

Unik patenterad produkt med stor potential och en marginal på hela 60 %

Alteco LPS Adsorber har en hög produktmarginal på hela 60% samt ett starkt internationellt patentskydd i 12 länder fram till 2024.

Enorm marknad med ett värde på ca 5 miljarder i EU & Ryssland

Årligen insjuknar ca 550 000 individer i EU & Ryssland i sepsis som kan behandlas med Altecoss produkt vilket motsvarar ett värde på ca 5 miljarder SEK årligen för Alteco.

Uppsida på över 300 % vid ett bull-scenario

När Alteco ut till 5 % av patienterna om 5 år är uppsidan enorm i aktien.

Nedsida på 70 % vid ett bear-scenario

Vid en misslyckad marknadsacceptans till följd av misslyckade kliniska studier finns det en stor nedsida i Altecoss aktie.

Nyckeldata

Aktiekurs	5.30
52 v högsta / lägsta	6.85 / 4.15
Antal aktier	10 918 400
Börsvärde (MSEK)	57.87
Nettoskuld (MSEK)	-
EV (MSEK)	57,87
Sektor	Hälsovård
Lista / Kortnamn	AktieTorget / ALTE
Halvårsrapport	2014-08-21

Utveckling

1 mån	27.29%
3 mån	3.74%
1 år	-
YTD	-

Huvudägare**Innehav (%)**

ESALP Invest AB	45.56
Lindekullen Holding	6.63
Innovationsbron AB	6.41
Avanza Pension	4.79
HSBC Private Bank Monaco SA	2.56

Ledning

CEO	Jonas Jönmark
Styrelseordförande	Hans Petersson

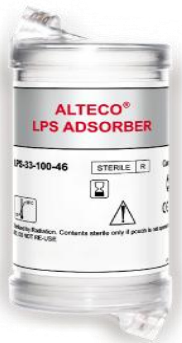
Kursutveckling**Lönsamhet 4****Ledning 6****Avk. pot. 8****Trygg Placering 3**

MSEK	2009	2010	2011	2012	2013
Omsättning	2 392 741	3 090 266	3 371 848	2 922 960	7 312 974
Omsättningstillväxt	190%	29%	9%	-13%	150%
Antal sålda produkter	180	310	340	320	810
EBT	-7 280 767	-7 486 723	-6 178 957	-7 703 919	-5 310 711

Investment Thesis

LPS Adsorber

Alteco LPS Adsorber är en patenterad steril engångsprodukt som innehåller ett syntetiskt framställt filter. Detta filter fångar upp lipopolysackarider (LPS) från blodet. LPS består av fettsyror och är en huvudkomponent i gramnegativa bakteriers cellväggar. LPS orsakar en inflammatorisk reaktion i kroppen som kan leda till organsvikt. Alteco LPS Adsorber förhindrar att patienter utvecklar sepsis (blodförgiftning). Tack vare dess enkla konstruktion så tar det högst 10 minuter för en sjuksköterska att ansluta Alteco LPS Adsorber. Vid svårare sepsis är det även möjligt att ansluta flera LPS Adsorber för att uppnå kraftigare effekt.



1,75 miljoner patienter per år i EU, Ryssland och USA.

"Sepsis orsakar idag fler dödsfall än HIV, lung-, bröst-, och prostatacancer tillsammans"
- VD Jonas Jönmark

Varje år drabbas nästan 1,75 miljoner människor av svår sepsis vilket kan leda till septisk chock. Av dessa skulle ungefär hälften kunna botas med hjälp av Altecos produkt. I dagsläget avlider omkring 40-50 % av de drabbade patienterna. Det står klart att det finns ett stort behov av nya lösningar och behandlingsmetoder för sepsis. Behovet av en innovativ produkt för att hjälpa till att behandla sepsis blir ännu tydligare om man ser till att det årligen dör fler personer av sepsis än i HIV/AIDS, lung-, bröst- och prostatacancer tillsammans. 2008 beräknades kostnaden för sepsis i enbart USA ha kostat ca 95 miljarder SEK. När Alteco LPS Adsorber används krävs det i genomsnitt 1.3 behandlingar per patient. Produkten är även en engångsprodukt och kan därför enbart användas en gång till en patient därefter är filtret förbrukat.

Få behandlingsalternativ

Sedan 1994 finns det en japansk produkt som precis som Altecos produkt hjälper till vid behandling av sepsis. Den japanska produkt släpper dock ut en toxisk komponent som skadar immunförsvaret. Den japanska produkten har sedan start sålts i 80 000 exemplar, dock nästan enbart i Japan. Priset per enhet av den japanska produkten är 4100 EUR för slutkund vilket kan jämföras med Altecos produkt som hos slutkund kostar 4000 EUR. 2012 släpptes även en amerikansk produkt som renar blodet på cytokiner (en form av signalmolekyler som cellerna använder sig av) som även det är skadligt för kroppen och orsakar sepsis. Problemet med den amerikanska produkten är att immunförsvaret kräver vissa cytokiner som även de rensas bort när den amerikanska produkten används. Samtliga av dessa produkter används vid behandlingar av gramnegativa sjukförlopp. Vid grampositiva är den enda behandlingen i dagsläget antibiotika.

1300 framgångsrika behandlingar

Alteco LPS Adsorber är en patenterad produkt som har använts i 1300 framgångsrika behandlingar. Dock har ännu inte någon klinisk studie genomförts för att påvisa effekten och säkerheten av behandlingen. Alteco har emellertid genomfört mindre studier där två av dessa visar på att det inte finns någon skillnad i LPS-nivåer mellan den behandlade gruppen och kontrollgruppen. Andra studier har dock påvisat sänkta nivåer med hjälp av behandlingen. Studierna visar även att adsorbern är säker och oskadlig samt att det krävs större studier för att kunna säkerställa effekten av Alteco LPS Adsorber.

Patientstudie

I mitten av 2014 planerar företaget att inleda en större patientstudie för att säkerställa produktens effektivitet och säkerhet. Studien kommer att inriktas mot Norden, Tyskland och Italien. Med hjälp av studiens hoppas bolaget kunna stärka sin marknadsposition för att nå en snabbare expansion.

Utvecklingsarbetet

Alteco bedriver inte någon forskning för att finna en alternativ behandling för sepsis eller en behandling för någon annan sjukdom. Detta kan vara ett tecken på att de vill bli uppköpta av en större aktör.

Ledning och styrelse

Jonas Jönmark – VD

Jonas har varit VD sedan 2010 och har en bakgrund inom försäljning och ledande positioner inom läkemedelsindustrin från bland annat Pfizer och AstraZeneca.

Hans Petersson - Styrelseordförande

Har varit ordförande sedan december 2013. Hans är verksam som advokat och delägare i Mannheimer Swartling Advokatbyrå där han i huvudsak är inriktad på företagsöverlåtelser och aktiemarknadsrätt.

Anders Althin- Styrelseledamot

Är huvudägare i Alteco och även en av grundarna. Han har tidigare varit VD för medicinteknikföretaget Gambro AB och byggde då upp Gambro till en internationell koncern. Han startade sedan Althin Medical som blev ett globalt företag och som under 2000 förvärvades. Anders ägande i Alteco sker i huvudsak genom ESALP Invest AB.

Ugo Grondelli – Styrelseledamot

Har över 40 års erfarenhet från styrelsearbete och företagande inom medicinteknik. Han har tidigare varit vice VD inom Grambro-koncernen och styrelseledamot i Q-Med AB.

Chister Nerme – Styrelseledamot

Har en lång erfarenhet från internationella affärer. Han är anställd på Alteco och är försäljnings- och marknadsansvarig för Ryssland, Polen Bulgarien och Kina samt är rådgivare åt Jonas.

Olof Stocksén – Styrelseledamot

Har under en längre tid varit verksam inom medicinteknik och vård. Är nu även aktiv som affärsängel inom Life Science.

Största ägarna	Andel av kapital	Andel av röster
Eslap Invest AB	46%	46%
Lindekullen Holding	7%	7%
Innovationsbron AB	6%	6%
Avanza pension	5%	5%
HSBC private bank		
Monaco SA	3%	3%
Övriga	34%	34%
Totalt	100%	100%

Styrelseägande	Antal	Andel av röster
Anders Althin	5 698 200	52%
Ugo Grondelli	560 000	5%
Mats Wahlström	300 000	3%
Christer Nerme	158 000	1%
Olof Stocksén	118 200	1%
Jonas Jönmark	100 000	1%

Marknadsanalys

Ryssland största marknaden

I dagsläget är Ryssland Altecos största marknad. Försäljningen sker genom en distributör i Ryssland vilket innebär att Alteco erhåller cirka 1000 EUR per behandling i jämförelse med 4000 EUR som slutkunden betalar. Alteco LPS Adsorber har även en hög produktmarginal på 60 % vilket gör det till en lönsam affär om de lyckas öka försäljningsvolymerna. Så sent som den 26 juni i år(2014) fick Alteco en stor order från två ryska sjukhus som tidigare använt produkten. Ordervärdet motsvarade 1.6 MSEK vilket motsvarar ca 178 LPS Adsorber. All betalning har enligt VD Jonas Jönmark skett före leverans och Alteco behöver därför inte lämna någon kredit med risk för inställda betalning.

Etablerad marknad i Europa och östländerna

Målet är att de ska ha etablerat sig på den europeiska marknaden inom fem år samt att de så snart som möjligt vill påbörja processen kring ett EMA-godkännande(Europeiska läkemedelsmyndigheten). VD Jonas Jönmark har redan inlett kontakten med EMA angående processen för att få produkten godkänd för försäljning. Alteco har även satt som mål att bli den rekommenderade produkten i In-

Bull Case

Uppsida på 1400% i ett bull-scenario

Diskonterings- ränta	50%	40%	30%	20%	15%
5 år	75	75	75	75	75
4 år	50	53	58	62	65
3 år	33	38	44	52	57
2 år	22	27	34	43	49
1 år	15	19	26	36	43
PV	10	14	20	30	37

Alteco har som målsättning att inom fem år bli den rekommenderade behandlingen för sepsis i International Sepsis Guidelines. Inom denna tid har de även som mål att etablera en marknad i Europa och Öststaterna samt påbörja processen för ett framtida FDA-godkännande (Amerikanska läkemedelsmyndigheten). Under ett bull-scenario kan Alteco genom kliniska studier påvisa en hög produkteffektivitet samt produktsäkerhet. De erhåller nödvändiga myndighetstillstånd för att kunna etablera sig framgångsrikt på marknad.

Årligen drabbas omkring 550 000 individer av sepsis eller sepsis chock orsakad av gramnegativa bakterier i EU och Ryssland. I dagsläget har Alteco en distributör i Ryssland som betalar Alteco ca 1000 EUR per produkt. Det är rimligt att anta samma pris kommer gälla för de framtida europeiska distributörerna. Om Alteco bryter igenom marknaden i EU och Ryssland är det rimligt att anta att de inom 5 år når ut till minst 5 % av de drabbade patienterna. Detta skulle motsvara intäkter på 27.5 MEUR vilket till en växelkurs på 9 SEK ger 247.5 MSEK.

Altecos konkurrenter har en genomsnittlig EBITDA-marginal på 10 %. Om Alteco når upp till en motsvarande rörelsemarginal som jämförbara bolag landar Altecos EBITDA på 24.75 MSEK om ca 5 år. Sett till bolagets konkurrenter är medianvärdet för EV/EBITDA ca 33. Detta skulle då motsvara ett enterprise value (EV) på ca 816.75 MSEK. I dagsläget har Alteco inga långfristiga skulder och bolagets peers median för nettoskulden är även den noll. Det är därför rimligt att anta att Alteco inom de närmsta åren kommer att ha en nettoskuld som är väldigt nära noll då bolag i branschen framför allt tar in kapital genom emissioner. Detta ger ett ungefärligt marknadsvärde på 816.75 MSEK om 5 år eller 74.80 SEK per aktie. I tabellen ovan visas nuvärdet vid olika diskonteringsräntor.

Bear Case

Produkten har låg effekt och låg säkerhet

Diskonterings- ränta	50%	40%	30%	20%	15%
5 år	4,62	4,62	4,62	4,62	4,62
4 år	3,08	3,30	3,55	3,85	4,02
3 år	2,05	2,36	2,73	3,21	3,49
2 år	1,37	1,68	2,10	2,67	3,04
1 år	0,91	1,20	1,62	2,23	2,64
PV	0,61	0,86	1,24	1,86	2,30

I ett bear-scenario påvisar Altecos kliniska studier låg tillfredsställelse. Produkten har låg effekt och låg säkerhet vilket leder till att nödvändiga myndighetstillstånd inte erhålls och marknadsacceptansen blir låg.

Under 2013 sålde Alteco 810 produkter för 7.3 MSEK vilket motsvarar 9000 SEK per produkt eller 1000 EUR. Utan upphandling i Ryssland hade försäljningen enbart uppgått till 510 enheter. Under 2012 hade försäljningen uppgått till 400 produkter utan återkallning på grund av dåliga förpackningar. Detta motsvarar en ökning på ca 27.5%. Exkluderar vi upphandlingar m.m. skulle försäljningen kunna uppgå till ca 1700 enheter om 5 år om grundförsäljningen ökar med 27.5% per år. Detta innebär att de når break-even om 3-4 år istället för bolagets kommunicerade horisont om 2-3 år.

Skulle försäljningen ligga på 1700 produkter landar intäkterna på ca 15.3 MSEK vilket med en rörelsemarginal på 10% ger ett EBITDA på 1.53 MSEK. Detta motsvarar med ett medianvärde för EV/EBITDA om 33 ett enterprise value för Alteco på 50.49 MSEK. Skulle nettoskulden som tidigare vara noll uppgår marknadsvärdet till 50.49 MSEK eller 4.62 SEK per aktie om 5 år. Nuvärdet med olika diskonteringsräntor presenteras i tabellen ovan.

Värdering

Avvakta köp

Bolag i samma fas som Alteco har precis som Alteco ännu inte uppvisat någon vinst. Kostnaderna i förhållande till bolagens omsättning är stora då de spenderar stora summor på R&D samt att de enbart nått ut till marknaden i liten utsträckning. Potentialen i detta bolag ligger i framtiden och vi anser därför att det är viktigt att titta på mer mogna bolag och deras nyckeltal för att kunna sätta ett framtida värde på aktien som diskonteras till nuvärde.

Vi anser att en diskonteringsränta på ca 20-30 % är rimligt för Alteco med tanken på hur stor spridningen är mellan bull- och bear-scenariot. Om bull-scenariot blir aktuellt är nuvärdet för bolaget per aktie 25 SEK. Samma diskonteringsränta gäller för bear-scenariot vilket ger ett nuvärde på 1.55 SEK.

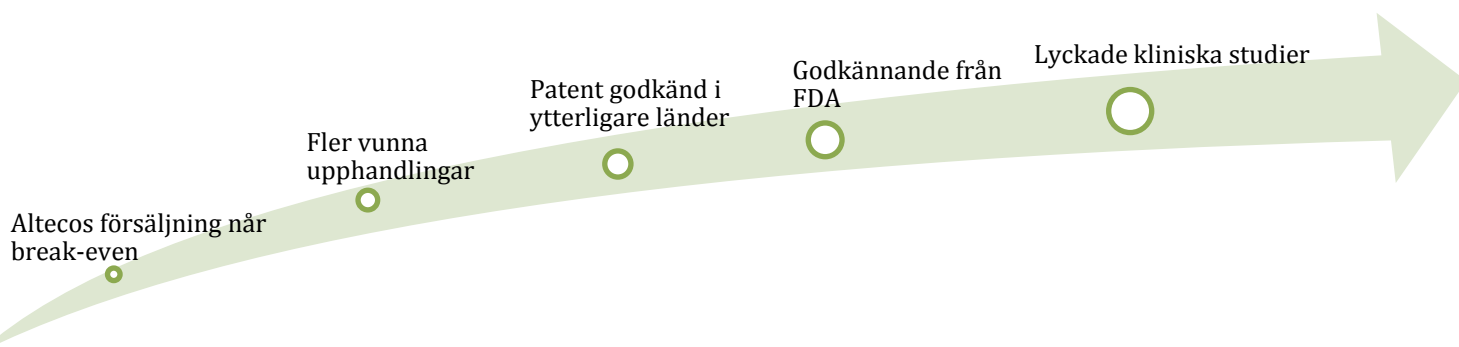
Då några av de tidigare studierna inte varit omfattande nog för att kunna påvisa signifikanta resultat samt att några av studierna inte hittat någon skillnad mellan den behandlade gruppen och kontrollgruppen kommer vi enbart lägga 10 % vikt på bull-scenariot och 90 % vikt på bear-scenariot. Detta ger en rikt Kurs på 3.90 SEK och vår rekommendation är att avvakta till dess att bolaget genomfört de planerade studierna.

	EV/EBIT	P/E	P/S	Omsättnings- tillväxt	Rörelse- margina
Bactiguard Holding	38,5	-0,1	0,0		9%
Biotage	18,0	19,2	1,8	-4%	9%
Cellavision	19,5	28,7	3,0	6%	14%
Allenex	27,1	108,0	2,2	2%	8%
Medivir	169,0	-200,4	9,6	-20%	6%
Vitrolife	27,4	39,4	4,9	25%	18%
RaySearch	149,7	219,4	6,6	12%	4%
Xvivo Perfusion	72,3	97,1	11,3	358%	16%
Median	32,9	34,0	4,0	6%	9%
Medelvärde	65,2	38,9	4,9	54%	10%
Alteco Medical	0,0	0,0	6,5	150%	-74%

Slutsats

Unik produkt med hög potential

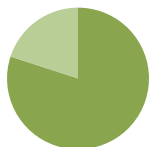
Alteco har en unik produkt med hög potential. Nuvarande konkurrenter utgör inget större hot vilket ger Alteco ett utmärkt utgångsläge. Marknaden är enorm och uppfyller Altecos produktförväntningarna när det kommer till effekt och säkerhet ser vi en stor möjlighet för Alteco LPS Adsorber att bli standardprodukten vid behandlingen av sepsis. Vi flaggar dock för risken i bolaget och sätter rekommendationen till Avvakta. Detta då det är ytterst osäkert hur pass bra produkten är vilket kommer att vara avgörande för dess framgång. Den starkaste köp-indikatorn kommer därför att vara de kliniska studierna bolaget planerat att genomföra.



Disclosure:

Jakob Melin – äger ej aktier i Alteco
Stefan Svärd – äger ej aktier i Alteco

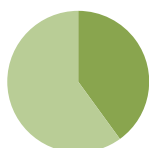
Avk. pot. 8



Avkastningspotential – 8 poäng

Alteco har en väldigt hög avkastningspotentialen vilket är synonymt med hög risk. Skulle de kliniska studierna påvisa att produkten är effektiv och säker samt att de då når upp till en hög marknadsacceptans ser vi inga hinder för att aktiens avkastning blir väldigt hög. Vid ett eventuellt bull-scenario har aktien en potential att under 5 år nå upp till 74.80 SEK. Detta skulle från dagen aktiekurs motsvara ca 1400 %.

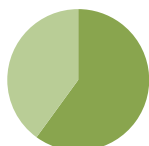
Lönsamhet 4



Lönsamhet – 4 poäng

Trots att de har en produktmarginal på 60% har de stora förluster på grund av att försäljningskostnaderna samt att de administrativa kostnaderna är väldigt stora för den nuvarande omsättningen. Lönsamheten i dagsläget är därför obefintlig, dock tror vi inte att dessa kostnader kommer att öka i samma takt som omsättningen vilket innebär att det finns en god framtida lönsamhetspotential.

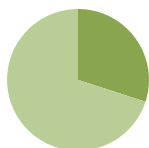
Ledning 6



Ledning – 6 poäng

Altecos VD har sedan tidigare varit ansvarig för Astras försäljning inom Sverige vilket är förtroendeingivande då han har erfarenhet inom branschen och förhoppningsvis ett stort kontaktnät som kan gynna Alteco. Anders Althin som största ägaren i bolaget är betryggande med tanke på hans bakgrund inom läkemedelsbranschen. Vi tror att de har den erfarenhet som krävs för att göra Alteco till ett framgångsrikt bolag inom läkemedelsbranschen om produktens effektivitet och säkerhet kan fastställas.

Trygg Placering 3



Trygg placering – 3 poäng

Alteco ligger i ett skede då risken är väldigt hög. De planerade studierna kommer att vara avgörande för att läkare och sjukhus ska investera i produkten. Vi ser även en stor risk med att större delen av försäljning i dagsläget skett i Ryssland med tanke på de institutionella problem som finns i landet. En ökad försäljning utanför Ryssland skulle minska risken förknippad med produktens effektivitet.

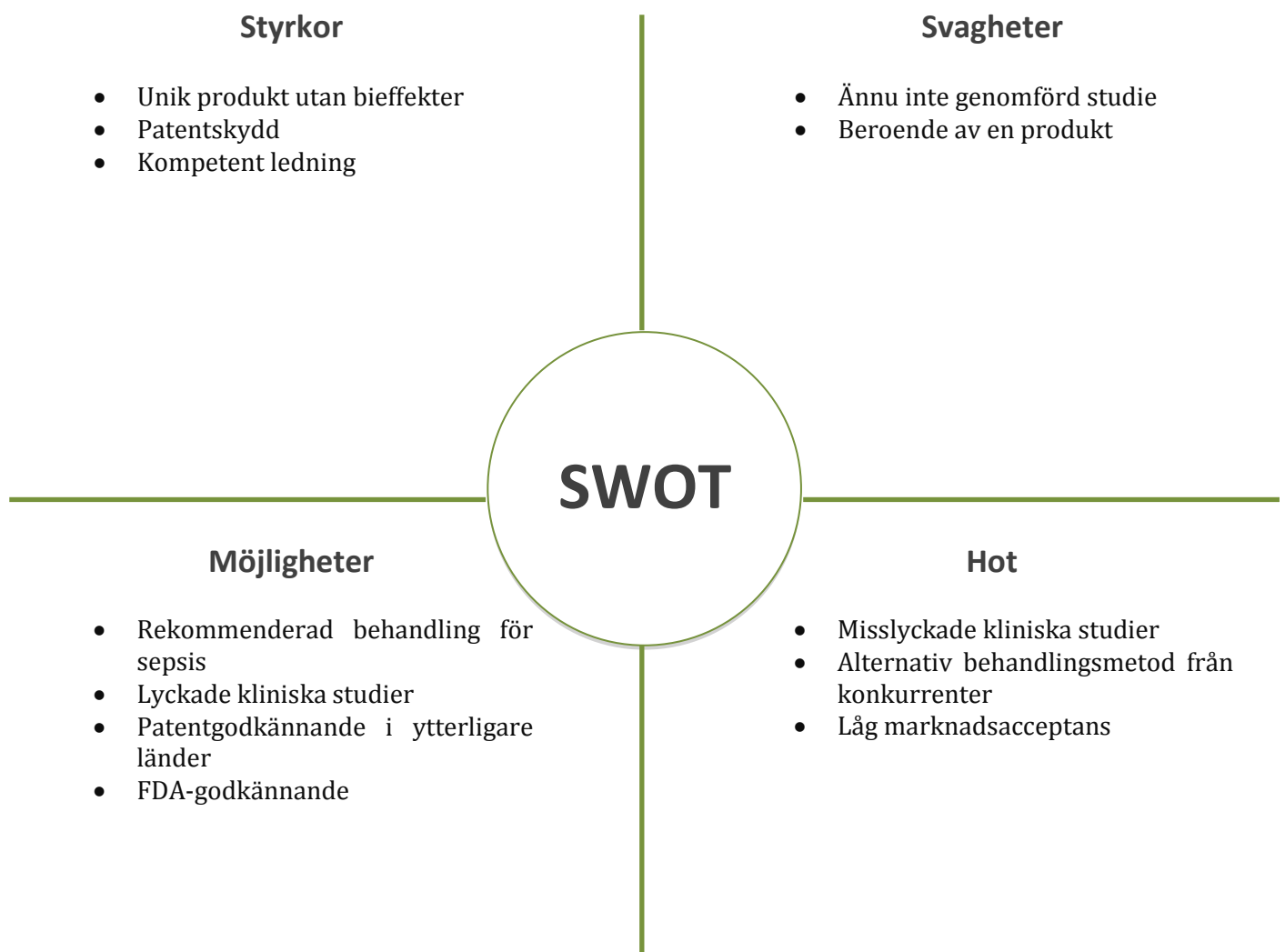
SWOT

Jämfört med nuvarande alternativa behandlingar för sepsis har Alteco LPS Adsorber inte några biverkningar vilket är en stor fördel gentemot konkurrenterna. Ledningen inom Alteco har lång erfarenhet inom läkemedelsbranschen.

Altecos största svaghet är att de ännu inte genomfört någon studie som påvisar behandlingens effekt och säkerhet som den påstås ha. En framgångsrik studie kommer underlätta försäljningen av produkten markant. Skulle de även uppnå målet att bli det rekommenderade behandlingsalternativet i International Sepsis Guidelines kommer det hjälpa försäljningen avsevärt. En förutsättning

för att komma åt den stora Amerikanska marknaden är ett FDA-godkännande. I och med att det inte finns någon utbredd behandling för sepsis har de även en möjlighet att skaffa sig ett first-mover advantage och därigenom erhålla en stor marknadsandel.

Om de planerade studiernas resultat inte blir tillfredsställande skulle det få förödande konsekvenser för försäljningen. När det gäller läkemedel finns det även alltid en risk att ett annat bolag hittar ett substitut som kan användas som alternativ behandlingsmetod vid sepsis.



Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.