



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 02 december 2022

Attana

Avvaktande utveckling

Q3

Nettoomsättningen kom in på 0,9 mkr (0,3) och rörelseresultatet blev -3,7 mkr (-3,0) under det tredje kvartalet. Det operativa kassaflödet uppgick till -2,1 mkr (-3,0). Under kvartalet har bolaget beviljats ett lån från Almi på 2 mkr samt säkrat ytterligare lånelöfte från privata aktörer. För att ytterligare stärka kassan har bolagets styrelse beslutat om en företrädesemission om ca 25 mkr, villkorat av godkännande vid extra bolagsstämma den 7 december 2022. Teckningskursen är 0,18 SEK per aktie och teckningsperioden kommer att pågå från och med 2022-12-14 till och med 2022-12-29. Vid eventuell fullteckning innebär emissionen även en utspädningseffekt om ca 40% för befintliga aktieägare som inte deltar i emissionen.

Avvaktande utveckling under kvartalet

Efter en stark början på året har omsättningstillväxten avstannat och omsättningen minskade med 74% q/q. I VD-ordet nämns det att bolaget upplever problem med försenade betalningar från deras kunder. Bedömningen är dock att de aktuella fordringarna är till 80% säkra varför de ej skrivs av, meddelar bolaget. Det noteras även att flera kunder skjuter fram sina inköpsbeslut. Däremot fortlöper affären med andra befintliga betalande kunder – bolaget har noterat en ökning i försäljning av förbrukningsvaror och ökat intresse för serviceavtal.

Justerar estimat och ändrar avkastningskrav

Bolaget uppger i sin senaste rapport att omsättningen för Q4 kommer att vara i linje med Q3 för i år, samt att omsättningen för Q1'2023 kommer att vara på samma nivå som för Q1 i år. Mot bakgrund av detta ändrar vi försäljningsestimat något för 2022 och 2023. Vidare bedömer vi att bolaget utvecklas i rätt riktning, dock med lägre tillväxttakt än förväntat, varför vi väljer att inta en något mer avvaktande ställning. Vi höjer även avkastningskravet från 16% till 18% i linje med analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav och den planerade företrädesemissionen. Detta leder till att vi sänker det motiverade värdet till 0,6–0,7 (1,0 – 1,1) kr per aktie.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	0,6 - 0,7 kr	
Totala intäkter	14	-	12	-	Totala intäkter	9	14	12	Aktiekurs	0,2 kr	
EBITDA, just.	-10	-	-20	-	Intäktstillväxt	15%	49%	N.m.	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	-0,1	-	-0,1	-	EBITDA, just.	-14	-10	-20	Kursutveckling 12 mån 		
Kommande händelser				EBIT, just.	-16	-13	-23	-24			
Q4 - rapport	24 februari 2023			EPS, just.	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1			
Bolagsfakta (mkr)				EPS-tillväxt	N.m.	20%	N.m.	N.m.			
Antal aktier	209m			EK/aktie	0,1	0,2	0,3	0,2	Intressekonflikter		
Börsvärde	44			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Nettoskuld	-10			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
EV	34			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Free float	74%			EV/Sales	16,0x	2,5x	0,7x	2,2x	Yes	No	
Daglig handelsvolym, snitt	570k			P/EK	5,1x	1,1x	0,6x	0,9x	Likviditetsgarant	✓	
Bloomberg Ticker	ATANA SS EQUITY			Nettoskuld/EBITDA	0,8x	1,0x	1,8x	0,1x	Certified adviser	✓	
Analytiker								Transaktioner 12m			
Maria Karlsson Osipova								✓			
maria.karlssonosipova@penser.se											

Investment case

Under det senaste decenniet har utvecklingen inom diagnostik gått från försäljning av kapitalutrusning och förbrukningsvaror till försäljning av validerade resultat. Inom läkemedelsutveckling observeras en liknande trend, primärt driven av en 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 pålitliga resultat snabbt. Vi anser att dessa tre trender - ökad efterfrågan på validerade resultat och brist på kvalificerad personal samt även behov av snabba resultat tillsammans kommer att resultera i en kraftig ökning av efterfrågan på specialiserade uppdragsforskningstjänster.

Bolagets vision är att även kunna fortsätta bidra i kampen mot COVID-19 genom att möjliggöra individuell immunitetsprofilering med den patenterade AVA-teknologin. Detaljerad patientklassificering baserad på metodik och analys av antikropps- och virusmått kan ge insikter om antikroppskoncentration och även kartlägga den icke-specifika immunologiska responsen hos den enskilde individen.

Bolagets teknologi är skalbar och möjliggör ett brett utbud av andra kommersiella tillämpningar och storskaliga tester. För närvarande innehar Attana CE-IVD märkning för AVA SARS-CoV-2 IgG Immunoassay.

Bolagsprofil

Attana grundades 2002 och specialiserar sig inom biologisk interaktionskaraktärisering, som kan användas i ett brett spektrum av analyser av exempelvis bindningsegenskaper och makrostrukturer i proteiner, virus och bakterier. Bolagets affärsidé är att tillhandahålla snabba och kvalitetssäkrade forskningsresultat till läkemedelsbolag samt forskare baserat på deras egna patenterade teknologier. I och med detta kan de långa och kostsamma processerna inom läkemedelsutveckling optimeras. Bolaget arbetar med att utföra uppdragsforskning med bedriver även instrumentförsäljning.

Värdering

Vår värdering av Attana beror i hög grad på hur bolagets tillväxt fortsätter att utvecklas. Vi använder oss av en diskonterad kassaflödesanalys med avkastningskrav på 18% för att komma fram till ett värde om 0,6 – 0,7 kr per aktie.

WACC-justering

Vi justerar avkastningskravet i linje med analysavdelningen nya ramverk för avkastningskrav för mindre bolag samt den annonserade emissionen. Vi övergår nu till en 3-faktormodell som består av: marknadsriskpremien, small/micro/nano-cap riskpremium samt bolagsspecifikt riskpremium. I och med marknadsklimatet höjs den långsiktiga riskfria räntan till 2,5% och marknads riskpremie uppgår till 5,5%. Med en justering för small-cap bolag samt den bolagsspecifika risken uppgår avkastningskravet för bolaget till 18%. Vi bedömer den bolagsspecifika risken till hög, då volatiliteten i intjänningen under åren har varit hög. Med en god start på 2022 kan avkastningskravet sänkas om bolaget fortsätter att påvisa en god intjäningsförmåga under de kommande kvartalen.

Vidare justerar vi inte antalet aktier innan emissionen är genomförd, men adderar 2% på den bolagsspecifika risken för att ta höjd för den osäkerhet som är förknippad med kapitalanskaffningen. Vi återkommer när utfallet av företrädesemissionen har blivit klart med en uppdatering om avkastningskravet och antalet aktier.

WACC-antaganden

Riskfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Småbolagspremie	6,0%
Extra risk-premie	4,0%
WACC	18,0%

Källa: EPB

Finansiell ställning & justering av estimat

Vi väljer att justera försäljningsestimat för 2022 i linje med bolagets guidance, men sänker estimaten för 2024. Intjäningen har varit volatil och trots att utvecklingen går i rätt riktning tar det mer tid än vad vi hade räknat med i våra prognoser. Nedan återfinns förändringar som genomfördes i denna analysuppdatering. Vi väljer även att höja antagandet kring externa kostnader och personalkostnader för 2023 och framåt för att ligga i linje med nivåer från Q2'2022, ett kvartal med hög aktivitet och försäljning.

	2022	2023	2024
Försäljningstillväxt (Nya)	412%	41%	68%
Försäljningstillväxt (Gamla)	347%	41%	88%

Källa: EPB

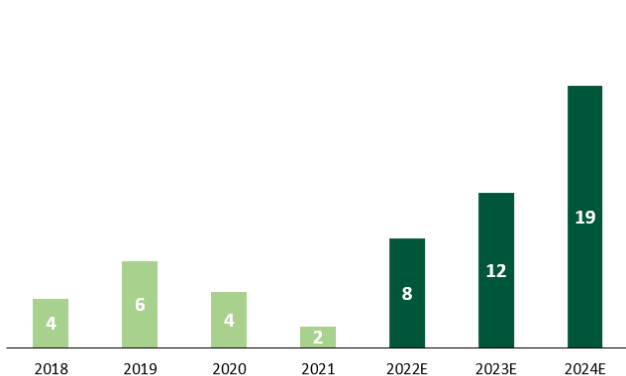
Bolaget har under november månaden meddelat att styrelsen beslutat om en företrädesemission om ca 25 mkr, villkorat av godkännande vid extra bolagsstämma den 7 december 2022. Emissionslikviden ska primärt stärka bolagets rörelsekapital. Teckningskursen är 0,18 SEK per aktie och teckningsperioden löper från och med den 14 december 2022 till och med den 29 december 2022. Utspädningseffekten för de aktieägare som väljer att inte delta i företrädesemissionen uppgår till cirka 40%.

Vi har tidigare under året skrivit att vi i våra modeller har räknat med en kapitalanskaffning under året. En känslighetsanalys presenteras nedan som visar det motiverade värdet vid möjliga emissionsutfall (antal aktier) och avkastningskrav.

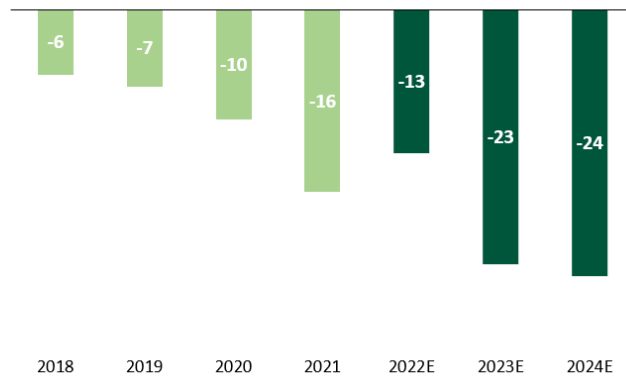
Känslighetsanalys: antal aktier (miljoner) mot avkastningskrav						
		Antal aktier (miljoner)				
		251	272	293	314	335
WACC (%)	16,0%	0,88	0,81	0,75	0,70	0,66
	17,0%	0,68	0,63	0,58	0,54	0,51
	18,0%	0,51	0,48	0,44	0,41	0,39
	19,0%	0,38	0,35	0,32	0,30	0,28
	20,0%	0,27	0,25	0,23	0,21	0,20

Källa: EPB

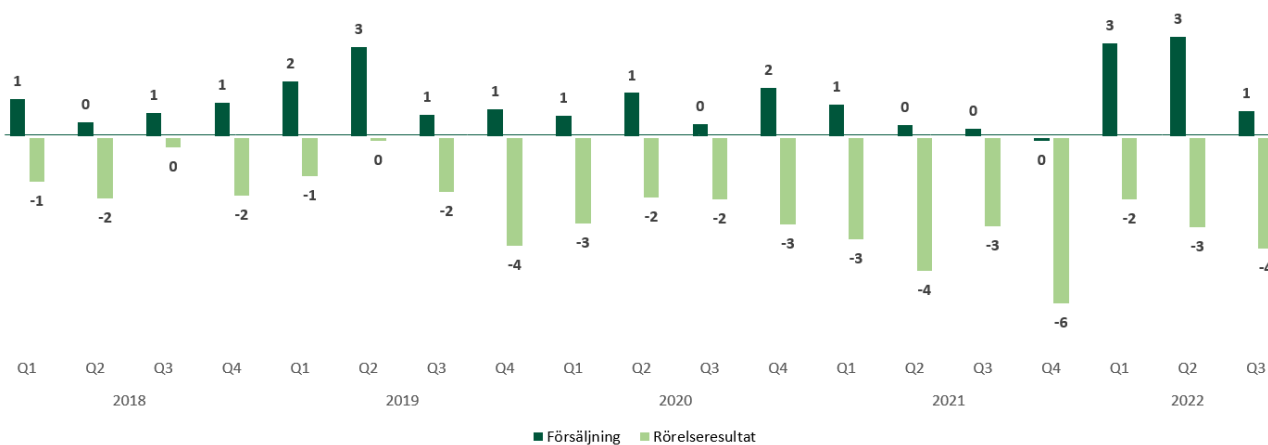
Historisk och prognostiserad försäljning (mkr)



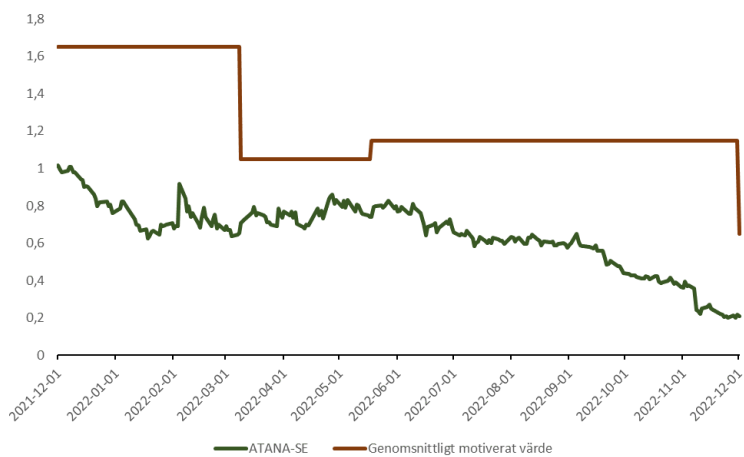
Historisk och prognostiserad rörelseresultat (mkr)



Historisk kvartalsdata: försäljning & rörelseresultat (mkr)



Historiskt motiverat värde vs. kursutveckling



Källa: FactSet, EPB

DCF

DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	-7	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2%
Nuvärdet av terminalvärde	139	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	35%
Företagsvärde (EV)	132	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	1%
Nettoskuld, senast rapporterad	3	Extra risk-premie	4,0%	Capex, % av omsättning	1%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	18,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	1%
Eget kapital	129			Skattesats	21%
Antal utstående aktier, före utspädning	209				
Eget kapital per aktie	0,6				

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			33%	34%	35%	36%	37%
	16,0%	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1		16,0%	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
	17,0%	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9		17,0%	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
WACC	18,0%	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	WACC	18,0%	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
	19,0%	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5		19,0%	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
	20,0%	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3		20,0%	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	4	2	8	12	19
Övriga rörelseintäkter	4	8	5	0	0
Totala intäkter	8	9	14	12	19
Kostnad sålda varor	-2	-2	-5	-2	-4
Bruttoresultat	6	8	9	9	16
Totala rörelsekostnader	-14	-21	-19	-30	-37
EBITDA	-8	-14	-10	-20	-21
EBITDA, justerad	-8	-14	-10	-20	-21
Totala avskrivningar	-2	-3	-3	-3	-3
EBITA, justerad	(10)	(16)	(13)	(23)	(24)
EBIT	-10	-16	-13	-23	-24
EBIT, justerad	-10	-16	-13	-23	-24
Finansnetto	-1	0	-1	-1	0
Resultat före skatt	-11	-17	-14	-24	-24
Resultat före skatt, justerad	-11	-17	-14	-24	-24
Nettoresultat	-11	-17	-14	-24	-24
Nettoresultat, justerad	-11	-17	-14	-24	-24

Källa: Attana, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-10	-16	-13	-23	-24
Övriga kassaflödesposter	2	3	3	3	3
Förändringar i rörelsekapital	-2	-1	-5	-1	-7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-10	-15	-15	-21	-29
Investeringar	0	-1	-1	-1	-1
Fritt kassaflöde	-13	-23	-23	-29	-37
Nyemission / återköp	44	0	22	55	0
Förändringar av lån	6	-2	6	0	0
Kassaflöde	37	-24	5	26	-37
Nettoskuld	-34	-11	-10	-35	-1

Källa: Attana, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR					
Övriga immateriella tillgångar	13	18	23	28	33
Materiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	2
Summa anläggningstillgångar	13	18	24	29	34
Varulager	2	4	5	6	8
Kundfordringar	3	0	3	2	3
Övriga omsättningstillgångar	4	1	0	0	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	38	13	18	42	6
Summa omsättningstillgångar	47	18	28	55	26
SUMMA TILLGÅNGAR	60	37	52	84	60
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	48	31	39	70	46
Summa eget kapital	48	31	39	70	46
Långfristiga räntebärande skulder	4	1	7	7	4
Summa långfristiga skulder	4	1	7	7	4
Kortfristiga räntebärande skulder	0	1	0	0	0
Leverantörsskulder	2	2	2	1	2
Summa kortfristiga skulder	8	5	5	6	9
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	60	37	52	84	60

Källa: Attana, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	15%	49%	N.m.	68%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	26%	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	21%	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	20%	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	80,0%	80,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Attana, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Attana, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	27%	39%	34%	49%	41%
Kundfordringar / totala intäkter	32%	4%	21%	18%	15%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	33%	54%	64%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	58%	21%	28%	22%	24%
Rörelsekapital / totala intäkter	11%	20%	38%	53%	56%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,3x	0,3x	0,1x	0,4x

Källa: Attana, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-34	-11	-10	-35	-1
Soliditet	80%	84%	76%	84%	78%
Nettoskulsättningsgrad	-0,7x	-0,3x	-0,3x	-0,5x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	4,4x	0,8x	1,0x	1,8x	0,1x

Källa: Attana, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-0,06	-0,08	-0,06	-0,11	-0,11
EPS, justerad	-0,06	-0,08	-0,06	-0,11	-0,11
FCF per aktie	-0,08	-0,11	-0,11	-0,14	-0,18
Eget kapital per aktie	0,28	0,15	0,19	0,34	0,22
Antal aktier vid årets slut, m	170	206	209	209	209
Antal aktier efter utspädning, snitt	170	206	209	209	209

Källa: Attana, EPB

Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	7,0x	5,1x	1,1x	0,6x	0,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	37,6x	16,0x	2,5x	0,7x	2,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	300	146	34	9	43
Aktiekurs	2,0	0,8	0,2	0,2	0,2

Källa: Attana, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se