



Attana

Effektivisera läkemedelsutveckling

Nytäckning
Rapport
Viktig händelse

Risk och avkastningspotential

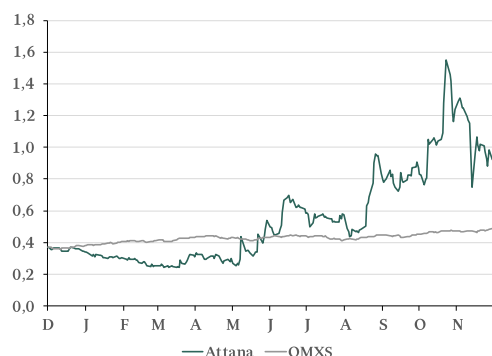
Kurspotential	Medel
Riskenivå	Hög
Kurs	0,93
Högsta/Lägsta (12M)	1,55/0,25
Antal aktier (m)	170,5
Börsvärde (SEKm)	158
Nettoskuld (SEKm)	-4
Enterprise Value (SEKm)	153
Reuters/Bloomberg	ATANA.ST/ATANA SS
Listning	Nordic MTF

Estimat och värdering (SEK)

	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljning	4	7	9	12
EBITDA	-4	-2	-3	-2
EBIT	-6	-5	-4	-4
Vinst f. skatt	-6	-6	-5	-4
EPS, just.	-0,05	-0,03	-0,03	-0,02
EK/A	0,06	0,10	0,07	0,16
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	-	NM	NM	NM
EBIT Marg.	-158,7	-77,5	-47,7	-29,7
ROE	-	-47,8	-34,3	-20,0
ROCE	-	-47,1	-31,3	-22,3
Nettoskuld/EK	0,21	-0,18	0,34	-0,38
EV/Fsg.	11,93	22,71	16,25	12,55
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM
P/E, just.	NM	NM	NM	NM
P/EK	5,74	9,67	13,68	5,71
Direktavk.	0,0	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
25/02/2020	Q4-rapport	
08/05/2020	Q1-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

Höjer IRR för läkemedelsbolag

Attanas affärsidé är att tillhandahålla snabba, kvalitetssäkrade, forskningsresultat till läkemedelsbolag och forskare baserat på bolagets patenterade teknologier och därigenom kunna förkorta de långa och kostsamma processerna inom läkemedelsutveckling. Förenklat innebär detta att affärsidén är att effektivisera forskning och utveckling av nya läkemedel genom biologisk interaktionskaraktärisering i realtid. Detta genom uppdragsforskning samt instrumentförsäljning. Vilket på sikt leder till högre IRR för läkemedelsbolagen.

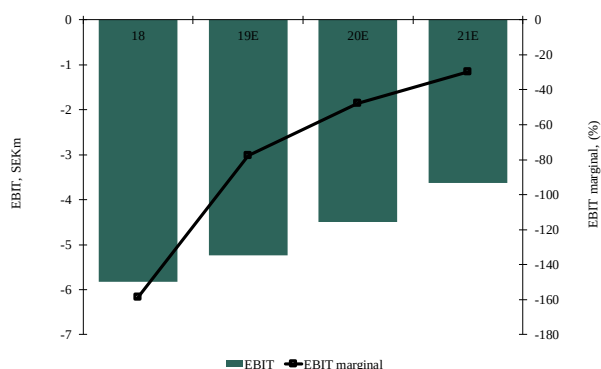
En miljardmarknad

Enligt en studie från IMPFA och Deloitte investerar läkemedelsindustrin årligen ca 1 500 mdr kr på forskning och utveckling av nya läkemedel. Vidare noteras att den årliga avkastningen (IRR) på utvecklingen av nya läkemedel har sjunkit från 10% 2010 till 3,2% 2017 och den genomsnittliga kostnaden för ett nytt läkemedel att nå marknaden uppgår till ca 15 mdr kr. En anledning till det sjunkande IRR är att enbart 9,6% av de läkemedelskandidater som når de kliniska faserna (då man inleder försök på människor) blir godkända och når marknaden. Skulle det finnas en process att upptäcka brister tidigare hos läkemedelskandidater kan läkemedelsbolagen undvika att fel projekt prioriteras och därmed kan dyra kliniska studier sparas. Det är här Attanas teknik kan göra skillnad.

Attraktiv potential i aktien

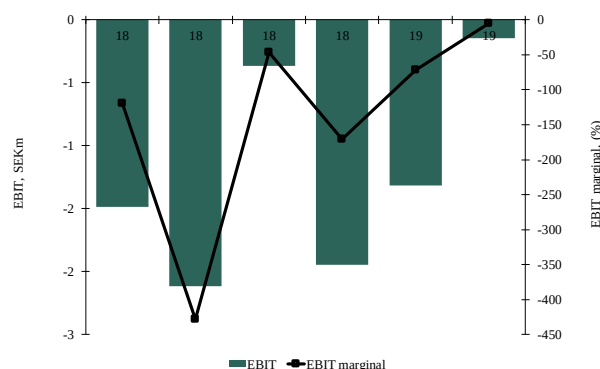
Värderingen av Attana varierar givetvis beroende på hur snabbt tillväxten utvecklas, samt hur marknaden kommer ta till sig informationen. Vi använder oss av en SOTP, DCF samt jämförelse med liknande bolag för komma fram till ett värde om 1,20 kr per aktie. Värdet bygger på att Attana lyckas kapitalisera på sin instrumentverksamhet samtidigt som uppdragsprojekten ökar både i antal samt i pris. Sammanfattningsvis ser vi medelhög potential i aktien till hög risk. Vi räknar med att bolaget kommer behöva ta in kapital en gång till innan positivt kassaflöde kan nås. Vårt motiverade värde stödjer sig primärt på vår SOTP värdering vilket uppgår till 1,20 kr per aktien.

Attana – Resultatutveckling, helår



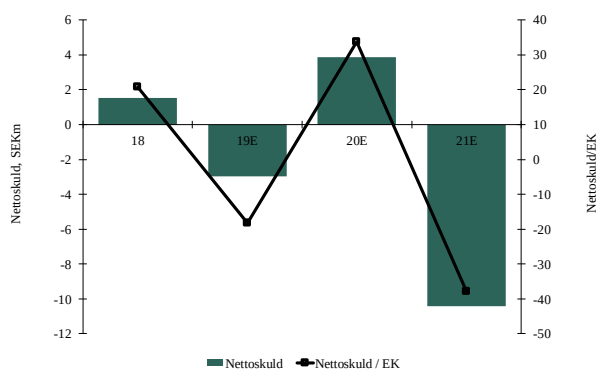
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	158	
Antal utestående aktier (m)	170,5	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	1 405	
Fritt handlade aktier	55,3%	
Största aktieägare	Röster	Aktier
TVAA AB (Teodor Aastrup)	28,6%	28,6%
Vicama AB (Samir Fostock)	6,2%	6,2%
Nabseth, Arne	5,4%	5,4%
Aktiebolaget Gurkmejan	4,5%	4,5%
Övriga	55,3%	55,3%
Ordförande	Arne Nabseth	
Verkställande direktör	Teodor Aastrup	
Finansdirektör	Anders Ulrikson	
Investerarkontakt	-	
Telefon / Internet	+46-8-410 200 00 / attana.com	
Nästa rapport	25 February 2020	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Investment case

Attanas affärsidé är att tillhandahålla snabba, kvalitetssäkrade, forskningsresultat till läkemedelsbolag och forskare baserat på bolagets patenterade teknologier och därigenom kunna förkorta de långa och kostsamma processerna inom läkemedelsutveckling. Förenklat innebär detta att affärsidén är att effektivisera forskning och utveckling av nya läkemedel genom biologisk interaktionskaraktärisering i realtid. Detta genom uppdragsforskning samt instrumentförsäljning. Vilket på sikt leder till högre IRR för läkemedelsbolagen.

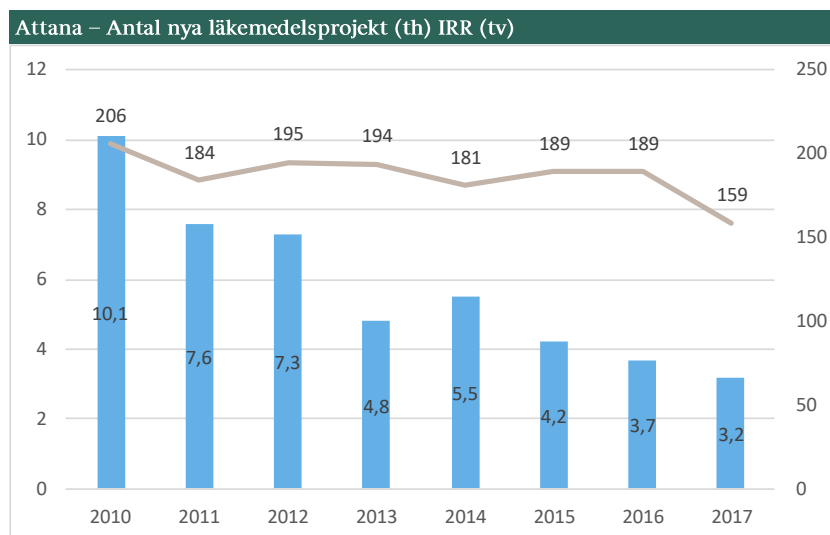
Under den senaste decenniet har utvecklingen inom diagnostik gått från försäljning av kapitalutrustning och förbrukningsvaror till försäljning av validerade resultat. Inom läkemedelsutveckling observeras en liknande trend, primärt driven av ökande andel förbrukningsvaror. Attana har även noterat att i samband med att företag omorganiserar har avancerade analysinstrument en tendens att bli stående oanvända eftersom det saknas kompetens. Vidare har efterfrågan ökat gällande krav på att erhålla resultat snabbt. Attana tror att dessa tre trender, 1) ökad efterfrågan på validerade resultat, 2) brist på kvalificerad personal och 3) behov av resultat snabbt kommer att resultera i en kraftig ökning av efterfrågan på specialiserade uppdragsforskningstjänster utförda på avancerade analysinstrument. Därav bolagets fokusering på uppdragsforskning baserat på den egenutvecklade tekniken.

Värderingen av Attana varierar givetvis beroende på hur snabbt tillväxten utvecklas, samt hur marknaden kommer ta till sig informationen. Vi använder oss av en SOTP, DCF samt jämförelse med liknande bolag för komma fram till ett värde om 1,20 kr per aktie. Värde bygger på att Attana lyckas kapitalisera på sin instrumentverksamhet samtidigt som uppdragsprojekten ökar både i antal samt i pris.

Sammanfattningsvis ser vi medelhög potential i aktien till hög risk. Vi räknar med att bolaget kommer behöva ta in kapital en gång till innan positivt kassaflöde kan nås. Vårt motiverade värde stödjer sig primärt på vår SOTP värdering vilket uppgår till 1,20 kr per aktien, vilket motsvarar en potential om ca 25% från dagens kurs.

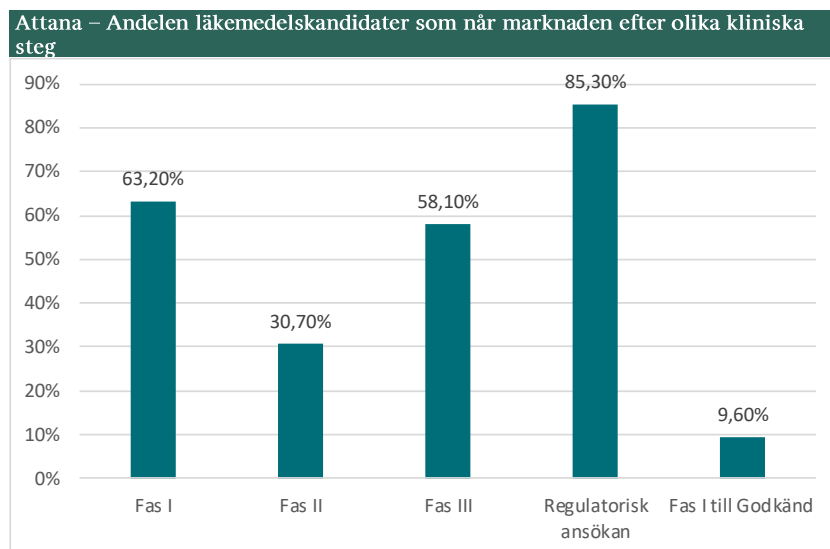
Marknad

Enligt en studie från IMPFA och Deloitte investerar läkemedelsindustrin årligen ca 1 500 mdr kr på forskning och utveckling av nya läkemedel. Vidare noteras att den årliga avkastningen (IRR) på utvecklingen av nya läkemedel har sjunkit från 10% 2010 till 3,2% 2017 och den genomsnittliga kostnaden för ett nytt läkemedel att nå marknaden uppgår till ca 15 mdr kr.



Source: Erik Penser Bank, deloitte-uk-measuring-roi-pharma innovation 2017

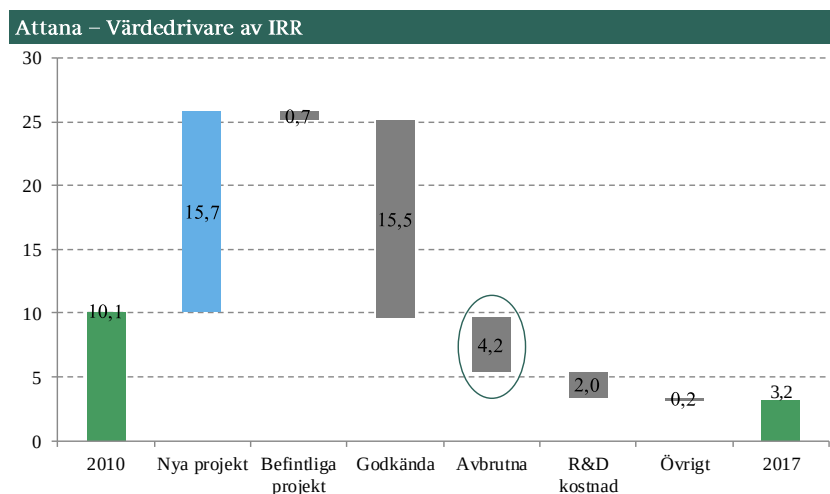
En anledning till det sjunkande IRR är att enbart 9,6% av de läkemedelskandidater som når de kliniska faserna (då man inleder försök på människor) blir godkända och når marknaden. Grafen nedan illustrerar andelen framgångsrika kliniska studier utifrån de olika kliniska faserna.



Source: Erik Penser Bank, IFPMA-Facts-And-Figures-2017

För att bättre förstå varför IRR har minskat under det senaste decenniet bryts de olika värdedrivarna ned under perioden. Under åren har nya projekt tillkommit vilket har drivit upp IIR med 15,7%-enheter, dock har tidigare projekt blivit godkända och därmed lämnat utvecklingsprocessen, vilket motsvarar en minskning om 15,5%-enheter. Det intressanta är att 4,2%-enheter är hänfört till sent avbrutna projekt, dvs ca 63 mdr kr. Skulle det finnas en

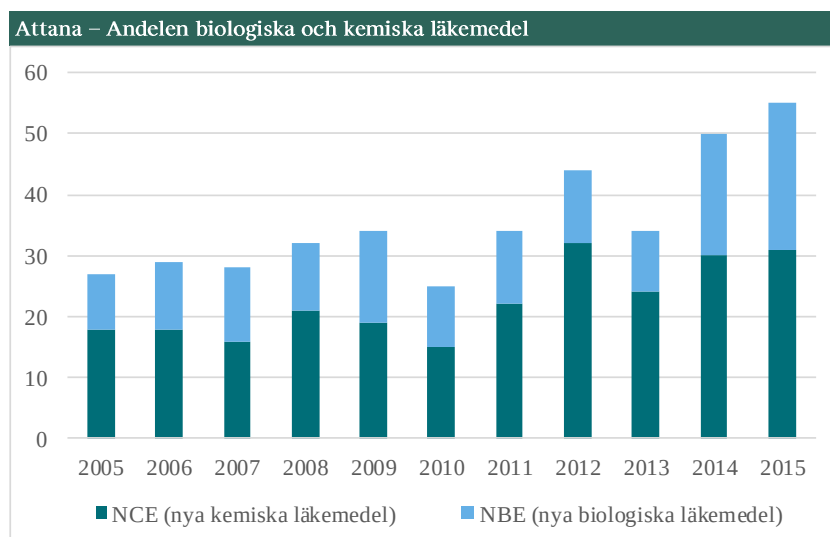
process att upptäcka brister tidigare hos läkemedelskandidater kan läkemedelsbolagen undvika att fel projekt prioriteras och därmed kan dyra kliniska studier sparas. Det är här Attanas teknik kan göra skillnad.



Source: Erik Penser Bank, IFPMA-Facts-And-Figures-2017

Fokuserar på biologiska läkemedelskandidater

Utvecklingen av läkemedel kan delas upp i kemiska och biologiska läkemedel. Traditionellt har läkemedelsutveckling primärt varit fokuserat på kemiska läkemedel, men de senaste decennierna har mer och mer forskning och utveckling fokuserat på biologiska läkemedel. 2016 var sju av de tio mest sålda läkemedlen biologiska. Den trenden avspeglas också i grafen längre ned då det framgår att under de senaste åren har antalet nya biologiska läkemedel ökat fortare än antalet kemiska läkemedel. Attanas styrka i teknik och patent är unik för biologiska läkemedel. Dvs styrka vid ett teknikskifte när biologiska läkemedel ökar.



Source: Erik Penser Bank, IFPMA-Facts-And-Figures-2017

Verksamhet

Attanas affärsidé är att tillhandahålla snabba, kvalitetssäkrade, forskningsresultat (interaktionskaraktärisering) till läkemedelsbolag och forskare baserat på bolagets patenterade teknologier och därigenom kunna förkorta de långa och kostsamma processerna inom läkemedelsutveckling. Förenklat innebär detta att (affärsidén) Attana vill effektivisera forskning och utveckling av nya läkemedel genom biologisk interaktionskaraktärisering i realtid. Genom interaktionskaraktäriseringen tillhandahåller Attana information som både förbättrar selektion av läkemedelsmolekyler och ger förslag på nödvändiga förbättringar som krävs för att få läkemedelsmolekyler att fungera bättre farmakologiskt samt undvika biverkningar. Ledningen är övertygade om att när tekniken är fullt implementerad inom läkemedelsindustrin kommer dubbelt så stor andel av molekylerna passera de kliniska studierna. Detta betyder i teorin att kostnaderna för läkemedelsutveckling halveras och att tiden till godkänt läkemedel minskar kraftigt.

Affärsmodell

Attana erbjuder kunder inom läkemedelsindustrin uppdragsforskning och analysinstrument. Uppdragsforskning avser prekliniska studier och riktar sig till både tier 1, 2 och 3 läkemedelsbolag och universitet. Attana erbjuder även analysinstrument för läkemedelsstudier, vilka antingen säljs helt separat från uppdragsforskningen eller i samband med utförandet av uppdragsforskning. Till analysinstrumenten tillkommer även merförsäljning i form av service och förbrukningsvaror. Analysinstrumenten säljs direkt eller via distributörer. Både uppdragsforskningen och analysinstrumenten bygger på Attanas patenterade biosensortechnologi.

Attana – Egenutvecklade mätinstrument, Attana Cell 200



Source: Erik Penser Bank, Attana

Kunder

Attanas kunder är forskare vid universitet och i stora och små läkemedelsbolag. Det gemensamma är att de är inriktade på forskning och utveckling av biologiskt framställda molekyler (tex antikroppar) som kan användas som läkemedel, vaccin eller för diagnos av sjukdomar. Bolaget tillhandahåller identifiering, ökad förståelse för och optimering kring hur dessa molekyler interagerar med andra molekyler och enheter (celler, virus, bakterier etc.) i kroppen. Attana genererar på detta sätt den affärskritiska informationen dvs. förser kunden med information om deras läkemedelskandidat interagerar för mycket eller för lite med målreceptorn alternativt interagerar med omgivningen. Med större förståelse för läkemedelskandidatens interaktion i levande celler kan kunden i ett tidigt stadium modifiera substansen till önskat resultat alternativt avbryta projektet innan det genererar mer kostnader.

Tekniken - Biosensor

En biosensor består i sin enklaste form av ett mätinstrument, tex en våg eller en ljusdetektor, och en identifieringsmetod, tex en läkemedelsmolekyl som interagerar med sin tänkta receptor i kroppen. Processen kan förenklas till att hitta rätt nyckel som ska öppna rätt lås. Som mätinstrument använder Attana en kvartskristallmikrovåg med pikogramkänslighet, QCM (Quartz Crystal Microbalance). Som identifiering, dvs nyckel och lås, används normalt receptorer, läkemedelsmolekyler och antingen i djur eller humanceller. QCM uppfanns 1959 av tysken Prof. Günter Sauerbrey. QCM-tekniken har kunnat anpassas för Life Science applikationer tack vare den snabba utvecklingen inom tekniksektorn, kvartskristaller är en av huvudkomponenterna i dagens datorer och inom mobiltelefoner. Det finns minst 120 publicerade vetenskapliga artiklar där Attanas teknik används. Attana har tagit del av utvecklingen inom tekniksektorn och vidareförädlad QCM-tekniken. Bolaget har fem patentfamiljer som skyddar både QCM-tekniken och den cellbaserade identifieringen.

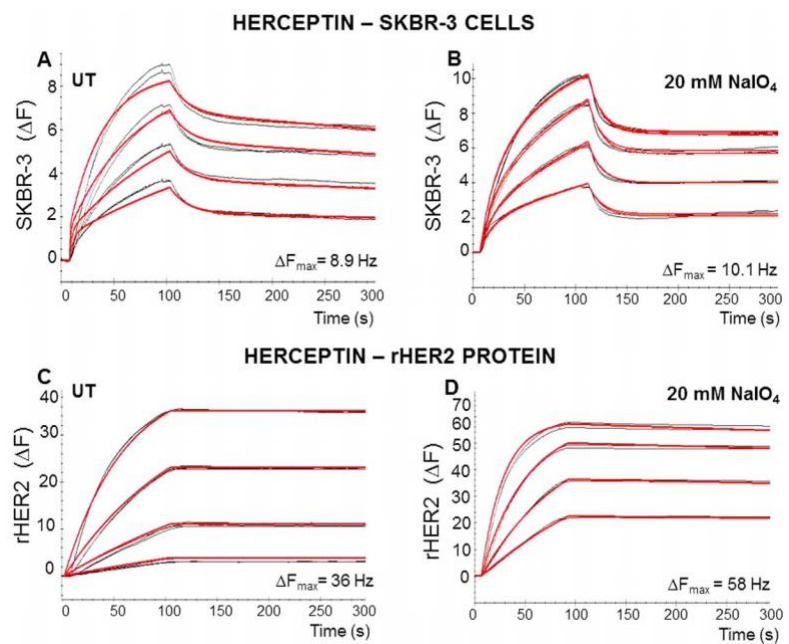
Första generationens biosensorer, härstammar från 1970-talet och är väletablerade. De kan användas både på rena molekyllära interaktioner, molekyl till molekyl och mellan en molekyl och en cell. Styrkan ligger i att de kan upptäcka om en molekyl finns och om det finns en möjlighet för en interaktion. Men de ger begränsad information om interaktionsegenskaperna. Därför har sedan mitten av 1990-talet andra generationens biosensorer ökat i betydelse, då dessa tillhandahåller mer information om interaktionen.

Andra generationens biosensor kan endast analysera rena molekyllära interaktioner och inte molekyllära interaktioner med celler. De kan belysa kinetiken för interaktionen vilken skiljer sig kraftigt mellan olika läkemedel, tex ett bedövning- eller cancerläkemedel. Ett bedövningsmedel ska verka omedelbart under en kortare period medan en cancermedicin ska verka under en avsevärt längre period.

Attanas patenterade teknik kan ta fram detaljerad information om hur läkemedlet kommer interagera i kroppen med andra molekyler och celler, vilket gör att man bättre kan förutsäga hur läkemedlet kommer fungera i kroppen och därför kallas det för den tredje generationens biosensorer. Attanas teknik lämpar sig både före och parallellt med djurförsök (prekliniska studier) och kliniska studier på människor (fas I, fas II och fas III studier). Bolagets primära fokus är på de prekliniska faserna. Vi kan likna Attanas

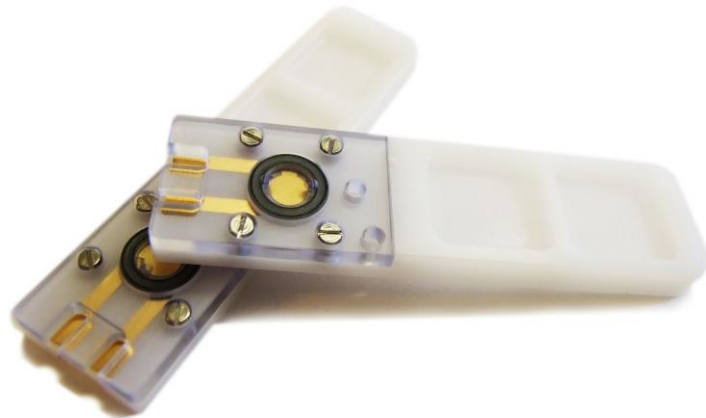
teknik vid en Land Rover Defender och att applikationsspecialister är Paris Dakar. Kroppen är som öknen, det finns mängder av hinder som påverkar framkomligheten. På samma sätt kan en läkemedelsmolekyl fastna och snubbla på andra biologiska molekyler i kroppen. Normalt har läkemedelsbolagen att välja på en Ferrari eller en Toyota. Båda är personbilar men har helt olika ändamål, den ena mäter den snabba interaktionen och den andra långsamma interaktioner. Men båda kräver bra förutsättningar dvs att det finns en asfaltsväg att köra på. Utmaning för Attana är att få fler att även vilja träna i öknen där tävlingen sedan skall avgöras, dvs göra analyserna i en biologiskt relevant miljö. Det finns mycket information att få om ett läkemedels prestanda genom interaktionskaraktärisering, men många fallgropar och hinder på vägen missas i de etablerade metoderna.

Attana – Ytcellproteiners inverkan på cancerbehandling



Source: Erik Penser Bank, bolagetshemsida.

Attanas teknik kan även användas som ett komplement till djurförsök, då bolagets teknik kan förklara fenomen som sker vid djurförsök. Dock är det viktigt att förtydliga att Attana inte kan ersätta djurförsök, endast reducera antalet försök och tillsammans med resultat från djurförsöken öka förståelsen för läkemedlets funktion i kroppen och därmed öka chanserna att klara ytterligare faser.



Source: Erik Penser Bank, bolagets hemsida

Inom interaktionskaraktärisering delas marknaden upp i teknikerna "Labelfree" och "Labeled", där den sistnämnda syftar på att molekyler måste "märkas" med en annan molekyl. Dessa molekyler kan vara fluorescerande, radioaktiva eller magnetiska men kan också förekomma i andra varianter. "Labeled" tekniken påverkar dock till viss del målmolekylen på grund av märkningen medan "Labelfree" tekniker har fördelen att studera molekylen som den är. "Labeled" teknikerna har dock generellt sett högre känslighet än "Labelfree". Beroende på typ av information eller applikation som eftersträvas är den ena att föredra framför den andra. Attanas teknik är "Labelfree" och de mest etablerade metoderna är "Surface Plasmon Resonance" (SPR) och "BioLayer Interferometry" (BLI). Attanas QCM teknik är den enda kommersiella "Labelfree" tekniken som kan utföra kinetisk interaktionskaraktärisering mellan läkemedelsmolekyler och celler, dvs Attana ser saker som ingen annan ser.

"Labeled" tekniker som flödescytometri och ELISA (enzymelinked immunosorbent assay) är exempel på äldre tekniker som med hög känslighet kan detektera interaktioner mellan läkemedelsmolekyler och celler. Dessa tekniker kräver dock inkubering för att kunna detektera och är därmed inte lämpliga för kinetisk karakterisering. Kombination av tex SPR och flödescytometri är vanlig och ger en viss överlappning med informationen som Attana tillhandahåller. Men oftast skiljer sig informationen åt och det är här Attana gör skillnad genom att de facto kunna studera kinetiken mellan läkemedelsmolekyler och celler.

Estimat

40% tillväxttakt under 2020 och 30% under 2021

Vi räknar med att intäkterna kommer öka till 9,4 mkr 2020e samt till 12,2 2021e. Vilket motsvarar en årlig tillväxt om 30%. Drivkraften bakom tillväxten kommer från 1) ökad efterfrågan från uppdragsforskning och 2) ökad försäljning av mätinstrument. Hittills i år har bolaget lyckats sälja två instrument och vi räknar med att det kommer stiga till tre under 2020 och fyra under 2021. Idag redovisar inte Attana antal uppdragsprojekt men fram

tills idag har Attanas teknik används i 121 akademiska publikationer var av fem publicerats under 2019. Uppskattningsvis har bolaget lika många uppdrag utanför akademien vilket skulle innebära ca tio projekt hittills i år. Det vi också vet är att bolaget sedan 2017 har kunnat dubblera priset på sina tjänster. Detta är drivet av 1) stärkta finansiella muskler ger bolaget möjlighet att tacka nej till lågmarginalsuppdrag 2) fler kunder inser värdet som Attana tillför och accepterar att betala mer. I takt med att bolagets teknik växer i antal kunder och i antal publikationer bedömer vi att efterfrågan på mätinstrumenten även kommer öka dubbelsiffrigt. Dock är vi osäkra när i tiden det stora genombrottet kommer för bolaget att rulla ut tekniken globalt. Först när det börjar sker kan bolaget ta nästa kliv upp i värdekedjan. Dvs börja ta betalt i royalty (framtida försäljningsintäkter från de läkemedel Attana är med och tar fram).

Kostnadssidan bedömer vi kommer öka till 11,7 mkr under 2020e samt till 13,4 mkr 2021e. Detta är primärt drivet av ökade tillväxt inom uppdragsforskning, som inte har lika stora skalfördelar som mätinstrumentaffären (bruttomarginal ca 85%). Bolaget har effektiviserat sina processer inom uppdragsforskningen dvs delat upp projektet i mindre delar där vissa delar kan genomföras av inte lika erfarna medarbetare. Detta leder till att de erfarna medarbetarna kan vara involverade i fler projekt samtidigt som varje projekt levereras i tid och med god kvalitet.

Emission 2019

Under sep 2019 genomförde bolaget en nyemission som uppgick till 14,6 mkr, före emissionskostnader. Likviden avses användas till effektiviseringsåtgärder, produktutveckling samt ökad expansionstakt. Som vi tidigare nämnde, ger den ökade finansiella stabiliteten även bolaget möjligheten att tacka nej till uppdrag med låg lönsamhet och behöver inte ge kunderna rabatter. Dock bedömer vi att bolaget kommer behöva ta in kapital igen under 2021 för att bibehålla en solid finansiell struktur och inte behöva sänka priset på sina tjänster.

Konkurrenter

Attanas marknadssegment är attraktiv för flera aktörer. Det innebär att vid ökad framgång växer också risken för hårdare konkurrens. Ökad konkurrens kan påverka marknadspriserna negativt, vilket skulle innebära en försämrad finansiell ställning för Attana. Att försvara patent är också kostnadskrävande och vid ett eventuellt intrång kan ytterligare kapitalinsatser krävas.

Konkurrens inom Biosensorer

Nedan nämns ett antal aktörer som Attana stött på i konkurrenssituationer under de senaste två åren.

- **GE Healthcare**, som sedan tidigare förvärvat Biacore och marknadsför ett antal SPR instrument. Biacordelen är under försäljning till Danaher, där EU-kommisionen väntas komma med ett besked inom kort om affären godkänns i sin helhet eller om Danaher måste avyttra delar av verksamheten.
- **Molecular Devices** har sedan tidigare förvärvat FortéBio och marknadsför ett antal BLI instrument. Molecular Devices ägs av Danaher. Eventuellt kan FortéBio behöva avyttras för att Danaher ska få köpa Biacore
- **NanoTemper** marknadsför instrument baserat på MicroScale
- **Sapidyne** marknadsför marknadsför ett antal instrument baserat på kinexa tekniken

- **Flödescytometri** marknadsförs av flera aktörer där de vanligaste förekommande i konkurrens med Attana kommer från Beckman Coulter (Danher) och Becton Dickinson

Inom uppdragsforskning finns det många olika aktörer, dock ingen som konkurrerar direkt med Attanas teknik. Dock ser Attanas ledning affärsmöjligheter i att utvidga uppdragsforskningserbjudandet vilket kan komma att leda till en ökad konkurrenssituation. Bolaget kan också tänka sig en möjlighet för djupare samarbeten och/eller licensiering av teknik till dessa aktörer.

Konkurrenssituationen för tjänster och tekniker inom läkemedelsutveckling är komplex. Dessa kan både vara kompletterande och konkurrerande. Attanas produkter och tjänster har såväl unikt som kompletterande och konkurrerande positioner.

NanoTemper är ett mindre tyskt företag. Se deras hemsida www.nanotempertech.com

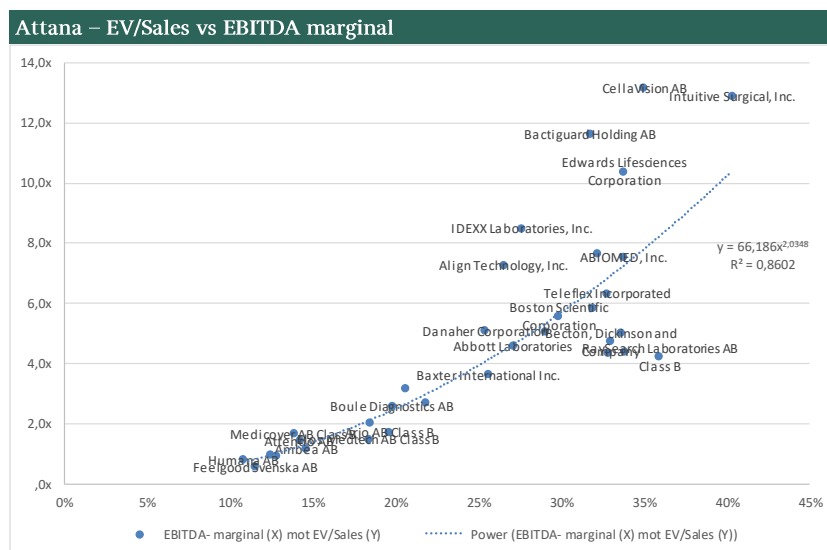
Sapidyne är ett mindre amerikanskt företag. Se deras hemsida www.sapidyne.com för närmare information om bolaget och dess produkter.

Beckman Coulter är en större global aktör inom Attanas biosensormarknad. Se deras hemsida www.beckmancoulter.com

Becton Dickinson är en större global aktör inom Attanas biosensormarknad. Se deras hemsida www.bd.com för närmare information om bolaget och dess produkter.

Värdering

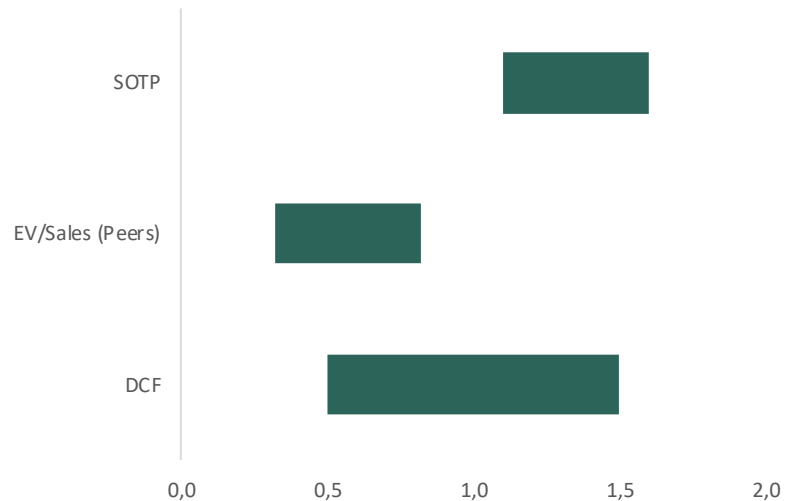
Värderingen av Attana varierar givetvis beroende på hur snabbt tillväxten utvecklas, samt hur marknaden kommer ta till sig informationen. Drivet av Attanas unika kompetens och position i värdekedjan är det svårt att hitta bolag att jämföra med. Höjer vi blicken och tittar på traditionella medtech bolag ser vi att dessa bolag handlas till mellan EV/Sales 1x till 13x på 2020e och snittet ligger runt 5,6x. Tillväxten för dessa bolag ligger runt 12% årligen vilket indikerar att Attans bör handlas i det högre intervallet drivet av sin tillväxt.



Source: Erik Penser Bank, Factest

Utöver att jämföra Attana med andra medtech bolag har vi även räknat fram ett "Sum of the part" (SOTP) värde för bolaget. Värdet bygger på att Attana lyckas kapitalisera på sin instrumentverksamhet samtidigt som uppdragsprojekten ökar både i antal samt i pris. För uppdragsprojektet har vi uppskattat WACC om 8% jämfört med instrumentverksamheten där vi uppskattar WACC till 17%. Vidare räknar vi med att kostnadssidan växer i takt med expansionen men efter 2022 kommer bolaget kunna kapitalisera på stordriftsfördelar primärt drivet av att instrumentverksamheten har kommit upp i volym, dvs säljer mer än fem system per år. För att sätta SOTP i ett perspektiv har vi även gjort en DCF-värdering på hela verksamheten på en WACC om 13%, drivet av bolagets aktuella storlek. Beroende tillväxttakt, förvärv samt terminalvärde uppgår vårt SOTP värde till 1,0-1,5 kr per aktie och DCF-värdet till 0,5 till 1,5 kr per aktie.

Attana – Värdering



Source: Erik Penser Bank

Sammanfattningsvis ser vi hög potential i aktien till hög risk. Vi räknar med att bolaget kommer behöva ta in kapital en gång till innan positivt kassaflöde kan nås. Vårt motiverade värde stödjer sig primärt på vår SOTP värdering vilket uppgår till 1,20 kr per aktien, vilket motsvarar en potential om ca 25% från dagens kurs.

Appendix

Historia

Idén bakom verksamheten kom när Samir Fostock (International Management, Georgetown University, Washington D.C.) och Teodor Aastrup (Teknisk Doktor, KTH) diskuterade olika tillämpningsområden av den kvartskristallmikrovågsutrustning (Quartz Crystal Microbalance, QCM) som Aastrup hade utvecklat under sitt doktorsarbete på KTH. Fostock och Aastrup konstaterade att färre än 10% av de kliniska studierna resulterade i nya läkemedel på marknaden. En djupare analys visade att många experiment anpassats till mättekniken på bekostnad av biologisk relevans för att experimentet överhuvudtaget skulle kunna utföras. Detta medförde att olika experimentella tekniska koncept gav olika experimentella svar. Vidare framkom att ingen existerande teknik kunde karakterisera interaktion mellan en läkemedelsmolekyl och dess tänkta receptor i en biologiskt relevant miljö. Om det skulle gå att odla humanceller med en vidareutveckling av Aastrups QCM-utrustning skulle en biologiskt relevant karakterisering mellan läkemedelsmolekyl och receptor kunna göras.

I september 2002 grundades Attana AB av Aastrup och Fostock tillsammans med Jan Smith (Maskiningenjör, KTH) och Henrik Anderson (Kemingenjör, KTH). I december 2002 inlämnades den första patentansökan och den första prototypen var klar.

Under juni 2013 startade Fostock och Aastrup ett nytt bolag som köpte ut Attanas tillgångar, inklusive namnet, nu med inriktning på att sälja resultat och kunskap baserat på bolagets teknik och patent. Attana har med denna affärsmodell fått flera nya kunder, och även lyckats behålla de viktiga

instrumentkunderna, som Lonza och Apogenix. Bolaget har nu en fungerande affärsmodell och står redo för en kommersiell expansion.

Affinitet

Namnet kommer ifrån det latinska ordet *affinitas* (släktskap), är en beteckning för interaktioner mellan grundämnen eller kemiska föreningar, den kraft som gör att dessa reagerar med varandra. Begreppet används och har använts i flera olika betydelser, men syftar på specifika interaktioner, dvs att föreningar har olika starka interaktioner med vissa föreningar än andra. Affinitet är ett mycket gammalt begrepp som använts inom naturvetenskapen sedan 1600-talet. Affinitetsbegreppet var i vissa betydelser mer flitigt använt fram till början av 1900-talet än det varit sedan dess, och är i flera av dessa betydelser att betrakta som föråldrat. Det som successivt ledde till att affinitetsbegreppet ersattes av mer specifik terminologi var utarbetandet av en jämviktslära baserad på kemisk termodynamik från slutet av 1800-talet, och att man började skilja tydligare på jämviktsfenomen och reaktionskinetik.

Patent

Attana har i dagsläget ett tiotal beviljade patent i fem olika patentfamiljer på nyckelmarknader. Bolagets två viktigaste patent som rör själva sensorteknik och möjligheten att analysera interaktioner på celler har prioriterats och är bl.a. beviljade i USA. Eventuella patentintrång kan behövas försvaras, vilket kräver både tid och kapital. Bolagets balansräkning består till stor del av patent och utvecklingsarbete. Det kan uppkomma situationer då detta måste skrivas ner, vilket kan innebära att ytterligare kapital är nödvändigt för att ha en fortsatt stark balansräkning.

Attana – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	-	4	7	9	12
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	5	1	0	0
Kostnad för sålda varor	-	-	-	-	-	-	-1	-0	-1	-1
Bruttovinst	-	-	-	-	-	-	8	8	8	11
Försäljningskostnader	-	-	-	-	-	-	-6	-5	-6	-7
Administrationskostnader	-	-	-	-	-	-	-4	-3	-4	-4
Forsknings- och utvecklingskostnader	-	-	-	-	-	-	-2	-2	-2	-2
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-	-	-	-4	-2	-3	-2
Avskrivningar	-	-	-	-	-	-	-2	-3	-1	-1
Goodwill-avskrivningar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-6	-5	-4	-4
Extraordinära poster	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Finansnetto	-	-	-	-	-	-	-0	-0	-0	-0
Resultat före skatt	-	-	-	-	-	-	-6	-6	-5	-4
Skatter	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Minoritetsintressen	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-	-	-	-	-	-	-6	-6	-5	-4

Kassaflödesanalys

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-	-	-	-4	-2	-3	-2
Förändring av rörelsekapital	-	-	-	-	-	-	2	-6	-2	-1
Övriga kassaflödespåverkande poster	-	-	-	-	-	-	-0	-0	-0	-0
Kassaflöde från löpande verksamheten	-	-	-	-	-	-	-3	-9	-6	-4
Finansiella nettokostnader	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Betald skatt	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Investeringar	-	-	-	-	-	-	-2	-2	-1	-1
Fritt kassaflöde	-	-	-	-	-	-	-5	-10	-7	-6
Utdelningar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Förvärv	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Avyttringar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	-	-	-	-	-	-	-0	15	0	20
Övriga justeringar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Kassaflöde	-	-	-	-	-	-	-5	5	-7	14
Icke kassaflödespåverkande justeringar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Nettoskuld, rapporterad	-	-	-	-	-	-	2	-3	4	-10

Balansräkning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	-	-	-	-	-	-	12	10	9	9
Övriga immateriella tillgångar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	-	-	-	-	-	-	0	0	1	2
Innehav i intresseföretag och andelar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	-	-	-	-	-	-	12	11	10	11
Varulager	-	-	-	-	-	-	2	0	3	4
Kundfordringar	-	-	-	-	-	-	1	3	9	12
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Likvida medel	-	-	-	-	-	-	1	6	-0	14
Övriga omsättningstillgångar	-	-	-	-	-	-	4	10	12	30
SUMMA TILLGÅNGAR	-	-	-	-	-	-	16	20	23	41
EGET KAPITAL OCH SKULDER										
Eget kapital	-	-	-	-	-	-	7	16	12	28
Minoritetsintressen	-	-	-	-	-	-	0	0	-	-
Summa eget kapital	-	-	-	-	-	-	7	16	12	28
Långfristiga finansiella skulder	-	-	-	-	-	-	2	4	4	4
Pensionsavsättningar	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	-	-	-	-	-	-	2	4	4	4
Kortfristiga finansiella skulder	-	-	-	-	-	-	6	1	8	10
Leverantörsskulder	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Skatteskulder	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	-	-	-	-	-	-	6	1	8	10
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	-	-	-	-	-	-	16	20	23	41

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Värdering och nyckeltal (SEK)

Aktiedata

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Vinst per aktie, rapporterad	-	-	-	-	-	-	-0,05	-0,03	-0,03	-0,02
Vinst per aktie, justerad	-	-	-	-	-	-	-0,05	-0,03	-0,03	-0,02
Rörelsens kassaflöde/aktie	-	-	-	-	-	-	-0,02	-0,05	-0,03	-0,02
Fritt kassaflöde per aktie	-	-	-	-	-	-	-0,04	-0,06	-0,04	-0,03
Utdelning per aktie	-	-	-	-	-	-	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	-	-	-	-	-	-	0,06	0,10	0,07	0,16
Eget kapital per aktie, ex goodwill	-	-	-	-	-	-	-0,04	0,04	0,01	0,11
Substansvärde per aktie	-	-	-	-	-	-	-0,04	0,04	0,01	0,11
Nettoskuld per aktie	-	-	-	-	-	-	0,01	-0,02	0,02	-0,06
EV per aktie	-	-	-	-	-	-	0,36	0,91	0,95	0,86
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	-	-	-	-	-	-	121,8	170,5	170,5	170,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	-	-	-	-	-	-	121,8	170,5	170,5	170,5

Värdering

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E-tal, rapporterat	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
P/E-tal, justerat	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	-	-	-	-	-10,7	-6,4	-4,3	-3,6
Direktavkastning	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel, justerad	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
Kurs/eget kapital	-	-	-	-	-	-	5,74	9,67	13,68	5,71
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	-	-	-	-	NM	26,33	77,53	8,41
Kurs/substansvärde	-	-	-	-	-	-	NM	26,33	77,54	8,41
EV/omsättning	-	-	-	-	-	-	11,93	22,71	16,25	12,55
EV/EBITDA	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
EV/rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM
Aktiekurs, årsslut	-	-	-	-	-	-	0,35	0,93	0,93	0,93
Aktiekurs, årshögsta	-	-	-	-	-	-	1,16	1,55	-	-
Aktiekurs, årslägst	-	-	-	-	-	-	0,25	0,25	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	-	-	-	-	-	0,47	0,57	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	-	42	158	158	158
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	-	-	-	-	44	153	153	153

Tillväxt och marginaler

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättningstillväxt, årsförändring	-	-	-	-	-	-	-	84,0	39,7	29,5
Rörelseresultat, årsförändring	-	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM
Vinst per aktie, årsförändring	-	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM
EBITDA marginal	-	-	-	-	-	-	-111,7	-34,7	-34,0	-20,0
EBITA marginal	-	-	-	-	-	-	-158,7	-77,5	-47,7	-29,7
Rörelsemarginal	-	-	-	-	-	-	-158,7	-77,5	-47,7	-29,7
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	-	-	-	-163,0	-83,9	-50,6	-32,0
Nettomarginal, justerad	-	-	-	-	-	-	-163,0	-83,9	-50,6	-32,0
Skattesats	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM

Lönsamhet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Avkastning på eget kapital	-	-	-	-	-	-	-	-47,8	-34,3	-20,0
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Avkastning på sysselsatt kapital	-	-	-	-	-	-	-	-47,1	-31,3	-22,3
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Investeringar	-	-	-	-	-	-	2	2	1	1
Investeringar/omsättning	-	-	-	-	-	-	45,7	22,5	12,0	12,0
Investeringar/avskrivningar	-	-	-	-	-	-	1,0	0,5	0,9	1,2
Varulager/omsättning	-	-	-	-	-	-	46,6	5,9	33,3	33,3
Kundfordringar/omsättning	-	-	-	-	-	-	38,1	44,4	100,0	100,0
Leverantörsskulder/omsättning	-	-	-	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelsekapital/omsättning	-	-	-	-	-	-	84,7	50,4	133,3	133,3
Kapitalomsättningshastighet	-	-	-	-	-	-	-	0,37	0,44	0,38

Finansiell ställning

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoskuld, rapporterad	-	-	-	-	-	-	2	-3	4	-10
Soliditet	-	-	-	-	-	-	47,2	79,9	51,1	67,5
Skuldsättningsgrad	-	-	-	-	-	-	0,21	-0,18	0,34	-0,38
Nettoskuld/börsvärde	-	-	-	-	-	-	0,04	-0,02	0,02	-0,07
Nettoskuld/EBITDA	-	-	-	-	-	-	-0,4	1,3	-1,2	4,3

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning

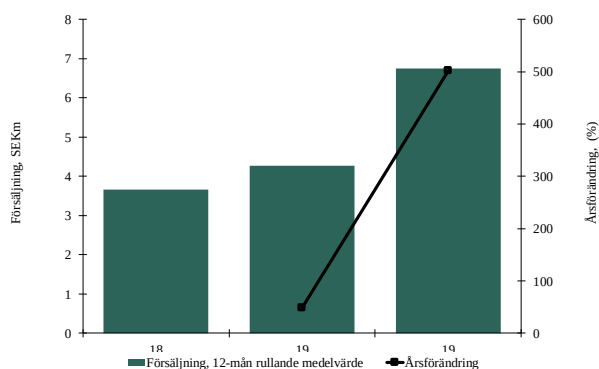
	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	-	1	0	1	1	2	3
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	1	1	2	1	0	1
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-	-	-1	-2	-1	-1	-1	-1
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-	-	-	-1	-2	0	-1	-1	0
Avskrivningar och amorteringar	-	-	-	-	-	-	-0	-0	-0	-0	-0	-0
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-1	-2	-0	-2	-1	-0
Extraordinära poster	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	-	-	-	1	2	3	4	5	6
Finansnetto	-	-	-	-	-	-	-0	-0	-0	0	-0	-0
Resultat före skatt	-	-	-	-	-	-	-2	-2	-0	-2	-1	-0
Resultat före skatt, justerat	-	-	-	-	-	-	-2	-2	-0	-2	-1	-0
Skatter	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporter	-	-	-	-	-	-	-2	-2	-0	-2	-1	-0

Tillväxt och marginaler

	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	48,4	502,2
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	NM	NM
EBITDA marginal	-	-	-	-	-	-	-85,7	-341,9	7,6	-130,7	-48,5	9,2
Rörelsemarginal	-	-	-	-	-	-	-119,6	-428,0	-46,4	-170,6	-71,4	-5,0
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	-	-	-	-123,2	-435,2	-56,3	-168,4	-75,6	-9,4
Skattesats	-	-	-	-	-	-	NM	NM	NM	NM	NM	NM

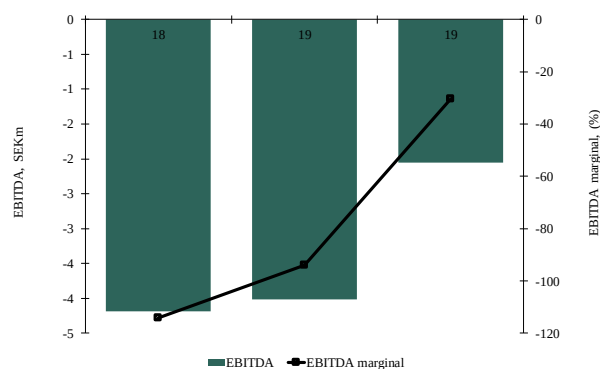
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



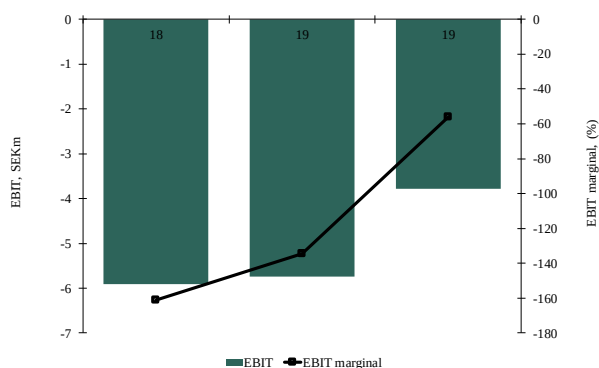
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



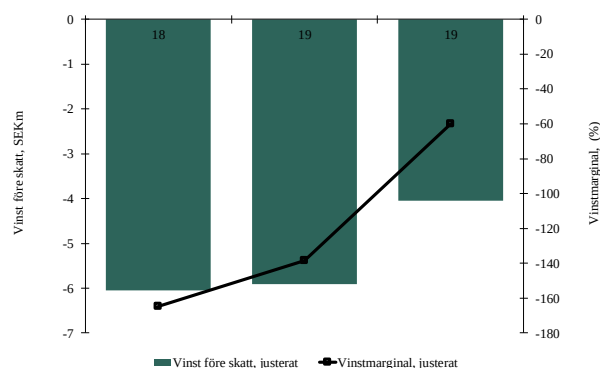
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Attana – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månaders perioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställda handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförbundens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.
