Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 01 februari 2024

Orexo

Motvind från valutan

Sjunkande försäljning, men lönsamhetsförbättring att vänta

Inför Q4-rapporten har vi justerat ned våra förväntningar med anledning av valutakursförändringar. Vi förväntar oss nu att Orexo visar en sjunkande nettoomsättning med -3,6% Y/Y, där försäljningen för huvudprodukten Zubsolv når 139,6 mkr (142,6), en organisk utveckling om -4,8%. Trots en lägre nettoomsättning så förväntar vi oss att Orexo kommer att kunna uppvisa en ordentlig resultatförbättring Y/Y och på EBITDA-nivå vända till positiva siffror. Vi förväntar oss att bolagets prognos om EBITDA i balans uppnås under H2 2023 (förutsätter EBITDA >9,5 mkr). Riskerna vi ser i vår prognos för Q4 handlar främst om hur hårt bolaget stampat på kostnadsbromsen och eventuell omvärdering av balansposter (valutadrivet).

Kostnadseffektivitet högt på agendan för 2024

Med ett 2024 som ser ut att bli ännu ett utmanande år att visa tillväxt i den befintliga produktportföljen, förstärkt av valutamotvind, så förväntar vi oss att ledningen inledningsvis riktar in sig på kostnadskontroll. Vi räknar därför med att få se ytterligare resultatförbättringar, där Orexo under 2024 kan nå positivt EBITDA och operativt kassaflöde. På EBIT-nivå blir det mer utmanande att visa positivt resultat och det kommer kräva överraskande intäkter från exempelvis nya partnerskap eller en lansering av OX124 redan i år (vår bedömning tidigt 2025). I takt med att året fortlöper och ett FDA-besked för OX124 närmar sig, PDUFA-dag 15 juli, kan vi få se bolaget gradvis röra sig mot en mer tillväxtinriktad strategi. Vi bedömer dock att Orexo kommer avvakta med att ta nya större investeringar relaterade till OX124 innan en lansering verkligen står för dörren.

Behöver bygga förtroende

Aktien har utvecklats svagare än börsen sedan Q3-rapporten och den har hållits tillbaka av valutamotvind, besvikelse över att partnerdiskussionerna för OX640 försenades, samt osäkerhet kring ett minskande eget kapital. Vår värdering indikerar potential för aktien och en låg värdering relativt jämförbara bolag. För att potentialen fullt ut ska kunna realiseras anser vi dock att flera pusselbitar behöver falla på sin rätta plats för att underbygga vägen mot bättre tider med tillväxt, lönsamhet och finansiell stabilitet.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-1,3%	-6,1%	-6,3%
EBITDA, just.	-13,9%	-38,0%	-22,4%
EPS, just.	-3,2%	-229,3%	-116,2%

Kommande händelser

Q4 - rapport	08 februari 2024
Q1 - rapport	08 maj 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	34m
Börsvärde	513
Nettoskuld	294
EV	807
Free float	70%
Daglig handelsvolym, snitt	30k
Bloomberg Ticker	ORX SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@carnegie.se

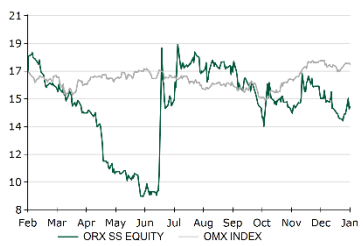
Prognos (mkr)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	624	623	615	769
Tillväxt	10%	N.m.	N.m.	25%
EBITDA, just.	-115	-35	55	100
EBIT, just.	-184	-110	-20	25
EPS, just.	-5,2	-3,7	-1,4	-0,1
EPS-tillväxt	21%	29%	62%	92%
EK/aktie	5,6	2,1	0,8	0,7
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	5,1%
EV/Sales	1,3x	1,3x	1,3x	1,1x
EV/EBITDA	Neg.	-23,6x	14,6x	8,0x
EV/EBIT	Neg.	-7,5x	-40,6x	32,0x
P/E, just.	-3,6x	-4,2x	-10,8x	-134,0x
P/EK	3,3x	7,3x	18,0x	20,8x
FCF yield	-60%	20%	4%	5%
Nettoskuld/EBITDA	-1,6x	-8,5x	5,2x	2,8x

Värde och risk

Motiverat värde	19,0 - 25,0 kr
Aktiekurs	14,9 kr
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Denna rapport har tagits fram på uppdrag av, och är betald av, emittenten. Commissioned research (uppdragsanalys) anses utgöra marknadsföringskommunikation (alltså inte investeringsanalys enligt MiFID II). Denna rapport kan vara föremål för distributionsrestriktioner i vissa jurisdiktioner. För mer information, se upplysningar och disclaimer i slutet av rapporten.

Investment case

Vi ser ett turn around-case i Orexo. Efter flera år av svag/fallande nettoomsättning och förluster är en vändning i sikte. Under innevarande år står bolaget dock fortsatt inför tillväxtutmaningar, men med ett ökat fokus på kostnadseffektiviseringar läggs en grund för att lyfta resultatet och visa positiva siffror på EBITDA-nivå. Med nya möjliga produktlanseringar (OX124) under 2025 skapas förutsättningar att även komma tillbaka på tillväxtspåret och fortsätta leverera resultatförbättringar, där vi räknar med att Orexo kan nå positivt resultat under 2025/2026. Förväntningarna att bolaget kommer att lyckas med detta framstår i dagsläget som låga och aktien handlas med en rabatt om ca 40% mot våra sektorpeers, utifrån våra estimat för 2026.

Främsta riskerna i turn around-caset är att OX124 inte når ett marknadsgodkännande på den amerikansk marknaden, eller att ett godkännande fördröjs och därmed reducerar potentialen. Uppsidan ligger framför allt i om bolaget lyckas teckna partneravtal kring utvecklingsprojekt eller sin plattform.

Bolagsprofil

Orexo är ett heltäckande läkemedelsbolag med verksamheter som sträcker sig från tidig forskning hela vägen till kommersialisering. Bolaget agerar via egen marknadsorganisation på den amerikanska marknaden, medan försäljning på övriga marknader går genom partners. I USA marknadsför bolaget sina produkter mot patienter med beroendesjukdomar och psykisk ohälsa. Zubsolv (opioidberoende) är bolagets huvudprodukt och säljs via egen organisation i USA och via partner på övriga marknader. OX124 (opioidöverdoser) är egenutvecklat från amorphOX-plattformen och här pågår en process att få behandlingen godkänd på den amerikanska marknaden, besked väntas i mitten av 2024. Bolaget utvecklar även OX640 (allergiska reaktioner) och projektet har visat lovande resultat i en första klinisk studie.

Huvudkontoret ligger i Uppsala, medan den kommersiella verksamheten leds från Morristown i USA. Nikolaj Sörensen är vd sedan 2013. Bolagets organisation uppgår till drygt 120 anställda, varav omkring hälften ingår i den amerikanska verksamheten. Största ägare är Novo Holdings som även finns representerade i styrelsen. Vi uppfattar att de är en aktiv och engagerad ägare som varit villig att stötta bolaget genom åren. Utöver Novo är dock det institutionella ägandet begränsat.

Värdering

Vår värdering av Orexo stödjer sig i lika delar mot en DCF- och multipelvärdering. Inför rapporten för Q4 2023 har vi justerat ned och breddat vårt motiverade värderingsintervall till 19-25 kr (28-30).

Resultatförbättring siktas i Q4

Efter flera år av dollarförstärkning mot den svenska kronan har vi sedan Q3'23-rapporten fått se trenden vända med en starkare SEK mot omvärldsvalutor, där effekten var extra stark under slutet av 2023. Bolagets höga exponering mot USD (över 95% av intäkterna) innebär att effekten på våra prognoser blir väsentlig. På kostnadssidan är valutaeffekterna inte lika påtagliga, då en betydande andel av verksamheten är förlagd till Sverige.

Uppdaterade förväntningar Q4 2023 (mkr)

	Nya 4Q 2023E	Tidigare 4Q 2023E	Diff (%)	Diff (Abs)	4Q 2022
Nettoomsättning	**150,4**	**158,8**	-5,3%	-8,4	**156,1**
US Pharma	139,6	147,9	-5,6%	-8,3	142,6
HQ+pipeline	10,8	10,9	-0,9%	-0,1	13,4
Kostnader för sålda varor	-19,5	-20,4	-4,6%	-0,9	-25,9
Bruttovinst	**130,9**	**138,4**	-5,4%	-7,5	**130,2**
Försäljningskostnader	-46,3	-48,1	-3,8%	1,8	-52,2
Administrationskostnader	-33,8	-34,9	-3,2%	1,1	-63,8
Forsknings- och utvecklingskostnader	-58,7	-61,9	-5,2%	3,2	-88,2
Övriga rörelsekostnader	-1,5	1,5	n.a.	-3,0	3,0
Rörelseresultat	**-9,4**	**-5,1**	-84,5%	-4,3	**-71,1**
Resultat före skatt	**-17,6**	**-13,3**	-32,1%	-4,3	**-95,5**
Periodens resultat	**-16,2**	**-12,2**	-32,5%	-4,0	**-91,8**
EBITDA	**9,8**	**14,1**	-30,3%	-4,3	**-53,1**
Tillväxt y/y	-3,6%	1,8%	n.a.	-5,4%	8,4%
Bruttomarginal	87,1%	87,1%	n.a.	0,0%	83,4%
EBIT-marginal	Neg	Neg	n.a.	n.a.	Neg
EBITDA-marginal	6,5%	8,9%	n.a.	-2,3%	Neg
EPS	-0,47	-0,36	-30,5%	-0,1	-2,67

Källa: Penser Access by Carnegie

Senaste tidens valutakursförändringarna påverkar även våra estimat framåt och nedan visas våra övergripande förändringar till och med 2025.

Prognosförändringar 2023-2025 (mkr)

		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Ny	622,9	615,0	768,8
	Tidigare	631,4	655,0	820,6
	Diff	-1,3%	-6,1%	-6,3%
Bruttoresultat	Ny	534,8	527,4	661,2
	Tidigare	524,3	562,6	705,2
	Diff	2,0%	-6,3%	-6,2%
EBITDA	Ny	-35,1	55,2	100,3
	Tidigare	-30,8	89,0	129,3
	Diff	-13,9%	-38,0%	-22,4%
EBIT	Ny	-110,2	-19,9	25,2
	Tidigare	-105,9	13,9	54,2
	Diff	-4,1%	-243,1%	-53,4%
EPS (SEK)	Ny	-3,7	-1,4	-0,1
	Tidigare	-3,5	-0,4	0,7
	Diff	-3,2%	-229,3%	-116,2%

Källa: Penser Access by Carnegie

Uppdaterade kvartalsestimat 2022-2024 (mkr)

	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23E	Q1'24E	Q2'24E	Q3'24E	Q4'24E
Nettoomsättning	159,4	147,8	161,0	156,1	158,8	157,7	156,1	150,4	148,3	156,0	152,9	157,8
US Pharma	*139,1*	*139,6*	*150,1*	*142,6*	*140,3*	*145,4*	*140,4*	*139,6*	*137,4*	*142,2*	*140,7*	*142,3*
DTx	*0,2*	*0,1*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,5*	*1,2*
HQ+pipeline	*20,1*	*8,1*	*10,8*	*13,4*	*18,4*	*12,2*	*15,7*	*10,8*	*10,9*	*13,8*	*11,7*	*14,3*
Kostnader för sålda varor	-27,5	-21,2	-28,0	-25,9	-28,7	-17,2	-22,8	-19,5	-19,7	-21,7	-21,6	-24,7
Bruttovinst	**131,9**	**126,6**	**133,0**	**130,2**	**130,1**	**140,5**	**133,3**	**130,9**	**128,6**	**134,4**	**131,4**	**133,1**
Försäljningskostnader	-41,6	-50,5	-54,7	-52,2	-45,5	-48,2	-44,7	-46,3	-46,0	-47,6	-45,9	-50,5
Administrationskostnader	-33,0	-51,2	-54,2	-63,8	-66,5	-38,3	-45,4	-33,8	-31,9	-32,0	-30,6	-32,3
Forsknings- och utvecklingskostnader	-72,0	-81,3	-76,5	-88,2	-78,5	-75,6	-83,7	-58,7	-57,8	-57,7	-56,6	-58,4
Övriga rörelsekostnader	1,5	6,7	2,5	3,0	1,1	8,6	11,9	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat	**-13,2**	**-49,7**	**-49,8**	**-71,1**	**-59,3**	**-12,9**	**-28,7**	**-9,4**	**-7,1**	**-2,9**	**-1,7**	**-8,2**
Finansnetto	-1,9	12,3	27,4	-24,4	-9,1	-2,9	-7,9	-8,2	-8,0	-7,0	-7,0	-7,0
Resultat före skatt	**-15,1**	**-37,4**	**-22,4**	**-95,5**	**-68,4**	**-15,8**	**-36,6**	**-17,6**	**-15,1**	**-9,9**	**-8,7**	**-15,2**
Skatt	-8,5	1,7	-4,1	3,7	4,6	3,2	3,3	1,4	1,2	1,0	0,9	1,5
Periodens resultat	**-23,6**	**-35,7**	**-26,5**	**-91,8**	**-63,8**	**-12,6**	**-33,3**	**-16,2**	**-13,9**	**-8,9**	**-7,8**	**-13,6**
Avskrivningar	16,0	17,2	17,5	18,0	18,2	18,5	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
EBITDA	**2,8**	**-32,5**	**-32,4**	**-53,1**	**-41,1**	**5,6**	**-9,5**	**9,8**	**12,1**	**16,3**	**17,5**	**11,0**
Tillväxt y/y	20,5%	3,5%	10,4%	8,4%	-0,4%	6,7%	-3,0%	-3,6%	-6,6%	-1,1%	-2,0%	4,9%
EPS (kr)	-0,69	-1,04	-0,77	-2,67	-1,86	-0,37	-0,97	-0,47	-0,40	-0,26	-0,23	-0,40
Bruttomarginal	82,7%	85,7%	82,6%	83,4%	81,9%	89,1%	85,4%	87,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT-marginal	-8,3%	-33,6%	-30,9%	-45,5%	-37,3%	-8,2%	-18,4%	-6,2%	-4,8%	-1,9%	-1,1%	-5,2%
EBITDA-marginal	1,8%	-22,0%	-20,1%	-34,0%	-25,9%	3,5%	-6,1%	6,5%	8,2%	10,4%	11,4%	7,0%

Källa: Penser Access by Carnegie

När vi zoomar ut ett par år ser vi potential för en turn around och Orexo kommer tillbaka på tillväxtspåret och når lönsamhet från 2026. Den resan bygger i hög grad på lansering av OX124 under 2025 och att försäljningen av Zubsolv kan förbli relativt stabil. Vi har fortsatt låga förväntningar på bolagets produkter inom digital hälsa. Från 2027 har vi även med riskjusterade intäkter (25% sannolikhet) från en lansering av OX640 (under HQ + pipeline).

Prognosresultatet 2019-2027 (mkr)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	844,6	663,6	565,0	624,2	622,9	615,0	768,8	899,0	1047,9
US Pharma	*719,2*	*623,3*	*522,7*	*571,4*	*565,8*	*562,6*	*730,6*	*848,0*	*927,0*
DTx	*0,0*	*0,0*	*1,1*	*0,3*	*0,0*	*1,7*	*7,3*	*18,9*	*31,9*
HQ+pipeline	*125,6*	*40,2*	*41,2*	*52,5*	*57,2*	*50,7*	*30,8*	*32,1*	*89,0*
Kostnader för sålda varor	-105,5	-65,6	-79,0	-102,6	-88,2	-87,7	-107,6	-126,9	-141,3
Bruttovinst	739,1	598,0	486,0	521,6	534,8	527,4	661,2	772,1	906,7
Försäljningskostnader	-191,8	-286,6	-280,4	-199,0	-184,7	-189,9	-236,1	-268,7	-297,3
Administrationskostnader	-139,6	-102,8	-151,5	-202,2	-184,0	-126,8	-138,4	-139,3	-144,6
Forsknings- och utvecklingskostnader	-181,3	-224,9	-272,3	-318,0	-296,4	-230,5	-261,4	-274,2	-288,2
Övriga rörelsekostnader	4,8	-3,6	4,0	13,7	20,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat	**231,2**	**-19,9**	**-214,2**	**-183,9**	**-110,2**	**-19,9**	**25,2**	**89,8**	**176,6**
Finansnetto	-3,3	-18,4	-8,4	13,4	-28,1	-28,7	-29,3	-29,9	-30,5
Resultat före skatt	**-38,3**	**-222,6**	**-170,5**	**-138,3**	**-48,6**	**-4,0**	**59,9**	**146,2**	**189,6**
Skatt	-8,8	-46,1	-1,0	-7,2	12,5	1,0	0,2	-4,2	-13,2
Periodens resultat	**219,1**	**-84,4**	**-223,6**	**-177,7**	**-125,9**	**-47,6**	**-3,8**	**55,7**	**133,0**
Avskrivningar	41,0	38,9	53,0	68,7	75,1	75,1	75,1	75,1	75,1
EBITDA	**272,2**	**19,0**	**-161,1**	**-115,2**	**-35,1**	**55,2**	**100,3**	**164,9**	**251,7**
Tillväxt y/y	7,9%	-21,4%	-14,9%	10,5%	-0,2%	-1,3%	25,0%	16,9%	16,6%
EPS (kr)	6,33	-2,46	-6,51	-5,18	-3,66	-1,38	-0,11	1,62	3,86
Bruttomarginal	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	85,8%	85,7%	86,0%	85,9%	86,5%
EBIT-marginal	27,4%	-3,0%	-37,9%	-29,5%	-17,7%	-3,2%	3,3%	10,0%	16,9%
EBITDA-marginal	32,2%	2,9%	-28,5%	-18,5%	-5,6%	9,0%	13,1%	18,3%	24,0%

Källa: Penser Access by Carnegie

Värdering

Vi har uppdaterat vår värderingsmetodik och tar nu även hänsyn till multipelvärdering, utöver DCF-värdering. Vi viktar dessa lika och använder ett snitt som ger oss ett värde om 25,1 kr per aktie. Vi anser dock att flera pusselbitar behöver falla på plats för att uppnå det och ge en tydligare bild av att bolaget står inför bättre tider med tillväxt, lönsamhet och finansiell stabilitet. För att väga in det har vi breddat och justerat ned vårt motiverade värderingsintervall till 19-25 kr (28-30) per aktie. Den nedre delen av värderingsintervallet bygger på en rabatt om 25% mot vårt sammanvägda värde.

Vår DCF-modell baseras på explicita prognoser tio år framåt för respektive affärsområde, samt nedanstående beskrivna terminala antaganden. Kassaflödena diskonterar vi med en WACC om 15%. Vår multipelvärdering utgår ifrån våra prognoser för 2026, där vi applicerar EV/S, EV/EBITDA och EV/EBIT för nedanstående jämförbara bolag för samma år och vi använder oss sedan av ett snittvärde för dessa.

DCF-värdering och antaganden

Värdering (mkr)	
Nuvärdet av fria kassaflöden	792
Nuvärdet av terminalvärde	372
Företagsvärde (EV)	**1 165**
Nettoskuld, senast rapporterad	294
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**870**
Antal utstående aktier, full utspädning	34
Eget kapital per aktie (kr)	**25,3**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	3,0%
Riskpremie	5,0%
Småbolagspremie	5,0%
Extra risk-premie	2,0%
WACC	**15,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Capex, % av omsättning	3,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Skattesats	20,6%

Källa: Penser Access By Carnegie

Känslighetsanalys Uthållig tillväxt / WACC

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
13,0%	29,2	30,6	32,1	34,0	36,3
14,0%	26,2	27,2	28,4	29,9	31,6
15,0%	23,5	24,3	**25,3**	26,4	27,8
16,0%	21,1	21,7	22,5	23,4	24,4
17,0%	19,0	19,6	20,2	20,9	21,8

Källa: Penser Access By Carnegie

Känslighetsanalys Uthållig EBIT-marginal / WACC

	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
13,0%	23,5	27,8	32,1	36,4	40,7
14,0%	21,1	24,8	28,4	32,1	35,7
15,0%	19,0	22,2	**25,3**	28,4	31,6
16,0%	17,1	19,8	22,5	25,2	27,9
17,0%	15,5	17,9	20,2	22,5	24,9

Källa: Penser Access By Carnegie

Efter flera investeringstunga år i ryggen och seger i en patenttvist kring Zubsolv ser vi en väg framför oss där bolaget tar sig tillbaka till lönsamhet, som vi bedömer nås senast under 2026. Från den tidpunkten blir det allt mer relevant att kika på värderingen av liknande bolag som referens mot vår DCF-värdering. När vi applicerar multiplar för EV/S, EV/EBITDA och EV/EBIT för nedanstående urval med våra prognoser för 2026 får vi ett värde om 24,9 kr (genomsnittsvärde av ovanstående multiplar).

Värderingsmultiplar för jämförbara bolag

	EV/S				EV/EBITDA				EV/EBIT			
	2023	**2024**	**2025**	**2026**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Alkermes	2,5x	2,8x	2,7x	2,6x	11,1x	9,9x	9,2x	6,1x	15,3x	12,3x	11,1x	10,5x
Amneal Pharmaceuticals	1,8x	1,7x	1,6x	-	7,7x	7,3x	7,0x	-	10,0x	9,4x	8,3x	-
Amphastar Pharmaceuticals	4,7x	3,8x	3,4x	2,9x	11,4x	9,6x	8,3x	6,9x	12,8x	10,8x	9,6x	7,4x
Collegium Pharmaceutical	2,7x	2,6x	2,6x	2,7x	4,2x	4,0x	4,1x	4,3x	4,4x	4,4x	4,4x	4,7x
Emergent BioSolutions	0,8x	0,8x	0,9x	1,0x	25,0x	7,2x	6,3x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Hikma Pharmaceuticals	2,2x	2,2x	2,1x	2,1x	8,3x	8,0x	7,5x	7,3x	9,7x	9,7x	9,2x	8,5x
H. Lundbeck	1,7x	1,5x	1,5x	1,3x	6,2x	5,8x	5,4x	4,9x	9,9x	8,5x	7,5x	6,7x
Indivior	1,7x	1,5x	1,4x	1,2x	6,9x	5,5x	4,2x	3,3x	7,4x	6,0x	4,8x	3,6x
Perrigo	1,7x	1,7x	1,6x	1,5x	10,9x	9,8x	9,2x	8,9x	14,0x	11,9x	10,8x	10,0x
Supernus Pharmaceuticals	2,3x	2,3x	2,1x	1,9x	10,4x	11,0x	12,5x	8,1x	13,4x	11,8x	10,4x	6,6x
Teva Pharmaceutical	2,1x	2,1x	2,0x	2,1x	7,1x	6,8x	6,5x	6,5x	7,8x	7,5x	7,1x	7,4x
Medel	**2,2x**	**2,1x**	**2,0x**	**1,9x**	**9,9x**	**7,7x**	**7,3x**	**6,2x**	**10,5x**	**9,2x**	**8,3x**	**7,3x**
Median	**2,1x**	**2,1x**	**2,0x**	**2,0x**	**8,3x**	**7,3x**	**7,0x**	**6,5x**	**9,9x**	**9,6x**	**8,7x**	**7,4x**
Orexo (vår prognoser)	1,3x	1,3x	1,0x	0,8x	Neg.	14,5x	7,9x	4,2x	Neg.	Neg.	31,4x	7,8x

Källa: FactSet, Penser Access By Carnegie

Urvalet av bolag ovan utgår från en selektion där vi tagit hänsyn till nivå av innovation inom produktportföljen, liknande behandlingsområden som Orexo och marknadsnärvaro på den amerikanska läkemedelsmarknaden. Bolagen skiljer sig dock mot Orexo i att samtliga bolag är betydligt större och har en bredare produktportfölj. Därtill har merparten av bolagen en historik av lönsamhet att luta sig mot. Vi ser en möjlighet att Orexo över tidsperioden 2024-2026 kan växa snabbare än urvalet, men det förutsätter att OX124 når ett FDA-godkännande.

För att Orexo ska värderas i linje med vårt referensurval bedömer vi att bolaget behöver visa att det kan vända verksamheten tillbaka till lönsamhet, tillväxt och stabilisera finanserna. Följande nyhetsflöde ser vi som viktigt att leverera på för att detta ska uppnås:

- Licensavtal för OX640
- Formuleringsavtal amorphOX
- FDA-godkännande av OX124, väntas i mitten av 2024
- Upptag av nya lån/finansiering

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**644**	**783**	**845**	**664**	**565**	**624**	**623**	**615**	**769**
Kostnad sålda varor	-164	-172	-106	-66	-79	-103	-88	-88	-108
Bruttoresultat	**479**	**611**	**739**	**598**	**486**	**522**	**535**	**527**	**661**
Försäljningskostnader	-191	-191	-192	-287	-280	-199	-185	-190	-236
Administrationskostnader	-96	-167	-140	-103	-151	-202	-184	-127	-138
R&D-kostnader	-134	-167	-181	-225	-272	-318	-296	-231	-261
Övriga rörelsekostnader	-1	9	5	-4	4	14	20	0	0
EBITDA	**78**	**117**	**272**	**19**	**-161**	**-115**	**-35**	**55**	**100**
EBITDA, justerad	**78**	**117**	**272**	**19**	**-161**	**-115**	**-35**	**55**	**100**
Avskrivningar	-21	-21	-41	-39	-53	-69	-75	-75	-75
EBITA, justerad	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-184**	**-110**	**-20**	**25**
EBIT	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-184**	**-110**	**-20**	**25**
EBIT, justerad	**57**	**96**	**231**	**-20**	**-214**	**-184**	**-110**	**-20**	**25**
Finansnetto	-28	-4	-3	-18	-8	13	-28	-29	-29
Resultat före skatt	**30**	**92**	**228**	**-38**	**-223**	**-170**	**-138**	**-49**	**-4**
Resultat före skatt, justerad	**30**	**92**	**228**	**-38**	**-223**	**-170**	**-138**	**-49**	**-4**
Total skatt	-7	46	-9	-46	-1	-7	12	1	0
Nettoresultat	**23**	**138**	**219**	**-84**	**-224**	**-178**	**-126**	**-48**	**-4**
Nettoresultat, justerad	**23**	**138**	**219**	**-84**	**-224**	**-178**	**-126**	**-48**	**-4**
Intäktstillväxt	*-*	*22%*	*8%*	*N.m.*	*N.m.*	*10%*	*N.m.*	*N.m.*	*25%*
Bruttomarginal	*74,5%*	*78,1%*	*87,5%*	*90,1%*	*86,0%*	*83,6%*	*85,8%*	*85,7%*	*86,0%*
EBIT-marginal, justerad	*8,9%*	*12,2%*	*27,4%*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*3,3%*
EPS, justerad	*0,67*	*3,93*	*6,20*	*-2,39*	*-6,51*	*-5,18*	*-3,66*	*-1,38*	*-0,11*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*>100%*	*58%*	*N.m.*	*N.m.*	*21%*	*29%*	*62%*	*92%*

Källa: Orexo, Carnegie

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	57	96	231	-20	-214	-184	-110	-20	25
Övriga kassaflödesposter	21	29	21	-15	-31	-23	33	38	44
Förändringar i rörelsekapital	0	117	40	52	17	50	-12	15	-31
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**78**	**241**	**293**	**17**	**-229**	**-157**	**-89**	**33**	**39**
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-6	-26	-189	-53	-235	197	-12	-15
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**0**	**-6**	**-26**	**-189**	**-53**	**-235**	**197**	**-12**	**-15**
Fritt kassaflöde	**78**	**235**	**267**	**-172**	**-282**	**-391**	**108**	**21**	**23**
Övriga poster	0	1	-56	-111	251	-21	-73	-11	-11
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**0**	**1**	**-56**	**-111**	**251**	**-21**	**-73**	**-11**	**-11**
Kassaflöde	**78**	**236**	**211**	**-284**	**-31**	**-413**	**36**	**10**	**12**
Nettoskuld	**0**	**-269**	**-473**	**-214**	**46**	**188**	**297**	**290**	**280**

Källa: Orexo, Carnegie

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar		104	114	253	249	217	177	137	95
Materiella anläggningstillgångar		20	22	47	66	76	85	87	87
Övriga anläggningstillgångar		103	144	101	93	80	79	77	75
Summa anläggningstillgångar		**227**	**280**	**401**	**408**	**374**	**341**	**301**	**257**
Varulager		174	132	108	92	75	65	67	88
Kundfordringar		296	273	218	269	309	249	239	269
Likvida medel och kortfristiga placeringar		590	817	505	504	352	172	182	194
Summa omsättningstillgångar		**1 060**	**1 221**	**832**	**866**	**735**	**486**	**488**	**552**
SUMMA TILLGÅNGAR		**1 287**	**1 501**	**1 233**	**1 274**	**1 109**	**827**	**789**	**808**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital		476	706	559	350	194	73	29	25
Summa eget kapital		**476**	**706**	**559**	**350**	**194**	**73**	**29**	**25**
Långfristiga räntebärande skulder		321	290	0	492	495	439	439	440
Långfristiga leasingskulder		0	33	47	38	24	9	11	12
Övriga långfristiga skulder		7	11	26	14	10	9	7	7
Summa långfristiga skulder		**327**	**334**	**73**	**544**	**529**	**457**	**457**	**459**
Kortfristiga räntebärande skulder		0	0	225	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder		218	171	160	200	244	150	156	177
Kortfristiga leasingskulder		0	21	19	20	21	21	22	22
Övriga kortfristiga skulder		266	269	197	160	122	127	126	125
Summa kortfristiga skulder		**483**	**461**	**601**	**380**	**386**	**298**	**304**	**324**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER		**1 287**	**1 501**	**1 233**	**1 274**	**1 109**	**827**	**789**	**808**

Källa: Orexo, Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	22%	8%	N.m.	N.m.	10%	N.m.	N.m.	25%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	49%	>100%	N.m.	N.m.	28%	70%	>100%	82%
EBIT-tillväxt, justerad	-	67%	>100%	N.m.	N.m.	14%	40%	82%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	58%	N.m.	N.m.	21%	29%	62%	92%
Bruttomarginal	74,5%	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	85,8%	85,7%	86,0%
EBITDA-marginal	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	9,0%	13,1%
EBITDA-marginal, justerad	12,1%	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	9,0%	13,1%
EBIT-marginal	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%
EBIT-marginal, justerad	8,9%	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%
Vinst-marginal, justerad	3,6%	>100%	25,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Orexo, Carnegie

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	58%	37%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	24%	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5%
ROIC, justerad	Neg.	93%	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%

Källa: Orexo, Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	22%	16%	16%	16%	12%	10%	11%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	-	38%	32%	33%	48%	50%	40%	39%	35%
Leverantörsskulder / KSV	-	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-	94%	91%	97%	54%	55%	46%	55%	51%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-2%	-4%	-5%	0%	3%	6%	4%	7%
Kapitalomsättningshastighet	-	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x	1,1x	1,2x	1,5x

Källa: Orexo, Carnegie

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	0	-269	-473	-214	46	188	297	290	280
Soliditet	-	37%	47%	45%	27%	17%	9%	4%	3%
Nettoskuldsättningsgrad	-	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	4,1x	10,2x	11,3x
Nettoskuld / EBITDA	0,0x	-2,3x	-1,7x	-11,3x	-0,3x	-1,6x	-8,5x	5,2x	2,8x

Källa: Orexo, Carnegie

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,66	-1,38	-0,11
EPS, justerad	0,67	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,66	-1,38	-0,11
FCF per aktie	2,26	6,70	7,54	-4,87	-8,21	-11,4	3,15	0,60	0,68
Eget kapital per aktie	0,00	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	2,12	0,83	0,72
Antal aktier vid årets slut, m	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,4	34,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,7	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,4	34,4

Källa: Orexo, Carnegie

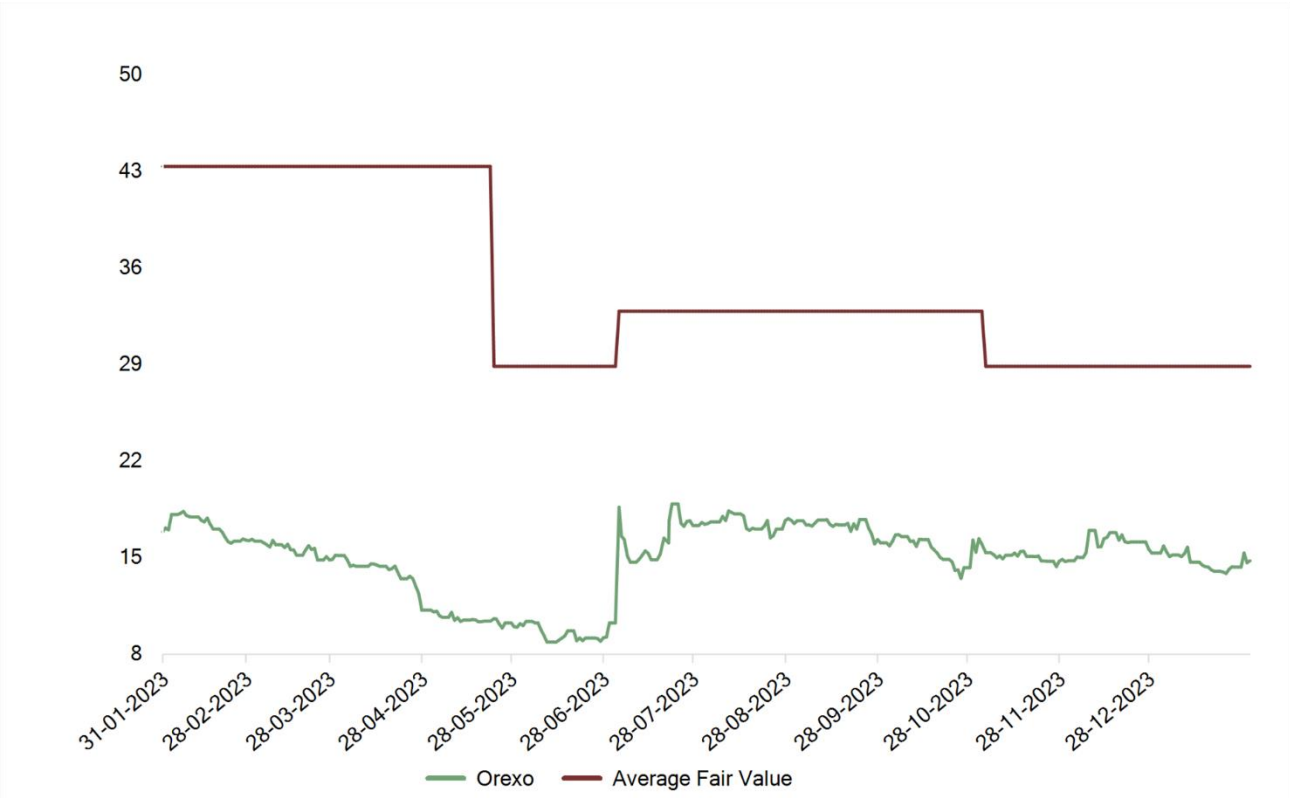
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	61,5x	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	Neg.	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	7,3x	18,0x	20,8x
P/FCF	18,3x	8,8x	8,3x	Neg.	Neg.	Neg.	4,9x	24,9x	21,8x
FCF-yield	5%	11%	12%	Neg.	Neg.	Neg.	20%	4%	5%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,2x	2,3x	2,0x	2,3x	2,2x	1,3x	1,3x	1,3x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	18,2x	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	-23,0x	14,6x	8,0x
EV/EBIT, justerad	24,8x	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	-7,3x	-40,6x	32,0x
EV	1 423	1 763	1 702	1 500	1 231	835	807	807	807
Aktiekurs	41,2	58,8	62,8	50,0	34,5	14,9	14,9	14,9	14,9

Källa: Orexo, Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Orexo (ORX SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans ”Carnegie”, adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie
Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka här.

Penser Future by Carnegie
Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde (”känslig information”) hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten (“issuer-paid research”)

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Canegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (FInansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc (“non-US affiliates”) som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Denmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys I Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95