: Statista, CDC

En stor andel av USA:s befolkning gör också insatser för att bli lättare, främst hos de som lider av sjuklig övervikt/fetma. Huvudsakligen är det kvinnor som försöker gå ned i vikt, där skillnaderna mellan könen är som störst bland de som är underviktiga eller normalviktiga. Sammantaget kan vi dra slutsatsen att den totala adresserbara marknaden är mycket stor.

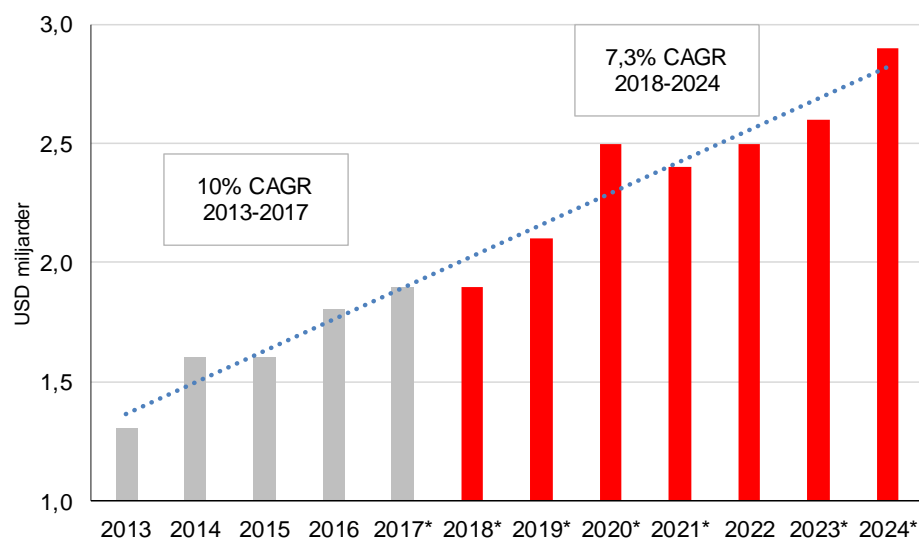
USA: Andel vuxna som försökt gå ned i vikt (2013-2016)



Källa: Statista, NCHS; CDC

Behovet och efterfrågan avspeglar sig i en stigande försäljningstrend av OTC-preparat inom viktminskning i USA. Enligt marknadsundersökningar förväntas omsättningen för 2019 överstiga två miljarder dollar. De senaste fem årens genomsnittliga försäljningsökningar på 10% i snitt per år, väntas minska något framöver. Drygt 7% är emellertid också en klart intressant tillväxtnivå som medför stora möjligheter för ett innovativt bolag som aXichem. Att bolaget arbetar med en av världens ledande aktörer på området stärker förutsättningarna att nå kommersiell framgång. Därtill finns en rad närliggande marknader med stor potential.

USA: Marknadsvärde ej receptbelagda viktmnskingspreparat



Källa: Global Media Insight; Statista estimates (2017). * Forecast

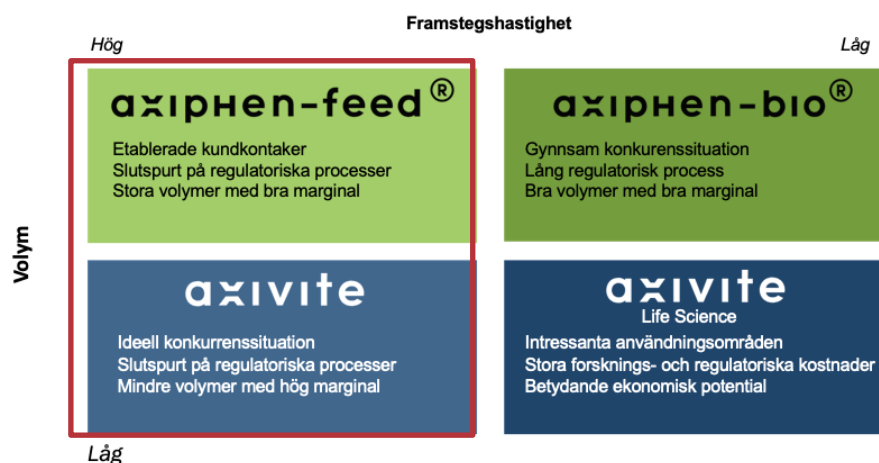
Marknad och potential

aXichems affärsmodell bygger på att marknadsföra och sälja bolagets egenutvecklade naturaloga industrikemikalier. Den första produkten är fenylcapsaicin, benämnt aXiphen®, som är en naturalog syntetisk capsaicin vilken anpassas, tillverkas och levereras till bolagets kunder i den form samt egenskaper kunderna kräver för sina slutprodukter.

För att förstå aXichems förutsättningar och möjligheter, är det avgörande att studera de marknader bolaget approcherar. Arbetet är koncentrerat till tre varumärken:

- **aXiphen-feed®** – ingrediens i djurfoder och för djurhälsa
- **aXiphen-bio®** – bioceuticals, komponent i påväxthämmande färg
- **aXivite** – ingrediens i nutraceuticals och kosttillskott samt aktivt ämne i vissa farmaceutiska produkter

aXichem har kommunicerat en förtydligad prioriteringsstrategi, bestående av fyra fokusområden. Dessa är summerade i nedanstående bild, med etableringstakt för att nå marknad och volymstorlek, på respektive axel.



Fokus i dagsläget ligger på den vänstra delen, primärt inom fodermarknaden där volymerna är höga och bolaget kan få bra betalt. aXiphen® har genom studier visats ha god påverkan som salmonellahämmare på svin samt som både salmonellahämmare och tillväxtpromotor på kycklingar. Utöver foder kan aXiphen® även användas som tillsats i kosttillskott och andra funktionella livsmedel. Exempelvis används idag naturlig capsaicin i en mängd olika matvaror och kosttillskott, vilket innebär att aXichem inte behöver skapa en ny marknad utan har en kortare startsträcka. Vidare är aXiphen® ett förutsägbarare och mer ekonomiskt alternativ i jämförelse med naturligt capsaicin. Att använda aXivite inom kosttillskott är prioriterat då intäkterna per kg har potential att bli väldigt höga, även om volymerna är betydligt lägre.

Näst på prioritetlistan är aXiphen-bio®, där bolaget arbetar inom påväxthämmande färg som ytbehandling inom vattenbruk såsom fiskeredskap och båtskrov. aXiphen® används då som bio-repellent, vilket innebär att ämnet nyttjas för att stöta bort oönskade biologiska organismer från områden och installationer. Avslutningsvis har bolaget även ambitioner för aXivite inom den farmaceutiska industrin, som exempelvis bioenhancer, vilket emellertid ligger längst bort idag. I nedanstående del har vi koncentrerat oss på att beskriva förutsättningarna för foder och nutraceuticals.

Salmonellahämmande och ökad tillväxt – två viktiga fördelar i foder

Enligt genomförda studier i Kina och i Europa finns det två huvudsakliga fördelar med aXiphen® som tillsats i foder. Dels att tillsatsen förebygger salmonella och dels att den ökar tillväxten på kycklingarna. Att aXiphen® förebygger salmonella produkten mycket intressant för kycklinguppfödare. För att sätta kostnader för salmonella i perspektiv uppskattas samhällskostnaderna enbart i USA till närmare 3 miljarder USD årligen. I tillägg till detta har aXiphen® en positiv påverkan på kycklingarnas tillväxt, vilket är ytterligare en positiv aspekt. För kycklinguppfödarna, som slaktar djuren vid en bestämd vikt, innebär detta ökad lönsamhet genom kortare uppfödningstid, vilket i sin tur möjliggör en större årlig produktion. Årligen produceras drygt 120 miljoner ton kyckling med ett globalt värde av 315 miljarder USD (Statista, National Chicken Council).

Utöver studier på kycklingar har tester genomförts på svin i Nederländerna, där aXiphen® används som tillsats i fodret. Resultaten påvisar att aXiphen® kan användas för att förebygga salmonella hos svin, vilket gör produkten intressant på ytterligare en stor marknad.

Marknadsstorleken för kycklingfoder

Marknaden för fjäderfäfoder omsatte 2015 omkring 190 miljarder USD. Vidare förväntas marknaden växa till 226 miljarder USD år 2021, detta innebär en årlig tillväxttakt på cirka 2,9 procent (Zion Market Research). Tillväxten 2018 uppgick till ca 3% och vi uppskattar därmed den totala marknaden till 477 miljoner ton (Alltech).

Försäljning av fjäderfäfoder globalt						
År	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Miljoner ton	379	418	444	452	463	477
Tillväxt		10%	6%	2%	2%	3%

Källa: Alltech, Redeye Research

Europa, Kina och Nordamerika står tillsammans för omkring 50 procent av den totala världsmarknaden för fjäderfäfoder. aXichem har genomfört studier i både Kina och Europa vilket vi ser som positivt då det finns en god marknadspotential i dessa områden. Även i Sydamerika, där aXichem har etablerat kontakter, finns en god marknadspotential. I Mexiko behövs inte regulativa godkännanden och därmed är vägen till marknad snabbare medan myndighetsbeslut är nära förestående i USA och Europa, samt Brasilien.

Marknadsstorleken för svinfoder

Marknaden för svinfoder hade en god utveckling under 2017 och växte globalt med 5,5%, vilket summerar till en världsmarknad om 292 miljoner ton (Alltech). Under 2018 var ökningen blygsammare och estimerades enligt samma källa till 292 miljoner ton. Marknaden för svinfoder uppskattas därmed vara drygt hälften så stor som marknaden för fjäderfäfoder. Även inom marknaden för svinfoder är Kina en stor producent, följt av Europa och Nordamerika. aXichem genomförde under 2017 tester i samarbete med en europeisk foderproducent på cirka tusen svin i en anläggning i Nederländerna. Resultaten från testerna visade att aXiphen® kan användas för att förebygga salmonella hos svin.

Brasilien – ytterligare en gigantisk fodermarknad att bearbeta

Brasilien är världens tredje största land inom foderproduktion men uppskattas 2018 ha tappat 1% i volym och producerat 68,65 (69,9) miljoner ton foder. Av dessa stod fjäderfä för ca 38 miljoner ton, motsvarande 56% av den totala foderkvantiteten. Svin var den näst största andelen med 24% av landets foderproduktion, motsvarande knappt 17 miljoner ton.

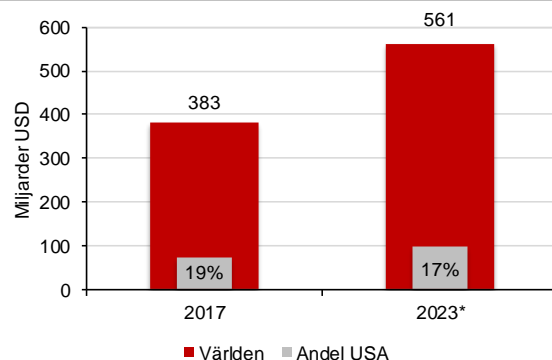
För att få sälja i landet handlar det, enligt aXichem, snarare om en registrering än en marknadsgodkännande-process. aXichem har skickat in dokument och väntar på svar, vilket vd Torsten Helsing försiktigt uttryckt en förhoppning runt första kvartalet 2019. Brasiliens score i Transparency Internationals senaste undersökning är dock 37, där 0 är totalt korrupt och 100 inte alls korrupt. I världen rankas landet som det 96:e mest korrupta. Byråkratin i Brasilien är därmed komplicerad och landet har dessutom bytt president, vilket skapat viss turbulens. Vi räknar därmed inte med intäkter i närtid, men att en framgångsrik registrering kan nås under 2019. På sikt är Brasilien en stor möjlighet för bolaget.

Framåt med Food i USA

GRAS-godkännandet för Food öppnar upp USA-marknaden där aXiphen® kan användas som tillsats i exempelvis kosttillskott och livsmedel. Kosttillskottsmarknaden är en marknad där capsaicin och dess positiva effekter är välkända. Idag används exempelvis naturligt capsaicin i många typer av kosttillskott, men då aXiphen® är ett syntetiskt framställt capsaicin har substansen en mängd fördelar jämfört med naturligt capsaicin. Naturligt capsaicin extraheras från chili och har därför varierande kvalitet. Utöver att aXiphen® är ett förutsägbarare alternativ i jämförelse med naturligt capsaicin är det också mer ekonomiskt. Gällande användningsområden kan aXiphen® bland annat användas som tillsats i sportrelaterade näringstillskott, vid vikthantering, tarmhälsa och i salvor mot muskel- samt magsmärtor och liknande åkommor.

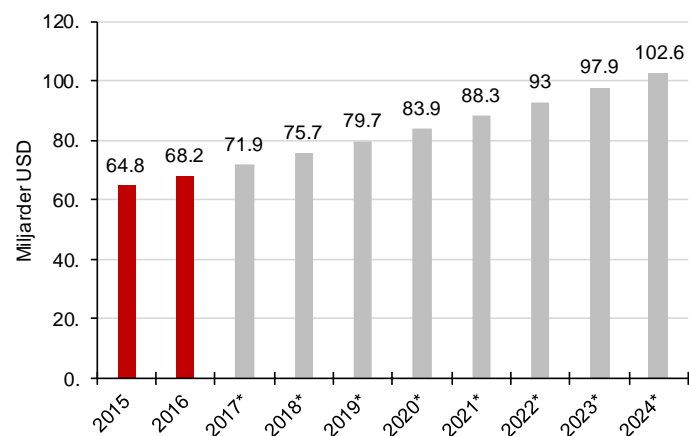
Då aXiphen® har potential att användas som tillsats inom många olika områden är storleken på den marknad som GRAS-godkännandet för food öppnar upp svår att definiera. Under 2016 uppgick USA marknaden för Natural products till 195 miljarder dollar och växte med nästan 8 procent från 2015. Delsegmentet Dietary supplements uppskattades till omkring 41 miljarder dollar med en tillväxt på nästan 7 procent från 2015. Vidare är sport, energi och viktminskning samt mag- och tarmhälsa två delsegment under Dietary supplements som bör vara relaterade till aXiphen®. Under 2016 uppgick marknadsstorleken för delsegmentet sport, energi och viktminskning till cirka 12,7 miljarder dollar medan marknaden för delsegmentet mage och tarmhälsa uppgick till cirka 2,7 miljarder dollar. (New Hope & Nutrition Business Journal). Den totala marknaden för nutraceuticals uppgick 2017 till närmare 400 miljarder USD, varav USA stod för 19% av försäljningen.

Nutraceuticals: Marknadsstorlek



Källa: Mordor Intelligence, Redeye Research

Den globala nutraceuticals-marknaden väntas i snitt växa ca 7% per år 2018-2023 (Mordor Intelligence, 2017) medan USA i snitt förväntas öka 3% per år (Transparency Market Research). Andra källor uppskattar dock att den amerikanska marknaden ökar snabbare, med i snitt ca 8% år 2016-2024 (Grand View Research, 2017).

Nutraceuticals: Marknadsstorlek USA

Källa: Transparency Market Research; Statista estimates, Redeye Research

Osäkerheten är i vanlig ordning hög när det kommer till marknadsprognoser, men flera drivkrafter talar för en underliggande marknadstillväxt. En viktig trend är att konsumenter i allt högre grad blir medvetna och agerar proaktivt för att undvika hälsoproblem innan de inträffar. Dessutom visade en undersökning bland amerikanska konsumenter år 2013 att pris var det största hindret mot att köpa nutraceuticals (Statista, 2013). Detta är positivt för aXichem, som har en kostnadseffektiv produktion och kan framställa fenylcapsaicin till en betydligt lägre kostnad än naturligt capsaicin. Intensionsavtalet med kanadensiska loVate är en viktig pusselbit mot en kommersialisering i USA, även om en del arbete kvarstår innan lansering.

Värdering

Uppdatering efter Q4 och emissionen

I denna uppdatering har vi justerat för att även övertilldelningsemissionen genomfördes, vilket ger en mindre utspädning och ett kapitaltillskott om närmare 15 MSEK. Det förbättrade finansiella läget gör att vårt betyg för kapitalstyrka ökar med ett poäng. aXichem har dock fortfarande inte börjat generera stabila intäkter, vilket gör att den uthålliga kapitalstyrkan är oprövad. Det högre betyget i Redeye Rating gör att avkastningskravet reduceras till 13,8% (14,4%). Detta har en positiv effekt i vår DCF-modell.

Bolaget har i de senaste storskaliga studierna och i de kommersiella utvärderingarna använt en koncentration om 15 ppm aXiphen per ton foder. Det har visat sig att detta ger den optimala effekten i såväl foder som i båtfärg, där varken mer eller mindre ger bättre effekt. Även i det storskaliga testet i Asien under 2019 är det 15 ppm som kommer att användas. Vi har tidigare konservativt räknat med 13 ppm, men anser att det är befogat att justera detta till 15 ppm, vilket har en positiv effekt på värderingen.

Vad gäller Food-marknaden handlar det i detta skede om ett indikationsavtal och produkterna behöver utvecklas med lovate. Samtidigt bevisar det intresset för aXichems lösning och att bolaget kan ta ordentligt betalt. Med anledning av detta har vi höjt förväntningarna något vad gäller omsättning och marginaler på kosttillskottsmarknaden.

Base case

Ovanstående förändringar i kombination med ett positivt tidsvärde gör att vi nu uppskattar aXichems försäljning år 2027 till 1150 (865 MSEK) MSEK med en genomsnittlig EBIT-marginal omkring 30 (27) procent under perioden 2019-2027. Dessa antaganden ger ett motiverat värde på **51** (28) SEK per aktie.

I vårt base case räknar vi med att bolaget successivt skalar upp sin försäljning. Vi räknar med att bolaget år 2027 har en marknadsandel på cirka 0,4 procent av den totala fodermarknaden för svin och kycklingar. I base case räknar vi fortsatt med att aXichem når en intäkt på 18 000 kr/kg för aXiphen® och 150 000 kr/kg för aXivite. Produktionskostnaden uppskattar vi i snitt ligger omkring 5000 kr/kg. Initialt estimerar vi från 8000 kr/kg i uppskalningsfasen ned till 3000 kr/kg i slutet av perioden. Det stora testet av aXiphen® som planeras att göras med en ledande jordbruksproducent i Asien under 2019, ligger i linje med våra kostnadsantaganden.

aXichem befinner sig i en uppskalningsprocess där bolaget går från utveckling till en sälj- och marknadsfas. aXichem avser rekrytera fler personer inom regulatoriskt, försäljning samt ekonomi. I vår värdering har vi räknat med ökande personalkostnader i absoluta tal, men fallande procentuell andel mot försäljningen. Vi förväntar oss även att bolaget vidareutvecklar sina produkter och lägger ytterligare resurser inom forskning och utveckling.

DCF-värdering - Base case	
Parameter	Värde, MSEK
Nuvärde, 2019 - 2021	36
Nuvärde, 2022 - 2028	460
Nuvärde, 2029 -	264
Nettokassa	49
Summa DCF	809
Per aktie	51

Källa: Redeye Research

aXichem: Antaganden för Base case

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Omsättning, MSEK	35	98	194	337	514	695	875	1028	1153
EBIT-marginal	5%	15%	25%	31%	33%	39%	40%	40%	40%

Källa: Redeye Research

Bull case

I vårt bull case-scenario räknar vi med att bolaget erhåller en intäkt på 22 000 kr/kg för aXiphen® och att produktionskostnaden i snitt ligger runt 5000 kr/kg. Vidare utgår vi från att bolaget har tagit en marknadsandel på cirka 0,5 procent av den totala fodermarknaden för svin och kycklingar år 2027. Vi prognostiserar då att marknaden uppgår till drygt 900 miljoner ton, motsvarande en årlig tillväxttakt på ca 2%.

Till följd av GRAS-godkännandet för Food i USA räknar vi med att bolaget lyckas generera stegvis ökande intäkter från aXivite som når 100 MSEK i försäljning år 2026. I detta optimistiska scenario estimerar vi även att aXiphen-bio® från år 2021 genererar ensiffriga miljoner i årlig omsättning. Bolaget har genomfört många tester inom marina tillämpningsområden, arbetar med regulatoriska ansökningar och provar nu även produkten på den oreglerade marknaden i Chile. Osäkerheten är dock stor huruvida dessa investeringar bär frukt, där myndighetsgodkännanden och utvärderingen med Brynsløkken är viktiga steg.

Med ovanstående antaganden landar omsättningen år 2027 omkring 1670 (1290) MSEK. Den genomsnittliga EBIT-marginalen uppgår under perioden 2019-2027 till 41 (31) procent. Dessa antaganden indikerar ett värde på **120 (74) SEK** per aktie.

DCF-värdering - Bull case

Parameter	Värde, MSEK
Nuvärde, 2018 - 2019	80
Nuvärde, 2020 - 2029	935
Nuvärde, 2028 -	845
Nettokassa	49
Summa DCF	1,908
Per aktie	120

Källa: Redeye Research

aXichem: Antaganden för Bull case

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Omsättning, MSEK	68	150	299	517	785	1053	1311	1532	1666
EBIT-marginal	29%	28%	36%	42%	44%	48%	48%	48%	47%

Källa: Redeye Research

Vid ett lyckat utfall kan bolaget ta en större marknadsandel än 0,5%. Detta skulle innebära större försäljningsvolym och ännu bättre marginaler. Vidare finns det ytterligare potentiella marknader för aXiphen® som vi inte har inkluderat i våra estimat.

Bear case

Vi har adderat kassan från emissionen i vårt pessimistiska scenario i denna analysuppdatering. Likt tidigare utgår vi i bear case från att aXichem inte får igång försäljningen utan att komplikationer uppstår. Vi värderar därför bolaget efter dess patent, forskning och varumärke. aXichem ansöker löpande om nya patent för att skydda verksamheten, vilket ökar värdet i balansräkningen. Regulatoriska godkännanden är en grundförutsättning för att kunna kommersialisera aXiphen®. Vi bedömer sannolikheten som mycket hög för lyckade utfall, men i väntan på dessa behåller vi denna värderingsmodell för att visa på de stora risker som finns. Motiverat värde uppgår till 6,0 (3,2) SEK per aktie.

Bear case-värdering			
Tillgång	Bokfört värde	Multiplikator	Tillgångsvärde (MSEK)
Patent & Forskning	34.3	1.5x	51.5
Omsättningstillgångar	49.0	0.8x	39.2
Skulder	4.9	1.0x	4.9
Nettovärde			86
Nettovärde SEK per aktie			6

Källa: Redeye Research

Värderings slutsats

aXichem har uppvisat positiva studieresultat och har tagit flera viktiga steg mot kommersialisering, både gällande regulatoriska godkännanden och distribution. Kommer försäljningen igång på allvar, bör aXichem ganska omgående kunna nå lönsamhet tack vare företagets effektiva organisationsstruktur och produkternas höga marginaler. Aktiekursen har fortsatt uppåt den senaste tiden och värderingen indikerar, enligt oss, att marknaden har prisat in höga förväntningar i närtid. Vi har sammanställt våra prognosförändringar i base case för kommande år:

aXichem - Estimatförändringar			
MSEK	2019E	2020E	2021E
Intäkter			
Tidigare	30	75	148
Ny	35	98	194
% förändring	17%	31%	31%
EBIT			
Tidigare	2	13	37
<i>marginal</i>	7%	17%	25%
Ny	2	15	48
<i>marginal</i>	5%	15%	25%
% förändring	-16%	16%	30%

Källa: Redeye Research

Vi vill återigen poängtera utmaningen i att sätta estimat för ett bolag som aXichem, särskilt i det kortare perspektivet där regulatoriska processer är en svårberäknad faktor. Det är ur den kontexten våra tre värderingsscenarion ska tolkas. Det finns en mycket stor marknad och god potential i produkten, men resan till att nå storskalig försäljning är sällan spikrak.

Bakgrund till vår värdering

Som vi tidigare framhållit kan aXichems produkter användas inom en rad tillämpningsområden och försäljningspotentialen är svindlande. Bolaget har genomfört studier med lovande resultat och är nu på väg in i kommersialiseringsfas. Främst är det inom foder vi ser den största potentialen, vilket också är kärnan i vårt investment case. De viktiga regulatoriska processerna har tagit längre tid än bolaget och investerare hoppats på, men ser nu ut att vara mycket nära förestående. Antibiotika är ett enormt problem och fodermarknaden har ett skriande behov av alternativ, där aXichems lösning är mycket attraktiv. Detta gör att bolaget har en utmärkt position att kapitalisera på situationen. Samtidigt är det ett litet företag som fortfarande behöver bevisa sig.

Bolaget befinner sig för närvarande i en uppskalningsprocess där bolaget går från utveckling till en sälj- och marknadsfas. aXichem avser rekrytera personer som kan stödja de regulatoriska processerna, arbeta med försäljning samt ekonomi. I vår värdering har vi räknat med ökande personalkostnader i absoluta tal, men fallande procentuell andel mot försäljningen. Vi förväntar oss även att bolaget vidareutvecklar sina produkter och lägger ytterligare resurser inom forskning och utveckling.

Den nuvarande tillverkningen av aXiphen® sker genom att bolaget av olika partners köper produktionskapacitet, logistik, paketering, skeppning och distribution. aXichem utesluter dock inte investeringar i egen produktions- eller lagerkapacitet. Bolaget har sedan september 2017 ett avtal som berättigar Chr. Olesen Group att sälja aXiphen® i Europa och Latinamerika. Chr. Olesen är en stabil partner som uppvisat lönsamhet de senaste fem åren, men endast ensiffriga bruttomarginaler. Detta indikerar att konkurrensen är hård, vilket bör gagna aXichem. Under räkenskapsåret 2016/2017 stod Europa för 58% av Chr. Olesens försäljning medan Sydamerika var näst största region med 25%. Totalt omsatte bolaget 187 miljoner EUR i dessa två områden och det är tydligt att Chr. Olesen har en väletablerad marknadsposition, som aXichem kan få stor nytta av i dess kommersialisering.

Vi är ödmjuka inför utmaningen att estimerar kassaflödena i ett bolag som aXichem där potentialen är skyhögt men regulatoriska processer och tidsaspekten utgör tydliga osäkerhetsfaktorer. Bolaget har arbetat målmedvetet och med begränsade resurser, där vd och grundare Torsten Helsing har varit den stora drivkraften. Med åren har företaget upptäckt nya applikationsområden och tagit viktiga steg mot att komma ut på marknaden. Samtidigt har många utfästelser och förhoppningar behövt skjutas framåt i tiden, vilket inte är något ovanligt, men ändå skapar osäkerhet. Det är tydligt att det kliar i fingrarna att kunna bevisa storheten i fenylcapsaicin och bli självförsörjande. När alla bitar väl faller på plats kan det gå fort och med goda marginaler kan hävstångseffekten bli stark. Sett till dagens värdering indikerar den dock, enligt oss, att marknaden har prisat in höga förväntningar. Sammantaget anser vi att risken för misslyckanden har minskat då bolaget skrider allt närmare en kommersialisering. Vi vill återigen poängtera att osäkerheten är hög, vilket demonstreras i det stora värderingsintervallet.

Investment Case

Potentialen i produkten. aXiphen® som tillsats i djurfoder har två huvudsakliga fördelar. Dels förebygger det salmonella och dels ökar det tillväxten på kycklingarna. Att aXiphen® förebygger salmonella gör produkten synnerligen intressant för kyckling- och svinuppfödare.

Marknadsdrivkrafter spelar bolaget i händerna. De regulatoriska restriktionerna för antibiotika skärps, framför allt i EU, vilket ökar behovet av aXichems produkter. Hög efterfrågan gör att bolaget kan ta bra betalt för aXiphen och därmed nå höga marginaler. Vi anser att rådande marknadssituation stärker investeringscasen.

Studiedata med intressanta resultat. Under 2016 fokuserade bolaget på att ta fram data som bevisar effektiviteten av dess produkt som komponent i kycklingfoder. En omfattande fältstudie genomfördes och slutrapporten var positiv och överträffade tidigare studier gällande aXiphen® som förebyggare mot salmonella samt substansens egenskaper som tillväxtpromotor för kycklingar. aXichem genomförde två studier i Kina, där klimatet i den första studien blev för kallt för att bekräfta eventuella salmonellaeffekter. Studien visade dock att kycklingar som fått aXiphen® i fodret hade en viktökning på ca 5 procent jämfört med kycklingar som inte fått aXiphen® i fodret. För att utvärdera salmonellaeffekten gjordes en ny studie. I den studien visades en tillväxtökning på i genomsnitt 9 procent och en klart positiv effekt när det gällde att minska förekomsten av salmonella. Resultatet från studien visade varken på salmonella i blindtarmen eller mjälten hos de kycklingar som fått aXiphen® i fodret. Detta går att jämföra med 28 procent, respektive 8 procent i kontrollgruppen.

Vidare kommunicerade bolaget positiva resultat under 2017 från de tester som aXichem genomförde tillsammans med fodertillverkare i Europa. Inom kycklinguppfödning visade testerna positiva resultat både som tillväxtpromotor och som salmonellahämmare. På svinen testades aXiphen® som salmonellahämmare, vilket också visade ett mycket bra resultat.

Regulatoriska avtal i sikte. Under 2018 har bolaget tagit flera viktiga steg mot kommersialisering. Bland annat har bolaget erhållit ett GRAS-godkännande för food, vilket öppnar upp USA-marknaden där aXiphen® kan användas som tillsats i exempelvis kosttillskott och livsmedel. Vidare har aXichems Novel Food-ansökan bedömts komplett och korrekt, vilket innebär att bolaget nu är på väg mot ett Novel Food-godkännande. Myndigheten EFSA har återkommit med ett antal frågor som aXichem besvarat inom tidsfristen. Ambitionen är att det regulatoriska avtalet finns på plats under första halvåret 2019. Ett godkännande enligt GRAS-feed bedöms enligt bolaget också ske under första halvåret, vilket skulle öppna den stora USA-marknaden för foder. Därtill arbetar aXichem för en registrering i Brasilien, som är ytterligare en stor fodermarknad.

Counter Thesis

Trots potentialen i produkten samt de intressanta resultaten från studierna finns det osäkerhetsfaktorer. Vi har sammanfattat de mest uppenbara nedan:

- **Ytterligare fördröjning av regulatoriska godkännanden:** Bolaget har fått ett GRAS-godkännande för Food och levererat en pilotorder till Mexiko där aXiphen® ingår i kycklingfoder. Dock ser vi alltså Novel Food- och Gras Feed-godkännandena som de viktigaste för bolaget. Dessa är inom räckhåll, även om regulatoriska processer är svåra att tidsestimera.
- **Problem i uppskalningsfasen:** aXichem har hittills producerat mindre kvantiteter av sina produkter. Produktionen har outsourcats till pålitliga partners, men vi ser det fortfarande som en potentiell risk att problem uppstår i uppskalningsfasen.

Catalysts

GRAS Feed-godkännande

GRAS Feed-godkännandet har dragit ut längre på tiden än vi hade väntat initialt. Regulatoriska processer är alltid svåra att bedöma och bolagets senaste uppskattning är att det bör komma under första halvåret 2019 (tidigare runt årsskiftet 2018/19). Då förseningar är vanliga hade vi förväntat oss besked i Q1 2019, men ser det nu som mer rimligt i Q2. Oavsett rör det sig om ett fåtal månader och med ett godkännande kan aXichem börja bearbeta USA-marknaden för foder. Bolaget erhöll GRAS Food-godkännande i april 2018 och sannolikheten är mycket hög för Feed. Samtidigt är detta förväntat av marknaden som skruvat upp aktiekursen rejält under 2018. Skulle det mot förmodan inte bli ett godkännande eller att det drar ut ytterligare på tiden, är nedsidan enligt oss väsentlig.

EFFEKT					
Nackedel			Fördel		Tidsram
Signifikans	Sannolikhet		Signifikans	Sannolikhet	
Stor	Osannolikt		Måttlig	Väldigt sannolikt	Kortsiktigt

Novel Food-godkännande

Ett Novel Food-godkännande skulle innebära att aXichem får tillstånd att sälja aXiphen® som tillskott i djurfoder och som kosttillskott i Europa. Ansökan skedde initialt i november 2016, men återkallades i mitten av 2017 till följd av nya EU-direktiv. En ny ansökan skickades in i februari 2018 och den senaste bedömningen från bolaget är att ha det klart under första halvåret 2019 (tidigare Q1 2019). Novel Food är av stor vikt för bolaget och vi anser att sannolikheten är hög för ett godkännande, även om det på rådande kursnivåer ligger i aktiemarknadens förväntansbild. Skulle det bli ytterligare förseningar eller att ansökan mot alla odds inte blir godkänd, finns avsevärd nedsida.

EFFEKT					
Nackedel			Fördel		Tidsram
Signifikans	Sannolikhet		Signifikans	Sannolikhet	
Stor	Osannolikt		Måttlig	Väldigt sannolikt	Kortsiktigt

Kommersiellt genombrott

aXichem har levererat en första testorder av aXiphen-feed och den länge förväntade kommersialiseringen har därmed närmast sig ytterligare. När bolag ställer om från forskningsfas till marknads- och säljfas kan stora aktieägarvärden skapas. Samtidigt är det ofta svårt att uppskatta tiden det tar och de resurser som krävs. Vi har en positiv syn på de framsteg och förberedelser som aXichem gjort, den studiedata som föreligger och det kundproblem som bolaget löser. Efterfrågan förefaller vara mycket stor och produkten unik i sitt slag. På rådande kursnivåer är förväntningarna emellertid höga på en framgångsrik etablering. Skulle problem uppstå med produkten, kundrelationer, uppskalning av produktion, logistik, försäljning eller annat, kan ett kommersiellt genombrott försenas eller helt utebli.

EFFEKT					
Nackedel			Fördel		Tidsram
Signifikans	Sannolikhet		Signifikans	Sannolikhet	
Stor	Sannolikt		Måttlig	Sannolikt	Medellång sikt

Pilotresultat från Mexiko

Utfallet i pilotprojektet med slutkunden i Mexiko är viktigt då det är bolagets första försäljning via Chr. Olesen. Det har dragit ut på tiden, men vi förväntar oss åtminstone besked inom kommande sex månader. Uppnås tillfredsställande effekt gällande salmonella och tillväxt i kycklingarna bör en uppföljningsorder vara nära föreliggande. Ett negativt utfall skulle däremot skapa osäkerhet rörande produktens potential.

EFFEKT					
Nackedel		Fördel		Tidsram	
Signifikans	Sannolikhet	Signifikans	Sannolikhet		
Stor	Osannolikt	Måttlig	Väldigt sannolikt		Kortsiktigt

Godkännande för aXiphen-feed® i Brasilien

För att få sälja i Brasilien handlar det, enligt aXichem, snarare om en registrering än en marknadsgodkännande-process. aXichem har skickat in dokument och väntar på svar. En framgångsrik registrering skulle innebära att en stor marknad öppnas för bolaget, även om den höga korruptionen skapar osäkerhet gällande tidsaspekten.

EFFEKT					
Nackedel		Fördel		Tidsram	
Signifikans	Sannolikhet	Signifikans	Sannolikhet		
Försumbar	Osannolikt	Måttlig	Väldigt sannolikt		Medellång sikt

Framsteg med aXiphen-bio®

Ett gynnsamt resultat i utvärderingen av aXichems produkt skulle sannolikt innebära att Brynsløkken utnyttjar sin rättighet att kommersialisera aXiphen-bio®. I första hand är marknaden i Chile aktuell, men på sikt kan även andra länder bli aktuella. Vi ser detta som en katalysator på medellång sikt, omkring 7-18 månader. Inlämnande av en dossier för biociddirektivet finns också på agendan för 2019. Långsiktigt är det viktiga besked, även om vi anser att katalysatorerna är av mindre dignitet i jämförelse med de för fodermarknader, där intäkter hägrar i närtid.

EFFEKT					
Nackedel		Fördel		Tidsram	
Signifikans	Sannolikhet	Signifikans	Sannolikhet		
Försumbar	Extremt osannolikt	Liten	Sannolikt		Medellång sikt

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

aXichem har framgångsrikt genomfört en nyemission som tilldrog stort intresse från investerare och gav ett nettokapital om cirka 50 MSEK. Det förbättrade finansiella läget gör att vårt betyg för kapitalstyrka ökar med ett poäng. Betyget är fortsatt lågt då vår Rating även kräver en historik av lönsamhet. aXichem har ännu inte börjat generera stabila intäkter, vilket gör att den uthålliga kapitalstyrkan är oprövad. Det högre betyget i Redeye Rating gör att avkastningskravet reduceras till 13,8% (14,4%), vilket har en positiv effekt i vår DCF-modell.

Ledning: 7.0

Utvecklingen av aXiphen® har varit minst lika bra som bolaget indikerat. Emissionskapital har uteslutande använts till utvecklingen av produkten och ledningen visar på kostnadsmedvetenhet. Vd, Torsten Helsing, är grundare och har lång erfarenhet från branschen. Vi bedömer även att styrelsen har god och användbar erfarenhet, trots att bolaget är i den mindre storleken.

Ägarskap: 7.0

Bolaget har en stark ägarstruktur. Vd och grundare Torsten Helsing representerar den största ägaren Manakin Ltd och har drygt 12 procent av kapitalet. Den näst största ägaren LMK har omkring 11 procent av kapitalet. LMK är kapitalstarka och har god erfarenhet kring utveckling av tillväxtbolag, vilket vi ser som positivt.

Vinstutsikter: 6.5

Potentialen på fjäderfäfoder-marknaden är stor då det inte finns några direkta konkurrerande produkter till aXiphen®. Samtidigt skärps de regulatoriska restriktionerna av antibiotika, vilket ökar behovet av aXichems produkter. Enligt genomförda studier i Kina och i Europa finns det två huvudsakliga fördelar med aXiphen® som tillsats i foder. Dels att det förebygger salmonella och dels att det ökar tillväxten på kycklingarna. Utöver studier på kycklingar har dessutom tester genomförts på svin i Nederländerna, där aXiphen® används som tillsats i fodret. Resultaten påvisar att aXiphen® kan användas för att förebygga salmonella hos svin. Ytterligare potentiella marknader som produkten är intressant inom är som tillsats i kosttillskott och livsmedel, som påväxthämmande färg och inom farmaceutiska områden. aXichem har ett starkt globalt patent för aXiphen, vilket är viktigt vid en kommersialisering.

Lönsamhet: 0.0

Axichem har idag enbart mindre intäkter vilket leder till ett lågt betyg, men lönsamheten blir sannolikt hög om kommersialiseringen av aXiphen lyckas.

Finansiell styrka: 2.0

aXichem är beroende av en lyckad lansering av aXiphen-feed. Bolagets finansiella situation har förbättrats väsentligt med en nyemission där även övertilldelningsoptionen fulltecknades. aXichem är på väg att skala upp organisation och marknadsinsatser, men har för närvarande en relativt låg burnrate. Dessutom närmar sig bolaget försäljningsstart. Bolaget saknar dock fortfarande försäljningsintäkter, vilket i dagsläget begränsar den uthålliga kapitalstyrkan och modellmässigt påverkar betyget negativt.

RESULTATRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	0	0	35	98	194
Summa rörelsekostnader	-7	-9	-31	-81	-143
EBITDA	-7	-8	4	17	51
Avskrivningar materiella tillg.	0	-1	-2	0	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	-2	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-7	-10	2	15	48
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	-2	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-7	-10	0	15	48
Skatt	0	0	0	-3	-10
Nettoreultat	-7	-10	0	12	38

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	4	39	31	40
Kundfordringar	0	0	7	20	39
Lager	0	0	4	10	19
Andra fordringar	1	0	0	0	0
Summa omsättn.	6	4	50	61	98
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	0	0	1	7	14
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	32	34	37	38	42
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	32	34	39	46	55
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	39	38	88	106	153
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	0	4	0	0	0
Kortfristiga skulder	1	1	4	10	19
Övriga kortfristiga skulder	0	4	4	4	4
Summa kort. skuld	1	9	7	14	23
Räntebr. skulder	4	0	0	0	0
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	5	9	7	14	23
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	34	29	81	92	130
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	34	29	81	92	130
Summa skulder och E. Kap.	39	38	88	106	153

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	0	0	35	98	194
Sum. Rörelsekostnader	-7	-9	-31	-81	-143
Avskrivningar	0	-1	-2	-2	-3
EBIT	-7	-10	2	15	48
Skatt på EBIT	0	0	0	-3	-10
NOPLAT	-7	-10	2	12	38
Avskrivningar	0	1	2	2	3
Bruttokassaflöde	-7	-8	4	14	41
Föränd. i rörelseskap	16	5	-8	-13	-19
Investeringar	-3	-4	-6	-9	-13
Fritt kassaflöde	6	-7	-11	-8	9

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	88%	76%	92%	87%	85%
Skuldsättningsgrad	11%	14%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-2	0	-39	-31	-40
Sysselsatt kapital	32	29	42	61	90
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.4	0.9	1.3

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningstillväxt	25%	7,720%	8,877%	179%	98%
VPA tillväxt (just.)	21%	33%	-104%	2,854%	221%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	13.8 %	NPV FCF (2018-2020)	36
		NPV FCF (2021-2027)	460
		NPV FCF (2028-)	264
		Rörelsefrämmande tillgångar	49
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	809
Antaganden 2017-2023 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	70.8 %	Motiverat värde per aktie, SEK	51
EBIT marginal	27.7 %	Aktiekurs, SEK	81.2

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	-20%	-32%	1%	14%	34%
ROCE	-17%	-27%	3%	17%	43%
ROIC	-16%	-30%	6%	28%	61%
EBITDA marginal	-143600%	-2139%	10%	17%	26%
EBIT marginal	-143600%	-2472%	5%	15%	25%
Nettomarginal	-147500%	-2539%	1%	12%	19%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	-0.50	-0.66	0.02	0.73	2.36
VPA just.	-0.50	-0.66	0.02	0.73	2.36
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.14	0.02	-2.44	-1.96	-2.50
Antal aktier	14.81	15.00	15.93	15.93	15.93

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	269.0	1,050.2	1,254.7	1,262.4	1,253.8
P/E	-36.7	-105.8	3,266.7	110.6	34.4
P/E diluted	-36.7	-105.8	3,266.7	110.6	34.4
P/Sales	54,192.5	2,685.3	36.9	13.2	6.7
EV/Sales	53,790.9	2,685.9	35.7	12.9	6.5
EV/EBITDA	-37.5	-125.6	343.7	74.0	24.5
EV/EBIT	-37.5	-108.6	661.7	84.6	26.2
P/BV	8.0	36.1	16.0	14.0	9.9

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	16.7 %	Omsättning
3 mån	-1.5 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	506.0 %	V/A, just
Årets början	11.2 %	EK
		54.5 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Manakin Ltd	12.4 %	12.4 %
LMK-bolagen & Stiftelse	10.7 %	10.7 %
Avanza Pension	5.4 %	5.4 %
Danica Pension	5.2 %	5.2 %
Nordnet Pensionsförsäkring	3.8 %	3.8 %
Redotem AB	2.4 %	2.4 %
Hans Sköld	1.8 %	1.8 %
Per Vasilis	1.7 %	1.7 %
Rolf Kraft	1.5 %	1.5 %
Göran Högstedt	1.3 %	1.3 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	AXIC-A.ST
Lista	First North
Kurs	81.2
Antal aktier, milj.	15.9
Börsvärde, MSEK	1293.6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Torsten Helsing
CFO	-
IR	Gunilla Savring
Ordf	Jan Gustavsson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	

ANALYTIKER	
	Redeye AB
Eddie Palmgren	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
eddie.palmgren@redeye.se	111 57 Stockholm

Kristoffer Lindström
kristoffer.lindstrom@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Dennis Berggren

dennis.berggren@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Editorial

Jim Andersson

jim.andersson@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Life Science Team

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Mathias Spinnars

mathias.spinnars@redeye.se

Erik Nordström

erik.nordstrom@redeye.se

Jakob Svensson

jakob.svensson@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2019-03-12)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinstutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	49	47	20	11	20
3,5p - 7,0p	90	88	120	42	55
0,0p - 3,0p	13	17	12	99	77
Antal bolag	152	152	152	152	152

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument 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.
Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Eddie Palmgren äger aktier i bolaget: Nej

Kristoffer Lindström äger aktier i bolaget: Nej

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