Penser Access by Carnegie

Hälsovårdsteknik | Sverige | 20 mars 2024

# Iconovo

## En ljus framtid

### Kvartalet i korthet

Försäljningen under Q4(23) uppgick till drygt 1 mkr (0) och utgjordes av ersättningar inom två projekt. Totalt under året uppgick försäljningen till 7 mkr (17) och utgjordes av ersättningar inom sex projekt. Övriga rörelseintäkter under kvartalet och året uppgick till 1 mkr (2) respektive 8 mkr (3). På kostnadssidan för helåret 2023 uppgick kostnader för råvaror och förnödenheter till 11 mkr (30) och övriga externa kostnader till 26 mkr (22), inklusive en ökad reserv för osäkra kundfordringar om ca 8 mkr. Personalkostnader sjönk till 36 mkr (37) för helåret 2023, relaterat till lägre lönekostnader och besparingar. Kassaflöde från den löpande verksamheten under kvartalet och helåret 2023 uppgick till -11 mkr (-17) respektive -39 mkr (-43). Likvida medel vid periodens slut uppgick till 18 mkr (13).

### Fyller på kassan

Genom den riktade nyemissionen tillförs bolaget således ca 33 mkr före emissionskostnader.

### Modelluppdatering

Till följd av analytikerbyte har en större modelluppdatering genomförts. Det innebär höjda förväntningar närmaste åren, men en något mer försiktig långsiktig syn på potentialen. Från och med nu övergår vi till att prognostisera intäkter uppdelat i flera intäktsströmmar – intäkter från royalties, milstolpsersättningar, egen försäljning i Norden och CDMO-intäkter. Vi ser hög potential i den kommande lanseringen av en generisk version av Symbicort i Europa i samarbete med Amneal, vilket vi bedömer kan ske 2025. Vidare ser vi goda möjligheter till ett licensavtal för att utveckla en generisk version av Relvar/Breo. Där har bolaget ett pågående samarbete med Stifel för att hitta en partner. Arbetet med partnern BNC Korea löper på och vi ser en potentiell lansering av en generisk version av Ultibro och Seebri under 2026. Norden, som vi i våra antaganden uppskattar uppgå till ca 5% av den europeiska marknaden för luftrörsvidgande läkemedel, utgör ännu en möjlighet för att stärka den framtida potentiella intäktströmmen med egen försäljning av en generisk version av Symbicort (ICOres) och även av Relvar/Breo (ICOpre) via Iconovo Pharma. Sammantaget ser vi fortsatt ökande intäkter från dessa projekt och hög potential, men även en del risker kvarstår. Vi justerar försäljningsestimat och avkastningskrav för att spegla dels den stora potentialen vi ser i projekten och dels den hittills volatila intjäningen och osäkerheten i hur marknadslanseringar faller ut. Efter att ha genomfört en genomgång av intäktsprognoser på kort och lång sikt, samt tagit hänsyn till utspädning från riktad emission, ser vi ett nytt motiverat värde om 16-20 kr per aktie (30–31).

#### Estimatändring

| | 24e | 25e |
|---|---|---|
| Totala intäkter | 42,9% | 19,2% |
| EBITDA, just. | 40,9% | 62,6% |

#### Kommande händelser

| | |
|---|---|
| Q1 - rapport | 25 april 2024 |
| Q2 - rapport | 12 juli 2024 |

#### Bolagsfakta (mkr)

| | |
|---|---|
| Antal aktier* | 16m |
| Börsvärde* | 130 |
| Nettoskuld* | -42 |
| EV* | 88 |
| Free float | 66% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 44k |
| Bloomberg Ticker | ICO SS EQUITY |

#### Analytiker

Maria Karlsson Osipova
maria.karlsson.osipova@carnegie.se

**Inkl. senaste kapitalanskaffning*

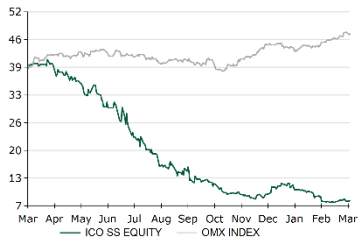
#### Prognos (mkr)

| | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|
| Totala intäkter | 36 | 52 | 78 | 122 |
| Tillväxt | -28% | 42% | 50% | 57% |
| EBITDA, just. | -36 | -20 | -6 | 14 |
| EBIT, just. | -46 | -32 | -17 | 2 |
| EPS, just. | -3,9 | -2,0 | -1,1 | 0,1 |
| EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EK/aktie | 9,7 | 7,1 | 9,1 | 9,2 |
| Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,0 |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | 1,7% |
| ROE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,2% |
| ROCE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,7% |
| EV/Sales | 3,4x | 2,3x | 1,5x | 1,0x |
| EV/EBITDA | - | - | - | 8,8x |
| EV/EBIT | - | - | - | 62,3x |
| P/E, just. | -3,0x | -4,1x | -7,4x | 72,1x |
| P/EK | 1,2x | 1,1x | 0,9x | 0,9x |
| Nettoskuld/EBITDA | 0,3x | -0,2x | 4,5x | -0,9x |

#### Värde och risk

| Motiverat värde | 16 - 20 kr |
|---|---|
| Aktiekurs | 8,1 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

Iconovos affärsmodell består av tre huvudsakliga strategiska områden – utveckling av såväl nya originalläkemedel som generiska versioner av väletablerade inhalationspreparat tillsammans med internationella partners samt försäljning av de utvecklade produkterna i egen regi på den nordiska marknaden. Bolaget tillhandahåller flera typer av patentskyddad inhaleringsutrustning. Den tredelade strategin och flera pågående projekt minskar utvecklingsrisken, då bolaget har ett antal produkter och flera internationella samarbetspartners som Amneal, BNC Korea, Monash University, m.fl.

Iconovos längst framskridna projekt är en generisk version av astma- och KOL-läkemedlet Symbicort och bolaget arbetar också med ett flertal andra projekt inom astma och KOL. Gemensamt för astma och KOL är att de är luftvägssjukdomar som inte går att bota; symptomen kan endast lindras, och den vanligaste behandlingsmetoden mot dessa sjukdomar är att läkemedel inhaleras. Marknaden för astma- och KOL-läkemedel uppskattas tillsammans uppgå till över USD 29mdr år 2028 och den totala marknaden för alla kroniska respiratoriska sjukdomar uppskattas uppgå till över USD 100mdr år 2031. Därtill tillkommer andra läkemedelstyper inom andra indikationer där inhalering kan bli ett effektivt administreringssätt, exempelvis oxytocinbehandling och olika typer av vacciner för virusorsakade infektioner.

Den gemensamma faktorn för dessa tillstånd och sjukdomar är att prevalensen antas fortsätta öka, och behovet av ett administreringssätt som möjliggör lokal leverans av den aktiva substansen, minskad risk för systemiska biverkningar, förbättrad läkemedelsstabilitet samt hållbarhet kommer också fortsätta öka.

Här står Iconovo på stadiga ben med flera typer av patenterade inhalatorer, med ett antal pågående samarbeten och hög framtida potential. Vi ser fortsatt ökande intäkter, men vi anser att risken är fortsatt hög då volatiliteten i intjäningen har varit hög under de senaste åren. En stor del av intäktsströmmarna utgjordes av milstolpsersättningar, men framöver antar vi att intäktsströmmen blir mindre volatil i och med start av försäljningen av exempelvis den generiska versionen av Symbicort och tillkommande royalties under 2025.

## Bolagsprofil och affärsmodell

Iconovo hjälper generiska bolag samt andra läkemedelsbolag att utveckla inhalationsläkemedel och inhalatorer. Affärsmodellen bygger på partnerfinansierad produktionsutveckling i kombination med royaltyintäkter vid produktens marknadslansering. När ett licens- och utvecklingsavtal ingås erhåller Iconovo vanligtvis en initial betalning, en så kallad ”*technology access fee*”, och under utvecklingsperioden erhåller bolaget dels förskott på *royalty*, dels milstolpsersättningar som utfaller vartefter projektet uppnår ett antal fördefinierade mål.

I ett utvecklingsprojekt tas en läkemedelsformulering och inhalator fram som tillsammans utgör den slutliga produkten. Samarbetspartnern har ensamrätt till den exakta läkemedelsformuleringen, men inte till inhalatorn, vilket innebär att Iconovo inte har någon begränsning för hur många kunder bolaget kan ha på sina produktplattformar. Ett utvecklingsprojekt löper under ett till tre år och är vanligtvis lönsamt för Iconovo under utvecklingstiden. När samarbetspartnern lanserar produkten erhåller Iconovo en försäljningsbaserad royalty som vanligtvis ligger i intervallet 5–10%. Detta leder till att bolaget har ett inflöde av kapital som täcker kostnaderna för utveckling samtidigt som de har kvar en option att kapitalisera på en lyckad produktlansering.

## Värdering

Vår värderingsansats är en klassisk DCF-värdering då vi anser att denna värderingsansats bäst återger värdet i bolagets tillväxtpotential. Vi räknar med fortsatt långsiktig försäljningstillväxt för bolaget, drivet dels av lansering av den generiska versionen av Symbicort på den europeiska marknaden, dels av de kommande produktlanseringar samt utvecklingsprojekt med bolagets partners.

Till följd av analytikerbyte har en större modelluppdatering genomförts. Det innebär höjda förväntningar närmaste åren, men en något mer försiktig långsiktig syn på potentialen. I och med modelluppdateringen vill vi belysa utvecklingsmöjligheter samtidigt som vi även tar hänsyn till osäkerheten i framtida intjäningen och det är anledningen till att vi väljer att höja avkastningskravet från tidigare 16% till 17%. Vidare antar vi en långsiktig tillväxt om 3%, långsiktig EBIT-marginal om 35%. Vi justerar våra försäljningsestimat för 2024-2025 och publicerar även försäljningsestimat för 2026. Vi justerar även tillväxttakten för omsättningen bortom 2024-2026 – allt detta för att återspegla den hittills volatila intjäningen och osäkerheten i hur marknadslanseringar faller ut. Den bedömningen kan komma att ändras beroende på utvecklingen under de kommande kvartalen. Bolagets egna finansiella mål innefattar en omsättning över 250 mkr år 2027 med en EBITDA-marginal om 50%. Vi ser det som ett ambitiöst men nåbart mål. Efter de genomförda justeringarna ser vi ett nytt motiverat värde om 16–20 kr per aktie (30–31). Se mer detaljer i DCF-avsnittet längre ned i rapporten.

# Inhalatorplattformar och pipeline

Bolaget har totalt fyra inhalatorplattformar – ICOres, ICOpre, ICOcap och ICOone. För alla utom ICOpre har bolaget minst en samarbetspartner där antingen ett licens- eller ett CDMO-avtal har ingåtts. För ICOpre har Iconovo inlett en strukturerad process för att finna en partner, vilken genomförs med stöd av Stifel, där ett licensavtal bör vara på plats under H1'2024 enligt bolagets bedömning.

Översikt över de pågående projekten samt samarbetspartners

| Plattform | Utvecklingssteg | Marknadslansering/ avtal | |
|---|---|---|---|
| | *Utveckling av inhalator* / *Formuleringsutveckling* / *Klinisk utveckling* | | |
| **ICOres** (Turbuhaler, AstraZeneca) | **Amneal** (Astma, KOL) – budesonide/formoterol | *Licensavtal* | **2025 (EU)** |
| | **Intas** (Astma, KOL) – ej offentliggjord substans | *Licensavtal* | |
| **ICOpre** (Ellipta, GSK) | Relvar/Breo Gx | | **2027 (EU)** |
| | Trelegy Gx | | **2030 (US)** |
| | Anoro Gx | | |
| | Arnuity Gx | | |
| | Incruse Gx | | |
| **ICOcap** (Ultibro, Novartis) | **BNC Korea** (KOL) – indakaterol/glykopyrronium | *Licensavtal* | **2026** |
| | **BNC Korea** (KOL) - glykopyrronium | *Licensavtal* | **2026** |
| | **Kiox Pharma** (Sällsynta sjukdomar) – ej offentliggjord substans | *Feasibility-avtal* | |
| **ICOone/Nasal** | **Arcede** (Svår astma, KOL) – RCD405 | *Feasibility-avtal* | |
| | **Monash** (Post-partum blödning) - oxytocin | *Licensavtal* | |
| | **ENA Respiratory** (Antiviral behandling) – INNA-051 | *Feasibility-avtal* | |
| | **Affilogic** (Nanofitin) - Nanofitin | *Feasibility-avtal* | |
| | Bill & Melinda Gates foundation (antiviral behandling) | *Forskningssamarbete* | |

★ Pågående / Genomförd

*Källa: Iconovo, MFN, Penser by Carnegie*

**Symbicort – AstraZenecas gigant på inhalationsmarknaden**

ICOres budesonid/formoterol utvecklas inom ramarna för ett licensavtal med Amneal Pharmaceuticals som en generisk version av Symbicort Turbuhaler. För Symbicort har patenten redan gått ut och planen är att registreringsansökan lämnas in i EU genom Amneal under 2024 med tänkt lansering 2025.

**Relvar/Breo – GSKs kombinationsläkemedel för behandling av KOL**

ICOpre är Iconovos generiska motsvarighet till GSK:s Ellipta inhalator. Iconovo arbetar med fem formuleringar och har en färdig formulering av Relvar/Breo. Inom ramarna för detta projekt har bolaget initierat kontaktfasen i den strukturerade processen för att utlicensiera ICOpre. Den globala investmentbanken Stifel fick i uppdrag att hantera den strukturerade processen. Utlicensieringsprocessen för ICOpre antas slutföras under H1'2024, och ICOpre har goda förutsättningar att bli den första generiska utmanaren till Ellipta i både EU och USA. Den första lanseringsmöjligheten för en generisk version av Relvar ser vi i EU tidigast 2027.

**Ultibro – Novartis produkter Seebri och Ultibro**

Licensavtalet avser två generiska formuleringar, en generisk version av Ultibro Breezhaler (indakaterol/glykopyrronium) och en generisk version av Seebri Breezhaler (glykopyrronium). BNC Korea har exklusiva rättigheter i Korea, Japan, Kina, Taiwan, Ryssland, CIS-länderna och i sydöstra Asien (inklusive Turkiet). Vi antar en lansering av dessa under 2026.

**Kiox Pharma (Sällsynta lungsjukdomar) – ej offentliggjord substans**

Den senaste uppdateringen från Iconovo rörande Kiox Pharma bjöd på en positiv nyhet – bolaget har ingått avtal om att fortsätta formuleringsstudier inom sällsynta lungsjukdomar. Projektet bygger på en omformulering av en FDA-godkänd läkemedelssubstans i en av Iconovos patenterade inhalatorer – ICOcap. Målet är att utveckla en ny inhalerbar behandling av interstitiell lungsjukdom (ILD). Det nya avtalet innebär intäkter om 2,7 mkr för Iconovo under 2024, utöver de 1,6 mkr som bolaget redan erhållit under 2023.

**Arcede Pharma (KOL) – RCD405**

Arcede Pharma utvecklar inhalationsbehandlingar mot svår astma och KOL. Ett konsortium bestående av Arcede Pharma, Iconovo och Lunds universitet erhöll tidigare drygt 2 mkr från Vinnova och Swelife inom ramen för projektet. Iconovo meddelade senast under hösten 2023 att samarbetsprojektet med Arcedes läkemedelskandidat RCD405 löper på med goda resultat. Iconovo har ansvarat för formuleringsarbetet och nästa steg i utvecklingen är tekniska stabilitetsstudier. Parallellt har Arcede Pharma genomfört toxikologiska studier som visade att RCD405 tolerarades väl. Nästkommande steg i utvecklingen blir således kliniska försök.

**Monash University (Postpartumblödning) – Oxytocin**

Projektet inom postpartumblödning (eng. *PPH*) inleddes tidigare under 2023 i Melbourne och är ett samarbete mellan Iconovo och Monash University inom ramarna för ett licensavtal. Under hösten 2023 meddelades det att patientrekryteringen till en klinisk fas I-studie av inhalerat oxytocin i ICOone har slutförts och vi avvaktar studieresultat som förväntas offentliggöras under H1'2024. I studien jämförs en inhalerad värmestabil pulverformulering av oxytocin i ICOone med intramuskulära injektioner av oxytocin (nuvarande standardbehandling av PPH).

**ENA Respiratory (Virala luftvägsinfektioner) – INNA-051**

Inom ramen för detta projekt testas ICOone Nasal med INNA-051, en brett verkande immunmodulerande behandling i en ny klass som utvecklas för att förebygga komplikationer associerade med virala luftvägsinfektioner.

**Affilogic (Nanofitin) – Nanofitin**

Iconovo arbetar med Affilogic i ett pågående samarbete i form av ett *feasibility*-avtal. I den aktuella studien utvärderades möjligheten att leverera Affilogics antivirala affinitetsproteiner – Nanofitins – mot SARS-CoV-2 till lungan i pulverform, med hjälp av Iconovos endosinhalator ICOone. Iconovo uppdaterade om de bekräftade resultaten från den pågående studien i början av mars 2024 – att Nanofitins kan formuleras som ett spraytorkat pulver för inhalation, med bibehållen aktivitet och en finpartikelfraktion lämplig för leverans till lunga, och administreras med hjälp av ICOone. Detta är förstås positivt, då det kan bana väg för nya behandlingsstrategier mot både virus- och bakterieorsakade infektioner. Resultaten kommer att presenteras i sin helhet i en poster med titeln "*Novel inhaled anti-viral against SARS-CoV-2: Feasibility of developing a Nanofitin dry powder formulation for pulmonary delivery using the ICOone® single dose dry powder inhaler*", på konferensen Respiratory Drug Delivery, RDD 2024 5-9 maj, i Tucson, Arizona.

**Order från ett top-10 pharma-bolag**

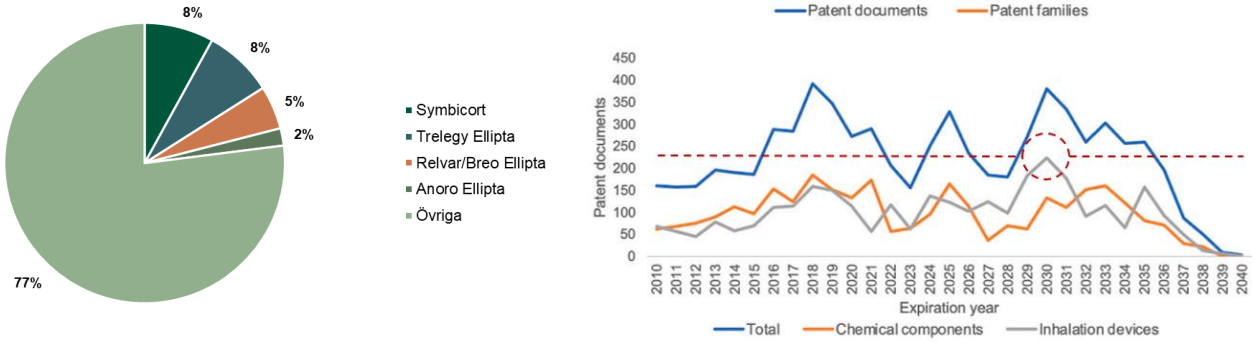
Bolaget meddelade tidigare i februari om en order från ett bolag som omsättningsmässigt rankas bland de tio största läkemedelsbolagen i världen för att utvärdera en flerdosinhalator från Iconovo. Studien är en så kallad in-vitro-studie för att bedöma inhalatorns lämplighet vid utveckling av ett originalläkemedel. Ordervärdet är 220 tkr och ska utföras under de tre närmsta månaderna. Även om vi anser att ordervärdet är relativt lågt kan det annonserade samarbetet leda till nya avtal om utvärderingen visar på positiva resultat.

## Marknaden

Den globala marknaden för torrpulverinhalatorer (*DPI – dry powder inhaler*) värderas enligt olika källor på flera varierande sätt med ingen för oss tillgängliga konsensusdata. Väljer man att titta på den globala marknaden för läkemedel inom kroniska respiratoriska sjukdomar värderades den till över USD 83mdr år 2023 och förväntas växa med CAGR på 6% till över USD 137mdr (*Market Research Reports*). Marknaden för luftrörsvidgande (bronkdilaterande) läkemedel beräknas uppgå till USD 37mdr år 2028 med en förväntad CAGR på +4% under perioden 2024-2028 (*Statista*) och marknaden för läkemedel mot astma och KOL i synnerhet uppskattas uppgå till över USD 29mdr år 2028 (*Evaluate Pharma*). Utan tvekan är dessa marknader enorma sett till värde och bjuder på hög potential för ett bolag som väljer att antingen utmana väletablerade läkemedel vars patent har eller inom kort kommer att gå ut alternativt utveckla nya läkemedel.

Det finns fler än 40 olika typer av DPI på marknaden nuförtiden och antal patentförfall kommer att toppa under 2030 (*Journal of Drug Delivery Science and Technology*) vilket vi anser öppnar fler möjligheter för samarbeten inom generika. Iconovo har redan ett samarbete med Amneal för att lansera en generisk version av Symbicort på den europeiska marknaden och BNC Korea, samt letar aktivt efter en partner för att ta en generisk version av Relvar/Breo till marknaden. Sett till andel av marknaden för bronkdilaterande läkemedel tar dessa läkemedel – Symbicort och Relvar/Breo – ca 16% av den totala marknaden för luftrörsvidgande preparat, se bild nedan.

Marknadsandelar för luftrörsvidgande läkemedel (vä) & Tidslinje för patentförfall (hö)



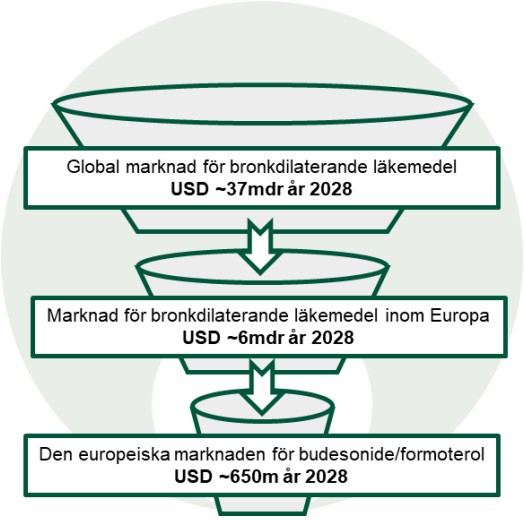

*Källa: Statista; Journal of Drug Delivery Science and Technology*

Nedan sammanställer vi våra antaganden för den totala adresserbara marknaden för licensavtalet med Amneal, utlicensieringsmöjligheter för Relvar/Breo samt licensavtalet med BNC Korea. Vi använder oss av för oss tillgängliga data och källor och vill betona att all framtida försäljning kan prognostiseras på olika sätt samt att vår bedömning kan komma att ändras om ny information framkommer om dessa marknader eller om Iconovos samarbete med befintliga och potentiella partners inte faller ut så som vi har antagit.

**Symbicort – AstraZenecas forna gigant**

Symbicort är ett luftrörsvidgande (bronkdilaterande) läkemedel och platsar in på en enorm marknad sett till värde, se bild nedan. Den globala marknaden för budenoside/formoterol (den aktiva substansen i Symbicort) uppskattas uppgå till drygt USD 2 mdr i USA och drygt USD 650m i Europa år 2028 (*Evaluate Pharma*).

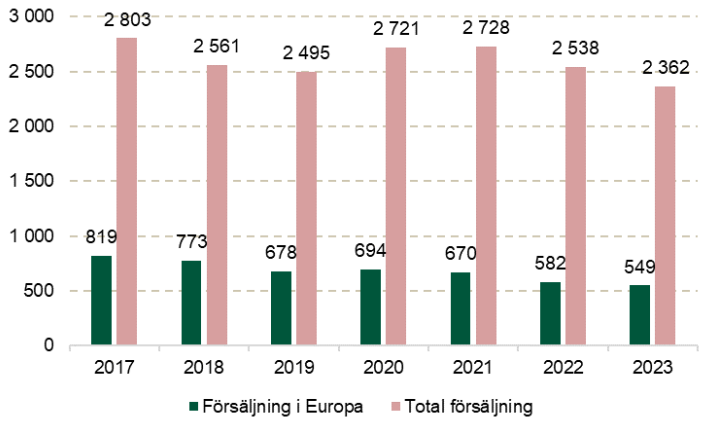
Total adresserbar marknad för ICOres (budenoside/formoterol-formulering)




*Källa: Evaluate Pharma, Statista, AstraZeneca, Orion, Vectura, Penser Access by Carnegie*

AstraZeneca är en av de största aktörerna med sin inhalator Turbuhaler och produkten Symbicort där global försäljning uppgick till USD 2,4mdr under 2023. Patentet för Symbicort har redan gått ut och det finns ett par generiska utmanare på den europeiska marknaden – Teva och Orion. Tevas försäljning av den generiska versionen av budesonid/formoterol uppgick till USD 138m under 2023 (*Evaluate Pharma*). Orion redovisade total försäljning för Easyhaler-portföljen, där fler substanser ingår förutom budenosid/formoterol, som uppgick till USD 144m. Vi är dock främst intresserade av budesonid/formoterol-försäljningen, som utgjorde merparten av den totala försäljningen för Easyhaler-portföljen och uppgick till ca USD 94m under 2023.

Symbicort – försäljningssiffror under perioden 2017-2023 (USDm)

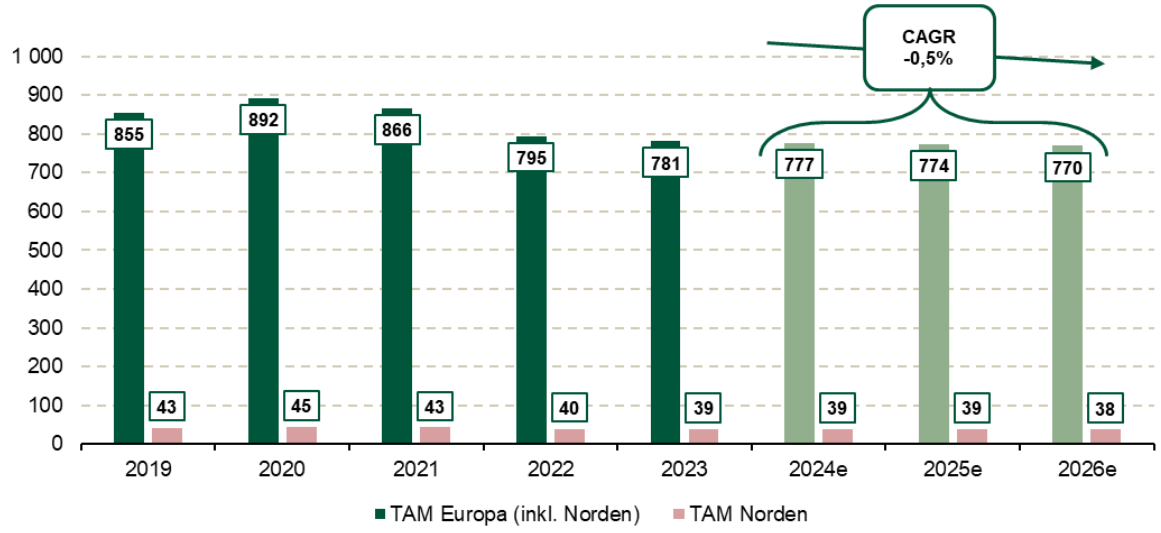



*Källa: AstraZeneca, Penser by Carnegie*

Vi antar att ICOres budesonid/formoterol kan lanseras tidigast 2025 på den europeiska marknaden, där Amneal har rättigheterna till produkten i Europa, Norden exkluderat. I Norden antar vi att Iconovo kommer att bedriva försäljning i egen regi genom Iconovo Pharma. Vi uppskattar att Norden utgör ca 5% av den europeiska marknaden för astma- och KOL-läkemedel, sett till den för oss tillgängliga epidemiologiska data för astma- och KOL-prevalensen (*Socialstyrelsen, eSundhed, Folkehelseinstitutet, Allergia.fi, NIH)*. I våra modeller uppgår således den totala adresserbara marknaden till över USD 750m i Europa år 2024, varav ca USD 40m utgörs av den nordiska delen.

Olika källor uppger en stabil till svagt nedåtgående trend när det gäller försäljning av läkemedel där budesonid/formoterol är den aktiva substansen. I våra modeller antar vi en svagt nedåtgående trend och en CAGR om -0,5% under perioden 2024-2026. Enligt Statista uppgår den europeiska marknaden för budesonid/formoterol till ca USD 650m under 2028, vilket vi använder som en rimlighetskontroll för prognosen.

Total adresserbar marknad för ICOres budesonid/formoterol i Europa och Norden (USDm)

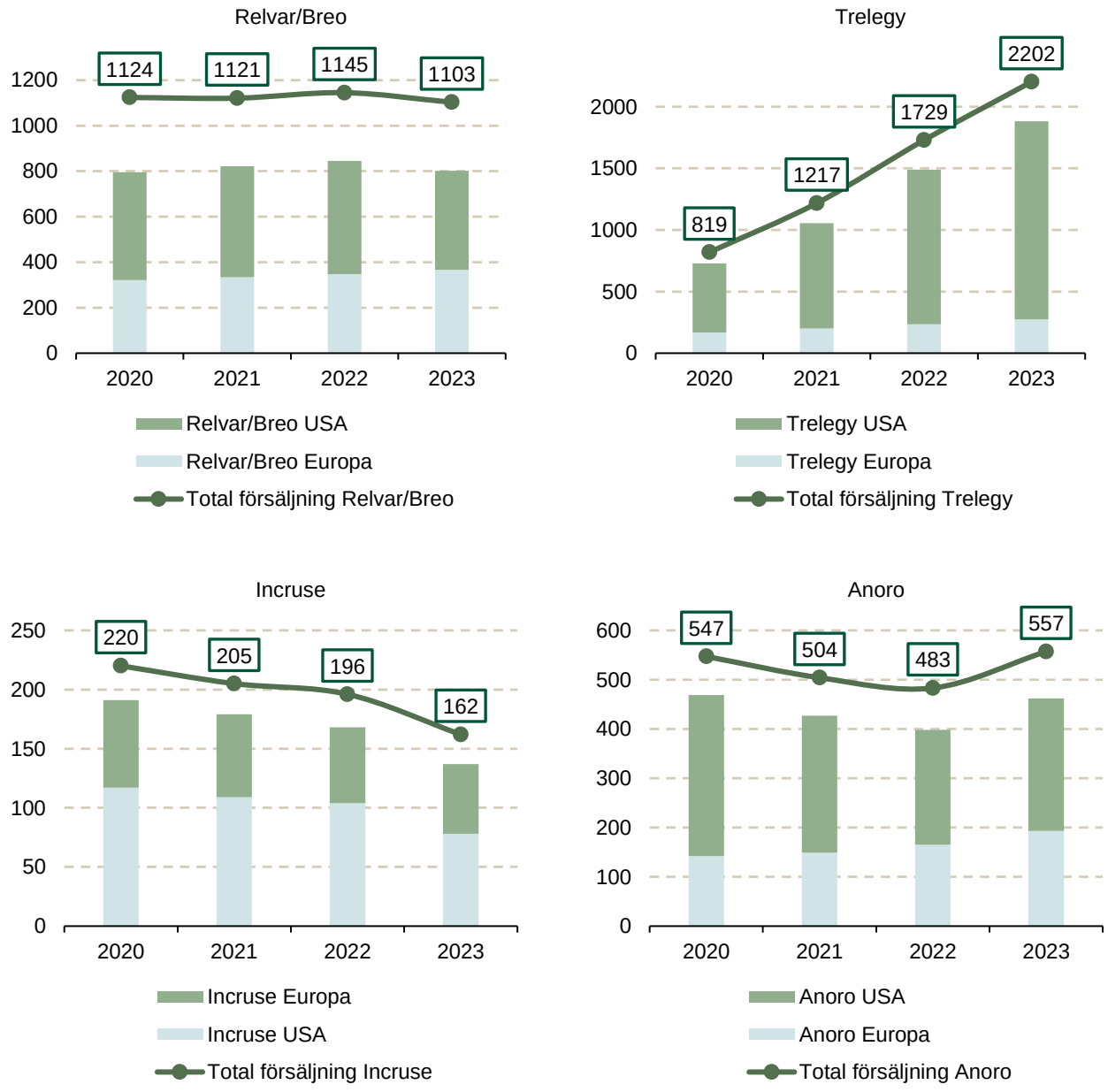



*Källa: AstraZeneca, Orion, Evaluate Pharma, Penser by Carnegie*

**Licensmöjligheter för ICOpre – första potentiella utmanaren till Ellipta**

Ellipta är GSK:s patenterade inhalator och finns för flera olika läkemedel (Relvar/Breo, Trelegy, Anoro, Incruse och Arnuity). Ellipta som inhalator är en populär produkt, och läkemedel som Trelegy har sålt för drygt GBP 2mdr under 2023, där försäljningen på den europeiska marknaden uppgick till GBP 300m (*GSK*). Ellipta är även ett populärt val sett till användarvänligheten och patientpreferenser – det har gjorts flertalet undersökningar om patientpreferenser med både patienter och friska frivilliga som visade att Ellipta föredrogs framför andra inhalatorer som Breezhaler (*J Aerosol Med Pulm Drug Deliv, Int J Chron Obstruct Pulmon Dis*). Värt att poängtera med dessa studier är att GSK ofta står som en beroende intressent bakom dessa studier och jäv absolut inte kan uteslutas. Försäljningssiffrorna talar dock sitt tydliga språk och övertygar om att produkten verkligen är populär och förskrivs ofta.

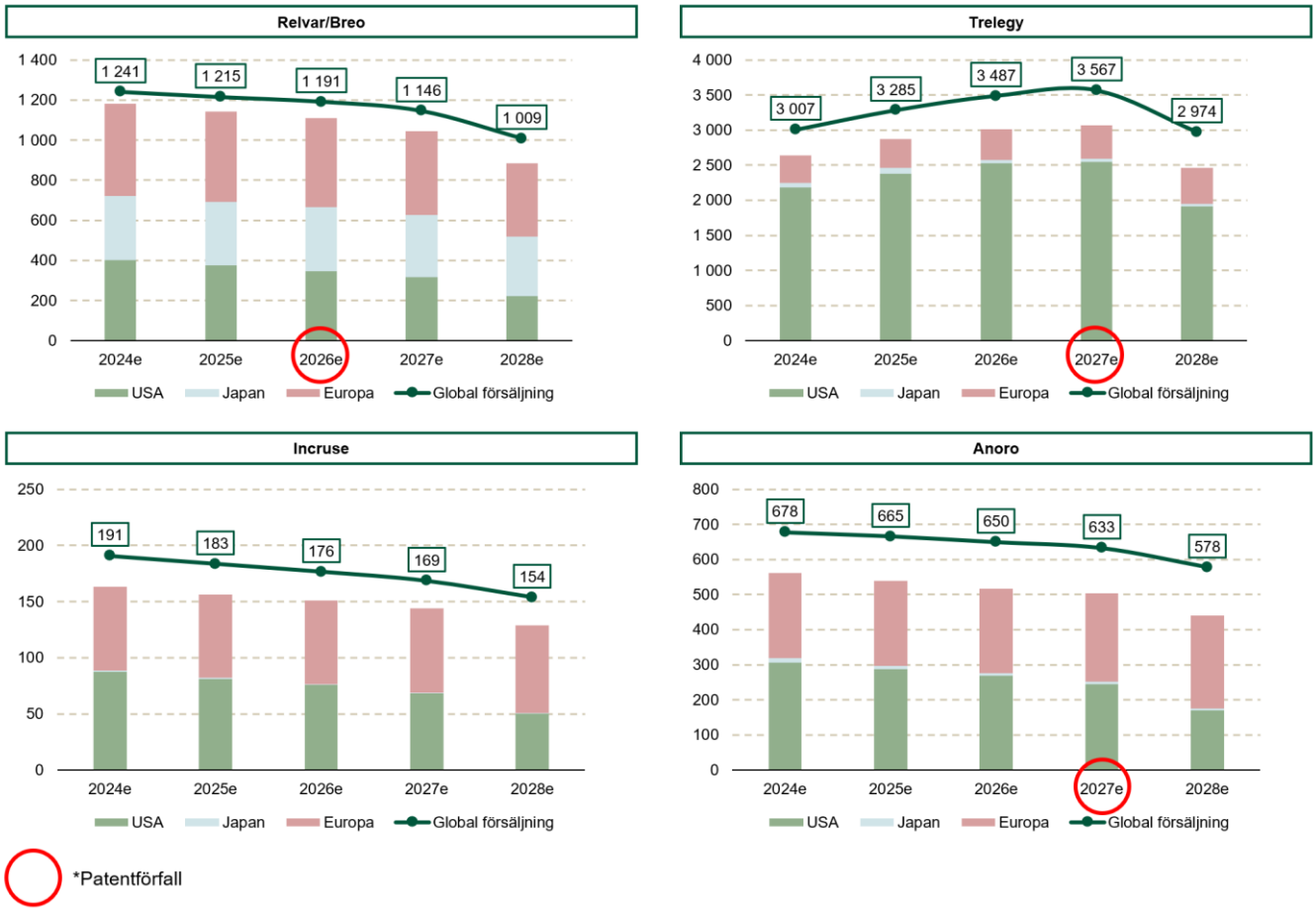
Rapporterade intäkter för Ellipta-portföljen (GBPm)




*Källa: GSK, Penser by Carnegie*

Därmed ser vi en marknad som uppgick till över USD 5mdr år 2023, med en första produkt som tappar patent år 2026 – Relvar/Breo. I den senaste delårsrapporten meddelade Iconovo om fullt fokus på en strukturerad utlicensiering av ICOpre med stöd av Stifel. Bolaget uppger att flera internationella läkemedelsbolag har ingått sekretessavtal inför vidare utvärdering av inhalatorplattformen, och allt pekar på att den tidigare kommunicerade tidsplanen håller – ett licensavtal för ICOpre bör vara på plats under H1'2024. Vi antar att produkten kan lanseras tidigast 2027 och den totala adresserbara marknaden för den generiska versionen av Relvar/Breo i Europa uppgår till över USD 450m, varav den nordiska marknaden står för ca 5% och uppgår till ca USD 23m år 2024. Här ser vi fler möjligheter och potential framöver; om bolaget finner en partner och validerar ICOpre öppnar det dörrar för att utmana GSK:s storsäljare Trelegy som tappar första patent i december 2027 (*Evaluate Pharma)*.

**Ellipta-portföljen: patentförfall och försäljningsestimat 2024-2028 (USDm)**




*Källa: Evaluate Pharma, Penser by Carnegie*

**Ellipta-portföljen – två storsäljande produkter**

**Relvar/Breo** – avsett för regelbunden behandling av astma hos vuxna och ungdomar från 12 år, samt av vuxna med KOL med upprepade försämringsepisoder trots regelbunden behandling med andra bronkdilaterande läkemedel. De aktiva substanserna – flutikasonfuroat och vilanterol – representerar två olika läkemedelsklasser (en syntetisk kortikosteroid och en selektiv, långverkande beta2-receptoragonist, LABA).

**Trelegy** – avsett som underhållsbehandling till vuxna patienter med måttlig till svår KOL som inte uppnår adekvat kontroll med en kombination av inhalationssteroid och LABA eller med en kombination av LABA och långverkande muskarinantagonist.

*Källa: FASS*

**Ultibro – Novartis**

Ulitbro Breezhaler och Seebri Breezhaler är Novartis produkter avsedda för behandling av KOL. Ultibro Breezhaler är en så kallad LABA/LAMA kombinationsbehandling med indakaterol/glykopyrronium och Seebri är en monobehandling med endast glykopyrronium som aktiv substans (LAMA). Novartis redovisar intäkter för Breezhaler i form av portföljintäkter där fler produkter ingår – Onbrez (LABA), Atectura (kortverkande steroider och LABA), Seebri (LAMA), Ultibro (LAMA+LABA) och senast även Enerzair (LAMA + LABA + ICS).

Under 2023 uppgick försäljningen för hela portföljen till drygt USD 600m, där vi bedömer att Ultibro och Seebri utgör den största andelen. Enligt Evaluate Pharma uppgick den totala globala försäljningen för Ultbro Breezhaler och Seebri Breezhaler till USD 330m respektive USD 110m under 2023.

Patenten för Ultibro och Seebri går ut 2025, vilket innebär att vi kan se resultat från Iconovos och BNC Koreas samarbete på marknaden 2026. Någon extern data på hur stor andel av den totala försäljningen utgörs av BNCs målmarknader (Korea, Japan, Kina, Taiwan, Ryssland, CIS-länderna och sydöstra Asien (inklusive Turkiet)) finns ej tillgänglig för oss, men Iconovo uppskattar att det rör sig om ca 15%. Den epidemiologiska datan för KOL-prevalensen i dessa regioner indikerar att det rör sig om en stor marknad och stödjer Iconovos antagande om minst 15%, se tabell nedan. Värt att notera är att flera studier från Asien tyder på att de globala behandlingsriktlinjerna för KOL inte rekommenderar regionspecifika behandlingsalternativ; regionala riktlinjer som de som tillämpas i Japan och Korea baseras på de globala riktlinjerna för behandlingsrekommendationer av KOL.

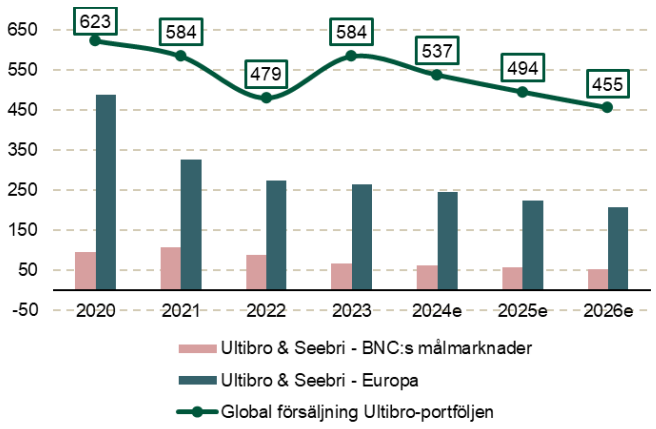
Global prevalens av KOL, per region (miljoner patienter)

| | |
|---|---|
| Östasien | 47 |
| Sydasien | 46 |
| Västeuropa | 26 |
| Nordamerika | 22 |
| Sydöstra Asien | 15 |
| Nordafrika och Mellanöstern | 11 |
| Asien (höginkomstländer) och Stillahavsområdet | 7 |
| Latinamerika | 6 |
| Östeuropa | 6 |
| Centrala Latinamerika | 5 |
| Centraleuropa | 5 |
| **Totalt** | **~480** |

*Källa: BMJ Open (Global Burden of Disease Study 2019); JAMA*

Iconovo arbetar tillsammans med BNC Korea för att ta fram en generisk version av både Seebri och Ultibro. Räknar vi med att BNCs målmarknader utgör 15% av den globala marknaden ser vi en total adresserbar marknad om ca USD 65m. För Europa antar vi att marknaden sett till storlek uppgår till ca USD 240m under 2024, där vi ser fler möjligheter för en licensaffär framöver.

Totala adresserbara marknader – per region av intresse

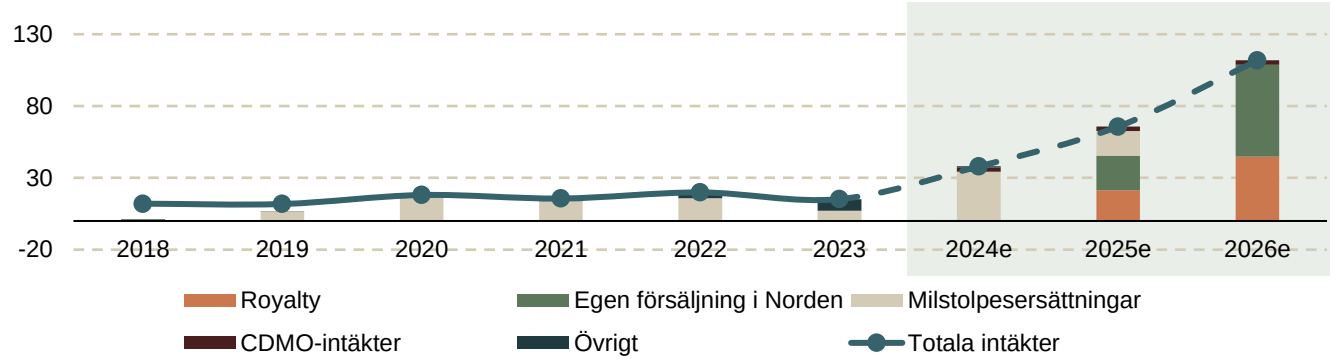



*Källa: Novartis, Evaluate Pharma, Iconovo, Penser by Carnegie*

## Övergripande finansiella prognoser

I våra modeller väljer vi att prognostisera intäkter från projekten med Amneal, ett potentiellt avtal för utveckling av en generisk version av Relvar/Breo, licensavtal med BNC Korea men även från egen försäljning av Symbicorts och Relvar/Breos generiska versioner i Norden samt CDMO-intäkter.

Försäljningsestimat och historiska siffror (mkr)

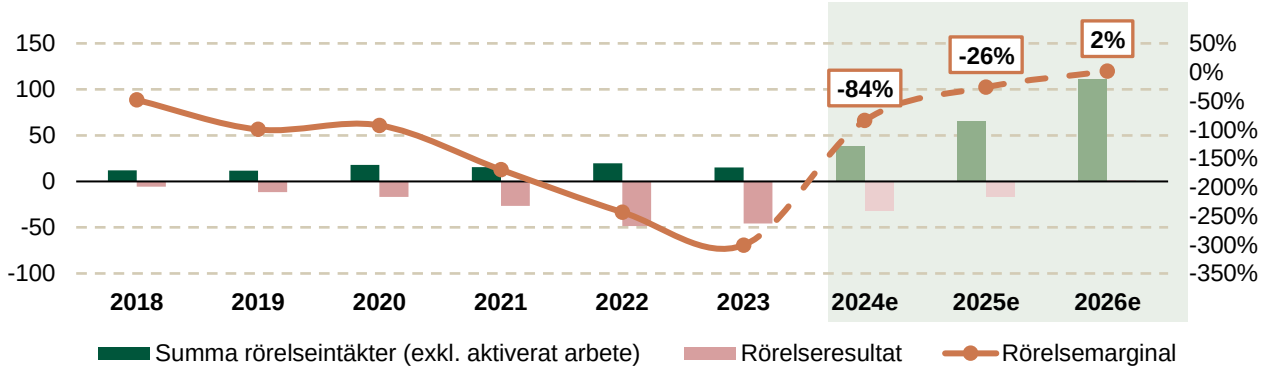



| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Royalty | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 21 | 45 |
| Egen försäljning i Norden | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 24 | 64 |
| Milstolpesersättningar | 0 | 6 | 16 | 14 | 16 | 7 | 34 | 17 | 0 |
| CDMO-intäkter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| Övrigt | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 8 | 1 | 0 | 0 |
| **Totala intäkter** | 12 | 12 | 18 | 16 | 20 | 15 | **38** | **66** | **112** |
| *Tillväxt* | *-* | *-2%* | *53%* | *-13%* | *27%* | *-23%* | *150%* | *73%* | *70%* |

*Källa: Iconovo, Penser by Carnegie*

Iconovos egna mål innefattar att vara ett lönsamt bolag från och med helåret 2026 och att under året därefter generera intäkter om 250 mkr med en EBITDA-marginal på 50%. Vi anser att det är ett ambitiöst men åstadkomligt mål. Bolaget har tidigare meddelat att ca 85% av de prognostiserade intäkterna kan tillskrivas projekt som de redan initierat (*Iconovo, Q3(23) delårsrapport*). För att nå målet behöver därför projekten utvecklas enligt plan och det finns inget större utrymme för fördröjningar bedömer vi– en lyckad lansering av Symbicort Gx-produkten i Europa, licensavtal för Breo/Relvar Gx, lansering av Ultibro & Seebri Gx i samarbete med BNC Korea, framgångsrik uppstart av försäljningsverksamheten i Iconovo Pharma samt ett konstant flöde av CDMO-samarbeten under de kommande fyra åren. Iconovo har fler aktiva samarbeten än de vi räknar med i våra modeller, vilket vi bedömer genererar uppsida till våra estimat och kan ta bolaget närmare sitt mål. Till den höga potentialen vi ser i bolagets projekt tillkommer även en del väsentliga risker och osäkerhetsfaktorer vilka sammanfattas i avsnittet *Risker* nedan. I våra prognoser räknar vi med att Iconovo uppnår positiv rörelseresultat under 2026, och att försäljningen kan uppgå till 112 mkr år 2026, se graf nedan. Låt oss titta på vad vi baserar dessa prognoser på.

Totala intäkter, rörelseresultat och rörelsemarginal (mkr)




*Källa: Iconovo, Penser by Carnegie*

**Intäktsprognos för Symbicort Gx**

För ICOres-projektet med budenosid/formoterol ser vi en total adresserbar marknad om USD 735m år 2025 i Europa (exkl. Norden) och en Nordisk marknad om drygt USD 40m år 2024.

För Amneal-samarbetet antar vi royalties om 7% och en marknadspenetration om 10%. Vi ser att AstraZenecas andel av den europeiska marknaden för budesonid/formoterol kommer att fortsätta sjunka från nuvarande nivåer, och öppna upp möjligheter för alla generiska aktörer att ta en större marknadsandel än 10% framöver. Våra intäktsestimat är högst beroende av den antagna upprampningstakten (ca 1 år), marknadspenetration och royalty-nivå. Vår antagna snabba upprampning av försäljningen beror på vår tilltro till Amneals förmåga att accelerera försäljningen i hög takt.

För Norden ser vi att Iconovo kan ta en marknadsandel om 30-40% och börja sälja under 2025. Bolaget har i sitt dotterbolag Iconovo Pharma AB påbörjat uppbyggnaden av en organisation för försäljning och marknadsföring av läkemedel i egen regi i Norden. Bolaget bedömer att det endast behövs en handfull specialiserade medarbetare för att bearbeta den nordiska marknaden på ett effektivt sätt. Hög marknadskännedom på hemmaplan i Norden och eventuell utbyrbarhet mot Symbicort anser vi framöver kan motivera den av oss antagna höga marknadsandelen.

Nedan redovisas vår intäktsprognos avseende milstolpsersättningar, royalties och egen försäljning i Norden samt känslighetsanalyser av hur intäkterna under 2026 påverkas av de valda marknadspenetrations- och royalty-nivåerna. Mer uppsida finns att hämta i och med våra försiktiga antaganden om marknadspenetration och royalty-nivå.

| Intäkter (mkr) | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|
| Royalty från Amneal som tillfaller Iconovo | 0 | 21 | 43 |
| Försäljning från Norden som tillfaller Iconovo Pharma | 0 | 24 | 64 |
| Milstolpesersättningar från Amneal | 0 | 17 | 0 |
| **Totalt** | **0** | **63** | **107** |

Royaltyintäkter 2026 (mkr)

Marknadspenetration (%)/Royalty (%)

| | 5% | 8% | 10% | 13% | 15% |
|---|---|---|---|---|---|
| 5,0% | 15 | 23 | 30 | 38 | 46 |
| 6,5% | 20 | 30 | 40 | 49 | 59 |
| 7,0% | 21 | 32 | 43 | 53 | 64 |
| 8,5% | 26 | 39 | 52 | 65 | 78 |
| 9,5% | 29 | 43 | 58 | 72 | 87 |

Egen försäljning i Norden 2026 (mkr)

Marknadspenetration (%)

| 10% | 20% | 30% | 35% | 40% |
|---|---|---|---|---|
| 16 | 32 | 48 | 56 | 64 |

*Källa: Penser by Carnegie*

**Generiskt utbyte i Sverige**

När patienter hämtar receptbelagda läkemedel på apotek ska de erbjudas ett läkemedel som är likvärdigt med det som står på receptet, till ett lägre pris. Detta kallas generiskt utbyte. Syftet med generiskt utbyte är att samhället ska få så mycket hälsa som möjligt för de skattepengar som går till att subventionera läkemedel.

Under 2013 har TLV i samarbete med Statistiska centralbyrån, SCB, genomfört en enkätundersökning riktad till apotekspersonal och förskrivare. Undersökningen visade att både förskrivare och apotekspersonal är positiva till generiska läkemedel. En stor del anser att generiska läkemedel är lika effektiva och håller samma kvalitet som originalläkemedel samt att de inte orsakar fler/värre biverkningar. De anser också att de själva lika gärna tar generiska läkemedel som originalläkemedel.

*Källa: SCB, TLV*

### Intäktsprognos för Relvar/Breo

En generisk version av Relvar/Breo kan lanseras tidigast 2027, vilket innebär att vi inte har några intäkter från royalties eller egen försäljning i Norden med i den explicita prognosperioden. Däremot antar vi att ett licensavtal signeras med hjälp av Stifel redan under 2024, vilket skulle bidra med en engångsersättning. Se mer i avsnittet *Licensieringsaffärer på inhalationsmarknaden*.

Formuleringen av Relvar/Breo är färdig, däremot finns det två till fyra andra produkter inom Ellipta-portföljen som Iconovo avser utveckla, vilket i sin tur också kan generera intäkter. Framöver antar vi en royalty-nivå om 7% samt en marknadspenetration på 10% i Europa och 20% i Norden.

| Intäkter (mkr) | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|
| Royalty från licenspartner som tillfaller Iconovo | 0 | 0 | 0 |
| Försäljning från Norden som tillfaller Iconovo Pharma | 0 | 0 | 0 |
| Milstolpesersättningar från licenspartner | 34 | 0 | 0 |
| **Totalt** | **34** | **0** | **0** |

*Källa: Penser by Carnegie*

### Intäktsprognos för Ultibro/Seebri Gx

I samarbete med BNC Korea utvecklas en generisk version av Ultibro och Seebri, med en lansering som vi antar kan ske tidigast under 2026. Här antar vi en royalty-nivå om 8% samt en marknadspenetration om 10% på BNC Koreas målmarknader. Under den explicita prognosperioden tar vi inte med några milstolpsersättningar i vår modell.

## Licensieringsaffärer på inhalationsmarknaden

Våra antaganden om milstolpsersättningar baserar vi på den för oss tillgängliga, och relativt begränsade, datan. Licensavtal som signeras innebär ofta att avtalsvillkoren inte avslöjas av konkurrensskäl. Vi använder oss utav ett exempel-case – Vectura Group – när vi lägger in milstolpesbetalningar i modellen.

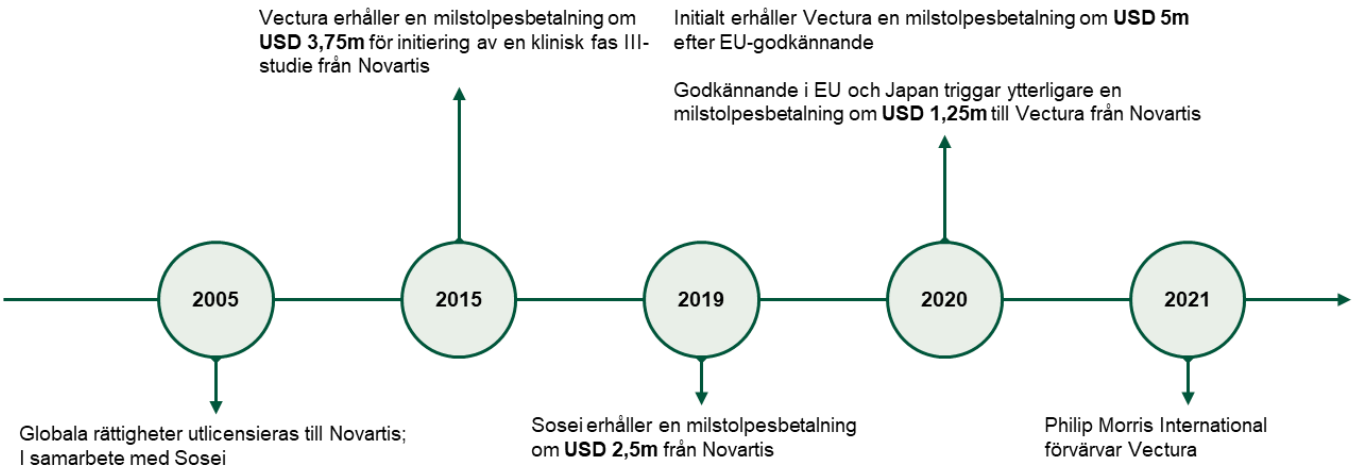
Vectura Group är ett brittiskt läkemedelsföretag baserat i England som utvecklar inhalationsläkemedel och tillverkar inhalatorer. Sedan 2021 ägs bolaget av Philip Morris International. Under perioden 2005-2021 hittar vi totalt 14 stycken avtal med Vectura – både in- och utlicensieringar (*Evaluate Pharma*).

| | Produkt | Avtalspartner | Indikation |
|---|---|---|---|
| 2021 | Inspira-Vectura Covid-19 Research Project | Inspira Pharmaceuticals | COVID-19 |
| 2018 | Fluticasone Furoate; Vilanterol Trifenatate | Hikma Pharmaceuticals | KOL; Astma |
| 2017 | Tiotropium Bromide | Pulmatrix | KOL |
| 2017 | DV281 | Dynavax Technologies | Non-small cell lung cancer (NSCLC) |
| 2015 | Enerzair Breezhaler | Sosei Group | Astma |
| 2015 | Incruse Ellipta | GSK | KOL |
| 2013 | VR942 | UCB | Astma (Projekt avslutat) |
| 2013 | Pulmonary Hypertension Research Program 2 | Justus Liebig University Giessen | Projekt avslutat |
| 2013 | ALX-0171 | Ablynx | RSV-infektioner (Projekt avslutat) |
| 2013 | Activaero/Chiesi Research Project | Chiesi | Cystic fibrosis (CF) (Projekt avslutat) |
| 2010 | Breo Ellipta | GSK | KOL |
| 2010 | Anoro Ellipta | GSK | KOL |
| 2005 | Ultibro Breezhaler | Novartis/Arakis | KOL |
| 2005 | Syscor | Sciele Pharma | Hypertension (HTN); Angina pectoris |

*Källa: Evaluate Pharma, Penser by Carnegie*

I nyhetsflöden ser vi att de offentliggjorda engångsersättningarna för utveckling av produkter uppgick till allt från EUR 15m till EUR 38m, med mindre milstolpsersättningar om allt från EUR 400 tusen till EUR 750 tusen. Ett exempel där vi kan se en tidslinje av milstolpar är produkten Enerzair och licensavtalet med Hikma Pharmaceuticals för utveckling av en motsvarighet till Ellipta. Inom ramarna för Hikma-avtalet uppgick engångsersättning (*upfront payment*) till USD 15m. Vidare utgjordes milstolpsersättningar av USD 5m för technology transfer, och efterföljande milstolpsersättningar inkluderade upp till USD 75m från Hikma för de olika utvecklingsstadierna som kliniska prövningar och regulatoriska godkännanden.

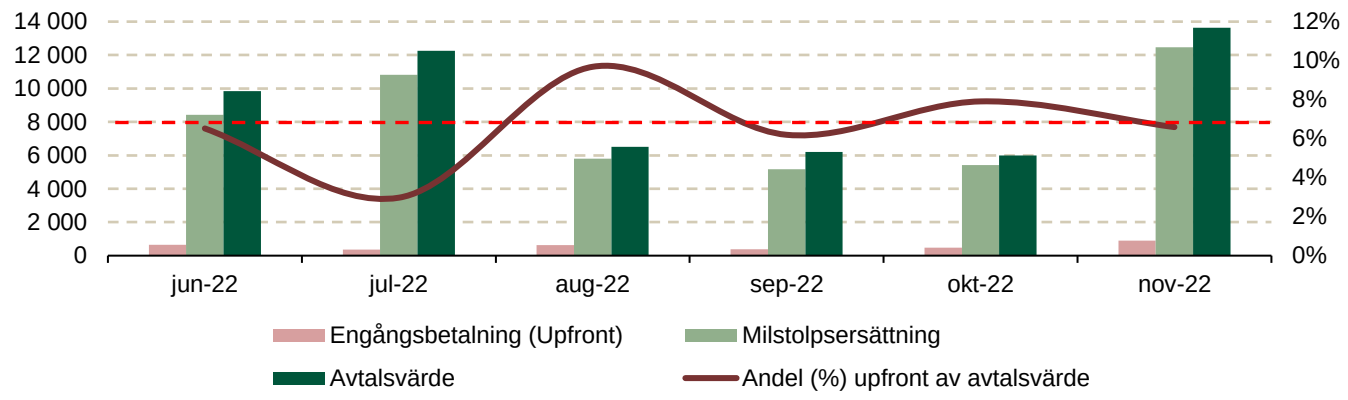
Enerzair produktresa – milstolpsbetalningar från Novartis




*Källa: Evaluate Pharma, Sosei, Novartis*

Om vi ser bredare på hur licensavtal struktureras i branschen finner vi att engångsersättningar vid avtalssignering (s.k. upfront payment) uppgår till i snitt 7% inom ett intervall på 3% - 10% av avtalsvärdet, se graf nedan.

Licensavtal och betalningsstruktur – Pharma & Healthcare




*Källa: GlobalData, Pharma Intelligence Center (2022), Penser by Carnegie*

För Iconovo antar vi tidiga milstolpesersättningar i form av engångsersättningar att uppgå till 7% av det totala avtalsvärdet och att majoriteten av utbetalningarna sker senare i utvecklingsprocessen. Vi tar med engångsersättning för ett licensavtal för Relvar/Breo Gx i våra prognoser under 2024.

**CDMO-intäkter**

Iconovo har fem CDMO-samarbeten som avser kontraktstillverkning av originalläkemedel i bolagets inhalationsplattformar. Vid framgånsrikt utfall erhåller Iconovo vinstmarginal på utfört arbete och enligt bolaget själva kan den uppgå till 20-40%.

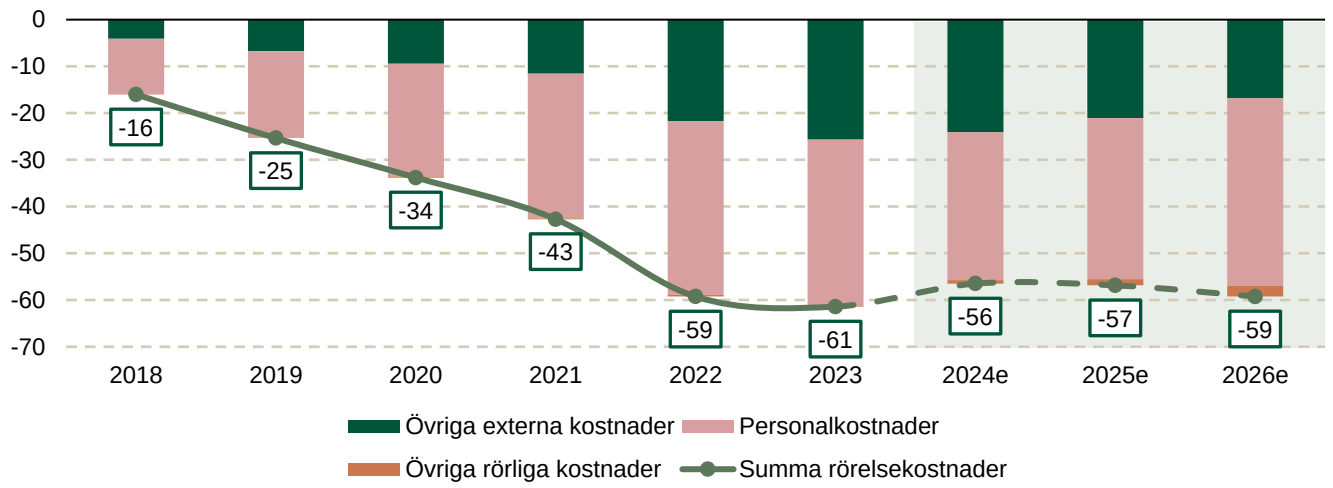
Målet för Iconovo är att addera tre till fem nya avtal per år fram till 2027, då CDMO-verksamheten förväntas generera ca 15% av de totala intäkterna. En viktig faktor för bolagets långsiktiga värdeskapande är att nya och befintliga kundavtal inom detta område dessutom har potential att leda till licensavtal eller inhalatorförsäljning. Vi antar i snitt tre nya samarbeten per år under den explicita prognosperioden 2024-2026, där ersättningen uppgår till i snitt 1 mkr. Även här finns det mer uppsida att hämta om bolaget lyckas attrahera fler samarbetspartners alternativt erhålla fler ersättningar för de korta feasibility-studierna.

## Rörelsekostnader

Rörelsekostnader består av övriga externa, personal- och övriga rörliga kostnader. Personalkostnaderna sjönk under 2023 med ca 4% och speglade besparingar och lägre lönekostnader. Genomsnittligt antal anställda under 2023 uppgick till 31,3 och under december 2023 uppgick antalet heltidsanställda till 26. Vi antar att antalet anställda vid utgången av 2024 och 2026 kommer uppgå till 28 respektive 34 personer, med en antagen lönetillväxt om 3% per år.

Övriga externa kostnader ökade under 2023 med ca 18%, vilket förklaras till stor del av en ökad reserv för osäkra kundfordringar. Framöver prognostiserar vi lägre kostnader för hyra, konsulter och marknadsföring, då bolaget signalerar om kostnadsbesparingar i sin senaste delårsrapport. De ovannämnda reserveringarna för osäkra kundfordringar uppger bolaget är hanterade resultatmässigt för framtiden.

Rörelsekostnader: historiska siffror och prognoser




*Källa: Iconovo, Penser by Carnegie*

## Riktad emission i två trancher

I februari annonserade Iconovo en riktad emission om 33 mkr, som sedan godkändes på den extra insatta bolagsstämman den 6 mars 2024. I emissionen deltog bl.a. de befintliga aktieägarna Gerald Engström, Fjärde AP-fonden, Andra AP-fonden, Cicero Fonder, Mats Leander och Jan Karlander. Vidare breddades bolagets aktieägarbas genom deltagande från bland andra Landia, Bolite, Akonit, Jacob Grapengiesser och Gerhard Dal. Genom nyemissionen tillförs bolaget 33 mkr före avdrag för transaktionskostnader.

Den sammanlagda utspädningen efter den genomförda emissionen uppgår till 26%. Teckningskursen motsvarade en rabatt om 12% mot stängningskursen den 15 februari 2024 och uppgick till 8 kr per aktie. Vi anser att det är positivt att befintliga större aktieägare valde att delta i nyemissionen samt att aktieägarbasen breddades. I och med det tuffa marknadsklimatet anser vi att en rabatt om 12% var motiverad, då en företrädesemission också skulle kunna innebära en kraftig rabatt i dagens börsklimat samtidigt som det inte finns några garantier att bolaget skulle kunna genomföra en företrädesemission på för bolaget fördelaktiga villkor. Samtidigt tar denna emission bort osäkerheten kring den kortsiktiga finansieringen, vilket vi också ser positivt på.

Se en uppdaterad ägarlista nedan.

| Ägare | Värde (SEK) | Kapital | Röster | Aktier | Verifierat |
|---|---|---|---|---|---|
| Gerald Engström | 22 742 000 | 18% | 18% | 2 740 000 | 2024-03-08 |
| Mats Johansson | 10 381 018 | 9% | 9% | 1 250 725 | 2024-02-27 |
| Eiffel Investment Group SAS | 8 207 754 | 8% | 8% | 988 886 | 2024-01-29 |
| Andra AP-fonden | 8 274 810 | 7% | 7% | 996 965 | 2024-02-27 |
| Nordnet Pensionsförsäkring | 7 902 579 | 7% | 7% | 952 118 | 2024-02-27 |
| Orest Lastow | 6 859 120 | 6% | 6% | 826 400 | 2024-02-27 |
| Fjärde AP-fonden | 6 452 835 | 6% | 6% | 777 450 | 2024-02-27 |
| Landia AB | 4 279 688 | 4% | 4% | 515 625 | 2024-02-27 |
| Mats Leander | 3 847 980 | 3% | 3% | 463 612 | 2024-02-27 |
| Mårten Rittfeldt | 3 463 648 | 3% | 3% | 417 307 | 2024-02-27 |

*Källa: Holdings, Penser by Carnegie*

## Framtida kapitalbehov

Vi ser att den befintliga kassan samt emissionslikviden kommer att kunna finansiera driften av verksamheten under de kommande tolv månaderna. Med ett antaget kassaflöde från den löpande verksamheten om -30 mkr under 2024 och -7 mkr under 2025 ser vi att kassan tunnas ut i snabbare takt än vår antagna tillväxttakt för försäljningen. Framöver ser vi ett fortsatt kapitalbehov och har lagt in en kapitalanskaffning under 2025 i våra modeller. Behovet av det extra kapitaltillskottet är högst beroende av hur lanseringen av ICOres kommer att fortlöpa samt vilka andra intäkter som tillkommer under 2024-2025.

## DCF

Vi räknar med fortsatt långsiktig försäljningstillväxt för bolaget, drivet dels av lansering av den generiska versionen av Symbicort på den europeiska marknaden, dels av de kommande produktlanseringar samt utvecklingsprojekt med bolagets partners. Vi använder en långsiktig tillväxt om 3%, långsiktig EBIT-marginal om 35% samt ett avkastningskrav på **17%** (16%) för framtida kassaflöden. Det nya antagna avkastningskravet speglar den hittills volatila intjäningen och osäkerheten i hur marknadslanseringar faller ut samt ett eventuellt kapitalbehov inom de kommande tre åren. Antalet aktier vi räknar med i värderingen uppgår till 16 miljoner, vilket är det senaste rapporterade antalet aktier plus antalet aktier emitterade i Tranche 1 & 2 av nyemissionen. Den senaste rapporterade nettoskulden uppgick till -11 mkr, vi räknar även med en emissionslikvid om ca 31 mkr i värderingen.

I vår modell justerar vi våra försäljningsestimat för 2024-2025 med +43% respektive +19% för att spegla den höga potentialen vi ser i projekten och publicerar även försäljningsestimat för 2026. Vi drar däremot ned tillväxttakten för omsättningen bortom 2024-2026. Den bedömningen kan komma att ändras beroende på utvecklingen under de kommande kvartalen. Bolagets egna finansiella mål innefattar en omsättning över 250 mkr år 2027 med en EBITDA-marginal om 50%. Efter de genomförda justeringarna indikerar vår DCF-modell ett motiverat värde om 16–20 kr per aktie (30–31).

### DCF-värdering

| Värdering | | WACC-antaganden | | Antaganden terminalvärde | |
|---|---|---|---|---|---|
| Nuvärdet av fria kassaflöden | 83 | Riskfri ränta | 2,5% | Långsiktig tillväxt | 3% |
| Nuvärdet av terminalvärde | 135 | Riskpremie | 5,5% | Långsiktig EBIT-marginal | 35% |
| **Företagsvärde (EV)** | **218** | Småbolagspremie | 6,0% | Avskrivningar, % av omsättning | 2% |
| Nettoskuld, inkl. nyemission | -42 | Extra riskpremie | 3,0% | Capex, % av omsättning | 3% |
| Minoritetsintressen och övrigt | 0 | **WACC** | **17,0%** | Rörelsekapital, % av omsättning | -3% |
| **Eget kapital** | **259** | | | Skattesats | 21% |
| Antal utstående aktier, före utspädning | 16 | | | | |
| **Eget kapital per aktie** | **16** | | | | |

### Känslighetsanalys

| | | Långsiktig tillväxt | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2,0% | 2,5% | 3,0% | 3,5% | 4,0% |
| | 15% | 20 | 20 | 21 | 21 | 22 |
| | 16% | 17 | 18 | 18 | 19 | 19 |
| **WACC** | 17% | 16 | 16 | 16 | 17 | 17 |
| | 18% | 14 | 14 | 15 | 15 | 15 |
| | 19% | 13 | 13 | 13 | 13 | 14 |

| | | Långsiktig EBIT-marginal | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 30% | 33% | 35% | 38% | 40% |
| | 15% | 18 | 19 | 21 | 22 | 23 |
| | 16% | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| **WACC** | 17% | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 |
| | 18% | 13 | 14 | 15 | 15 | 16 |
| | 19% | 12 | 12 | 13 | 14 | 14 |

*Källa: Penser by Carnegie*

Med tanke på företagets unika egenskaper och bristen på jämförbara peers anser vi att en relativ värdering inte skulle vara tillförlitlig.

# Risker

Till den höga potentialen vi ser i bolagets projekt tillkommer även en del väsentliga risker och osäkerhetsfaktorer vilka sammanfattas nedan.

**Utvecklingsrisk**

Iconovos affärsmodell består av bland annat utveckling av såväl nya originalläkemedel som generiska versioner av väletablerade inhalationspreparat tillsammans med partners. Vägen till marknaden för generika är betydligt kortare än för ett originalläkemedel, men det återstår en del risker när det gäller produktutveckling – att man inte lyckas med sina planerade och/eller pågående studier inför en eventuell ansökan eller att de regulatoriska myndigheterna som EMA eller FDA inte godkänner produkten eller att processen dröjer. Om det skulle inträffa skulle det kunna få negativ inverkan på bolagets verksamhet, finansiella ställning och resultat.

**Risker relaterade till nyckelpersoner**

Bolaget har en kompakt ledningsstruktur och är i hög grad beroende av ledande befattningshavare. Om bolaget skulle förlora någon av sina nyckelmedarbetare skulle detta kunna komma att inverka negativt på bolagets framtida utveckling.

**Kommersialiseringsrisk**

Bolaget har ännu inte lanserat någon produkt på marknaden och därmed inte bedrivit någon försäljning i större skala (antingen i egen regi eller med partner som Amneal eller BNC Korea). Hur marknadslanseringen faller ut beror i högsta grad på bolagets partners i de regionerna där partnern har kommersiella rättigheter, vilket Iconovo inte kan påverka. En lyckad lansering är ingen garanti men är avgörande för bolagets framtida intäkter i form av royalties och milstolpsersättningar. När det gäller försäljning i egen regi i Norden återstår risker som rör rekrytering av säljare, marknadens acceptans, konkurrens och prissättning. Vi bedömer risker förknippade med kommersialisering som höga.

**Finansiella risker**

Vi ser att den befintliga kassan samt emissionslikviden kommer att kunna finansiera driften av verksamheten under de kommande tolv månaderna. Våra intäkts- och kostnadsestimat kan däremot vara felaktiga där försäljningstillväxt är lägre än i våra prognoser samtidigt som kostnader kan överstiga våra prognoser. Framöver ser vi ett fortsatt kapitalbehov och det finns inga garantier för att det nödvändiga kapitalet kan anskaffas på för bolaget fördelaktiga villkor, eller att sådant kapital kan anskaffas överhuvudtaget i och med det rådande tuffa marknadsklimatet. Skulle kapitalanskaffningen enligt ovan inte infrias, föreligger en risk rörande bolagets fortsatta drift. Vi bedömer risker förknippade med den finansiella ställningen som höga på kort till medellång sikt.

**Övriga risker**

Övriga risker innefattar bland annat risker förknippade med konkurrenssituation. Det föränderliga lagstiftningslandskapet utgör också en risk. Vi bedömer risker förknippade med detta som medelhöga.

## Resultaträkning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | **12** | **18** | **15** | **17** | **7** | **38** | **66** | **112** |
| Övriga rörelseintäkter | 5 | 5 | 13 | 33 | 29 | 14 | 12 | 10 |
| **Totala intäkter** | **17** | **23** | **28** | **50** | **36** | **52** | **78** | **122** |
| Kostnad sålda varor | -1 | -2 | -7 | -30 | -11 | -15 | -26 | -49 |
| **Bruttoresultat** | **16** | **21** | **22** | **20** | **26** | **36** | **51** | **73** |
| Administrationskostnader | -19 | -24 | -31 | -37 | -36 | -32 | -34 | -40 |
| Övriga rörelsekostnader | -7 | -10 | -12 | -22 | -26 | -25 | -22 | -19 |
| **EBITDA** | **-9** | **-13** | **-21** | **-39** | **-36** | **-20** | **-6** | **14** |
| **EBITDA, justerad** | **-9** | **-13** | **-21** | **-39** | **-36** | **-20** | **-6** | **14** |
| **EBITA, justerad** | **-9** | **-13** | **-21** | **-39** | **-36** | **-20** | **-6** | **14** |
| **EBIT** | **-12** | **-17** | **-27** | **-48** | **-46** | **-32** | **-17** | **2** |
| **EBIT, justerad** | **-12** | **-17** | **-27** | **-48** | **-46** | **-32** | **-17** | **2** |
| **Resultat före skatt** | **-11** | **-17** | **-26** | **-48** | **-46** | **-32** | **-17** | **2** |
| **Resultat före skatt, justerad** | **-11** | **-17** | **-26** | **-48** | **-46** | **-32** | **-17** | **2** |
| **Nettoresultat** | **-11** | **-17** | **-26** | **-48** | **-46** | **-32** | **-17** | **2** |
| **Nettoresultat, justerad** | **-11** | **-17** | **-26** | **-48** | **-46** | **-32** | **-17** | **2** |
| *Omsättningstillväxt* | *Neg.* | *34%* | *23%* | *78%* | *-28%* | *42%* | *50%* | *57%* |
| *Bruttomarginal* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *95,8%* | *78,1%* | *65,1%* |
| *EBIT-marginal, justerad* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *1,7%* |
| *EPS, justerad* | *-1,46* | *-2,20* | *-2,96* | *-5,44* | *-3,90* | *-2,00* | *-1,10* | *0,11* |
| *EPS-tillväxt, justerad* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

## Kassaflödesanalys

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | -12 | -17 | -27 | -48 | -46 | -32 | -17 | 2 |
| Övriga kassaflödesposter | 3 | 3 | 5 | 9 | 9 | 12 | 12 | 13 |
| Förändringar i rörelsekapital | -3 | -2 | 10 | -3 | -12 | -10 | -1 | -15 |
| **Kassaflöde från den operationella verksamheten** | **-12** | **-16** | **-11** | **-42** | **-49** | **-30** | **-6** | **0** |
| Investeringar i anläggningstillgångar | 0 | -3 | -1 | -5 | -1 | 0 | -1 | -2 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -8 | -10 | -25 | -31 | -22 | -16 | -14 | -12 |
| **Kassaflöde från investeringsverksamhet** | **-8** | **-13** | **-26** | **-37** | **-23** | **-16** | **-15** | **-14** |
| **Fritt kassaflöde** | **-20** | **-29** | **-37** | **-79** | **-72** | **-46** | **-21** | **-14** |
| Nyemission / återköp | 60 | 1 | 75 | 0 | 75 | 31 | 50 | 0 |
| Övriga poster | -4 | 0 | -5 | -2 | -8 | -1 | -1 | -1 |
| **Kassaflöde från finansieringsverksamhet** | **56** | **1** | **70** | **-2** | **66** | **30** | **49** | **-1** |
| **Kassaflöde** | **36** | **-27** | **33** | **-81** | **-5** | **-16** | **28** | **-15** |
| **Nettoskuld** | **-89** | **-62** | **-95** | **-3** | **-11** | **5** | **-25** | **-12** |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

## Balansräkning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TILLGÅNGAR** | | | | | | | | |
| Övriga immateriella tillgångar | 16 | 23 | 42 | 68 | 85 | 83 | 83 | 83 |
| Materiella anläggningstillgångar | 2 | 4 | 5 | 20 | 16 | 22 | 26 | 28 |
| **Summa anläggningstillgångar** | **18** | **27** | **47** | **88** | **101** | **105** | **109** | **111** |
| Kundfordringar | 3 | 9 | 3 | 11 | 4 | 10 | 10 | 17 |
| Övriga omsättningstillgångar | 3 | 3 | 3 | 9 | 5 | 10 | 10 | 17 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 89 | 62 | 95 | 13 | 18 | 2 | 29 | 14 |
| **Summa omsättningstillgångar** | **96** | **74** | **101** | **33** | **27** | **21** | **49** | **48** |
| **SUMMA TILLGÅNGAR** | **114** | **101** | **149** | **121** | **128** | **127** | **158** | **159** |
| | | | | | | | | |
| **EGET KAPITAL OCH SKULDER** | | | | | | | | |
| Eget kapital | 109 | 93 | 137 | 89 | 114 | 113 | 145 | 147 |
| **Summa eget kapital** | **109** | **93** | **137** | **89** | **114** | **113** | **145** | **147** |
| Långfristiga leasingskulder | 0 | 0 | 0 | 8 | 5 | 4 | 3 | 2 |
| **Summa långfristiga skulder** | **0** | **0** | **0** | **8** | **5** | **4** | **3** | **2** |
| Kortfristiga leasingskulder | 0 | 0 | 0 | 2 | 3 | 3 | 2 | 1 |
| Övriga kortfristiga skulder | 5 | 8 | 12 | 22 | 7 | 7 | 8 | 9 |
| **Summa kortfristiga skulder** | **5** | **8** | **12** | **24** | **10** | **10** | **10** | **10** |
| **SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER** | **114** | **101** | **149** | **121** | **128** | **127** | **158** | **159** |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

## Tillväxt och marginaler

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Intäktstillväxt | Neg. | 34% | 23% | 78% | -28% | 42% | 50% | 57% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| Bruttomarginal | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | 95,8% | 78,1% | 65,1% |
| EBITDA-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 12,1% |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 12,1% |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,7% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,7% |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1,6% |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

## Avkastning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ROE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1% |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 2% |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 1% |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

## Kapitaleffektivitet

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Varulager / totala intäkter | 1% | 2% | - | - | - | - | - | - |
| Kundfordringar / totala intäkter | 20% | 39% | 11% | 22% | 10% | 18% | 13% | 14% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 19% | 23% | 23% | 27% | 13% | 14% | 12% | 9% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | 9% | 19% | -19% | -5% | 5% | 24% | 15% | 20% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,2x | 0,2x | 0,2x | 0,5x | 0,3x | 0,4x | 0,5x | 0,8x |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

## Finansiell ställning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoskuld | -89 | -62 | -95 | -3 | -11 | 5 | -25 | -12 |
| Soliditet | 96% | 92% | 92% | 74% | 89% | 89% | 92% | 93% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -0,8x | -0,7x | -0,7x | 0,0x | -0,1x | 0,0x | -0,2x | -0,1x |
| Nettoskuld / EBITDA | 9,7x | 4,9x | 4,5x | 0,1x | 0,3x | -0,2x | 4,5x | -0,9x |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

## Aktiedata

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -1,46 | -2,20 | -2,96 | -5,44 | -3,90 | -2,00 | -1,10 | 0,11 |
| EPS, justerad | -1,46 | -2,20 | -2,96 | -5,44 | -3,90 | -2,00 | -1,10 | 0,11 |
| FCF per aktie | -2,58 | -3,67 | -4,20 | -8,94 | -6,08 | -2,88 | -1,30 | -0,87 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1,00 |
| Eget kapital per aktie | 14,0 | 11,9 | 15,5 | 10,1 | 9,66 | 7,08 | 9,13 | 9,24 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 7,78 | 7,78 | 8,85 | 8,85 | 11,8 | 15,9 | 15,9 | 15,9 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 7,78 | 7,78 | 8,85 | 8,85 | 11,8 | 15,9 | 15,9 | 15,9 |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

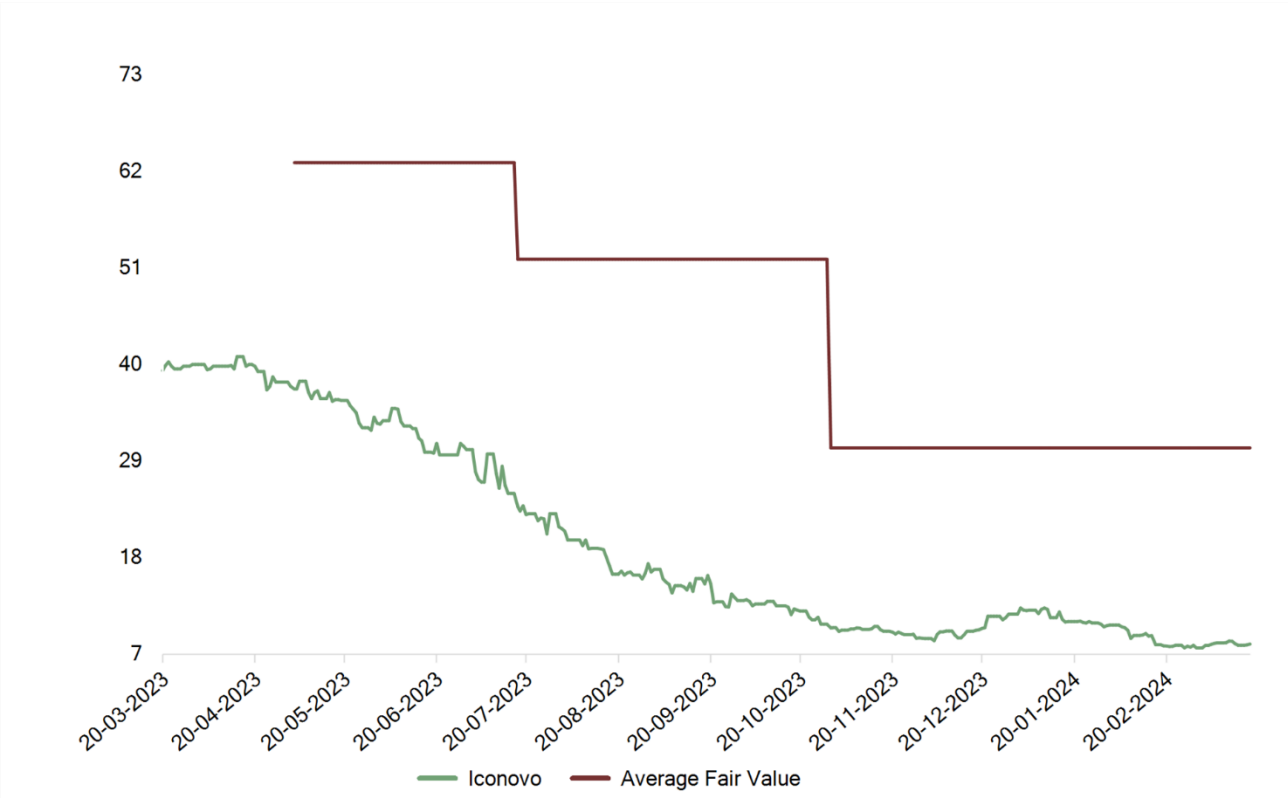
## Värdering

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 72,1x |
| P/EK | 5,6x | 4,2x | 5,0x | 4,9x | 1,2x | 1,1x | 0,9x | 0,9x |
| P/FCF | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| FCF-yield | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 12,3% |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | >100% |
| EV/Sales | 30,2x | 14,4x | 20,8x | 8,6x | 3,4x | 3,1x | 1,8x | 1,1x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 8,8x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 62,3x |
| EV | 517 | 330 | 586 | 430 | 125 | 119 | 119 | 119 |
| Aktiekurs | 78,0 | 50,4 | 77,0 | 49,0 | 11,6 | 8,1 | 8,1 | 8,1 |

*Källa: Iconovo, Carnegie*

**Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde**

Iconovo (ICO 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 Carnegie 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, Danmark 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