

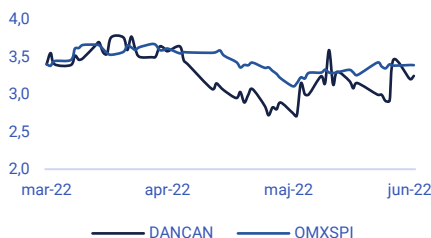
Uppdatering: Kv 1 2022

DANCANN PHARMA A/S

Danska DanCann Pharma tillhandahåller medicinsk cannabis. Bolagets strategi är att (i) importera och distribuera cannabisprodukter, (ii) odla och exportera cannabisråvara, och (iii) utveckla cannabisprodukter som kombinationsläkemedel.

VD: Jeppe Rasmussen
 SO: Carsten Trads
 www.dancann.com
 Bloomberg: DANCAN:SS
 Refinitiv Eikon: DANCAN.ST
 Handelsplats: Spotlight DK
 Aktie, senast: DKK 3,7
 Börsvärde: DKK 101m

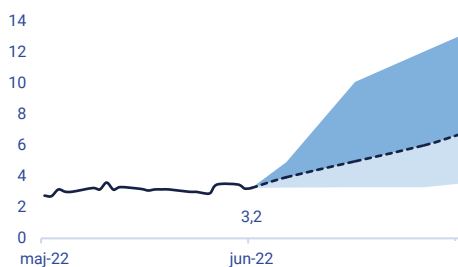
AKTIEKURSUTVECKLING



| | 12M | YTD | 3M | 1M |
|-----------------|------|-------|-----|------|
| Utveckling. (%) | -8,7 | -50,8 | 1,9 | 12,3 |

Källa Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



| | BEAR | BAS | BULL |
|------------------|------|------|------|
| Värde per aktie | 3,5 | 6,7 | 13,0 |
| Upp-/nedsida (%) | 8% | 105% | 301% |

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

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

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Bygger pipeline inför lansering

Under det första kvartalet 2022 rapporterade DanCann intäkter och lönsamhet som var något lägre än våra förväntningar. Viktiga steg togs dock mot att inleda produktion vid BIOTECH PHARM 1. Vi har reviderat våra uppskattningar och beräknar ett verkligt värde per aktie på 6,7 DKK (7,6). Värdet hålls tillbaka av en högre riskfri ränta och en lägre värdering av referensgruppen.

Intäkter från CannGros enligt våra förväntningar

Under fjärde kvartalet 2021 rapporterade DanCann intäkter för första gången efter förvärvet av CannGros. Det första kvartalet 2022 var ännu ett kvartal med stabila intäkter på 1,3 miljoner DKK CannGros, i linje med våra förväntningar. Ett annat viktigt värde av förvärvet är dock den erhållna tillgången till ytterligare expertis om regulatoriska processer, utöver att få tillgång till licenser och godkända produkter. EBITDA landade på minus 3,0 miljoner (-2,5) för kvartalet, vilket var något lägre än våra förväntningar. Personalkostnaderna ökade till -1,8 miljoner DKK (-1,2) och Övriga externa kostnader ökade till -2,1 miljoner DKK (-1,6).

Signalering på tillverkning inom närtid

Även om det var lite försenat jämfört med vad som ursprungligen förväntades, släppte DanCann två pressmeddelanden under kvartalet som visar att DanCann närmar sig produktion och export av API:s och råvaror vid sin produktionsanläggning BIOTECH PHARM 1. Den första lovande nyheten är att bolaget lämnat in en GMP-ansökan för BIOTECH PHARM 1. Ett sådant godkännande krävs för alla läkemedelstillverkande företag som har för avsikt att leverera läkemedel till Europa eller någon annanstans. Den andra nyheten är att DanCann har börjat bygga upp en försäljningspipeline för sin bulkproduktion med en distributör som riktar sig till den svenska marknaden. De första försäljningsaktiviteterna enligt avtalet förväntas starta 2023.

Utöver ovanstående har DanCann också meddelat lovande testresultat som indikerar att råvarans produktkvalitet när det gäller THC-nivåer ligger över de allmänna minimikravet på marknaden. Hög kvalitet innebär vanligtvis högre priser.

Motiverat värde per aktie

Med bakgrund av föregående kvartalsresultat och bolagets prognos att både distributionen av Tetra BioPharmas produkter och försäljningen av dess produkter kommer att starta mot slutet av 2022, sänker vi vår prognos för bolagets intäkter för innevarande år. Det utmanande borsklimatet fortsätter att sätta press nedåt på tillväxtorienterade företag. I synnerhet de med behov av ytterligare kapitaltillskott. Med tanke på detta beräknar vi ett verkligt värde om DKK 6,7 (7,6) per aktie, vilket motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 på 6,1x. Vår referensgrupp handlas för närvarande till EV/Sales 2023 på 2,1x. Premien motiveras av den förväntade tillväxten även efter 2023, långt över de företaget i referensgruppen som är mer mogna.

Vi ser att värdeförändrande möjligheter på kort sikt sannolikt kommer med bekräftande nyheter om tillverkningskapacitet i kommersiella volymer och ytterligare framgångsrika resultat för Bio Pharmas kliniska prövningar för produktportföljen som DanCann kommer att distribuera.

Nyckeltal (MDKK)

| | 2020 | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Riskjust. Nettoomsättning | 0 | 1 | 7 | 30 | 94 | 172 |
| Riskjust. EBITDA | -1 | -14 | -9 | -2 | 4 | 20 |
| Riskjust. EBIT | -1 | -15 | -10 | -3 | 2 | 19 |
| Riskjust. Resultat | -1 | -15 | -9 | -4 | 1 | 17 |
| Vinst per aktie | neg. | -0,41 | -0,32 | -0,13 | 0,03 | 0,46 |
| Tillväxt | 0% | 0% | 211% | 321% | 214% | 82% |
| EBITDA-marginal | neg. | neg. | neg. | -7% | 4% | 12% |
| EBIT-marginal | neg. | neg. | neg. | -9% | 3% | 11% |
| EV/Sales (Nuv.) | nm | 90.3x | 11.6x | 2.6x | 0.8x | 0.5x |
| EV/EBITDA (Nuv.) | nm. | nm. | nm. | nm. | 21.3x | 3.9x |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

För det första kvartalet 2022 rapporterade DanCann en försäljning på 1,3 miljoner DKK (0) och en EBIT på 3,5 miljoner DKK (-2,6). En stor del av kostnadsbasen bestod av kostnader för affärsutveckling riktad mot produktionsanläggningen, driftsaktiviteter, testning och efterlevnad. Under kvartalet lämnade DanCann in sin EU-GMP-ansökan för sin produktionsanläggning BIOTECH PHARM1, vilket vi ser som ett avgörande och lovande steg mot produktion och försäljning av biomaterial och API:s till den europeiska marknaden.

Kontrollerad kostnadsbas inför lanseringen

För det första kvartalet 2022 kunde DanCann rapportera en försäljning på 1,3 miljoner DKK. Utfallet var något lägre än vår prognos på 2,4 miljoner DKK. EBITDA-resultatet på minus 3,0 miljoner DKK (-2,5) var lägre än vår uppskattning på -2,0 miljoner DKK. Personalkostnaderna uppgick till minus 1,8 miljoner DKK jämfört med vår uppskattning på minus 1,3 miljoner DKK. Övriga externa kostnader var också högre än våra uppskattningar, med minus 2,1 miljoner DKK jämfört med vår uppskattning på minus 1,3 miljoner DKK. Sammanfattningsvis kan vi konstatera att kostnadsbilden för DanCann speglar en fortsatt uppbyggnad av verksamheten för pipeline under de kommande åren.

Bolaget fortsätter visa på god kostnads kontroll trots en hög affärsaktivitet inom samtliga affärsben.

Utfall jämfört med Carlsquare prognoser, kv1 2022 (MSEK)

| | Kv1 22P | Kv1 21 | Kv1 22U | Avvikelse (%) |
|----------------------|---------|--------|---------|---------------|
| Totala intäkter | 2,38 | 0 | 1,266 | -47% |
| Bruttoresultat | 0,92 | -1,323 | -1,193 | -230% |
| Bruttomarginal | 39% | neg. | neg. | nm |
| EBITDA | -1,96 | -2,487 | -2,998 | -53% |
| EBITDA-marginal | neg. | neg. | neg. | nm |
| EBIT | -2,200 | -2,590 | -3,549 | -61% |
| EBIT-marginal | neg. | neg. | neg. | nm |
| EBT | -2,194 | -2,620 | -4,106 | -87% |
| Vinst per aktie (kr) | -0,37 | neg. | -0,11 | 70% |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Det fria kassaflödet för perioden uppgick till minus 7,7 miljoner DKK och det totala kassaflödet landade på 1,6 miljoner DKK (-8,6). Kassaflödet ökade således genom utnyttjandet av teckningsoptioner med cirka 9,3 miljoner DKK. Vi ser ett fortsatt behov av att förbättra kassapositionen på kort sikt innan den operativa verksamheten tar fart. För närvarande har DanCann ytterligare cirka tre miljoner utestående teckningsoptioner som kommer att öka antalet aktier med ytterligare tre miljoner om de utnyttjas fullt ut. I dagsläget är lösenpriset för dessa teckningsoptioner inte fastställt.

Två utstickande händelser under kvartalet

EU-GMP – Ansökan inlämnad

Efter att anläggningen inrättades för drygt ett år sedan följde en period av provodling för att optimera tillverkningsprocesserna och kvalitetssäkra slutprodukterna inför den storskaliga produktionen. Vi tror att bolagets konkurrenskraft och framgång i stort är beroende av produktionsanläggningens framsteg, särskilt med tanke på att bolagets huvudverksamhet är tänkt att vara tillverkning av biomaterial och API:er för den europeiska marknaden. Därför ser vi den inlämning som gjordes den 9 februari för EU-GMP-godkännande som ett lovande steg i rätt riktning. Det kan ses som en signal om att DanCann nu går från en period av testbatcher för att

EU-GMP = European-Good-Manufacturing-Practice är en minimum-standard för medicintillverkare som ämnar att tillgodose medicin på den europeiska marknaden.

snart kunna kapitalisera på den utvecklingsfas som bolaget genomgår. Enligt bolaget förväntas godkännandet vara på plats runt Q2 2022.

LOI för egna produkter värt minst 37 miljoner SEK

DanCann har också säkrat flera distributionsavtal för sin framtida försäljning, inklusive distributionsavtalet med Tetra BioPharma. Tetra-avtalet förväntas generera intäkter under innevarande kalenderår. Enligt bolaget kan detta avtal ge upp till 340–410 miljoner DKK i försäljning fram till 2028.

Mer nyligen undertecknade DanCann en avsiktsförklaring med Aureum Pharma om exklusiva rättigheter att distribuera DanCanns egenutvecklade produkter som produceras i BIOTECH PHARM1. Detta avtal placerar alltså DanCann på andra sidan av bordet. Det planerade avtalet ger Aureum Pharma exklusivitet för den svenska marknaden och binder företagen med ett åtagande som värderas till minst 37 miljoner kronor. Förväntningarna på avtalet är att försäljningen kan påbörjas 2023 och löpa under tre år.

Värde drivare blickandes framåt

DanCann, liksom den underliggande marknaden, har en kort historia. Framöver ser vi att större revideringsmöjligheter av aktievärdet sannolikt kommer från framsteg i kliniska studier och DMA-godkännanden för Tetra Biopharmas produktportfölj som DanCann kommer att dela ut. Bolaget räknar med att försäljningen av Tetras produkter ska börja 2022. Det snart förväntade EU-GMP-godkännandet för tillverkningsanläggningen signalerar också att anläggningen är redo för tillverkning.

Distributionsavtalet med Tetra Biopharma

Distributionsavtalet med Tetra ger DanCann exklusiva distributionsrättigheter för två potentiella cannabinoidbaserade läkemedelsprodukter, Reduvo™, Adversa® och QIXLEEF™ i Danmark, Norge, Sverige, Finland och Tyskland. Avtalet omfattar även ENJOUCA™, en OTC-version av QIXLEEF™ med samma API:er. Reduvo™, Adversa® och QIXLEEF™ genomgår registreringar eller kliniska prövningar som kan lyckas eller misslyckas. De är receptbelagda och IP-skyddade, vilket innebär att "generiska läkemedel" inte är tillåtna. De är således ett komplement till medicinska cannabis-produkter enligt standard GMP som inte har testats i kliniska prövningar. I slutändan beror deras kommersiella värde på deras effekter, som ännu inte har fastställts.

CannGros har en pågående produktansökan hos DMA

CannGros har en pågående produktansökan hos DMA för en produkt baserad på olja som innehåller extrakt av cannabis. Granskningsprocessen kan ta tid med tanke på de detaljerade och exakta kraven. Ett licensieringsscenario skulle avsevärt minska risken och vara en värde drivande faktor för DanCann.

Kommersialiseringen på en tidsplan

| | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 2024 | | 2025 | | 2026 | | 2027 | | 2028 | |
|-----------------------|------|----|------|----|------|----|------|----|------|----|------|----|------|----|------|--|
| | H2 | H1 | H2 | H1 | H2 | H1 | H2 | H1 | H2 | H1 | H2 | H1 | H2 | H1 | H2 | |
| CannGros, DMA.G | | | | | | | | | | | | | | | | |
| GMP godkännande | | | | | | | | | | | | | | | | |
| försäljning, bulk/API | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Aeurum Pharma | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Distribution, Tetra | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Distribution, andra | | | | | | | | | | | | | | | | |

Källa: Bolagsinformation and Carlsquare

Investment case, prognoser och värdering

Analytiker förväntar sig en stark marknadsutveckling i Europa, i likhet med vad som har observerats i USA efter ökad legalisering och minskad stigmatisering av medicinsk cannabis. De lokala företag som kommer att kunna navigera i de olika regelverken och uppfylla de nödvändiga kvalitetsstandarderna tidigt i marknadens tillväxtkurva kommer att ligga i framkant och ta en större andel av kakan. DanCann arbetar aktivt för att erhålla viktiga licenser och godkännanden och diversifierar samtidigt framtida inkomstflöden genom distributionsavtal. Vi har gjort mindre justeringar av våra antaganden och beräknar ett verkligt värde per aktie på 6,7 DKK (7,6) för de kommande 6–12 månaderna. En högre riskfri ränta håller tillbaka värderingen.

Kommersialisering tar form

DanCann har tagit form från ett projekt till ett innovativt bolag som ligger i framkant på den snabbt föränderliga marknaden för medicinsk cannabis.

Inom ramen för denna analys betyder medicinsk cannabis cannabinoidbaserade produkter, receptbaserade eller OTC, som används för att behandla ett medicinskt tillstånd.

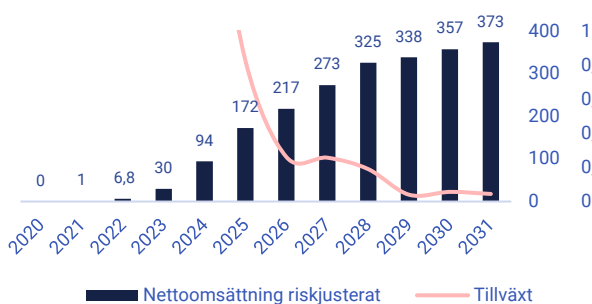
- **Uppvisade intäkter tidigt i kommersialiseringsfasen.** DanCann, som grundades 2018, är ett av de första företagen som godkändes för att delta i pilotprogrammet och arbetar nu med licensieringsprocesser för att genomföra sin affärsmodell. Under föregående kvartal rapporterade bolaget intäkter för första gången, vilket därmed utgör en viktig milstolpe.
- **Politiska medvindar ökar i Europa.** I slutet av 2021 meddelade danska myndigheter att pilotprogrammet för att producera medicinsk cannabis, inklusive råvaror, har blivit permanent. Det permanenta tillståndet för cannabisproduktion minskar radikalt osäkerheten för cannabisföretagens framtid och gör investering i cannabisföretag betydligt mindre riskfyllt. Tyskland tog nästa steg i slutet av november 2021 när koalitionsregeringen meddelade att cannabis kommer att legaliseras i landet för fritidsbruk. Detta steg förstärker tesen att acceptansnivån för cannabis gradvis ökar i Europa, vilket naturligtvis är fördelaktigt för DanCann.
- **Distributionsavtal riktat till flera marknader ökar den framtida intäktsbanan.** Även om DanCann fortfarande befinner sig i ett tidigt skede och väntar på de nödvändiga licenserna har teamet lyckats säkra framtida intäkter med flera distributionsavtal som de kan genomföra när de navigerar i det regulatoriska landskapet. DanCann har tecknat exklusiva distributionsavtal med Cannasure Therapeutics och Tetra BioPharma, där avtalet med Cannasure riktar sig till Skandinavien och avtalet med Tetra riktar sig till Skandinavien och Tyskland. Enligt DanCann kan Tetra BioPharma ge en försäljning på upp till 340–410 miljoner DKK år 2028. Mer nyligen har DanCann också ingått en avsiktsförklaring med Aureum Pharma om exklusiva distributionsrättigheter för DanCanns kommande produkter i ett åtagande på minst 37 Mkr under tre år.
- **Strategiskt förvärv accelererar den regulatoriska navigeringen.** Genom förvärvet av CannGros under fjärde kvartalet 2021 fick DanCann de nödvändiga licenserna för att importera och distribuera medicinsk cannabis, inklusive en egen produktportfölj på marknaden. Med CannGros licenser markerar förvärvet ett stort steg för DanCann i att påskynda sin kommersialisering. Samtidigt förväntas de två företagen komplettera varandra, eftersom CannGros främst verkar som distributör och DanCann avser att ha sin huvudsakliga långsiktiga verksamhet inom tillverkning av biomaterial och API:er.

Antaganden och Prognoser

Stark tillväxtpotential men till hög politisk risk

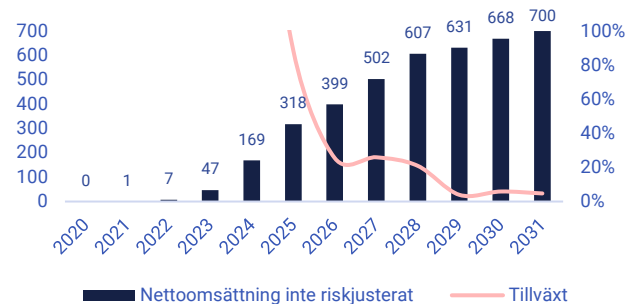
Vi tror fortfarande på caset på lång sikt, men sänker våra uppskattningar för intäkterna för 2022 till 6,8 miljoner DKK (15) med anledning av utfallet från första kvartalet. Vi fortsätter att tro att försäljningen av cannabisråvara kommer att starta i slutet av 2022 istället för Q3, och att årets försäljning huvudsakligen kommer att komma från CannGross befintliga försäljningsaktiviteter som genererar ungefär fem miljoner DKK per år. Eftersom leveransförväntningarna är starkt beroende av regulatoriska processer och kliniska prövningar, riskjusterar vi rutinmässigt intäktströmmarna i den kommunicerade pipelinen.

Riskjusterad nettoomsättning (DKKm)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

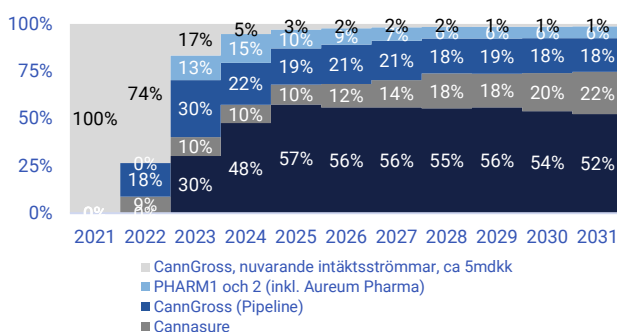
Inte riskjusterad nettoomsättning (DKKm)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

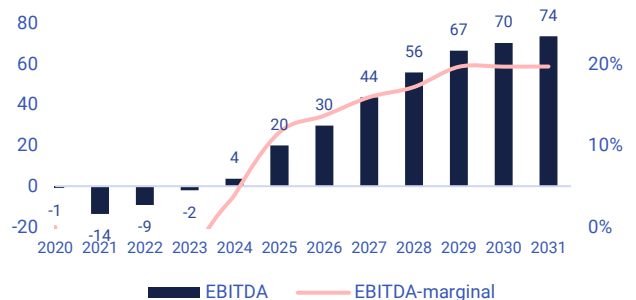
I vårt basscenario uppskattar vi att distributionsavtalet med Tetra Biopharma kommer att generera de största intäkterna, givet den nuvarande pipelinen. När det gäller affärssegment kommer import och distribution att vara koncernens största intäktskälla i vårt scenario, följt av export av råvaror och API:er. Det finns dock gott om utrymme för att dessa intäktskällor kan förändras då DanCann nyligen börjat approacha distributörer (Aeum Pharma).

Intäktsfördelning (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA (DKKm) och Marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vid utgången av 2031 består intäkter från Tetra BioPharma till halva DanCanns omsättning i vårt nuvarande scenario, följt av CannGross-portföljen som kan generera nästan en fjärdedel av omsättningen. Utfallen i intäktsleden kan dock drastiskt förändras om någon av applikationsprocesserna tar längre tid än väntat, eller om kliniska undersökningar i den framtida distributionsportföljen inte godkänns, exempelvis Reduvo Adversa och Qixleaf avsett för den danska marknaden. Vi räknar med ett EBITDA-resultat på minus 9 miljoner DKK (-8) för innevarande år och ett positivt EBITDA resultat runt 2024.

Motiverat värde inom ett intervall

Högre diskonteringsränta och sämre börsklimat pressar motiverat värde

Vi värderar DanCann Pharma till 6,7 DKK per aktie (7,6) för de kommande 6–12 månaderna genom att kombinera en multipelvärdering baserad på uppskattad försäljning 2023 med en DCF-modell. Det motsvarar ett rörelsevärde (EV) på 181 miljoner DKK (222). Den utmanande aktiemarknadsmiljön fortsätter att sätta press nedåt på tillväxtorienterade företag. Således håller en högre riskfri ränta och en lägre värdering inom sektorn tillbaka värdet per aktie. På kort sikt är lägre intäkts- och vinstprognoser andra faktorer som påverkar värderingen negativt.

Motiverat värde per aktie (DKK), basscenario

| | |
|--|------------|
| Multipelvärdering (EV/Sales, RTM) | 4.0 |
| DCF-värdering | 9.4 |
| Motiverat värde per aktie | 6.7 |
| Möjlig upp-/nedsida | 93% |
| Aktier, full finansiering och utspädning | 28.5 |
| Aktievärde | 190 |
| Kassa (senast rapp. kv) | 9 |
| Skuld (senast repp. kv) | 0 |
| Nuvärde aktiefinansiering | 0 |
| Rörelsevärde (EV) | 181 |

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde per aktie inom ett intervall (DKK)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

| | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Sales | 26.6x | 6.1x | 1.9x | 1.0x |
| EV/EBITDA | NM | NM | 48.8x | 48.8x |
| EV/EBIT | NM | NM | 72.5x | 9.8x |

Källa: Carlsquare prognoser

Som framgår av tabellen ovan motsvarar vår värdering en implicit multiplikator av EV/Sales för 2023 på 6,1x och en multiplikator av EV/Sales för 2024 på 1,9x. Vår referensgrupp, bestående av företag som främst odlar medicinska cannabisplanter och extraherar API:er för försäljning och distribution till tillverkare av medicinska cannabisbaserade produkter, handlas för närvarande till en median LTM EV/Sales-multipel på 4,0x och en 2023 EV/Sales-multipel på 2,0x.

DCF-värdering, basscenario

| DCF-värdering | | Disk.ränta | | Antaganden | |
|--------------------------------------|------------|----------------------|--------------|----------------------------|-------|
| PV(UFCF) | 49 | Riskfri ränta | 1,5% | CAGR, 2021–2031 | 56,1% |
| PV(TV) | 209 | Marknadsriskprem. | 6,7% | EBITDA-marginal, 2031 | 19,7% |
| EV | 258 | Storleksprem. | 3,0% | EBIT-marginal, 2031 | 18,3% |
| Nettokassa | 9,3 | Beta | 1,2x | Skattesats | 20,6% |
| Aktievärde | 268 | Avkastningskrav, EK | 13,2% | | |
| PV(aktiefinansiering) | 0 | | | Implicita multiplar | |
| Aktievärde efter finansiering | 268 | Skattejust. ränta | 2,4% | EV/Sales. NTM | nm. |
| Utestående aktier | 28,5 | Belåning | 0,0% | EV/Sales 2022 | 38,0x |
| Värde per aktie | 9,4 | WACC | 13,2% | EV/EBITDA. NTM | neg. |
| | | | | EV/EBITDA 2022 | neg. |
| | | Bolagsspecifik prem. | 0,0% | EV/EBIT NTM | neg. |
| | | Disk.ränta | 13,2% | EV/EBIT. 2022 | neg. |

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan följer en känslighetsanalys av diskonteringsräntan (Y-axeln) och den antagna tillväxttakten (X-axeln) för beräkning av slutvärdet. Om diskonteringsräntan

varierar mellan 11,2–15,2 procent och den långsiktiga tillväxttakten mellan 3–6 procent resulterar det i ett värdeintervall mellan 6,4–18,2 DKK per aktie.

Känslighetsanalys

| | 3,0% | 4,0% | 5,0% | 6,0% |
|-------|------|------------|------|------|
| 11,2% | 12.1 | 13.6 | 15.5 | 18.2 |
| 12,2% | 10.2 | 11.2 | 12.6 | 14.3 |
| 13,2% | 8.6 | 9.4 | 10.4 | 11.6 |
| 14,2% | 7.4 | 8.0 | 8.7 | 9.6 |
| 15,2% | 6.4 | 6.8 | 7.4 | 8.1 |

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan följer multipelvärderingen. Med en förväntad försäljning på cirka 30 miljoner DKK år 2023 och en diskonteringsränta på 13,2 % beräknar vi ett värde per aktie om 4,0 DKK. EV/Sales LTM har sjunkit från 4,6 i den senaste uppdateringen till 3,8x.

Multipelvärdering, basscenario

| | HQ | Mcap (SEKm) | EV/Sales. LTM | EV/Sales, 2023P |
|--|----|--------------|---------------|-----------------|
| Trulieve Cannabis Corp. | US | 19 900 | 3.4x | 2.1x |
| Little Green Pharma Ltd | AU | 380 | 6.3x | N.A |
| Tikun Olam-Cannbit Pharmaceuticals Ltd | IL | 233 | 3.1x | N.A |
| Tilray Brands, Inc. | US | 13 722 | 4.2x | 2.5x |
| Stenocare A/S | DK | 129 | 53.4x | N.A |
| OrganiGram Holdings Inc. | CA | 2 344 | 2.8x | 1.1x |
| Median | | 1 362 | 3.8x | 2.1x |
| Genomsnitt | | 6 118 | 12.2x | 1.9x |

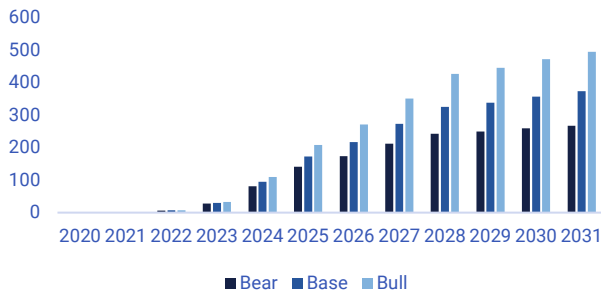
| | |
|-------------------------------------|--------------|
| Median | |
| Median Multiple, LTM | 3.8x |
| Rabatt | 0.0 |
| Använd EV/Sales multipel | 3.8x |
| Förväntad försäljning 2023 | 29.8 |
| Motiverat Rörelsevärde (EV) | 113.9 |
| Diskonteringsränta | 13.2% |
| Diskonteringsperiod | 0.8 |
| Nuvärde (Motiverat värde EV) | 103.3 |
| Kassa, Senast Kv. | 9.3 |
| Räntebärande skuld, senast Kv. | 0.0 |
| Aktievärde | 112.7 |
| Utstående aktier | 28.5 |
| Motiverat värde per aktie | 4.0 |

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Värderingsintervall

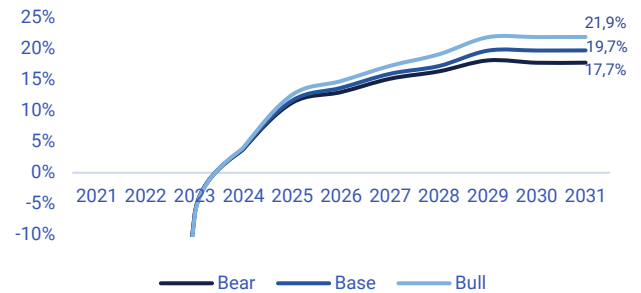
I Bull- och Bear-scenarierna har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa tillväxt- och lönsamhetskurvor för att möjliggöra större spridningar i scenariorisultaten.

Nettoomsättning (MDKK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I Bull-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR) på 47,6 procent mellan 2024–2027 (42,5 procent i basscenariot). Detta scenario illustrerar resultaten av ytterligare mottagna distributionsavtal utöver den nuvarande pipelinen. I Bear scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 37,9 procent, vilket illustrerar ett scenario med försenade eller förlorade produktlanseeringar.

Risker och utmaningar

Regulatoriska och politiska risker

Även om odling blir lagligt permanent är DanCann:s andra affärsmodeller fortfarande beroende av det danska pilotprogrammet, som är tidsbegränsat och måste förlängas.

Det nuvarande regelverket utvecklas i stort sett i en gynnsam riktning för DanCann. Den kan dock snabbt svänga åt andra hållet. Den regulatoriska risken är större för DanCann än för många andra företag som sysslar med traditionell läkemedelsutveckling.

I detta sammanhang omfattar regleringen även ersättning. Marknaden kanske inte utvecklas så gynnsamt som förväntat om medicinska cannabisprodukter inte i stor utsträckning inkluderas i de olika ersättningssystemen.

Finansiering och andra risker

Bolaget är beroende av att behålla och attrahera nyckelpersoner. VD och grundaren Jeppe Rasmussen har låst in sitt aktieinnehav i bolaget i tre år, bestående av cirka 21 procent av aktiekapitalet. Marknaden för medicinska cannabisprodukter är relativt ny, vilket innebär att personal med värdefull erfarenhet är sällsynt.

I takt med att marknaden mognar kommer konkurrensen sannolikt att öka. Det kan leda till ett nedåtriktat tryck på marginalerna längre fram, särskilt på förförsäljning av cannabismaterial och API:er. När det gäller det sistnämnda har DanCann för 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 den kliniska evidensbasen växer. Den framtida tillväxten på marknaden är dock osäker.

Räkenskaper och nyckeltal

Riskjusterad resultaträkning (DKKm)

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Summa intäkter | 0 | 1 | 7 | 30 | 94 | 172 | 217 | 273 | 325 |
| COGS | -1 | -5 | -19 | -58 | -105 | -134 | -169 | -200 | -208 |
| Bruttoresultat | -1 | -4 | -12 | -28 | -11 | 39 | 49 | 73 | 117 |
| Totala rörelsekostnader, exkl. COGS, och av- och nedskrivningar | -1 | -15 | -12 | -13 | -33 | -47 | -54 | -61 | -70 |
| EBITDA | -2 | -19 | -24 | -42 | -44 | -9 | -6 | 12 | 48 |
| Av- och nedskrivningar | 0 | -1 | 0 | -1 | -1 | -2 | -2 | -3 | -3 |
| EBIT | -1 | -15 | -10 | -3 | 2 | 19 | 28 | 41 | 53 |
| Finansnetto | -1 | -15 | -9 | -4 | 1 | 17 | 26 | 39 | 51 |
| EBT | -2 | -30 | -19 | -6 | 3 | 35 | 54 | 80 | 104 |
| Skatt | 1 | 3 | 0 | 0 | 0 | -3 | -5 | -8 | -10 |
| Resultat efter skatt | 0 | -12 | -9 | -4 | 1 | 13 | 21 | 31 | 40 |
| Vinst per aktie | 0,00 | -0,41 | -0,32 | -0,13 | 0,03 | 0,46 | 0,72 | 1,09 | 1,42 |
| Utstående aktier, EoP | 33,0 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 |
| Genomsnitt | 32,8 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 | 28,5 |

| Tillväxt | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------------|------|-----------|---------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Summa intäkter | nm. | nm. | 678,0% | 338,8% | 216,4% | 82,5% | 26,1% | 25,7% | 19,0% |
| Bruttoresultat | nm. | nm. | 42,0% | 374,6% | 222,8% | 83,5% | 24,7% | 24,9% | 19,8% |
| EBITDA | nm. | -1339,5% | 32,7% | 77,7% | 281,4% | 441,1% | 48,3% | 46,5% | 28,3% |
| EBIT | nm. | -1433,6% | 34,5% | 71,7% | 192,7% | 642,0% | 50,0% | 47,9% | 28,5% |
| EBT | nm. | -1153,8% | 39,6% | 59,8% | 123,5% | 1815,9% | 55,6% | 51,3% | 29,9% |
| Resultat efter skatt | nm. | -34824,3% | 21,9% | 59,8% | 123,5% | 1421,3% | 55,6% | 51,3% | 29,9% |
| Vinst per aktie | nm. | -40126,1% | -21,9% | -59,8% | -123,5% | 1421,3% | 55,6% | 51,3% | 29,9% |
| Marginaler | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
| Bruttomarginal | nm. | 73,3% | 33,5% | 37,7% | 38,8% | 39,1% | 38,6% | 38,4% | 38,7% |
| EBITDA-marginal | nm. | -629,4% | -132,6% | -8,9% | 2,6% | 10,7% | 12,7% | 15,0% | 16,2% |
| EBIT-marginal | nm. | -658,8% | -128,0% | -12,2% | 0,9% | 9,6% | 11,9% | 14,3% | 15,6% |
| EBT-marginal | nm. | -658,8% | -128,0% | -12,2% | 0,9% | 9,6% | 11,9% | 14,3% | 15,6% |
| Vinstmarginal | nm. | -509,8% | -128,0% | -12,2% | 0,9% | 7,6% | 9,4% | 11,4% | 12,4% |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (DKKm)

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------------------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Summa immateriella tillg. | 0 | 41 | 45 | 48 | 50 | 52 | 54 |
| Summa materiella tillg. | 4 | 10 | 10 | 11 | 12 | 13 | 13 |
| Summa övriga anläggningstillg. | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa anläggningstillg. | 4 | 51 | 55 | 59 | 63 | 65 | 67 |
| Varulager | 0 | 1 | 6 | 18 | 30 | 38 | 48 |
| Kundfordringar | 1 | 1 | 4 | 12 | 22 | 27 | 34 |
| Övriga omsättningstillg. | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Kassa och bank | 8 | 5 | 22 | 31 | 46 | 58 | 79 |
| Summa omsättningstillgångar | 18 | 19 | 49 | 83 | 115 | 143 | 184 |
| Summa tillgångar | 69 | 74 | 108 | 146 | 180 | 210 | 254 |
| Eget Kapital | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Reserver för utvecklingskostnader | 23 | 42 | 72 | 97 | 107 | 107 | 107 |
| Kvarhållna vinster | 30 | 21 | 17 | 18 | 31 | 52 | 83 |
| Summa Eget Kapital | 53 | 64 | 91 | 116 | 140 | 160 | 191 |
| Skuld till Kreditgivare | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Total long-term liabilities | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leasingskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | 3 | 1 | 4 | 9 | 17 | 22 | 27 |
| Skatteskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Andra kortfristiga skulder | 11 | 7 | 12 | 19 | 22 | 27 | 34 |
| Summa kortfristiga skulder | 15 | 9 | 17 | 29 | 39 | 49 | 62 |
| Totala Skulder | 15 | 9 | 17 | 29 | 39 | 49 | 62 |
| Summa Eget Kapital och Skulder | 69 | 74 | 108 | 146 | 180 | 210 | 254 |

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Likviditet | | | | | | | |
| Balanslikviditet | 120% | 218% | 294% | 290% | 294% | 291% | 297% |
| Kassalikviditet | 53% | 58% | 129% | 108% | 117% | 118% | 128% |
| Belåning | | | | | | | |
| Nettoskuld(-)/nettokassa(+) | 11 | -2 | -35 | -43 | -44 | -29 | -17 |
| Nettoskuld/EBITDA | NM | NM | NM | NM | NM | NM | NM |
| Nettoskuld/EK | NM | 0,0x | 0,4x | 0,4x | 0,3x | 0,2x | 0,1x |
| Vermögen/Eigenkapital | 77% | 87% | 84% | 80% | 78% | 76% | 75% |
| Effektivitet | | | | | | | |
| ROA | 0,0% | Neg. | Neg. | Neg. | 0,5% | 6,3% | 8,1% |
| ROE | 0,1% | Neg. | Neg. | Neg. | 0,7% | 8,8% | 11,7% |
| ROIC | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,4% | 9,2% | 11,5% |

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (DKKm)

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| KF, löpande verksam. före delta RK | 0 | -14 | -9 | -3 | 2 | 15 | 23 |
| Delta RK | 0 | 2 | -10 | -6 | -13 | -7 | -6 |
| KF, löpande verksamhet | 0 | -12 | -19 | -9 | -11 | 8 | 17 |
| KF, investeringsverksamhet | 0 | -32 | -4 | -4 | -5 | -3 | -4 |
| KF, finansieringsverksamhet | 0 | 31 | 20 | 30 | 25 | 10 | 0 |
| Periodens kassaflöde | 0 | -14 | -3 | 17 | 9 | 15 | 12 |
| Kassa, BaP | 0 | 21 | 8 | 5 | 22 | 31 | 46 |
| Kassa, SaP | 0 | 8 | 5 | 22 | 31 | 46 | 58 |
| Nyckeltal | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
| KF, löpande verksamhet/Summa intäkter | nm | -1371% | -275% | -29% | -11% | 5% | nm |
| KF, löpande verksamhet/EBITDA | 0% | 29% | 43% | 101% | 191% | 68% | 35% |

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 Markus Augustsson och Fredrik Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.