

IPO-letter

Vad är IPO-letter?

IPO-letter är ett koncept från Analyst Group. Syftet är att presentera de mest intressanta börsnoteringarna, listningsemissionerna och nyemissionerna i småbolags-sverige. I varje utgåva beskrivs vilka transaktioner vi bedömer ha goda förutsättningar att lyckas, liksom de vi anser att man som investerare bör vara mer försiktig med. Värde drivarna för varje bolag beskrivs kortfattat, kombinerat med en reflektion kring värdering vid olika scenarion. Därefter görs en bedömning av ledning och styrelse, riskprofil, affärsmodellens kvalitet och bolagets värde drivare, enligt Analyst Groups ratingsystem.

Innehåll i denna utgåva	Sida	AG View
iApoteket	2	Bear
Surgical Science	3	Bull

Spridning i utfallet av vårens IPOs

Riskaptiten bland investerarkollektivet och investerares vilja att delta i nyintroduktioner och emissioner är hög. Trycket på IPO-marknaden är stort med många genomförda och kommande nyintroduktioner. Våren var en relativt svag tid för flertalet nyintroduktioner, främst de av mindre storlek. Bolag som Mantex och Freedesk mottogs svalt av marknaden och är ner 45 % respektive 64 %, jämfört med deras noteringskurs. Noteringarna på börsens huvudlista har klarat sig betydligt bättre där de två senaste, Munters och Boozt, stigit initialt och handlas i dagsläget 54 % respektive 27 % ovanför sin teckningskurs.

Flertalet noteringar väntar runt hörnet och det rådande klimatet kan leda till att investerare undviker vissa bolag medan andra blir kraftigt övertecknade. I det kommande utbudet av nyintroduktioner och emissioner tror Analyst Group därför att det är fortsatt viktigt att vara selektiv i valet av investeringscase.

Kommande Nyintroduktioner & Emissioner

Bolagsnamn	Sista svarsdatum
Camanio Care	6 Juni
IQS Energi Komfort	7 juni
Xtranet Gruppen	7 juni
Pilum	7 juni
Deflamo	8 juni
Surgical Science	8 juni
Raybased	11 juni
NextCell Pharma	11 juni

Bolagsnamn	Sista svarsdatum
Idogen	11 Juni
HQ	12 juni
Peptonic Medical	12 juni
iApoteket	12 juni
Ortoma	14 juni
Ortivus	14 juni
Shortcut Media	18 juni
Ellen	18 Juni

Förtydligande av rating

Mycket lite talar för framgång



Mycket talar för framgång

AG-view

iApoteket är ett svenskt onlineapotek som driver två e-handelsplattformar, shaveit.se och iApoteket.se. De avser att bli en utmanare och ta marknadsandelar från de etablerade apoteken. Bolaget hade enbart en försäljning på 3 205 kronor under Q1 2017 men målsättningen är att omsätta 1 MSEK per månad vid årsskiftet. Givet den hårda konkurrensen i apoteksbranschen och den höga värderingen ser AG erbjudandet som oattraktivt.



4

iApoteket är ett svenskt onlineapotek som, med tillstånd från läkemedelsverket, säljer receptfria läkemedel, nikotinmedel och kosmetikaproduktur via sina två e-handelsplattformar iApoteket.se & shaveit.se. I syfte att uppnå bredare ägarbas och underlätta handeln avser bolaget göra en nyemission på 3,3 MSEK och notera sin aktie på AktieTorget.

Låg omsättning med låg tillväxt

iApoteket har haft sina handelsplattformar öppna av och till sedan hösten 2016 i syfte att visa Proof of Concept. Under mars 2017 valde de att öppna dem permanent. Nettoomsättningen under 2016 uppgick till 3 720 SEK och till 3 205 SEK under Q1 2017. Målsättningen är att omsätta 1 MSEK under december 2017 vilket bedöms som optimistiskt. Bolaget avser även inleda ansökningsprocessen för att erhålla tillstånd att driva öppenvårdsapotek, vilket innebär en stor ökning i adresserbar marknad.

Nyemission stärker balansräkningen

Bolaget har enligt senaste balansräkningen drygt 5 MSEK i kassa. Styrelsen bedömer att detta gör bolaget fullt kapitaliserat för de kommande 12 månaderna då inga förvärv eller större investeringar är planerade. Nyemissionens genomförande är därför ingen nödvändighet för bolagets kortsiktiga överlevnad utan genomförs främst för att uppnå AktieTorgets spridningskrav. Nettoemissionslikviden på 3 MSEK kommer öka säkerhetsmarginalen för rörelsekapitalet och stärka balansräkningen ytterligare. Den kommer utöver det användas till marknadsföring vilket enligt bolaget beräknas kosta 3 MSEK under de kommande tolv månaderna.

Gynnsamma marknadsförhållanden

Öppenvårdsmarknaden, vilket iApoteket vill bli verksam på, omsatte 2015 38,1 mdSEK. Enbart 3,6 % av den försäljningen sker via internet. Sverige ligger även under europasnittet för fysiska apotek, med 13,9 apotek jämfört med 30 per 100 000 invånare. Trenden med ökad e-handel och snabbare leveranser bedöms även driva efterfrågan på iApotekets produkter och tillväxten på marknaden.

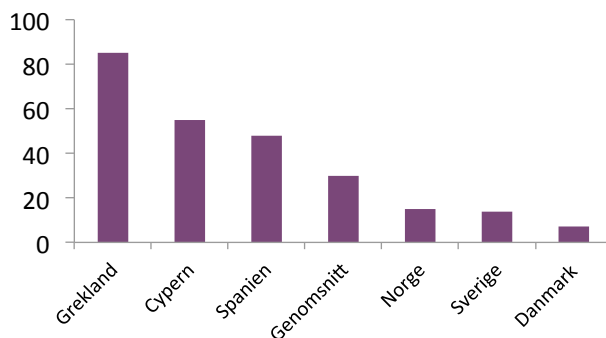
Konkurrenssituation och risker

Apoteksmarknaden var fram till 2009 monopoliserad av staten. Efter omregleringen är marknaden hårt konkurrenssatt och det finns enbart ett fåtal stora aktörer. De flesta erbjuder försäljning online men Apotea är det enda apotek som är en renodlad nätaktör, de omsatte 600 MSEK 2016. Då iApoteket enbart är återförsäljare bedöms bolaget ha svårigheter att utveckla och behålla konkurrensfördelar gentemot sina konkurrenter. Bolaget har även ett antal företagsspecifika risker där bl.a. ett misslyckande med att erhålla tillstånd för öppenvårdsapotek skulle slå hårt mot tillväxtpotentialerna.

Högt pris med hög risk

iApoteket har vid noteringskursen på 3,3 kr ett värde på 22 MSEK. Baserat på 12 månaders rullande omsättning så noteras de till P/S på ca 3 300 och EV/S på 2 200. Då bolaget inte kommer gå med vinst under närseende framtid och agerar på en hårt konkurrenssatt marknad så ser AG erbjudandet som oattraktivt.

(SEK)	2017-01-01 2017-03-31	2016-01-28 2016-12-31
Intäkter	3 205	3 720
Kostnader	- 425 978	- 430 991
Resultat	- 422 773	- 427 268

Apotek per 100 000 invånare i Europa

1

Värddrivare



5

Historisk lönsamhet



1

Ledning & styrelse



5

Riskprofil

AG-view

Surgical Science verkar på en marknad med god underliggande tillväxt. Det finns även potential för bolaget att licensiera befintliga produkterna till industriella aktörer. Den relativt höga värderingen motiveras av den framtida tillväxtfas Surgical Science står inför, dock redovisade bolaget under det senaste kvartalet förlust, vilket ökar risken.



2

VR-teknik inom kirurgi

Surgical Science utvecklar och säljer VR-simulatorer för utvärdering, träning och certifiering av kirurger. Huvudprodukten i bolaget är en egenutvecklad och avancerad mjukvara samt hårdvara som kan simulera den mänskliga kroppen på ett realistiskt sätt.

Befolkningstillväxt och ökad säkerhet

Surgical Science har under de senaste fem åren växt i genomsnitt med 13 % per år, och den underliggande marknaden värderades 2016 till 1,6 mdUSD. Ökad patientsäkerhet, sjukvårdskostnader och minimalinvasivkirurgi antas vara de största drivarna bakom tillväxten. En växande befolkning i utvecklingsländer väntas framgent bidra till ett ökat behov av bolagets produkter. Den underliggande marknaden estimeras växa med 15-20 % per år fram till 2021. Bolagets mål är att växa i takt med marknaden.

Danmark har nyligen infört certifiering av kirurger, skulle fler länder införa obligatorisk certifiering får detta en positiv effekt på efterfrågan av bolagets produkter. Enligt Surgical Science löper en rad olika patent ut under 2017, vilket öppnar upp för nya aktörer att ta sig in på marknaden. Surgical Science har tidigare sålt 500 system (se nedan) till bland annat Karolinska Institutet, Harvard och Yale och omsatte 2016 52 MSEK.

Produkt	Specialisering
LapSim	Simulering av laparoskopi
EndoSim	Simulering av endoskopi
TeamSim	Realistisk träning av kirurgiteam
Land	Antal sålda system
USA	150 st
Europa	200 st
Asien	100 st
Övriga världen	50 st

Förtroendeingivande ägare

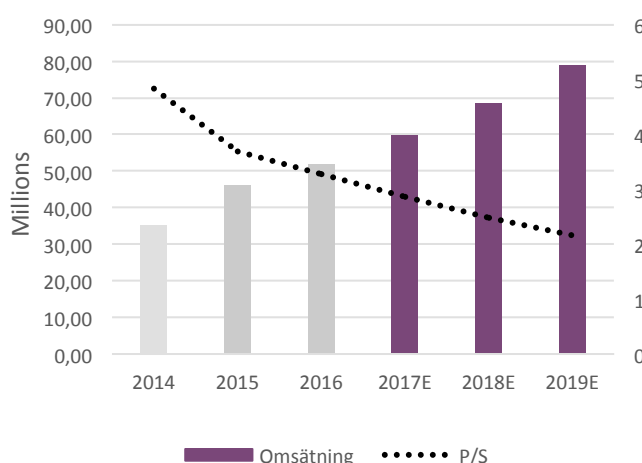
En fulltecknad emission tillför bolaget cirka 70 MSEK, efter kvittning av aktier och emissionskostnader uppgår likviden till 45 MSEK. En fulltecknad emission estimeras täcka kassaflödena i 12 månader. Bolagets egna ägare avser genom kvittning av utestående lån att teckna aktier motsvarande 19 MSEK. Utöver detta har Swedbank Robur Fonder AB och Healthinvest Partner AB tillsammans tecknat aktier motsvarande 30 MSEK. Befintliga ägare samt institutionella investerare avser således att teckna cirka 70 % av den fulla emissionslikviden.

Konkurrensutsatt bransch

På marknaden finns det i dagsläget två huvudkonkurrenter vilka har en mer etablerad position på marknaden och bättre finansiell styrka. Surgical Science redovisade även förlust det senaste kvartalet vilket ökar risken.

P/S 2,8 baserat på 2017E omsättning

Vid en fulltecknad emission uppgår *post-money* värdering till 170,2 MSEK. Baserat på en fulltecknad emission och årlig omsättningstillväxt på 15 % värderas Surgical Science till en P/S-multipel om 2,8 på 2017E omsättning (se nedan). Baserat på framtida tillväxtpotential framstår värdering som inte allt för hög.



3

Värdedrivre



1

Historisk lönsamhet



3

Ledning & styrelse



3

Riskprofil

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

AG har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Alex Winström har inte ansökt om aktieteckning i iApoteket.

Sebastian Karlsson har inte ansökt om aktieteckning i Surgical Science.

AG Equity Research AB äger inte aktier eller andra finansiella instrument i bolagen.

Analytikerna har inga andra intressen, ekonomiska eller andra, som skulle kunna påverka deras oberoende.

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2016). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.