



Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 25 oktober 2024

Orexo

Blandade signaler - Q3 review

Negativa lagereffekter bakom svaga siffror

Grossister som inte fyllde på sina lager i takt med den underliggande efterfrågans utveckling fördunklade bilden av en i grunden ganska stark Q3(24)-rapport. Vi uppfattar att förskrivningen av Zubsolv till patienter har varit stabil under året och vi ser tecken på att den totala marknaden för buprenorfinläkemedel växer i en något snabbare takt. I övrigt uppvisade Orexo god kostnadskontroll med en tydligt lägre OPEX-nivå i Q3(24) än vår prognos. Det kompenserade delvis för den lägre rapporterade försäljningen och EBITDA hamnade strax under noll mot ett förväntat positivt EBITDA.

Återigen en besvikelse gällande OX124

Besvikelsen i rapporten, som fick aktien att falla, var beskedet att processen för att få OX124 godkänt på den amerikanska marknaden ser ut att fördröjas ytterligare. Hur fördröjd processen blir fick vi ingen klarhet om i rapporten, men vi hoppas på ökad tydlighet kring detta efter bolagets nästa planerade interaktion med FDA i november. Vår bästa gissning i nuläget är att detta kan innebära att lanseringen av OX124 skjuts upp till åtminstone mitten av 2026 (jämfört med vår tidigare förväntan på H2 2025), vilket också är huvudförklaringen bakom våra nedjusterade prognoser. Övriga projekt verkar framskrida enligt plan och de första resultaten från den nyligen påbörjade studien med OX640 väntas i början av 2025.

Värderingen är nedpressad, men närliggande triggers saknas

Aktien föll med hela 16 % efter rapporten, vilket innebär att den nästan har halverats sedan före Q2(24)-rapporten, då det första beskedet om fördröjningen av OX124 tillkännagavs. Som vi tidigare påpekat, behöver Orexo bredda sin intäktsbas med nya produkter för att återvända till tillväxtspåret. För oss framstår dock den kraftiga korrigeringen av aktien sedan den 16 juli som överdrivet stor, där alltför mycket fokus har satts på OX124. Den positiva utvecklingen i övrig verksamhet har hamnat i skymundan. Vi upplever en frustration från ledningen, som signalerar att en strategisk översyn kan inledas när Sun Pharmaceuticals överklagande av utfallet i patenttvisten väl har fastställts. I närtid saknas tydliga katalysatorer för aktien, men för investerare med ett längre perspektiv ser vi ett intressant läge, där mycket av det negativa redan är inprisat i aktiekursen.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	15,0 - 22,0 kr
Totala intäkter	-1,4%	-4,4%	-10,8%	639	584	583	686	Aktiekurs	10,9 kr
EBITDA, just.	-44,9%	-5,4%	-29,1%	Tillväxt	2%	-	18%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-24,1%	-3,0%	-232,1%	EBITDA, just.	-33	17	36	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	-109	-66	-38		
Q4 - rapport	06 februari 2025			EPS, just.	-3,7	-3,5	-2,3		
Q1 - rapport	06 maj 2025			EPS-tillväxt	28%	7%	34%		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	1,7	0,5	1,0		
Antal aktier	35m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.		
Börsvärde	375			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
Nettoskuld	365			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
EV	739			EV/Sales	1,3x	1,3x	1,3x		
Free float	70%			EV/EBITDA	Neg.	42,8x	20,7x		
Daglig handelsvolym, snitt	22k			EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.		
Bloomberg Ticker	ORX SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
Analytiker				P/EK	9,0x	22,8x	11,1x		
Klas Palin				FCF yield	22%	Neg.	Neg.		
klas.palin@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	18,2x	6,5x		
								Intressekonflikter	
								Yes	No
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

Investment case

Orexo är inne i en omställningsfas med att minska beroendet av Zubsolv och bredda produktportföljen. Flertalet förseningar i att lyckas med detta har slagit hårt mot aktien som utvecklats svagt under 2024 och är ned med 30% sedan årsskiftet. I väntan på en lansering av OX124 förväntar vi oss att bolaget fortsätter vara återhållsamt på kostnadssidan, vilket skapar möjlighet till förbättrat resultat och positiva siffror på EBITDA-nivå. I nuläget ser vi en möjlig produktlansering av OX124 under mitten av 2026 som ska driva verksamheten åter till tillväxtspåret och resultatförbättringar. Bolaget har därtill flera projekt som är i de tidigare utvecklingsfaserna och som har potential att bidra till bolagets långsiktiga tillväxt och bidra till marginalförbättringar.

Aktien handlas med en rabatt jämfört med våra sektorpeers, på våra estimat för 2026 och 2027. På längre sikt, om bolaget lyckas expandera sin produktportfölj, anser vi att det finns potential att aktien ska kunna handlas till en premie jämfört med vårt urval av jämförbara bolag. De främsta riskerna i turn around-caset är att OX124 inte når ett marknadsgodkännande på den amerikanska marknaden. Uppsidan i våra prognoser finns framför allt i om bolaget lyckas teckna bra partneravtal kring sina utvecklingsprojekt eller sin plattform, vilket kan påskynda omställningen till tillväxt under lönsamhet och synliggöra värden.

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 partner. 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 processen att få behandlingen godkänd på den amerikanska marknaden. Bolaget utvecklar även OX640 (allergiska reaktioner) som 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 Holding som även finns representerat 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 en multipelvärdering och ger oss ett motiverat värderingsintervall på 15-22 kr (18-24 kr) per aktie.

Bra kostnadskontroll vägde delvis upp för svagare försäljning

Vårt samlade intryck av siffrorna för Q3(24) är positivt och de visar att underliggande verksamheten utvecklas relativt väl. Nettoomsättningen i Q3(24) uppgick till 136,5 mkr (156,1 mkr), vilket visserligen var klart under vår förväntan. Avvikelsen förklaras dock av lägre lager hos grossister, där efterfrågan avvek från den underliggande efterfrågan hos apoteken med 7,8 mkr (enligt bolagets uppskattning), vilket vi inte fångade i vår prognos. Justerat för detta var utfallet relativt väl i linje med våra förväntningar. Glädjeämnet var att bolaget uppvisade god kostnadskontroll, med kostnader som överlag var bättre än vår prognos.

Utfall jämfört med våra förväntningar Q3(24) (mkr)					
	Utfall Q3(24)	Carnegie Q3(24e)	Diff (%)	Diff (Abs)	Q3(23)
Nettoomsättning	136.5	148.1	-7.9%	-11.6	156.1
US Pharma	131.0	139.8	-6.3%	-8.8	140.4
HQ+pipeline	5.5	8.3	-34.0%	-2.8	15.7
Kostnader för sålda varor	-20.1	-16.4	22.3%	3.7	-22.8
Bruttovinst	116.4	131.7	-11.6%	-15.3	133.3
Försäljningskostnader	-47.2	-48.1	-2.0%	0.9	-44.7
Administrationskostnader	-32.2	-40.0	-19.5%	7.8	-45.4
Forsknings- och utvecklingskostnader	-56.2	-60.7	-7.5%	4.5	-83.7
Övriga rörelsekostnader	-2.5	2.0	-225.0%	-4.5	11.9
Rörelseresultat	-21.7	-15.2	-43.1%	-6.5	-28.7
Resultat före skatt	-37.1	-27.7	-34.1%	-9.4	-36.6
Periodens resultat	-41.9	-26.0	-61.1%	-15.9	-33.3
EBITDA	-0.7	5.6	-112.8%	-6.3	-9.5
Tillväxt y/y	-12.6%	-5.1%	n.a.	-7.5%	-3.0%
Bruttomarginal	85.3%	88.9%	n.a.	-3.6%	85.4%
EBIT-marginal	-15.9%	-10.2%	n.a.	n.a.	-18.4%
EBITDA-marginal	-0.5%	3.8%	n.a.	-4.3%	-6.1%
EPS	-1.21	-0.75	-61.1%	-0.5	-0.97

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Prognosförändringar

Nedan följer en sammanställning av våra övergripande prognosförändringar efter Q3(24)-rapporten.

Övergripande prognosförändringar (mkr)		2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	Ny	584.2	583.1	685.7
	Tidigare	592.4	609.7	768.5
	Diff	-1.4%	-4.4%	-10.8%
Bruttoresultat	Ny	514.4	500.8	590.1
	Tidigare	529.5	524.0	660.6
	Diff	-2.8%	-4.4%	-10.7%
EBITDA	Ny	17.3	35.6	91.8
	Tidigare	31.3	37.7	129.6
	Diff	-44.9%	-5.4%	-29.1%
EBIT	Ny	-66.1	-38.5	22.8
	Tidigare	-51.7	-36.0	61.0
	Diff	-28.0%	6.7%	-62.5%
EPS (SEK)	Ny	-3.5	-2.3	-0.6
	Tidigare	-2.8	-2.2	0.4
	Diff	-24.1%	-3.0%	-232.1%

Källa: Penser by Carnegie

Finansiella målen för 2025 upprepas i rapporten

- Orexo: Den underliggande marknaden för buprenorfin/naloxon växer med 2-5%.
 - Utfall i Q3(24) hamnade på ca 5% Y/Y. Vi skruvar upp vår helårsvy något till tillväxt om 4% (3%)
- Orexo: Nettointäkterna för Zubsolv i USD i linje med 2023 (USD54,6m).
 - Utfall i Q3(24) var USD12,6m. Vi ser fortsatt det som utmanande för bolaget att nå ända fram och vi förväntar oss en nettoomsättning för Zubsolv på USD52,8m. Även om vi tar hänsyn till årets negativa lagereffekter om cirka USD1,4m tror vi därmed inte att bolaget når riktigt hela vägen.
- Orexo: Kostnadskontroll är prioriterat och OPEX (exkluderat avskr.) minskar från 582 mkr under 2023 till under 530 mkr.
 - Utifrån utfallet i Q3(24) finns fortsatt relativt god marginal för nå målet, även med hänsyn till potentiella ökade legala kostnader. Vår helårsprognos indikerar OPEX exkl. avskrivningar på 497,1 mkr och inkluderar inte potentiella kostnader för kostnader vid legal uppgörelse.
- Orexo: Positivt EBITDA för helåret
 - Utfall i Q3(24) var -0,7 mkr. Vår förväntan för i år ligger på ett EBITDA om 17,3 mkr. Vi ser målet som defensivt i det här skedet.

Vi är lite klivna till OPEX och EBITDA målet och att de inte uppdaterats. I nuläget ger de begränsad vägledning kring det underliggande resultatet eller vad en potentiell uppgörelse kan innebära. Därtill kan vi konstatera att om OPEX skulle öka till omkring 530 mkr för 2024, blir EBITDA-målet svårt att uppnå, vilket innebär en motsägelse.

Uppdaterade prognoser

Detaljerade kvartalsprognoser 2022-2024e (mkr)												
	Q1(22)	Q2(22)	Q3(22)	Q4(22)	Q1(23)	Q2(23)	Q3(23)	Q4(23)	Q1(24)	Q2(24)	Q3(24)	Q4(24e)
Nettoomsättning	159.4	147.8	161.0	156.1	158.8	157.7	156.1	166.0	139.3	154.0	136.5	154.5
varav US Commercial	139.1	139.6	150.1	142.6	140.3	145.4	140.4	151.3	129.3	147.9	131.0	146.3
varav HQ+pipeline	20.1	8.1	10.8	13.4	18.5	12.2	15.7	14.7	10.0	6.0	5.5	8.2
Kostnader för sålda varor	-27.5	-21.2	-28.0	-25.9	-28.7	-17.2	-22.8	-20.1	-13.3	-16.3	-20.1	-20.2
Bruttovinst	131.9	126.6	133.0	130.2	130.1	140.5	133.3	145.9	126.0	137.7	116.4	134.3
Försäljningskostnader	-41.6	-50.5	-54.7	-52.2	-45.5	-48.2	-44.7	-43.5	-43.5	-52.2	-47.2	-52.5
Administrationskostnader	-33.0	-51.2	-54.2	-63.8	-66.5	-38.3	-45.4	-38.0	-34.9	-42.2	-32.2	-43.3
Forsknings- och utvecklingskostnader	-72.0	-81.3	-76.5	-88.2	-78.5	-75.6	-83.7	-65.4	-56.6	-64.3	-56.2	-64.9
Övriga rörelsekostnader	1.5	6.7	2.5	3.0	1.1	8.6	11.9	-7.6	4.3	5.2	-2.5	2.5
Rörelseresultat	-13.2	-49.7	-49.8	-71.1	-59.3	-12.9	-28.7	-8.6	-4.7	-15.8	-21.7	-23.8
Finansnetto	-1.9	12.3	27.4	-24.4	-9.1	-2.9	-7.9	-10.9	-5.0	-21.5	-15.4	-11.9
Resultat före skatt	-15.1	-37.4	-22.4	-95.5	-68.5	-15.8	-36.6	-19.5	-9.8	-37.3	-37.1	-35.7
Skatt	-8.5	1.7	-4.1	3.7	4.6	3.2	3.3	0.9	0.9	1.4	-4.8	2.1
Periodens resultat	-23.6	-35.7	-26.5	-91.8	-63.9	-12.6	-33.3	-18.6	-8.9	-35.9	-41.9	-33.6
Avskrivningar	16.0	17.2	17.5	18.0	18.2	18.5	19.2	21.0	20.6	20.8	21.0	21.0
EBITDA	2.8	-32.5	-32.4	-53.1	-41.1	5.6	-9.5	12.4	15.9	5.0	-0.7	-2.8
Tillväxt y/y	20.5%	3.5%	10.4%	8.4%	-0.4%	6.7%	-3.0%	6.4%	-12.3%	-2.4%	-12.6%	-6.9%
EPS (kr)	-0.69	-1.04	-0.77	-2.67	-1.86	-0.37	-0.97	-0.54	-0.26	-1.04	-1.21	-0.97
Bruttomarginal	82.7%	85.7%	82.6%	83.4%	81.9%	89.1%	85.4%	87.9%	90.5%	89.4%	85.3%	87.0%
EBIT-marginal	-8.3%	-33.6%	-30.9%	-45.5%	-37.4%	-8.2%	-18.4%	-5.2%	-3.4%	-10.3%	-15.9%	-15.4%
EBITDA-marginal	1.8%	-22.0%	-20.1%	-34.0%	-25.9%	3.5%	-6.1%	7.5%	11.4%	3.2%	-0.5%	-1.8%

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Detaljerade helårsprognoser 2019-2027e (mkr)										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	
Nettoomsättning	844.6	663.6	565.0	624.2	638.6	584.2	583.1	685.7	847.1	
varav US Commercial	719.2	623.3	522.7	571.4	577.5	554.5	562.9	657.9	757.3	
varav HQ+pipeline	125.6	40.2	41.2	52.5	61.1	29.7	20.2	27.8	89.9	
Kostnader för sålda varor	-105.5	-65.6	-79.0	-102.6	-88.8	-69.9	-82.3	-95.6	-109.5	
Bruttovinst	739.1	598.0	486.0	521.6	549.8	514.4	500.8	590.1	737.6	
Försäljningskostnader	-191.8	-286.6	-280.4	-199.0	-181.9	-195.4	-188.6	-210.5	-227.2	
Administrationskostnader	-139.6	-102.8	-151.5	-202.2	-188.2	-152.6	-134.1	-137.1	-139.8	
Forsknings- och utvecklingskostnader	-181.3	-224.9	-272.3	-318.0	-303.1	-242.0	-221.6	-224.6	-233.0	
Övriga rörelsekostnader	4.8	-3.6	4.0	13.7	14.0	9.5	5.0	5.0	0.0	
Rörelseresultat	231.2	-19.9	-214.2	-183.9	-109.5	-66.1	-38.5	22.8	137.7	
Finansnetto	-3.3	-18.4	-8.4	13.4	-30.9	-53.8	-44.6	-44.6	-43.7	
Resultat före skatt	-38.3	-222.6	-170.5	-140.4	-120.0	-83.0	-21.7	94.0	141.5	
Skatt	-8.8	-46.1	-1.0	-7.2	12.0	-0.4	4.2	1.5	-8.5	
Periodens resultat	219.1	-84.4	-223.6	-177.7	-128.4	-120.3	-78.9	-20.2	85.6	
Avskrivningar	41.0	38.9	53.0	68.7	76.9	83.4	74.1	69.0	71.8	
EBITDA	272.2	19.0	-161.1	-115.2	-32.6	17.3	35.6	91.8	209.5	
Tillväxt y/y	7.9%	-21.4%	-14.9%	10.5%	2.3%	-8.5%	-0.2%	17.6%	23.5%	
EPS (kr)	6.33	-2.46	-6.51	-5.18	-3.73	-3.49	-2.29	-0.58	2.48	
Bruttomarginal	87.5%	90.1%	86.0%	83.6%	86.1%	88.0%	85.9%	86.1%	87.1%	
EBIT-marginal	27.4%	-3.0%	-37.9%	-29.5%	-17.1%	-11.3%	-6.6%	3.3%	16.3%	
EBITDA-marginal	32.2%	2.9%	-28.5%	-18.5%	-5.1%	3.0%	6.1%	13.4%	24.7%	

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Värdering

Vår värderingsmetodik utgår ifrån en DCF- och en multipelvärdering som vägs i lika delar. Snittvärdet från de två angreppssätten ger oss ett värde om 20,3 kr per aktie (23,1). Vi tar ned vårt värderingsintervall till 15-21 kr (18-24 kr) per aktie, där det lägre är en rabatt på 20% mot vår multipelvärdering, medan det övre baseras på vårt DCF-värde.

Vår DCF-värdering är uppbyggd av explicita prognoser tio år framåt för respektive affärsområde, samt nedanstående beskrivna terminala antaganden. Kassaflödena diskonteras med en WACC om 15%.

Antaganden DCF-modell					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	766	Risikfri ränta	4,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	339	Risikpremie	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
Företagsvärde (EV)	1 105	Småbolagspremie	5,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	365	Extra risk-premie	1,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	15,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	2,0%
Eget kapital	740	Skattesats			20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	34				
Eget kapital per aktie (kr)	21,5				

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt					
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
13,0%	25,1	26,3	27,7	29,4	31,4
14,0%	22,3	23,2	24,3	25,6	27,2
15,0%	19,9	20,6	21,5	22,5	23,8
16,0%	17,8	18,4	19,1	19,9	20,9
17,0%	15,9	16,4	17,0	17,6	18,4

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal					
	15,0%	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%
13,0%	19,9	23,8	27,7	31,5	35,4
14,0%	17,7	21,0	24,3	27,6	31,0
15,0%	15,8	18,7	21,5	24,4	27,2
16,0%	14,1	16,6	19,1	21,6	24,0
17,0%	12,6	14,8	17,0	19,1	21,3

Källa: Penser by Carnegie

Vår multipelvärdering av Orexo bygger på ett medelvärde för multiplarna EV/S, EV/EBITDA och EV/EBIT för 2026 och 2027. När vi applicerar dessa multiplar på vår prognos för 2026 och 2027 får vi ett genomsnittsvärde om 19,1 kr (22,6) kr per aktie.

Värderingsmultiplar jämförbara bolag 2024-2027												
	EV/S				EV/EBITDA				EV/EBIT			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Alkermes	2,7x	2,7x	2,6x	2,7x	8,9x	8,9x	8,0x	7,0x	10,4x	10,4x	9,1x	9,8x
Amneal Pharmaceuticals	1,9x	1,9x	1,8x	-	8,5x	8,4x	8,0x	-	9,6x	9,3x	8,9x	-
Amphastar Pharmaceuticals	3,8x	3,5x	3,1x	2,6x	9,2x	8,1x	6,8x	5,5x	10,5x	9,4x	8,1x	5,9x
Collegium Pharmaceutical	2,3x	2,0x	2,0x	2,1x	3,6x	3,2x	3,2x	3,7x	3,8x	3,4x	3,3x	4,0x
Emergent BioSolutions	1,2x	1,1x	1,2x	1,1x	18,4x	6,0x	8,2x	-	Neg.	16,0x	23,4x	25,9x
Hikma Pharmaceuticals	2,2x	2,1x	2,0x	2,0x	8,1x	7,7x	7,2x	6,9x	9,8x	9,3x	8,7x	8,2x
H. Lundbeck	1,8x	1,7x	1,6x	1,7x	6,9x	6,3x	5,7x	5,3x	9,1x	8,1x	7,1x	6,7x
Indivior	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	3,2x	3,1x	2,7x	2,1x	3,6x	3,8x	2,9x	2,2x
Perrigo	1,6x	1,6x	1,5x	-	10,0x	8,8x	8,2x	-	11,6x	10,1x	9,6x	-
Supernus Pharmaceuticals	2,5x	2,5x	2,3x	2,0x	12,5x	15,1x	10,7x	8,4x	12,8x	14,8x	10,4x	6,9x
Teva Pharmaceutical	2,3x	2,3x	2,2x	2,3x	7,8x	7,2x	6,8x	7,0x	8,8x	8,0x	7,5x	7,9x
Medel	2,1x	2,0x	1,9x	1,9x	8,8x	7,5x	6,9x	5,7x	9,0x	9,3x	9,0x	8,6x
Median	2,2x	2,0x	2,0x	2,0x	8,5x	7,7x	7,2x	6,2x	9,7x	9,3x	8,7x	6,9x

Källa: Factset, Penser by Carnegie, stängningskurser den 23 oktober 2024

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	783	845	664	565	624	639	584	583	686
Kostnad sålda varor	-172	-106	-66	-79	-103	-89	-70	-82	-96
Bruttoresultat	611	739	598	486	522	550	514	501	590
Försäljningskostnader	-191	-192	-287	-280	-199	-182	-195	-189	-211
Administrationskostnader	-167	-140	-103	-151	-202	-188	-153	-134	-137
R&D-kostnader	-167	-181	-225	-272	-318	-303	-242	-222	-225
Övriga rörelsekostnader	9	5	-4	4	14	14	9	5	5
EBITDA	117	272	19	-161	-115	-33	17	36	92
EBITDA, justerad	117	272	19	-161	-115	-33	17	36	92
Avskrivningar	-21	-41	-39	-53	-69	-77	-83	-74	-69
EBITA, justerad	96	231	-20	-214	-184	-109	-66	-38	23
EBIT	96	231	-20	-214	-184	-109	-66	-38	23
EBIT, justerad	96	231	-20	-214	-184	-109	-66	-38	23
Finansnetto	-4	-3	-18	-8	13	-31	-54	-45	-45
Resultat före skatt	92	228	-38	-223	-170	-140	-120	-83	-22
Resultat före skatt, justerad	92	228	-38	-223	-170	-140	-120	-83	-22
Total skatt	46	-9	-46	-1	-7	12	0	4	2
Nettoresultat	138	219	-84	-224	-178	-128	-120	-79	-20
Nettoresultat, justerad	138	219	-84	-224	-178	-128	-120	-79	-20
Omsättningstillväxt	Neg.	8%	Neg.	Neg.	10%	2%	Neg.	Neg.	18%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	88,0%	85,9%	86,1%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,49	-2,29	-0,58
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	7%	34%	74%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	96	231	-20	-214	-184	-109	-66	-38	23
Övriga kassaflödesposter	29	9	-14	-17	-25	77	44	25	38
Förändringar i rörelsekapital	117	40	52	17	50	-54	-10	14	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	241	281	18	-215	-158	-86	-32	0	63
Investeringar i anläggningstillgångar	-6	-26	-189	-53	-235	201	-6	-5	-5
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-6	-26	-189	-53	-235	201	-6	-5	-5
Fritt kassaflöde	235	254	-171	-268	-393	115	-37	-4	58
Övriga poster	1	-56	-111	251	-21	-70	61	75	-15
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	1	-56	-111	251	-21	-70	61	75	-15
Kassaflöde	236	199	-283	-17	-415	45	24	71	43
Nettoskuld	-269	-473	-214	46	188	303	313	233	196

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	104	114	253	249	217	173	130	86	40
Materiella anläggningstillgångar	20	22	47	66	76	81	68	67	71
Övriga anläggningstillgångar	103	144	101	93	80	73	73	80	75
Summa anläggningstillgångar	227	280	401	408	374	328	271	232	185
Varulager	174	132	108	92	75	42	61	70	82
Kundfordringar	296	273	218	269	309	246	246	227	233
Likvida medel och kortfristiga placeringar	590	817	505	504	352	171	168	252	295
Summa omsättningstillgångar	1 060	1 221	832	866	735	459	475	549	610
SUMMA TILLGÅNGAR	1 287	1 501	1 233	1 274	1 109	787	746	781	795
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	476	706	559	350	194	59	16	34	14
Summa eget kapital	476	706	559	350	194	59	16	34	14
Långfristiga räntebärande skulder	321	290	0	492	495	448	459	459	459
Långfristiga leasingsskulder	0	33	47	38	24	5	7	7	9
Övriga långfristiga skulder	7	11	26	14	10	12	14	13	13
Summa långfristiga skulder	327	334	73	544	529	464	481	479	481
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	225	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	218	171	160	200	244	109	112	117	137
Kortfristiga leasingsskulder	0	21	19	20	21	21	15	19	23
Övriga kortfristiga skulder	266	269	197	160	122	133	122	133	141
Summa kortfristiga skulder	483	461	601	380	386	263	249	269	301
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 287	1 501	1 233	1 274	1 109	787	746	781	795

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	8%	Neg.	Neg.	10%	2%	Neg.	Neg.	18%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	134%	Neg.	Neg.	28%	72%	153%	106%	158%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	141%	Neg.	Neg.	14%	40%	40%	42%	159%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	58%	N.m.	N.m.	21%	28%	7%	34%	74%
Bruttomarginal	78,1%	87,5%	90,1%	86,0%	83,6%	86,1%	88,0%	85,9%	86,1%
EBITDA-marginal	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	6,1%	13,4%
EBITDA-marginal, justerad	14,9%	32,2%	2,9%	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	6,1%	13,4%
EBIT-marginal	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%
EBIT-marginal, justerad	12,2%	27,4%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,3%
Vinst-marginal, justerad	17,6%	N.m.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	37%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	25%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
ROIC, justerad	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	22%	16%	16%	16%	12%	7%	10%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	32%	33%	48%	50%	38%	42%	39%	34%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	94%	91%	97%	54%	55%	40%	43%	50%	53%
Rörelsekapital / totala intäkter	-2%	-4%	-5%	0%	3%	7%	12%	8%	5%
Kapitalomsättningshastighet	1,0x	0,8x	0,8x	0,6x	0,9x	1,2x	1,2x	1,1x	1,4x

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-269	-473	-214	46	188	303	313	233	196
Soliditet	37%	47%	45%	27%	17%	7%	2%	4%	2%
Nettoskulsättningsgrad	-0,6x	-0,7x	-0,4x	0,1x	1,0x	5,1x	19,1x	6,9x	14,4x
Nettoskuld / EBITDA	-2,3x	-1,7x	-11,3x	N.m.	N.m.	N.m.	18,2x	6,5x	2,1x

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,49	-2,29	-0,58
EPS, justerad	3,93	6,20	-2,39	-6,51	-5,18	-3,73	-3,49	-2,29	-0,58
FCF per aktie	6,70	7,19	-4,84	-7,80	-11,5	3,33	-1,08	-0,12	1,69
Eget kapital per aktie	13,6	20,0	15,8	10,2	5,65	1,71	0,48	0,98	0,39
Antal aktier vid årets slut, m	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,5	34,5	34,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	35,1	35,3	35,4	34,3	34,3	34,4	34,5	34,5	34,5

Källa: Orexo, Penser by Carnegie

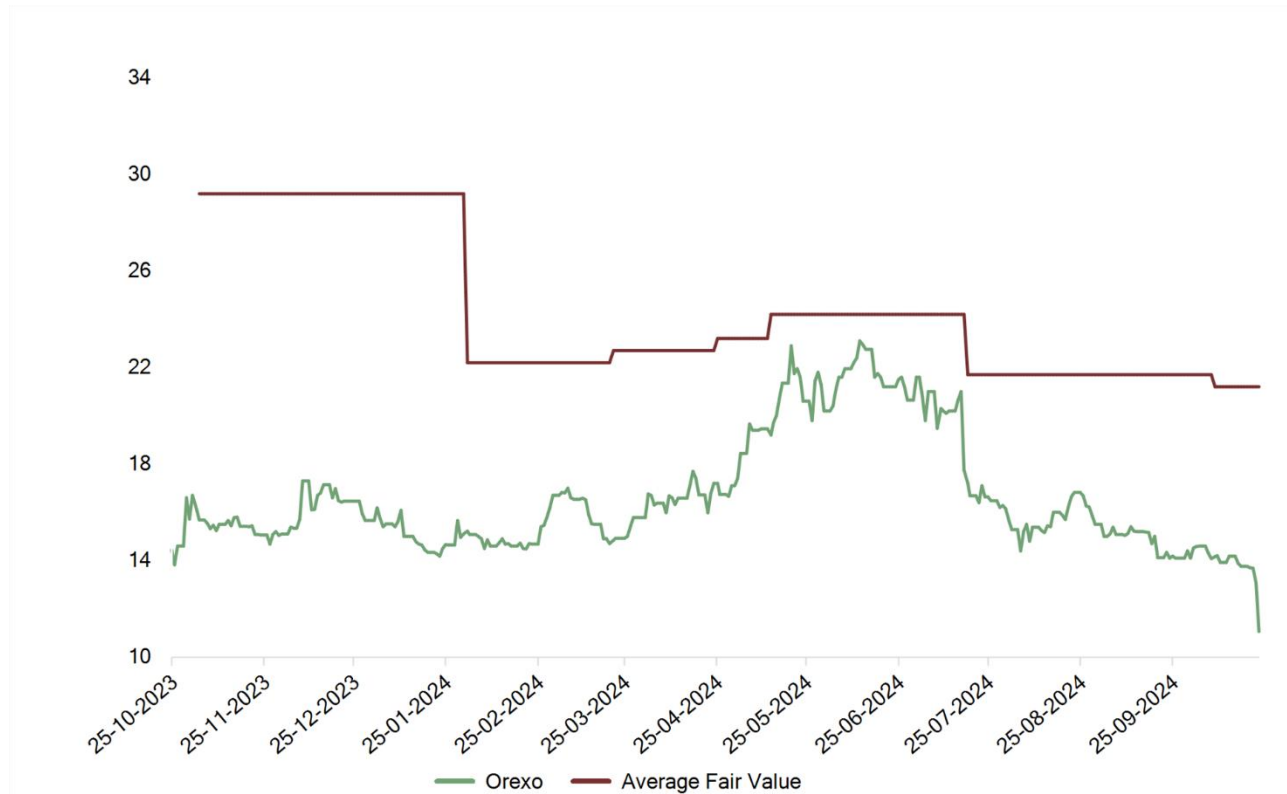
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	15,0x	10,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	4,3x	3,1x	3,2x	3,4x	3,3x	9,0x	22,8x	11,1x	27,5x
P/FCF	8,8x	8,7x	Neg.	Neg.	Neg.	4,6x	Neg.	Neg.	6,4x
FCF-yield	11%	11%	Neg.	Neg.	Neg.	22%	Neg.	Neg.	16%
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	2,3x	2,0x	2,3x	2,2x	1,3x	1,3x	1,3x	1,3x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	15,1x	6,3x	79,0x	Neg.	Neg.	Neg.	42,8x	20,7x	8,0x
EV/EBIT, justerad	18,4x	7,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32,4x
EV	1 763	1 702	1 500	1 231	835	835	739	739	739
Aktiekurs	58,8	62,8	50,0	34,5	18,9	15,5	10,9	10,9	10,9

Källa: Orexo, Penser by 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 analytjänsterna 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 företagens 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 intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, 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. Värdepappren 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