

Uppdatering: Kv2 2021

DANCANN PHARMA A/S

VD: Jeppe Rasmussen

SO: Carsten Trads

www.dancann.com

Bloomberg: DANCAN:SS

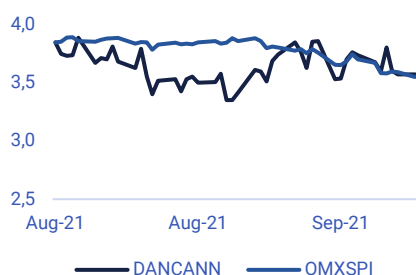
Refinitiv Eikon: DANCAN.ST

Handelsplats: Spotlight DK

Aktie, senast: DKK 3,8

Börsvärde: DKK 79m

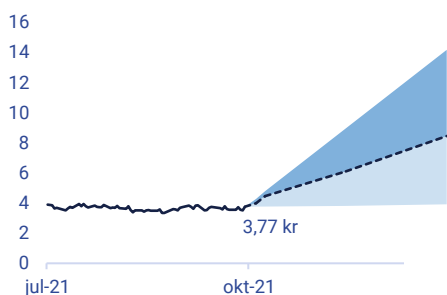
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling. (%)	15,2	17,7	21,1	-11,8

Källa Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	3,9	8,5	14,2
Upp-/nedsida (%)	1%	121%	269%

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Carlsquare tar inte ställning i diskussionen om huruvida medicinsk cannabis bör bli lagligt eller inte. Forskningsrapporten bygger på information från källor som Carlsquare anser vara trovärdiga.

Jonatan Andersson
Equity Analyst

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Ulf Boberg
Senior Advisor, Life Science

Värdeskapande förvärv accelererar tillväxten

DannCann fortsätter exekvera på sin utlagda tillväxtstrategi. Stora framsteg i den kliniska utvecklingsplanen för bolagets partner Tetra BioPharma avseende bolagets produktkandidat QIXLEEF™ är en viktig milstolpe. En förstärkt kassaposition är också något som skapar förutsättningar till fortsatt hög affärsaktivitet. Ett strategiskt förvärv adderar värde. Vi justerar upp det motiverade värdet per aktie till DKK 8,5 (7,0) för de kommande 6-12 månaderna. Det mot bakgrund utav förvärvet av CannGros.

Nordisk aktör inom medicinsk cannabis

DanCann grundades under 2018 av nuvarande VD, Jeppe Rasmussen. Bolagets strategi är att tillhandahålla medicinsk cannabis på den europeiska marknaden. Detta avser göras genom att (i) importera och distribuera medicinska cannabisprodukter, (ii) odla och exportera cannabisråvara samt (iii) identifiera och utveckla cannabisprodukter som en del av kombinationsläkemedel. Den utlagda strategin möjliggör för ett flertal potentiella intäktsströmmar.

Förstärkt kassaposition ger andrum

DanCann är fortfarande ett utvecklingsbolag utan redovisade intäkter. Likt våra prognoser presenterades inga intäkter under det andra kvartalet. EBITDA-resultatet uppgick till -3,6 miljoner DKK. Kassaflödet summerades till -6,9 miljoner DKK och avser, likt föregående kvartal, investeringar i både materiella- och immateriella tillgångar hänförligt till odlings-/produktionsanläggningen, BIOTECH PHARM1.

Vid utgången av det andra kvartalet hade bolaget en kassa på 5,8 miljoner DKK. Vi har i tidigare analyser nämnt att framtida kapitalbehov är nära förestående och kunde ses som en närliggande risk. Vi gläds således åt att DanCann stärkt sin kassaposition genom riktade emissioner i kombination med upptagna lån. Tillsammans ger aktiviteterna bolaget en ökad kassaposition om 16,3 miljoner DKK. Kassen är därmed säkrad för att ge bolaget utrymme att exekvera på sin tillväxtstrategi, åtminstone på kort sikt.

Förvärv av CannGros, marknadsledande distributör

Den 4 oktober meddelade DanCann att man förvärvat det danska företaget CannGros. En marknadsledande distributör av medicinsk cannabis inom ramen för pilotprogrammet i Danmark. Vi anser att detta förvärv adderar stora värden till DanCann. Förutom att man förvärvar faktiska intäkter under solid tillväxt med god lönsamhet får DanCann den nödvändiga expertisen och godkännandet för de nödvändiga licenserna (DMA) för att importera och distribuera medicinsk cannabis. Den totala kostnaden för förvärvet uppgår till 13 miljoner danska kronor och finansieras genom en kombination av nya aktier i DanCann och kontanter.

Signifikant uppsida till motiverat värde

Liksom i tidigare analyser är vår försäljningsprognos riskjusterad med sannolikheter. Mot bakgrund av framstegen i tillverkningen väljer vi att revidera riskjusteringen för försäljning av råvaror till en sannolikhet på 48 procent (från tidigare 40 procent). Vi har konsoliderat de förväntade intäkterna och kostnaderna från CannGros. På samma sätt reviderar vi de riskjusterade intäkterna från distributionsverksamheten till en sannolikhet på 48 procent (40). Det resulterar i högre förväntade intäkter under prognosperioden. Vi modellerar också med något lägre investeringar i H2 jämfört med H1. Det ökar DanCanns motiverade värde. Svaga resultat i sektorn resulterar dock i en nedgång i vår multipelvärdering med nästan 40 procent. Netto beräknar vi ett motiverat värde på 8,5 (7,0) danska kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

Nyckeltal (DKKm)

	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Riskjust. Nettoomsättning	0,0	1,5	14,9	37,7	69,3	138,2
Riskjust. EBITDA	-5,8	-14,9	-11,5	-10,9	-5,4	16,6
Riskjust. EBITDA	-5,9	-16,4	-14,0	-14,0	-9,2	12,5
Riskjust. Resultat	-4,7	-15,1	-14,0	-14,0	-9,2	9,2
Vinst per aktie	-0,5	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3	0,3
Tillväxt	NaN	NaN	925,4%	152,6%	83,8%	99,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,0%
EV/Sales (Nuv.)	NaN	45,5x	4,4x	1,8x	1,0x	0,5x
EV/EBITDA (Nuv.)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,0x

*Faktiska siffror. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Danska DanCann Pharma A/S (DanCann, företaget eller DanCann Pharma) rapporterade ett EBITDA-resultat på -3,6 miljoner danska kronor och ett kassaflöde på -6,9 miljoner danska kronor under andra kvartalet 2021. Företaget fortsätter att investera kraftigt i BIOTECH PHARM1, om än i något lägre grad än under det första kvartalet. Den första odlingen av cannabisråvara slutfördes under andra kvartalet. Efter rapporteringen av andra kvartalet skördades de första av bolagets testbatcher. Det är en viktig milstolpe inför storskalig produktion. Efter rapporteringsperioden stärktes kassan med motsvarande 16,3 miljoner danska kronor genom en kombination av en riktad aktieemission och upplåning. Det tillskjutna kapitalet motsvarar det belopp som tidigare var tänkt att tillskjutas genom teckningsoptioner. Därmed är kassan säkrad för att täcka de förväntade investeringarna på kort och medellång sikt. Dessutom accelererar den kliniska utvecklingen från bolagets partner Tetra BioPharma. I början av oktober tillkännagav DanCann ett strategiskt förvärv som flyttar företagets tillväxtstrategi 6-12 månader framåt. Vi förutser ett antal triggers inom den närmaste framtiden, där produktionsgodkännande och GMP-certifiering kan ske redan före årsskiftet.

Finansiering möjliggör fortsatt hög affärsaktivitet

DanCann är fortfarande ett utvecklingsbolag utan intäkter. Likt första kvartalet redovisades heller inga intäkter under andra kvartalet. Bolaget fortsätter däremot investera för att kunna ta vara på framtida tillväxtpotentialer. EBITDA-resultatet uppgick till -3,6 miljoner DKK medan EBIT kom in på -3,7 miljoner DKK, vilket var något högre än vår förväntan.

DanCann fortsätter genomföra betydande investeringar som överstiger våra prognoser.

Bolagets personalkostnader ökade till -1,7 miljoner DKK under kvartalet och summeras till -2,6 miljoner DKK för första halvåret 2021. Samtidigt fortsätter den största kostnadsposten vara övriga rörelsekostnader, vilka uppgick till drygt -1,9 miljoner DKK under det andra kvartalet. Under de första sex månaderna uppgick posten till -3,6 miljoner DKK. Detta motsvarar 60 procent av bolagets kostnader, exkluderat av- och nedskrivningar.

Strategiskt förvärv av CannGros ApS

Den 4 oktober meddelade DanCann att man förvärvat det danska företaget CannGros. En marknadsledande distributör av medicinsk cannabis inom ramen för pilotprogrammet i Danmark. CannGros har ett flertal produkter på marknaden idag. Portföljen består av tre produkter, Bedrocan®, Bedica® och Bediol®. Samtliga säljs som torkade blommor eller granulat i doser om 5 gram, som finns för inhalation med hjälp av en Viper eller som te. Produkterna håller hög standard med en trovärdig kundbas trots konkurrens från andra produkter.

CannGros har de nödvändiga licenserna från DMA för att importera och distribuera medicinsk cannabis, något som DanCann saknar. Att CannGros har dessa licenser och godkännanden från DMA är något som kommer att gynna DanCann i dess regulatoriska väg framåt.

I CannGros nuvarande produktportfölj finns Bedrocans produkter som importeras från Nederländerna. Bedrocans produkter är de enda produkterna i världen som kategoriseras som "medicinsk cannabis" och är helt GMP-certifierade (Good Manufacturing Practice), från odling till förpackning.

CannGros har dessutom möjlighet att ansöka om godkännande av ytterligare två produkter från Bedrocan, Bedrolite® och Bedronol®. De två produkterna säljs också som medicinala cannabisprodukter, doserade i granulatform i doser om 5 gram, för inhalation eller via drickning som te.

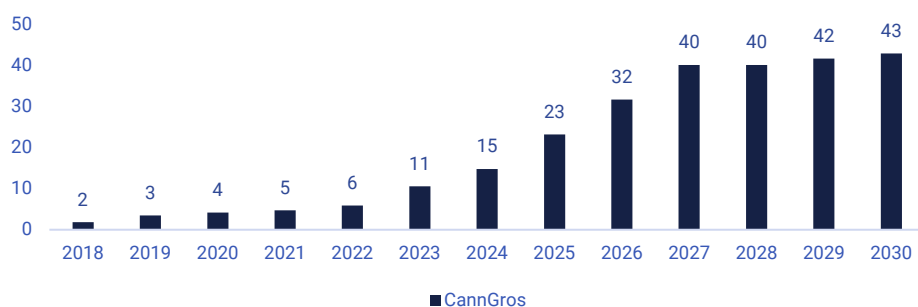
CannGros har också en pågående produktansökan hos DMA för en oljeprodukt som innehåller extrakt av cannabis och som ansökte om godkännande redan i april 2021. CannGros bästa förväntan är en potentiell marknads lansering under första halvåret 2022, förutsatt att DMA:s bedömning är framgångsrik.

Kostnaden för förvärvet uppgår till totalt 13 miljoner danska kronor. 7 miljoner danska kronor kommer att betalas med aktier i DanCann och resterande 6 miljoner danska kronor kontant i två delbetalningar. Det innebär att cirka 2,2 miljoner teckningsoptioner emitteras, som var och en ger rätt att teckna en aktie till ett lösenpris på 4,8685 danska kronor (samma villkor som i den senaste rundan i juli). Utspädningen kommer att summera till 8,3 procent. Samtidigt är vi mycket nöjda med att CannGros ledning kommer att äga en betydande andel i DanCann för att anpassa incitamenten i linje med övriga aktieägare. Ur vår synvinkel användes denna finansieringsrunda genom andelarna troligen för att stärka kassan mer än vad som behövs för att stödja framtida tillväxt.

Vi anser att detta förvärv är oerhört spännande och i hög grad omvälvande för DanCann. Förutom att förvärva intäkter under solid tillväxt och god lönsamhet får DanCann den nödvändiga expertisen och godkännandet för de nödvändiga licenserna (DMA) för att importera och distribuera medicinsk cannabis. Företaget självt anser att detta flyttar den skisserade tillväxtstrategin framåt 6-12 månader - något vi kan hålla med om.

CannGros intäkter har haft en CAGR på 55 procent under de senaste åren. Vi förväntar oss att tillväxten kommer att förbli intakt under vår prognosperiod. Våra långsiktiga prognoser bygger på att CannGros kommer att lansera fler produkter på marknaden under de kommande åren, vilket är i linje med bolagets förväntningar. Med tanke på att uppskattningarna förutsätter nya produktlanseringar är reve-nues, liksom andra delar av DanCann, riskjusterade. Vi har satt en sannolikhet på 65 procent för CannGros intäkter med en bruttomarginal som är högre än koncernen som helhet. Vi förväntar oss en toppförsäljning på drygt 65 miljoner danska kronor.

Illustration av våra prognoser för CannGros intäkter



Source: Company information, Carlsquare estimates

Stärker sin kassaposition genom riktade aktiviteter

Vid ingången av det andra kvartalet låg bolagets kassa på 12,7 miljoner DKK. Vid kvartalets utgång per den 30 juni summerades kassan till 5,8 miljoner DKK. Kassaflödet var således -6,9 miljoner DKK. Med fortsatta investeringar i BIOTECH PHARM1 samt investeringar i immateriella tillgångar summerade investeringar till 12,2 miljoner DKK för första halvåret 2021, varav investeringar i immateriella tillgångar uppgick till 8,3 miljoner DKK.

Kapitaltillskottet på 16,3 miljoner DKK förväntas täcka de tillväxtinitiativ bolaget planerar att genomföra kortsiktigt.

Sett i jämförelse mot föregående analys så modellerade vi med att bolagets teckningsoptioner skulle generera ett kapitaltillskott. Under tiden löste bolaget som tidigare nämnt en finansiering motsvarande samma belopp som teckningsoptionerna skulle genererat - drygt 16,3 miljoner DKK. I slutet av september bekräftade DanCann via ett pressmeddelande att inga teckningsoptioner hade löst in. Vilket också var logiskt givet att teckningskursen var 6,0 DKK samtidigt som aktien handlades omkring 3,7 DKK.

Finansieringslösningen består av 13,7 miljoner kronor i kreditfaciliteter, från Modelio Equity och Gerhald Dal. Lånen löper över ett år med en månadsränta om 1,5 procent, vilket motsvarar nära 20 procent årlig periodiseringsränta. Således blir de finansiella kostnaderna höga för denna lånelösning. Å andra sidan är det förtroendeingivande att de riktade emissionerna som genomfördes tecknades av bolagets ledning och styrelse. Totalt emitterades 1,7 miljoner nya aktier till ett pris om DKK 3,745 vilket gav bolaget ett kapitaltillskott om 6,4 miljoner DKK innan relaterade emissionskostnader. Utöver detta gavs 1,7 miljoner teckningsoptioner ut. En teckningsoption ger rätt att teckna en ny aktie till ett pris om 4,9 DKK under år 2025. Givet strukturen av finansieringslösningen bedömer vi det som troligt att bolaget själva anser att det är mindre gynnsamt för aktieägare att genomföra en nyemission med stor utspädning till nuvarande aktiekurs.

Jämfört med vår senaste analysuppdatering har vi ännu en gång ökat vår prognos för investeringsbehovet under helåret 2021. Från tidigare 11 miljoner DKK till 18 miljoner DKK. Samtidigt som investeringarna belastar kassaflödet så är det viktigt att bolaget står redo från dag ett vid eventuella godkännanden för att säkerställa kapacitet och en snabb tillväxt. Samtidigt får heller inte investeringarna bli alltför stora under andra halvan av 2021 för att inte tvinga bolaget till ytterligare finansieringslösningar med höga kostnader eller stor utspädning.

Imponerande aktivitet från samtliga affärsområden

Första batchen har skördats från BIOTECH PHARM1

I april 2021 stod bolagets produktionsfabrik BIOTECH PHARM1 klar, under juni påbörjades de första tillverkningsaktiviteterna för att odla tidigare utvald cannabisråvara. Redan åtta veckor senare skördades den första batchen. Denna batch är den första av totalt 13 test-batcher som kommer tas fram i syfte för djupare analys och vidareutveckling. Målet med dessa test-batcher är att optimera både slutprodukterna samt tillverkningsprocesserna inför bolagets storskaliga produktion, förutsatt att man får nödvändiga produktionsgodkännande. Den första test-batchen är i vår mening en viktig milstolpe i bolagets kommersialiseringsstrategi. DanCanns långsiktiga mål är att odla och tillverka 2,5 ton torkad cannabisråvara, vilket skulle tillgodose behovet om drygt 25 procent av den tyska marknaden.

Med högteknologisk tillverkningsprocess förväntas DanCann skörda kvalitativ cannabisråvara till solid lönsamhet.

I vår mening har risken i tillverkningsprocessen i BIOTECH BIPHARMA1 minskat genom proof-of-concept när den första test-batchen nu är skörd. Resultatet av det gör att vår riskjustering för affärsområdet justeras från en sannolikhet på 40 procent i tidigare analys till en sannolikhet på 48 procent. I vårt grundscenariomodellerar vi att tillverkning av cannabisråvara kan nå 8,6 miljoner DKK i riskjusterad försäljning redan under 2022. Detta motsvarar 46,7 procent av den, i vår mening, potentiella volymen bolaget bör kunna uppnå under 2022. Nästa trigger för egentillverkade cannabisråvara är erhållandet av produktionsgodkännande. Besked kring detta förväntas av bolaget komma från DMA under andra halvåret av 2021.

Bilden nedan illustrerar differensen mellan riskjusterade intäktsprognoserna från BIOTECH PHARM1 och 2 före och efter justering av sannolikheter – från 40 procent till 48 procent. Till vänster är våra riskjusterade omsättningsprognoser från vår senaste analyspublicering (40 procent), till höger är nuvarande prognoser (48 procent). Värt att notera är att dessa antaganden kan ses en aning konservativa givet bolagets mål om att tillverka 2,5 ton cannabisråvara, varje år. I takt med att operativa framsteg görs så kommer sannolikheten stiga i våra riskjusterade intäkter.

Riskjust. omsättning (DKKm), 40% av 100%. (3 juni 2021)



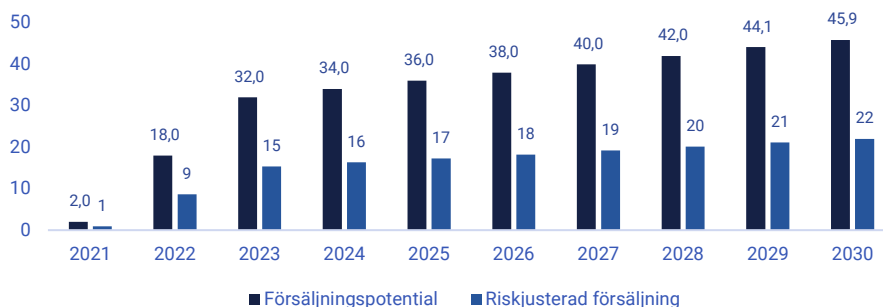
Källa: Carlsquare prognoser

Riskjust. omsättning (DKKm), 48% av 100%. (nuvarande)



Källa: Carlsquare prognoser

Illustration: Total försäljningspot. v.s. riskjusterade intäktsprognoser (cannabisråvara)



Källa: Carlsquare prognoser

Graf ovan visar vår förväntan på total försäljningspotential inom BIOTECHPHARM1 och 2.

Framsteg för samarbetspartnern Tetra

Vi berörde i vår senaste uppdatering tyngden i det undertecknade distributionsavtal med Tetra BioPharma för distribution av de tre cannabisbaserade medicinska produkterna Reduvo, Adversa® och Qixleaf™ och avser marknaden i Norden samt Tyskland. Detta möjliggör fler intäktsströmmar för DanCann över tid. Samtidigt kan de kliniska studierna produkterna genomgå vara stora värde triggers för bolagets aktie och över tid öka den potentiella topp-försäljningen.

Under det andra kvartalet inleddes de två fas II-studierna med Tetras produkt kandidat QIX-LEEF™. Studierna, som går under namnen REBORN1© och PLENITUDE©, riktar sig primärt mot smärta vid cancer. Kandidaten som inhaleras kan potentiellt bli ett helt nytt sätt att behandla patienter som lider av smärta. Dessa studier blir således viktiga att följa. En ska vara medveten om att utfallen ofta är binära. Dock, vid goda studieresultat ser vi också potential att bredda kandidaten mot andra smärtrelaterade indikationer. Det skulle givetvis medföra behov av fler studier.

Tetra meddelade i början det tredje kvartalet att den etiska kommitteen har godkänt de protokolländringarna som möjliggör inkluderande av ytterligare orala opiater med omedelbar frisättning i REBORN1©-studien. I praktiken kan det potentiellt bredda användningsområdet av QIXLEEF™ vid lyckade studieresultat. Givet den eskalerade opiat-epedemi som USA har- och befinner sig så är behovet för alternativa behandlingar mot smärta stort. Enligt Center for Disease Control and Prevention dog över 81 000 amerikaner under 2020 i drogrelaterade överdoser. Många av dessa missbruksproblem startar på grund utav användning av starka opiater i smärtlindrande syfte. Mot bakgrund av detta så är det medicinska behovet av bättre och mindre beroendeframkallande behandlingsalternativ oerhört stort. Med tanke på att QIXLEEF™ i REBORN1©-studien går head-to-head mot oral administrering av opiater så är det sannolikt att utfallet i studien blir binärt, vilket innebär en betydande potential vid lyckosamma resultat, samtidigt som riskerna är höga. Marknaden för opiater uppgick enligt Grandview Research till över 12 miljarder USD under 2020, enkom i USA.

QIXLEEF har potential att bli en konkurrenskraftig utmanare till traditionella opiatbehandlingar baserade på främst morfin.

Nödvändiga licenser, kontrollera

DanCann ansökte om tillstånd att importera medicinska cannabisprodukter i december 2020. Företaget räknar med att det ska vara på plats i slutet av det tredje kvartalet 2021. I och med förvärvet av CannGros har DanCann de nödvändiga licenserna internt från DMA. Och kan därmed påbörja nya ansökningar så snart affären mellan de två företagen är stängd. Detta är en av anledningarna till att bolagets tillväxt förväntas ta fart snabbare.

Stora triggers att vänta under andra halvåret 2021

CannGros DMA application

CannGros har en pågående produktansökan hos DMA för en produkt baserat på olja som innehåller extrakt av cannabis. Ansökan om godkännande skickades in redan i april 2021. Bolagets ambition är att en marknads lansering potentiellt kan ske under första halvåret 2022, förutsatt att DMA:s utfall blir positivt. Detta kommer potentiellt att kunna vara en trigger för bolagets värdering. När en ny produkt lanseras ändras vår riskjustering och sannolikheten ökar, vilket leder till uppjusterade prognoser. .

GMP certifiering förväntas fortsatt innan året är slut

Den toppmoderna odlingsanläggningen BIOTECH PHARM1 blev färdig och togs i drift under första halvår och påbörjade sin första odlingscykel i juni med första skörden åtta veckor senare. Anläggningen kommer att specialisera sig på sällsynta cannabinoider som kommer att säljas till andra bioteknikföretag. Idag produceras främst CBD och THC på marknaden, för vilket det finns en viss priskonkurrens. Det finns ännu lite forskning om sällsynta cannabinoider som inte heller används i större utsträckning. De kommer därför troligen att vara dyrare, förutsatt att det finns en efterfrågan. Bolaget förväntar sig att ha en GMP-certifiering på plats i slutet av 2021. Därefter kan försäljningen påbörjas och en GMP-certifiering ser vi därmed vara en stor värde trigger på kort sikt.

Investment case, prognoser och värdering

DanCann grundades 2018 med avsikt att förse den europeiska marknaden med medicinska cannabisprodukter. På andra sidan Atlanten har framgångsrika nordamerikanska företag sett en kraftig försäljningstillväxt under de senaste åren. Samtidigt har den underliggande marknaden mognat på grund av ökad legalisering, nya FDA-godkännanden, kliniska underlag och en ökad medvetenhet. Analytiker förväntar sig en liknande utveckling i Europa. De lokala företag som kommer att kunna navigera genom de olika regulatoriska systemen och uppfylla de kvalitetsstandarder som krävs tidigt kommer att kunna fånga en större del av marknaden innan konkurrensen börjar öka. DanCann arbetar nu med att få alla bitar på plats för att kunna förverkliga sina mål och vision. Delarna som saknas är viktiga. De innefattar erhållandet av licenser, EU GMP-godkännanden och produktgodkännanden. Dessa bitar som saknas utgör risker men är också stora värdetriggers. Mot bakgrund utav förvärvet av CannGros justerar vi upp det motiverade värdet till 8,5 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

Investment case: Betydande triggers i närtid

Danmark är ett av tre länder i Europa som för närvarande bedriver ett pilotprogram för medicinsk cannabis. I Danmark tillåter pilotprogrammet läkare att skriva ut medicinska cannabisprodukter till patienter. Inom ramen för denna analys betyder medicinsk cannabis cannabinoidbaserade produkter, receptbaserade eller OTC, som används för att behandla ett medicinskt tillstånd.

Det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis öppnar dörarna till marknaden för medicinsk cannabis.

Det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis, som nyligen förlängdes med fyra år, är en möjlighet för patienter att testa medicinsk cannabis under säkra och kontrollerade förhållanden. Det är också en möjlighet för såväl företag som tillsynsmyndigheter att bygga upp kapacitet, att organisera sig och strukturera sig kring detta relativt nya och växande medicinska fält. Det nya avtalet innebär att odling av medicinsk cannabis kommer att legaliseras helt och inte bara tillfälligt.

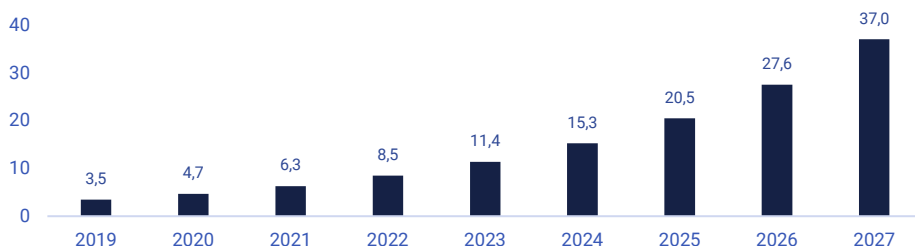
DanCann Pharma, grundat 2018 av dess nuvarande VD Jeppe Rasmussen, var ett av de första företagen som godkändes för att delta i pilotprogrammet enligt det så kallade utvecklingsschemat och väntar nu på licenser för att genomföra sin affärsmodell:

- Import och distribution av medicinska cannabisprodukter.
- Odling, bearbetning och export av medicinsk cannabisråvara och API: er utvunna från cannabisväxten.
- Identifiera, utveckla och kommersialisera IP-skyddade medicinska cannabisprodukter med fokus på kombinationsläkemedel.

Mångmiljardmarknad under uppbyggnad...

I USA har marknaden för medicinsk cannabis haft en stark tillväxt. År 2020 ökade försäljningen med 46 procent och uppnådde värde på 17,5 miljarder USD. De viktigaste drivkrafterna för marknaden har varit legaliseringen av medicinsk cannabis bland delstater i samband med viktiga FDA-godkännanden av cannabinoid-baserade läkemedel, kliniska studier samt en stark efterfrågan driven av medvetenhet och kliniska bevis på fördelar.

Europa: Marknaden för medicinsk cannabis, 2019-2027 (miljarder USD)



Källa: MarketsAndResearch och Carlsquare

Analytiker verkar vara överens om att Europa nu står inför en liknande framtid. Marknaden har redan börjat röra på sig. Nederländerna var först ute med att legalisera medicinsk

En stark tillväxt förväntas i Europa under de kommande åren.

cannabis i Europa och fler länder har beslutat att följa i deras fotspår. År 2019 värderades den europeiska marknaden för medicinska cannabisprodukter till 3,5 miljarder USD. Marknaden förväntas växa snabbt och uppgå till cirka 37 miljarder USD 2027. Detta motsvarar en hög genomsnittlig årlig tillväxttakt på strax över 34 procent för perioden 2020-2027.

Det som stora etablerade globala företag liksom lokala aktörer i ett tidigt skede emellertid kämpar med är de heterogena regulatoriska systemen och att uppnå höga krav på kvalitetsstandarder. De lokala företag som kan bryta igenom tidigt har också en god möjlighet att etablera sig lokalt för att sedan expandera över gränserna när marknaden utvecklas i en gynnsam riktning. Vi ser DanCann som ett av de lokala medicinska cannabisföretagen med potential att växa med den underliggande marknaden.

En tidig etablering på en växande marknad kan vara värdefull på lång sikt.

...DanCann gör sig redo för kommersialisering

Trots att DanCann fortfarande är i ett tidigt skede och saknar de nödvändiga licenserna så har företaget lyckats ingå ett distributionsavtal med det israeliska företaget Cannassure Therapeutics Ltd och kanadensiska MediPharm Labs samt Tetra Bio-Pharma Inc.

Viktiga distributionsavtal är redan på plats.

Distributionsavtal med Cannassure och MediPharm Labs

Avtalet med Cannassure ger DanCann ensamrätt att distribuera Cannassures produktportfölj i Skandinavien samt Finland. Produkter i portföljen lanserades på den israeliska marknaden under början av 2020. Samma år erhöll Cannassure intäkter på cirka 1,0 miljoner USD.

Cannassure är noterat på Tel Avivs börs och har ett marknadsvärde på cirka 10 miljoner euro.

Innan import och distribution kan påbörjas i Danmark måste dock produkterna godkännas enligt pilotprogrammet (utöver licenserna). Vi tror alltså att det tar en viss tid innan intäkterna från detta samarbete kan nå meningsfulla nivåer.

Vi ser ändå en god långsiktig potential i samarbetet. Detta på grund av att avtalet också ger DanCann ensamrätt till Cannassures framtida produkter. En medicinsk cannabisprodukt är under utveckling med Lipidors lipidteknologi AKVANO® för behandling av hudinflammation, inklusive psoriasis. Detta är en stor indikation och i september 2020 slutfördes en genomförbarhetsstudie.

Lipidor är noterat på Nasdaq First North och har ett marknadsvärde på cirka 30 miljoner euro.

I september 2020 undertecknades ett leveransavtal med MediPharm Labs, vilket gav DanCann rätt att importera och distribuera MediPharms produkter inom det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis.

Distributionsavtalet med Tetra BioPharma

Distributionsavtalet med Tetra ger DanCann exklusiva distributionsrättigheter för två potentiella cannabinoid-baserade läkemedelsprodukter, Reduvo™, Adversa® och QIXLEEF™ i Danmark, Norge, Sverige, Finland och Tyskland.

Tetra Bio Pharma är noterat på Toronto Stock Exchange och har ett marknadsvärde på cirka 68 miljoner euro.

Reduvo™ och Adversa® är baserad på THC med en ny beredningsmetod. Syntetisk THC är redan godkänt av FDA. Mot bakgrund av detta godkännande är Tetras avsikt att använda 505 (b) (2)-förfarandet för godkännandet och de förväntar sig en lansering under andra halvan av 2021.

QIXLEEF™ är en växtbaserad produkt bestående av torkade cannabisblommor förångas och inhaleras. Indikationen som den är avsedd för är cancersmärta och genombrottsmärta. Två fas II-studier pågår. Efter genomförda fas III-prövningar förväntas den första försäljningen äga rum under 2023. Avtalet inkluderar även ENJOUCA™, en OTC-version av QIXLEEF™ med samma API: er. Denna produkt kan alltså marknadsföras som en medicinsk cannabisprodukt vid ett tidigare tidfalle.

Reduvo™, Adversa® och QIXLEEF™ genomgår registreringar eller kliniska studier som kan lyckas eller misslyckas. De är receptbaserade och IP-skyddade, vilket innebär att "generiska läkemedel" inte är tillåtna. De är alltså ett komplement till vanliga GMP-medicinska cannabisprodukter som inte har testats i kliniska prövningar. I slutändan beror deras kommersiella värde på deras effekt, som ännu inte har fastställts.

Potentiella godkännanden av Reduvo™ Adversa® och QIXLEEF™ är värdegrundarna för DanCann.

Företaget förväntar sig att försäljningen av Tetra-produkter kommer att starta under slutet av 2021. DanCann Pharma kommer att betala en total ersättning på 6,25 miljoner DKK i förskott och milstolpar. Företaget uppskattar en toppförsäljning på 340-410 miljoner DKK år 2028 och royalty på upp till 62,5 miljoner DKK motsvarande en royalty på 15 procent.

Intern produktion av råvaror och API för export

Den första produktionsanläggningen, BIOTECH PHARM1, har färdigställts och den första kommersiella test-batchen är som tidigare nämnt skördad. Anläggningen använder sig av aeroponik samt är helt automatiserad med hög kvalitetsstandard. För bearbetning och utvinning av API: er planerar företaget att bygga en andra produktionsanläggning, BIOTECH PHARM2. När EU: s GMP-godkännanden (liksom beviljande av licenser) är på plats kan företaget börja producera och exportera medicinsk cannabisråvara och API: er. EU: s GMP-godkännande för BIOTECH PHARM1 förväntas vara på plats i slutet av 2021/början av 2022.

Försäljningen av råvarucannabis förväntas starta under första halvåret 2022. Tyskland är för närvarande den största marknaden i Europa och förväntar vara värd drygt 7,7 miljarder dollar 2028. Det är också den mest intressanta exportmarknaden eftersom de nyligen började tillåta import. Detta beror på att den inhemska produktionen inte tillgodoser efterfrågan. DanCann förväntar sig en maximal försäljning på DKK 40+ miljoner från detta affärsområde.

Tyskland är en potentiell nyckelmarknad för export av råvarucannabis och API: er.

Risker längst vägen

DanCann har en kort historia, vilket även den underliggande marknaden till stora delar har. Det finns alltså många nivåer av osäkerhet. Nedan följer de risker som i fall av ett positivt utfall kan bli potentiella värde drivare för DanCann.

- Som nämnts har en ansökan om licenser som behövs för att genomföra affärsmodellen lämnats in till DMA. Granskningsprocessen kan ta tid med tanke på de detaljerade och exakta kraven. Ett scenario med beviljade licenser skulle minska risken avsevärt och vara en värde trigger för DanCann. Vilket också kan ses som risker.
- Dessutom måste importerade produkter som säljs i Danmark tas upp av pilotprojektet. Återigen kan granskningsprocessen ta tid med tanke på de detaljerade och exakta krav som anges av DMA. Att ta med Cannasures produkter i det danska pilotprogrammet är ett steg närmare intäkter och därmed en värde trigger för DanCann.
- Klinisk utveckling av Tetras produkter pågår och resultatet är inte givet. Positiva kliniska resultat och godkännanden är därför värde triggers för DanCann. Positiva utlåtanden från myndigheter rörande fas 2-studien REBORN1 positivt.

Stor potential med hög risk

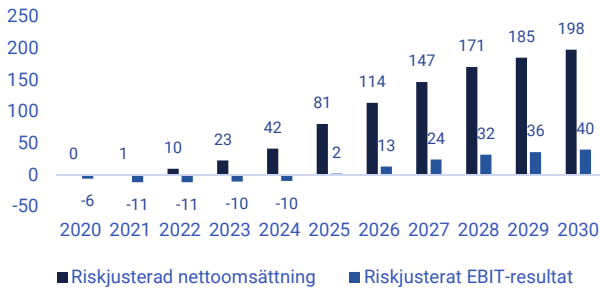
Med tanke på att marknaden för medicinsk cannabis är ny och håller på att ta form, tillsammans med de många företagsspecifika osäkerheterna, är prognoser svåra att göra. Vi har gjort antaganden om intäkter samt kostnader baserade på uppskattningar som företaget offentliggjort. Våra antaganden baseras också på studier av historiska tillväxttakter för företag som verkar på marknaden i Nordamerika.

Riskjusteringar har gjorts av såväl försäljning som tillhörande kostnader för att ta hänsyn till risker. I vårt basscenario är importförsäljning den största intäktskällan följt av export av råvaror och API: er. Med andra ord så inkluderar vi i denna fas inte intäkter från partnerskap och försäljning av egna IP-skyddade produkter.

Prognoser

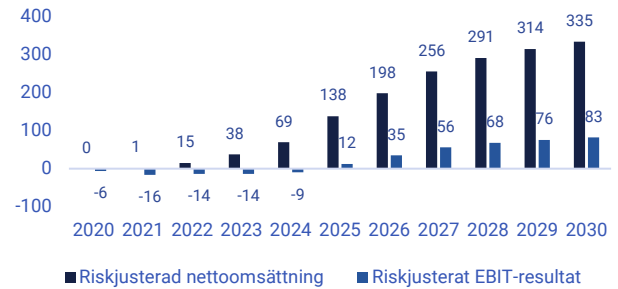
Sedan vår senaste analysuppdateringar har vi genomfört ett par mindre justeringar. Som framgår av diagrammet nedan visar estimerar vi något högre riskjusterade intäkter om 12 miljoner DKK för 2022 jämfört med tidigare prognoser. Vid utgången av 2025 når bolaget enligt vår modulering ett positivt resultat med riskjusterade intäkter om 138 miljoner DKK (81) och ett EBIT-resultat om drygt tolv miljoner DKK (2).

Riskjust. omsättning & rörelseresultat (DKKm) (3 juni 2021)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

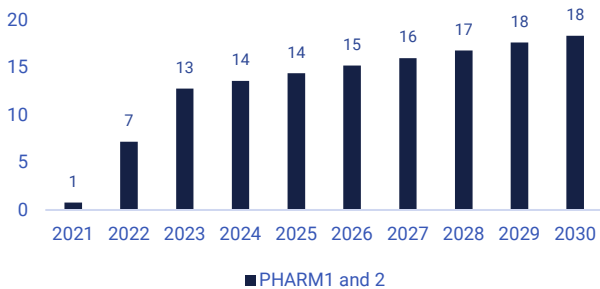
Riskjust. omsättning & rörelseresultat (DKKm) (nuvarande)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

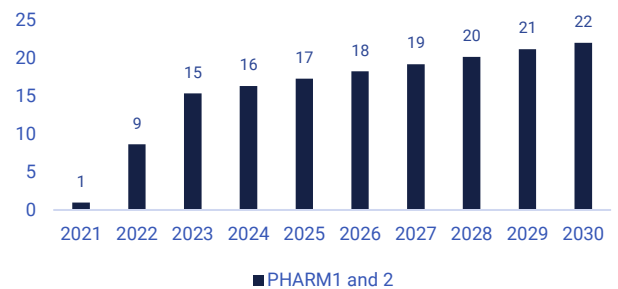
Differensen i våra prognosantaganden förklaras av tidigare nämnd riskjustering för bolagets intäkter över prognosperioden samt förvärvet av CannGros. Den nämnvärda justeringen är primärt relaterat till risken i intäkterna genererade från DanCanns BIOTECH PHARM1. Mot bakgrund utav den lyckade skörden av testbatcher anser vi, som tidigare nämnt, att risken minskat i tillverkningsprocessen. En viktig aspekt inför potentiell kommersialisering. Tabellen nedan illustrerar hur vår modulering förändrar intäktsprognoserna, i detta fall för BIOTECH PHARM där en justering om åtta procent applicerats. Genom förvärvet har också sannolikheten justerats upp för DanCanns affärsområde för distribution då risken tydligt minskat. Sannolikheten går även här från 40 procent till 48 procent.

Riskjust. omsättning (DKKm), 40% av 100%. (3 juni 2021)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

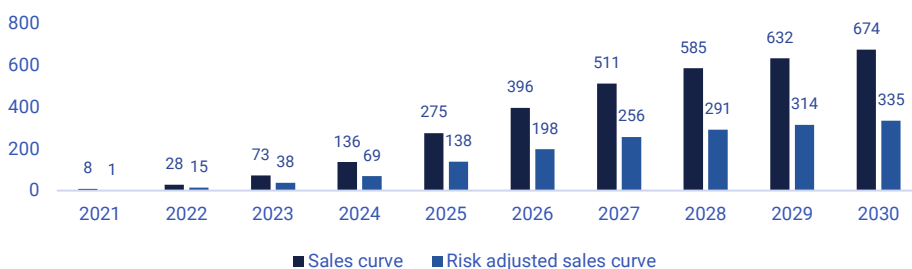
Riskjust. omsättning (DKKm), 48% av 100%. (nuvarande)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Bilden nedan illustrerar vår summerade försäljningspotential för DanCanns samtliga affärsben kombinerat samt den riskjusterade försäljningen. Lyckas bolaget få tidigare nämnda licenser, godkännanden och operativa framsteg tas i kommersialiseringssfasen finns betydande potential till ökade intäktsprognoser över tid.

Illustration 2: Total försäljningspotential vs våra riskjusterade intäkter



Källa: Carlsquare

Värderingsantagande

Motiverat värde om DKK 8,5 per aktie i ett basscenario

Vi värderar DanCann Pharma till 8,5 DKK per aktie (7,0) för de kommande 6-12 månaderna genom att kombinera en multipelvärdering baserad på uppskattad försäljning 2025 med en DCF-modell och tar genomsnittet från dessa. Detta motsvarar ett rörelsevärde (EV) på 179 miljoner DKK. Det finns många saker som måste hända och kan ses som både risker och potentiella värdetrigger.

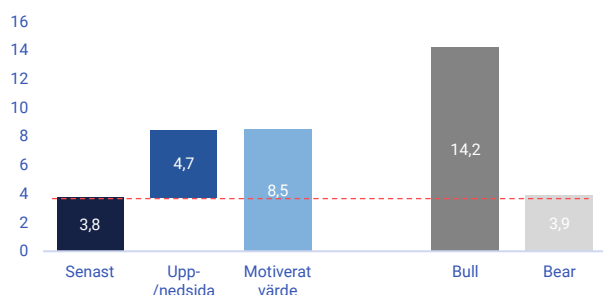
I ett mer optimistiskt bullscenario beräknar vi ett motiverat värde på 14,2 DKK. I ett mer konservativt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde på DKK 2,7.

Värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
DCF-värdering	2,7	6,4	12,5
Multipelvärdering	5,2	10,5	15,9
Motiverat värde, tre scenarion	3,9	8,5	14,2
Potentiell upp-/nedsida (senast: 3,8 DKK)	4,5%	125,1%	277,6%
Implicit EV/sales, 2025P	1,2x	1,3x	1,4x
Implicit EV/EBITDA, 2025P	10,3x	10,8x	12,0x

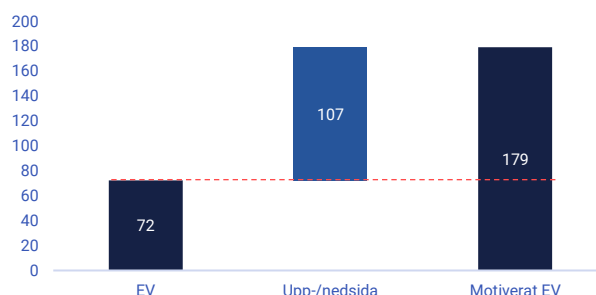
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie (DKK), basscenario



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering EV (MDKK), basscenario



Källa: Carlsquare prognoser

I vårt basscenario är den implicita EV/Sales-multipeln 12,0x på antagen och riskjusterad försäljning 2022 och 1,3x på antagen och riskjusterad försäljning 2025. Den implicita EV/EBITDA-multipeln på antaget och riskjusterat EBITDA-resultat år 2025 är 10,8x.

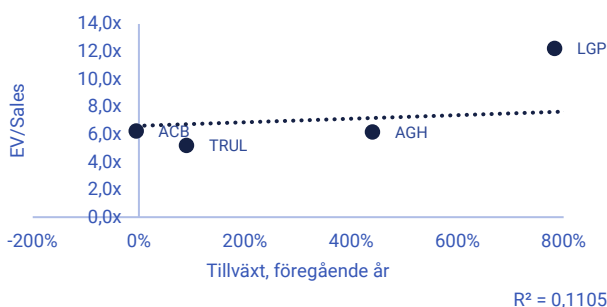
Implicita multiplar, basscenario

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EV/Sales	NaN	123,2x	12,0x	4,8x	2,6x	1,3x	0,9x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	10,8x	4,7x	3,1x	2,6x	2,3x	2,2x
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	19,6x	6,7x	4,1x	3,4x	3,1x	2,8x

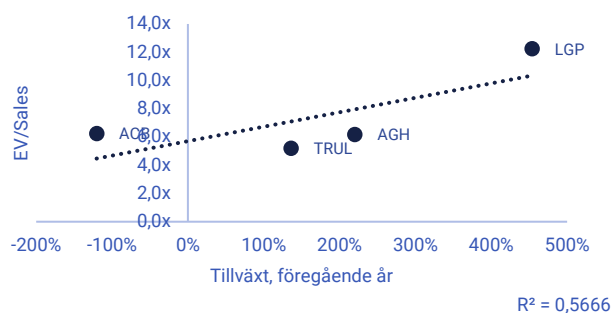
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering baserad på EV/Sales och förväntningar 2025P

Vi har studerat företag som har en affärsmodell som huvudsakligen består av odling av medicinska cannabisplantor och utvinning av API: er för försäljning och distribution till tillverkare av medicinska cannabislutanter samt delvis har forskning och utveckling. Företagen i referensgruppen är mer mogna än DanCann. Referensgruppen handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel på 6,9 gånger de senaste tolv månadernas försäljning (RTM). Vid senaste analysuppdateringen handlades motsvarande referensgrupp till 11,8 gånger RTM. Värderingen i sektorn har baserat på EV/Sales sjunkit med drygt 40 procent, vilket återspeglas i utfallet av värderingen av DanCann. Utöver att multipelvärderingen baseras på riskjusterade försäljningssiffror för DanCann, har vi satt en rabatt på 40 procent på referensgruppens median EV/Sales-multipel. Detta för att återspegla skillnaderna mellan företagen i referenskoncernen som är mer mogna, redan har intäkter och verkar på större marknader än DanCann. Detta är 10 procent lägre än vid tidigare analysstillfälle och motiveras av DanCanns framsteg i sin kommersialiseringsfas.

EV/Sales (RTM) och tillväxt föregående år


RTM = Rullande 12 månader. Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

EV/Sales (RTM) och tillväxt + EBITDA-marg., föregående år


RTM = Rullande 12 månader. Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering, tre scenarier

	Mcap (EURm)	HQ	EV/Sales, RTM	EV/Sales, 2021P
Trulieve Cannabis Corp	3 263	CA	5,3x	2,5x
Aurora Cannabis Inc	1 234	CA	7,2x	7,2x
Little Green Pharma Ltd	78	AU	13,7x	5,2x
Althea Group Holdings Ltd	50	AU	6,7x	2,1x
Tikun Olam Cannbit Pharmaceuticals Ltd	48	IL	6,7x	NULL
Cann Global Ltd	14	AU	8,2x	NULL
Median	64		6,9x	3,9x
Average	781		8,0x	4,3x

Värdering, DanCann Pharma	Bear	Bas	Bull
EV/Sales, median	6,9x	6,9x	6,9x
Rabatt	-40%	-40%	-40%
Applicerad EV/Sales-multipel	4,2x	4,2x	4,2x
CSQ antagen omsättning, 2025P	69	138	207
Implicit EV	287	575	862
Nuvärde (Implicit EV)	166	331	497
Skuld	-9	-9	-9
Kassa	6	6	6
Aktievärde	162	327	493
Utestående aktier efter framtida finansiering	31,1	31,1	31,1
Noterat värde per aktie, DKK	5,2	10,5	15,9

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår av tabellen ovan är medianen för referensgruppens EV/Sales-multipel för de senaste tolv månadernas försäljning 6,9x. Efter att ha tillämpat rabatten på 40 procent är den använda EV/Sales-multipeln 4,2x. I vårt basscenario genererar DanCann riskjusterade intäkter 2025 på 86 miljoner DKK. Detta ger ett implicit rörelsevärde (EV) på 575 miljoner DKK.

Vidare har vi diskonterat detta nummer till nuvärdet med en diskonteringsränta på 13,9 procent. Detta leder till ett EV på 331 miljoner DKK. Till detta har vi lagt den antagna nettokassa/nettoskuld vid årsskiftet 2021 på -3 miljoner DKK. Genom att dividera det totala antalet aktier som antas finnas efter utnyttjandet av de nya teckningsoptionerna och ytterligare nyemissioner beräknas ett värde per aktie till 10,5 DKK (10,5) i vårt basscenario.

I ett mer optimistiskt scenario har vi antagit riskjusterade intäkter på 207 miljoner DKK 2025. Detta ger ett värde per aktie på 15,9 DKK i Bull-scenariot. I ett mer konservativt scenario har vi antagit riskjusterade intäkter på DKK 69 miljoner 2025. Detta ger ett värde per aktie på DKK 5,2 i Bear-scenariot.

Riskjusterad kassafliödesvärdering

Vi har använt samma diskonteringsränta på 13,9 procent i vår DCF-modell som i multipelvärderingen. I slutet av den beräknade perioden 2030 har vi antagit att antalet utestående aktier är 31,2 miljoner (antalet utestående var vid utången av Q2 20,7 miljoner). Detta är en ökning från 26,5 miljoner i den senaste analysuppdateringen och motiveras av ökat investeringsbehov samt återbetalning av det upptagna lånet om 13,7 miljoner SEK som vi prognostiserar återbetalas under 2022 samt förvärvet av CannGros.

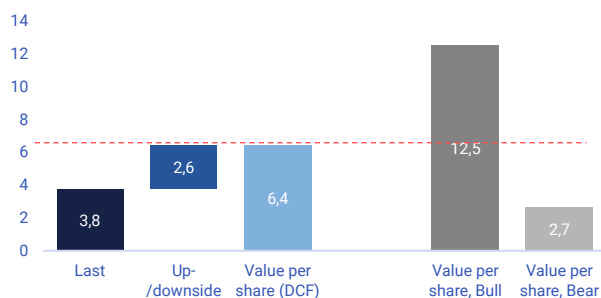
Genom att diskontera framtida antagna och riskjusterade kassaflöden beräknar vi ett värde per aktie på DKK 6,4 (3,7) i vårt basscenario, vilket är högre än tidigare analystillfälle. Detta förklaras av en det genomförda förvärvet, vilket ökat sannolikheten i vår riskjusterade modell för DanCanns intäkter.

Kassaflödesvärdering

DCF-värdering		Diskonteringsränta		Antaganden	
Nuvärde(UFCF)	22,5	rf	0,4%	CAGR, 2021-2030	83,0%
Nuvärde(TV)	180	Marknadsriskpremie	7,7%	EBITDA-margin, 2030	24,8%
Rörelsevärde (EV)	203	Storlekspremie	4,6%	EBIT-margin, 2030	24,7%
Netokassa	-4	Beta	1,1x	Skattesats	22,0%
Totalt aktievärde	199	Avkastningskraft EK	13,9%	Tillväxt, evighet (TV)	3,0%
				Disk.ränta, TV	13,9%
Utstående aktier	20,7	Skattejusterad räntekost.	5,5%		
Nya aktier	10,4	D/(D+E)	0,0%	Implicita multiplar	
Antaget antal utstående aktier, 2030P	31,1			EV/Sales, 2022E	13,6x
		WACC	13,9%	EV/Sales 2025E	1,5x
Värde per aktie	9,6	Bolagsspec. Premie	0,0%	EV/EBITDA 2022E	neg.
Värde per aktie efter utspädning	6,4	Disk.ränta	13,9%	EV/EBITDA, 20225E	12,2x

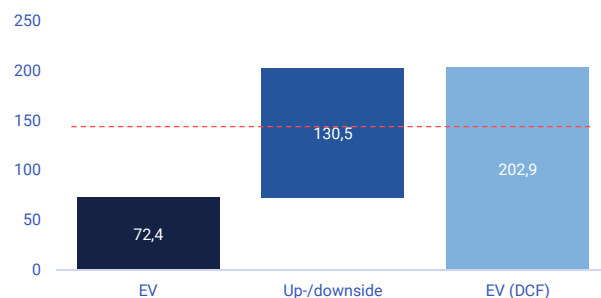
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Visualisering DCF-värdering (DKK), basscenario



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering EV (MDKK), basscenario



Källa: Carlsquare prognoser

Vår DCF-modell ger en EV/Sales-multipel på antagen och riskjusterad försäljning 2022 på 13,6x och 2025 på 1,5x. Den implicita EV/EBITDA-multipeln för prognosticerad och riskjusterad EBITDA samma år är 12,2x. Se tabellen nedan.

DCF: Implicita multiplar, basscenario

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EV/Sales	NaN	139,5x	13,6x	5,4x	2,9x	1,5x	1,0x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	12,2x	5,4x	3,5x	2,9x	2,6x	2,4x
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	24,5x	8,4x	5,2x	4,3x	3,8x	3,5x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I ett mer optimistiskt scenario har vi dragit den riskjusterade försäljningskurvan uppåt under hela den prognosticerade perioden för att erhålla en genomsnittlig årlig tillväxttakt under åren 2022-2030 på cirka 94 procent (i basscenario, cirka 81 procent). Vi har också justerat upp den riskjusterade marginalkurvan under hela den beräknade perioden för att erhålla en EBIT-marginal på 22,8 procent 2030 (i basscenario, 20,8 procent). I detta scenario beräknas ett värde per aktie till DKK 12,5.

I ett mer konservativt scenario har vi dragit den riskjusterade försäljningskurvan nedåt under hela den prognosticerade perioden för att erhålla en genomsnittlig årlig tillväxttakt under åren 2022-2030 på cirka 71 procent (i basscenario, cirka 81 procent). Vi har också justerat den riskjusterade marginalkurvan nedåt under hela den beräknade perioden för att erhålla en EBIT-marginal på 18,8 procent 2030 (i basscenario, 20,3 procent). I detta scenario beräknas värdet per aktie till DKK 2,7.

Kassaflödesanalys: scenarioanalys, EBIT-marginal 2030 på x-axeln och CAGR 2021-2030 på y-axeln (DKK)

	22,7%	24,7%	26,7%
95,5%	10,4	11,5	12,5
83,0%	5,7	6,4	7,1
70,5%	2,7	3,1	3,5

Källa: Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Regulatoriska och politiska risker

Även om odling görs laglig permanent är DanCanns övriga affärsmodeller fortfarande beroende av det danska pilotprogrammet som är tidsbegränsat där en förlängning blir nödvändigt.

Den nuvarande regulatoriska miljön utvecklas till stor del för närvarande i en gynnsam riktning för DanCann. Det kan dock snabbt svänga åt andra hållet. Den regulatoriska risken är större för DanCann än för många andra företag som arbetar med traditionell läkemedelsutveckling.

I detta sammanhang innefattar regleringar också ersättning. Marknaden kanske inte utvecklas så gynnsamt som väntat om medicinska cannabisprodukter inte i större utsträckning ingår i de olika ersättningssystemen.

En annan aspekt är att den medicinska cannabisindustrin är kontroversiell. Det finns en risk att medicinsk cannabis kan associeras med den allmänna cannabisindustrin vilket kan leda till negativa konsekvenser.

Finansiering och andra risker

Trots att bolaget nu tagit in drygt 16,3 miljoner DKK så är kommer företag sannolikt behöva ta in pengar vid senare tillfälle. Delvis för att betala tillbaka upptagna lån, men också för vidare tillväxtinitiativ.

Företaget har egentligen ingen finansiell historik. Detta gäller försäljning men också kostnader. Detta innebär att risken för att antagandena och kan skilja sig från verkligheten ökar.

Företaget är beroende av att behålla och attrahera nyckelpersoner. Marknaden för medicinska cannabisprodukter är relativt ny, vilket innebär att personal med värdefull erfarenhet är knappa.

Eftersom marknaden mognar på ett gynnsamt sätt kommer sannolikt konkurrensen att öka. Detta kan orsaka ett tryck nedåt på marginaler, särskilt på försäljning av cannabis-material och API:er. När det gäller det sistnämnda är DanCanns avsikt att fokusera på sällsynta och nya API:er.

Analytiker förväntar sig en fortsatt stark tillväxt i takt med att nya produkter kommer in på marknaden och det kliniska underlaget ökar. Den framtida tillväxten på marknaden är dock osäker och möjligen inte så snabb som förväntat.

Räkenskaper och nyckeltal

Riskjusterad resultaträkning (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Per aktie											
Vinst per akite	-0,48	-0,67	-0,53	-0,48	-0,30	0,29	0,86	1,39	1,68	1,88	2,05
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	4,3	1,6	2,4	2,9	3,0	3,3	4,2	5,6	7,2	9,1	11,2
TBVPS	2,8	0,4	1,0	1,5	1,6	1,8	2,6	4,0	5,7	7,5	9,6
Värdering (nuvarande)											
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8,5x	2,9x	1,8x	1,5x	1,3x	1,2x
P/B	0,9x	2,3x	1,6x	1,3x	1,2x	1,1x	0,9x	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x
EV/Sales	NaN	45,5x	4,4x	1,8x	1,0x	0,5x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,0x	1,7x	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,6x	1,9x	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
Övrigt											
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-34,3%	-40,9%	-46,9%	-45,7%	-21,9%	-17,2%	8,4%	33,3%	55,3%	66,2%	73,3%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Riskjusterad resultaträkning (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Nettoomsättning	0	1	15	38	69	138	198	256	291	314	335
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala intäkter	0	1	15	38	69	138	198	256	291	314	335
Kostnad sålda varor	0	-1	-8	-22	-42	-85	-123	-159	-182	-197	-210
Övriga externa kostnader	-5	-12	-12	-19	-24	-27	-27	-28	-29	-29	-30
Personalkostnader	-1	-4	-6	-8	-9	-10	-10	-11	-12	-12	-12
Av- och nedskrivningar	0	-2	-3	-3	-4	-4	-3	-2	-1	-1	0
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala rörelsekostnader	-6	-18	-29	-52	-78	-126	-164	-200	-223	-239	-252
EBIT	-6	-16	-14	-14	-9	12	35	56	68	76	83
EBITDA	-6	-15	-11	-11	-5	17	38	58	69	77	83
Finansnetto	0	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBT	-6	-17	-14	-14	-9	12	34	55	67	75	82
Skatt	1	2	0	0	0	-3	-8	-12	-15	-17	-18
Periodens resultat	-5	-15	-14	-14	-9	9	27	43	52	59	64
Vinst per aktie											
Genomsnitt, antal akiter	10,4	22,7	26,5	29,4	30,7	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1	31,1
Vinst per aktie	-0,48	-0,67	-0,53	-0,48	-0,30	0,29	0,86	1,39	1,68	1,88	2,05
Tillväxt											
Nettoomsättning	NaN	NaN	925,4%	152,6%	83,8%	99,5%	43,6%	28,9%	13,9%	8,0%	6,4%
Totala intäkter	NaN	NaN	925,4%	152,6%	83,8%	99,5%	43,6%	28,9%	13,9%	8,0%	6,4%
EBIT	-836,2%	-180,1%	14,7%	-0,1%	34,5%	235,5%	179,4%	61,3%	20,8%	11,7%	8,9%
EBITDA	-833,1%	-157,8%	22,9%	5,1%	50,0%	405,1%	127,7%	53,6%	19,1%	10,6%	8,3%
EBT	-836,8%	-182,6%	17,2%	-0,1%	34,6%	227,9%	190,6%	62,6%	21,1%	11,9%	9,0%
Periodens resultat	-848,2%	-218,9%	7,3%	-0,1%	34,6%	199,8%	190,6%	62,6%	21,1%	11,9%	9,0%
Marginaler											
Bruttomarginal	NaN	49,4%	44,3%	41,8%	39,7%	38,4%	38,1%	38,0%	37,5%	37,4%	37,3%
EBITDA-marginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,0%	19,1%	22,7%	23,8%	24,3%	24,8%
EBIT-marginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,0%	17,6%	22,0%	23,3%	24,1%	24,7%
EBT-marginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,5%	17,2%	21,7%	23,1%	23,9%	24,5%
Vinstmarginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,6%	13,4%	16,9%	18,0%	18,6%	19,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Tot. anläggningstillgångar	20	39	52	56	57	57	58	56	55	54	54
Likvida medel	21	6	1	1	1	3	9	35	78	130	187
Tot. omsättningstillgångar	30	15	27	45	63	92	120	170	223	284	351
Totala tillgångar	50	54	78	101	120	149	177	225	278	338	404
Eget kapital	44	37	64	85	94	103	129	173	225	284	348
Avsättningar	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Tot. långfristiga skulder	0	9	0	0	0	15	15	15	15	15	15
Tot. kortfristiga skulder	4	6	13	13	24	29	31	36	36	38	40
Totala skulder	4	16	13	13	24	44	46	51	51	53	55
Eget kapital och skulder	50	54	78	100	120	149	177	225	278	338	404
	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Current ratio	7,7	2,3	2,1	3,4	2,6	3,1	3,8	4,7	6,2	7,6	8,8
Cash ratio	5,5	0,9	0,1	0,1	0,0	0,1	0,3	1,0	2,2	3,5	4,7
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Net debt(-)/Net cash(+)	21,3	-3,8	0,8	0,7	1,0	-12,4	-5,9	20,1	63,2	114,9	172,0
Net debt/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-114%	-108%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net debt/Equity	n.m.	10%	n.m.	n.m.	n.m.	12%	5%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Dent/Equity	9%	43%	20%	16%	26%	43%	36%	30%	23%	19%	16%
Assets/Equity	89%	68%	81%	85%	78%	69%	73%	77%	81%	84%	86%
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ROA	-18,6%	-29,1%	-21,1%	-15,7%	-8,3%	6,8%	16,3%	21,5%	20,8%	19,0%	17,2%
ROE	-21,7%	-37,3%	-27,8%	-18,8%	-10,2%	9,3%	22,9%	28,6%	26,3%	23,0%	20,2%
ROIC	-80,0%	-84,6%	-38,3%	-23,3%	-11,1%	11,4%	25,1%	34,1%	36,9%	38,9%	40,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
KF, löpande verksamhet	-8	-14	-22	-29	-12	-9	11	26	43	52	57
KF, investeringsverksamhet	-19	-18	-15	-7	-5	-4	-4	0	0	0	0
KF, finansieringsverksamhet	48	16	32	36	17	15	0	0	0	0	0
Periodens kassaflöde	21	-16	-5	0	0	2	7	26	43	52	57
Likvida medel, BaP	0	21	6	1	1	1	3	9	35	78	130
Likvida medel, SaP	21	6	1	1	1	3	9	35	78	130	187
	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Nyckeltal											
KF löpande verksamhet/omsättning	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	5,3%	10,2%	14,8%	16,4%	17,1%
KF löpande verksamhet/tillgångar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	6,0%	11,5%	15,5%	15,3%	14,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Jonatan Andersson, Markus Augustsson och Ulf Boberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.