



**Scenariovärdering av aktierna i
Auxesis Pharma Holding AB inför lansering av
bolagets smärtstillande hudpreparat ASA.P
och CoxyPet
(559195-6486)**

*Konfidentiellt
2022-05-13*

Innehållsförteckning

Slutsats	3
Inledning	4
Uppdrag och syfte	5
Källor och tillhandahållen information	5
Definition av marknadsvärde	5
Värderingsmetoder	6
Värderingsansats	6
Företagsbeskrivning	7
Marknad	8
Finansiell analys	9
WACC	12
Kassaflödesvärdering	13
Multiplar	15
Bilaga 1 - Begränsningar och erhållen information ifrån Bolaget	20
Bilaga 2 - Värderingsmetoder	21
Bilaga 3 - Avkastningskrav	23
Bilaga 4 - Ordlista	25

Slutsats

Värdesimulering									
Mittvärde vägd kapitalkostnad	33,9%	Likviditetskrav		308,1%					
Koncernen Auxesis Pharma Holding AB									
	Vägd kapitalkostnad (diskonteringsränta)								
	30%	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
Rörelsevärde (Enterprise value)	238 695	220 907	204 723	189 966	176 480	164 131	152 802	142 390	132 805
Finansiell nettoskuld (-)	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494
Justerings likviditetskrav	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541
Aktievärde (Equity value)	227 660	209 872	193 689	178 931	165 445	153 096	141 768	131 356	121 771

Värdet av 100% av aktierna i Auxesis Pharma Holding AB uppgår till 165 445 TSEK baserat på scenariot i rapporten

Jämförelsebolag	Multiplar	
	EV/EBITDA	EV/Sales
Sun Pharmaceutical Industries Limited	21,85	5,63
Johnson & Johnson	22,44	5,18
GlaxoSmithKline plc	13,97	3,84
Pfizer Inc.	9,02	3,42
Sanofi	12,93	3,81
AstraZeneca PLC	30,75	6,20
Merck & Co., Inc.	13,35	4,90
Bayer Aktiengesellschaft	15,01	2,20
Genomsnitt	17,42	4,40
Median	14,49	4,37
Auxesis Pharma (2022 – 2026E)	1,87	0,37

Källa: Yahoo Finance per 2022-04-29

- Avkastningsvärdet på den obelånade rörelsen (EV = Enterprise Value) i Auxesis Pharma Holding AB beräknas inom intervallet 132 805 – 238 695 TSEK med ett riktvärde om 176 480 TSEK. Med Enterprise value avses värdet av rörelsen, d.v.s. värdet idag av den framtida avkastning som rörelsen förväntas ge upphov till i framtiden bortsett ifrån hur man väljer att finansiera bolaget. Riktvärdet om 176 480 TSEK utgör den bästa uppskattningen av värdet på den obelånade rörelsen för Auxesis Pharma Holding AB givet i rapporten beskrivet scenario.
- Mittvärde för vägd kapitalkostnad (WACC) uppgår till 33,9% med underliggande uträkning under avsnittet WACC.
- För att erhålla värdet på aktierna i Bolaget ska räntebärande skuldsättning och finansiella tillgångar beaktas. Auxesis Pharma Holding AB har långfristig skuldsättning om 9 595 TSEK i form av konvertibellån samt kortfristig skuldsättning till för bolagen närstående personer om 995 TSEK att beakta per 2022-01-01. Bolaget har dock även finansiella tillgångar i form av bankmedel som uppgår till 1 096 TSEK. Det bör även noteras att det finns koncerninterna tillgångar och skulder mellan bolagen i koncernen Auxesis Pharma Holding AB. I denna värderingsrapport värderas dock Auxesis Pharma Holding AB som en koncern och därav tar dessa poster ut varandra. Detta ger en total finansiell nettoskuld om 9 494 TSEK (1 096 – 9 595 – 995) och motiverar en negativ justeringspost om motsvarande värde baserat på balansräkning per 2022-01-01.
- För att erhålla värdet på aktierna i bolaget skall även bolagets likviditetskrav beaktas. Likviditetskravet i rörelsen syftar till att en ny ägare inte tar över ett underfinansierat bolag med problem att sköta sina åtagandet på kort sikt. För att bedöma bolagets likviditetskrav och nettobehovet av rörelsekapital (net working capital) krävs analys av bolagets historiska utveckling i balansräkningen på månatlig basis under en relativt lång tidsperiod, vilket inte ligger inom ramen för detta värderingsarbete. Likviditetskravet. En grov uppskattning och schablonbedömning av justeringsposten kan utföras genom analys av bolagets löpande kostnader. En grov uppskattning är att likviditetskravet uppgår till 1 541 TSEK vilket motsvarar bolagets genomsnittliga kostnader under en 3-månaders period under år 2021. Det beräknade likviditetskravet beräknas enligt följande: (omsättning x likviditetskrav på 308,1%) och detta ger en negativ justeringspost om – 1 541 TSEK.
- Avkastningsvärderingen kan även jämföras med relativvärderingen av jämförbara bolag genom analys av multiplarna EV/EBITDA och EV/Sales. Av bilden upp till höger framgår det att genomsnittet i EV/EBITDA-multiplerna för jämförbara noterade bolag uppgår till 17,42x vilket är betydligt högre än EV/EBITDA-multiplerna för Auxesis Pharma Holding AB som uppgår till 1,87x baserat på genomsnittet i EBITDA under prognosperioden 2022 – 2026. EV/EBITDA-multiplerna för Auxesis Pharma Holding AB bedömer vi dock ligga i linje med förväntningarna beaktat bolagets specifika situation och risk. Auxesis Pharma Holding AB är ett litet onoterat FoU-bolag med en annan risksituation i jämförelse med bolagen ovan, vilket motiverar en stor rabatt vid jämförelsen.
- Den samlade slutsatsen baserat på analysen av multiplar är att avkastningsvärderingen inom intervallet 132 805 – 238 695 TSEK med ett riktvärde om 176 480 TSEK utgör en rimlig värdering på den obelånade rörelsen (EV). Beaktat bolagets nuvarande nettoskuld och likviditetskrav är slutsatsen att riktvärdet om 165 445 TSEK utgör den bästa uppskattningen av aktievärdet för 100% av aktierna i Auxesis Pharma Holding AB per 2022-01-01 givet i rapporten beskrivet scenario. Vid framtida investeringar eller förvärv av bolag inom koncernen Auxesis Pharma Holding AB skall dock bolagets finansiella nettoskuld och likviditetskrav beaktas vid aktuella transaktionsdatum (closing), där en genomgående analys av bolagets historiska nettobehov av rörelsekapital rekommenderas.

Inledning

Denna rapport ("Rapport") har upprättats för Auxesis Pharma Holding AB ("Bolaget") i samband med värderingen av ett scenario för Auxesis Pharma Holding AB där bolaget inleder en lansering av bolagets smärtstillande hudpreparat ASA.P och Coxypet under år 2023 Rapporten har upprättats i enlighet med vårt, Fintegrity AB:s ("Fintegrity"), uppdragsbrev daterat 2022-04-13 och översända allmänna villkor. Rapporten är konfidentiell och endast avsedd för vår uppdragsgivare. Den får delges företagsledning, styrelse och huvudägare samt av dessa anlitate rådgivare kring frågeställningar som anknyter till Rapporten. Den får inte spridas till någon tredje part utan vårt föregående skriftliga medgivande, vilket vi står oss fritt att ge, förvägra eller ge med villkor. Fintegrity accepterar inte något ansvar i förhållande till någon tredje part, och avsäger sig ansvar från konsekvenserna av att någon tredje part agerar eller underlåter att agera till följd av att ha förlitat sig på rapporten. Om ni behöver några klagöranden eller mer information, vänligen kontakta oss.

David Filipsson
Vd - Fintegrity AB
david.filipsson@fintegrity.se
0723-41 60 00

Peter Olsson
Analytiker - Fintegrity AB



Uppdrag och syfte

Fintegrity har fått i uppdrag av Roar Adelsten och Lars Larsson ("Företagsledningen") att utföra en scenariovärdering av Auxesis Pharma Holding AB inför att bolaget lanserar bolagets smärtstillande hudpreparat ASA.P och CoxyPet under år 2023. Syftet är att bedöma marknadsvärdet av samtliga aktier i Auxesis Pharma Holding AB inför lanseringen av produkterna per 2022-01-01 ("Värderingsdatum") givet att Bolaget lyckas uppfylla de antaganden som beskrivs och genomföra de aktiviteter som beskrivs i scenariot.

OBS! Syftet med Fintegritys arbete är att beskriva ett givet, ej ännu uppfyllt scenario, och ta fram ett underlag som kan tjäna som diskussionsunderlag inför framtida investeringar och ägarförändringar i Bolaget. Bedömt värde i rapporten representerar en bedömning baserat på ett ej ännu uppfyllt scenario och prognoser som har angivits av företagsledningen. Bedömt värde i denna rapport ska alltså inte ses som vår kvalificerade bedömning av bolagets aktuella marknadsvärde av samtliga aktier med befintliga resurser och förutsättningar som utgångspunkt.

Källor och tillhandahållen information

Bedömt värde i rapporten representerar vår kvalificerade bedömning baserat på tillgängligt material samt tillvägagångssätt beskrivna i denna rapport. Den information och de källor som använts listas i Bilaga 1. Vi vill dock understryka att värdering inte är en exakt vetenskap utan har inslag av subjektiv bedömning, varför olika aktörer kan komma till olika slutsatser om marknadsvärdet av ett bolag. Vi har inom ramen för detta uppdrag inte utfört någon granskning eller revision av det material och de uppgifter vi erhållit från Bolaget. Företagsledningen i Bolaget har tillställts ett utkast av denna rapport. Företagsledningens synpunkter på verksamhetsbeskrivning, finansiell historik och prognoser har beaktats i föreliggande rapport.

Definition av marknadsvärde

Med marknadsvärde menas det förväntade pris till vilken en överlåtelse skulle ske på en öppen och oreglerad marknad mellan en villig köpare och en villig säljare, då köparen inte är tvingad att köpa och säljaren inte är tvingad att sälja och båda har likvärdig och relevant information. Priset vid en faktisk överlåtelse kan avvika från ett bedömt marknadsvärde bland annat till följd av förhållanden i den specifika överlåtellesituationen, såsom t ex parternas subjektiva bedömningar av målbolagets utvecklingsmöjligheter, risksituation, förhandlingsstyrka samt möjliga synergieffekter.

Värderingsmetoder

Avkastningsvärdering innebär att värdet härleds genom en diskontering av företagets eller rörelsens förväntade framtida kassaflöde. Kassaflödet nuvärdesberäknas med en diskonteringsränta som återspeglar en vägd kapitalkostnad för eget kapital och lånefinansiering efter skatt, för att spegla investeringens relativa risk samt tidsvärdet av pengar. För att erhålla värdet på aktierna justeras värdet på rörelsen med hänsyn till bolagets befintliga finansiella struktur.

Relativvärdering innebär att ett företags värde härleds utifrån hur liknande bolag har prissatts på börsen, eller har prissatts vid transaktioner. Utgångspunkten för värderingen är att den prissättning som observeras redovisar andra aktörers bedömning av det jämförbara bolagets risksituation (kalkylränta) och tillväxtpotential, vilket kan vara relevant som underlag för den aktuella värderingen.

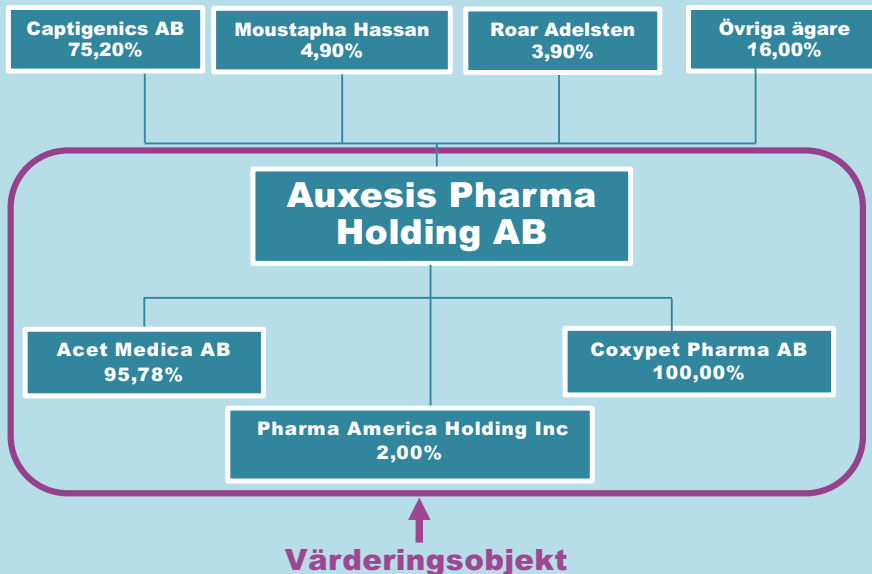
Substansvärdering innebär en justering av balansräkningen med hänsyn till över- och undervärden i tillgångar och skulder. Eventuella över- och undervärden i tillgångar och skulder baseras på deras avkastningsförmåga.

Värderingsansatser

Vi har valt att använda avkastningsvärdering som värderingsansats avseende Auxesis Pharma Holding AB per 2022-01-01 i syfte att bedöma marknadsvärdet av samtliga aktier i bolaget givet i rapporten beskrivet scenario.

Företagsbeskrivning

Ägar- och koncernstruktur



SWOT

Styrkor

- Kompetent team med ledande forskare i området
- Internationella samarbetspartners
- SME-status från EMA
- FoU-portfölj med preparat för flera marknader
- Höga inträdesbarriärer

Svagheter

- Liten organisation med stort personberoende
- Står inför lansering och känslig expansionsfas
- Reglerade marknader där lansering kräver tillstånd
- Långa cykler från forskning till produkt

Möjligheter

- Global marknadspotential
- Patenterbara produkter
- Fler strategiska partners
- Fortsatta FoU-satsningar
- Produkter med breda användningsområden för både människor och djur
- Inriktning mot kosmetika

Hot

- Konkurrens från resursstarka aktörer
- Kapitalbehov för att genomföra lansering och expansion

- Av ägar- och koncernstrukturen upp till vänster framgår att Auxesis Pharma Holding AB är moderbolag inom koncernen som även består av dotterbolagen Acet Medica AB och Coxypet Pharma AB. Auxesis Pharma Holding AB innehar även ägande i det amerikanska bolaget Pharma America Holding Inc genom ett joint venture-samarbete som i nuläget uppgår till 2,00% av aktierna.. Ägandet i det amerikanska bolaget kan dock komma att öka och uppgå till 20% efter att produkterna lanserats och samarbetet medför att koncernen har tillgång till och snabbt kan leverera till den nordamerikanska marknaden. I denna värderingsrapport är det koncernen i sin helhet för Auxesis Pharma Holding AB som är i fokus och koncernen kommer fortsättningsvis vara synonymt med förkortningen "Auxesis Pharma" i denna rapport.

Bolagets verksamhet och produkter – FoU-bolag med ledande forskning inom aspirin och smärtstillande hudpreparat

- Auxesis Pharma är ett FoU-bolag som bedriver forskning inom smärtstillande läkemedel som kan användas direkt på huden. Bolaget har ett internationellt välkänt forskarteam vid Karolinska Institutet som har bedrivit forskning inom området sedan 2016. Auxesis Pharma har nyligen uppnått SME-status av Europeiska läkemedelsmyndigheten (EMA) vilket innebär att bolaget får assistens av EMA i större grad genom stegen som krävs för att utveckla marknadsgodkända produkter.
- Bolagets primära produkt som står inför lansering är ASA.P som är ett preparat som bygger på aspirin (acetylsalicylsyra) i flytande form som innebär att preparatet kan appliceras på huden genom flytande spray vilket medför att preparatet verkar smärtstillande lokalt och direktverkande mot huden, och biverkningar som kan uppstå genom att preparatet går ut blodet reduceras. ASA.P är ett receptfritt läkemedel och kommer distribueras och säljas utan krav på medicinska recept där användningsområdena är mot åkommor som munsår, insektsbett, brännskador från brännässlor, maneter och solbränna samt infektioner. Preparatet är användbart för djur och koncernen bedriver även forskning för att preparatet skall lanseras som djurläkemedel genom koncernbolaget Coxypet Pharma AB under varumärket CoxyPet. Samtliga produkter är varumärkesskyddade. På sikt även möjlighet att använda preparatet inom kosmetikabranschen. Läkemedel är en reglerad bransch som kräver tillstånd för lansering och ASA.P befinner sig fortfarande i tillståndprocessen där preparatet beräknas genomgå de sista stegen under hösten 2022 genom en klinisk studie utförd på människor med en kommande marknads lansering under första kvartalet 2023. Bolaget kommer även att lämna in en patentansökan avseende ASA.P för att skydda produkten inför lanseringen.

Affärsmodell och strategi – Licensiering av läkemedlet och distribution genom strategiska partners banar för snabb expansion

- Bolaget har ett etablerat samarbete med ett bolag i USA vilket innebär att bolaget har goda möjligheter att snabbt och effektivt kunna lansera och distribuera ASA.P på den nordamerikanska marknaden när preparatet är marknadsgodkänt. Bolaget planerar dock att lansera produkten ASA.P i Sverige och EU som ett första steg för att sedan inleda en internationell expansion i takt med att preparatet godkänns på fler marknader och bolagets planerade affärsmodell består i licensiering av preparatet där internationella aktörer tillverkar och distribuerar preparatet på globala marknader, vilket banar för en snabb internationell expansion med hög tillväxt.

Marknad

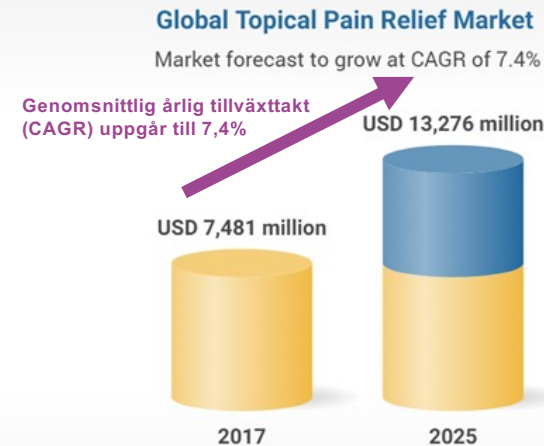
Marknader i tillväxt och ökat behov av smärtlindring

- Smärta skapar obehag för människor världen över vilket skapar ett behov av framtagandet av lösningar, läkemedel och preparat som minskar människors smärta och lidande. Den globala marknaden för smärtlindring beräknas även växa betydligt under de kommande åren och enligt branschbedömare som Research and Markets beräknas den globala marknaden för smärtlindring uppgå till 13 276 miljoner USD under år 2025 vilket kan jämföras med 7 481 miljoner USD under år 2017. Detta motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxttakt (CAGR – Compound Annual Growth Rate) om 7,4% under åren 2018 - 2025, vilket framgår av bilden upp till höger. Den växande marknaden för smärtlindring drivs bland annat av ökad reumatism och smärtor för åkommor som härrör från sjukdomar som blir allt mer förekommande med en allt äldre befolkning samt en ökad användning av smärtlindring av människor verksamma inom idrotter.
- En betydelsefull strukturell förändring som driver en ökad användningen av smärtlindringen är den nya generationens läkemedel kommer att ge upphov till färre biverkningar och färre miljöskadliga effekter då oral dosering av smärtlindrande preparat kan ersättas lokalt verkande gel och spray. Detta innebär att smärtlindringen enbart verkar på det hudområde som är utsatt för smärta istället för hela kroppen och innebär dessutom att flera potentiellt skadliga ämnen kommer ut i naturen genom avloppet.
- Baserat på ovanstående förändringar gällande doseringen av smärtlindrande preparat är bedömningen att Auxesis Pharmas forskning och kommande produkter ligger rätt i tiden och bolaget har produkter som är väl positionerade för att dra fördel av dessa förändringar och vinna marknadsandelar, och banar för en stor marknadspotential med hög framtida tillväxt. Auxesis Pharma beräknas även kunna erbjuda liknande preparat som kommer kunna appliceras på djur. Detta utgör ytterligare en stor marknadspotential då husdjur får en allt större betydelse i människors liv och många djurägare besöker veterinären oftare och spenderar allt mer pengar på sina djur.

Bransch med etableringshinder banar för god lönsamhet

- Marknaden för läkemedel är en reglerad marknad både när det gäller receptbelagda och receptfria läkemedel. Detta innebär att lanseringen av marknadsgodkända produkter föregås av forskning och tillståndprocesser med långa cykler och att produkterna ofta är patenterbara. Genom att branschen är patentintensiv samt svårigheten och ledtiden med att lansera produkter skapas även etableringshinder för konkurrerande aktörer och medför att en god prisbild kan upprätthållas vilket banar för god lönsamhet. Detta illustreras även av grafen ned till höger som visar den genomsnittliga lönsamheten inom läkemedelssektorn. Av grafen framgår bland annat att den genomsnittliga EBITDA-marginalen uppgick till ca 30% under år 2017 och ca 25% under åren 2018 – 2019. Bedömningen är därav att det finns goda möjligheter för Auxesis Pharma att uppnå en hög lönsamhet och starka EBITDA-marginaler vid lanseringen av bolagets produkter.

Globala marknaden för smärtlindring



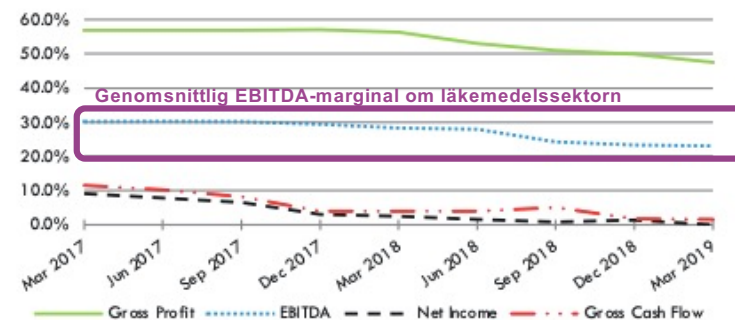
Källa: [researchandmarkets.com](https://www.researchandmarkets.com)

<https://www.researchandmarkets.com/reports/4603649>

RESEARCH AND MARKETS
THE WORLD'S LARGEST MARKET RESEARCH STORE

EBITDA-marginal om läkemedelssektorn

Median Gross Profit, EBITDA, Net Income, and Gross Cash Flow Margins

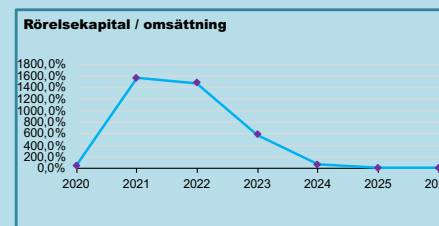
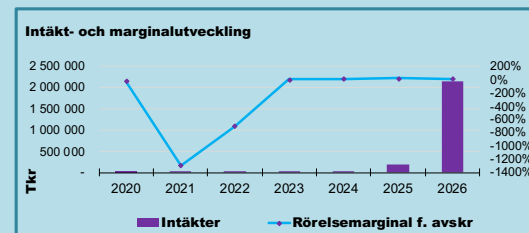
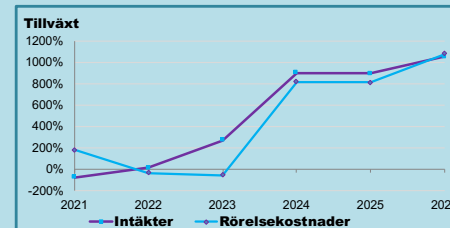


Källa: Cogent Valuation



Finansiell analys

Analys	Historik*		Prognosperioden				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Koncernen Auxesis Holding AB							
Intäkter	1 939	441	500	1 845	18 600	186 002	2 155 021
Kostnader	-2 193	-6 162	-4 000	-1 716	-15 810	-145 175	-1 724 017
Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-254	-5 721	-3 500	129	2 790	40 827	431 004
Avskrivning goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat före avskrivning av goodwill (EBITA)	-254	-5 721	-3 500	129	2 790	40 827	431 004
Avskrivningar	0	0	0	-534	-1 007	-2 817	-107 751
Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-254	-5 721	-3 500	-405	1 783	38 010	323 253
Investeringar	307	2 369	3 000	5 000	10 000	18 600	107 751
Rörelsekapital	993	6 902	7 400	13 469	26 970	37 200	172 402
Tillväxt							
Intäkter	n.a.	-77,3%	13,4%	269,0%	908,1%	900,0%	1058,6%
Kostnader	n.a.	181,0%	-35,1%	-57,1%	821,4%	818,2%	1087,5%
EBITDA	n.a.	2152,4%	-38,8%	-103,7%	2060,3%	1363,3%	955,7%
EBITA	n.a.	2152,4%	-38,8%	-103,7%	2060,3%	1363,3%	955,7%
EBIT	n.a.	2152,4%	-38,8%	-88,4%	-540,4%	2031,8%	750,4%
Marginaler							
EBITDA	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	7,0%	15,0%	22,0%	20,0%
EBITA	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	7,0%	15,0%	22,0%	20,0%
EBIT	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	-21,9%	9,6%	20,4%	15,0%
Kapitalbindning							
Investeringar / intäkter	15,8%	537,2%	600,0%	271,0%	53,8%	10,0%	5,0%
Rörelsekapital / intäkter	51,2%	1565,1%	1480,0%	730,0%	145,0%	20,0%	8,0%



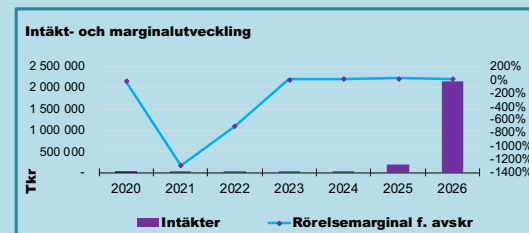
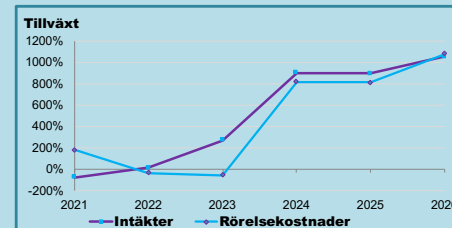
Utgångspunkter och antaganden som ligger till grund för denna scenariovärdering

- Bolaget når godkända resultat i de återstående stegen i tillståndprocessen under år 2022 och lanserar ASA.P på större marknader under år 2023 och når en omsättning om 1 845 TSEK och 18 600 TSEK under år 2024
- Bolaget når framgång i forskningsarbetet med CoxyPet och etablerar löpande fler samarbeten med internationella aktörer vilket resulterar i bred internationell närvaro och marknad från och med år 2025 vilket genererar en omsättning om 186 002 TSEK under år 2025 som ökar till 2 155 021 TSEK under år 2026 när samarbeten på internationella marknader får fullt genomslag
- Bolaget lyckas med att finansiera kapitalbehovet om ca 40 000 TSEK under åren 2022 – 2024 för att genomföra lanseringen och expansionen och erhåller patent på större marknader
- Bolaget uppnår en uthållig EBITDA-marginal om 20,0% på längre sikt
- **Intäkter:** Genom att Auxesis är ett bolag inom FoU under uppstartfasen har bolaget inte genererat några betydande intäkter historiskt och de intäkterna som framgår av redovisningen är framför aktiverade utvecklingskostnader och konsultinsatser. Genom att bolagets produkter fortfarande genomgår stabilitetsstudier och kliniska prövningar för att bli godkända bedöms intäkterna vara relativt blygsamma även år 2022 och uppgå till 500 TSEK vilket består av intäkter från konsulttjänster. Produkterna beräknas genomgått alla tillståndprocesser och vara marknadsredo under år 2023 och genom att de första volymerna lanseras på marknaden beräknas även produkterna generera de första intäkterna som beräknas uppgå 1 845 TSEK under år 2023. Bedömningen är att produkterna når en bredare spridning under år 2024 genom att bolagets samarbetspartners kanalisera ut produkterna på marknaden vilket även resulterar i ökade försäljningsvolymerna och intäkterna beräknas öka till 18 600 TSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt om 908,1%.

*Noterbart är att räkenskapsår 2021 baseras på preliminär resultat- och balansräkning och ännu inte genomgått revision

Finansiell analys (forts.)

Analys	Historik*		Prognosperioden				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Koncernen Auxesis Holding AB							
Intäkter	1 939	441	500	1 845	18 600	186 002	2 155 021
Kostnader	-2 193	-6 162	-4 000	-1 716	-15 810	-145 175	-1 724 017
Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-254	-5 721	-3 500	129	2 790	40 827	431 004
Avskrivning goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat före avskrivning av goodwill (EBITA)	-254	-5 721	-3 500	129	2 790	40 827	431 004
Avskrivningar	0	0	0	-534	-1 007	-2 817	-107 751
Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-254	-5 721	-3 500	-405	1 783	38 010	323 253
Investeringar	307	2 369	3 000	5 000	10 000	18 600	107 751
Rörelsekapital	993	6 902	7 400	13 469	26 970	37 200	172 402
Tillväxt							
Intäkter	n.a.	-77,3%	13,4%	269,0%	908,1%	900,0%	1058,6%
Kostnader	n.a.	181,0%	-35,1%	-57,1%	821,4%	818,2%	1087,5%
EBITDA	n.a.	2152,4%	-38,8%	-103,7%	2060,3%	1363,3%	955,7%
EBITA	n.a.	2152,4%	-38,8%	-103,7%	2060,3%	1363,3%	955,7%
EBIT	n.a.	2152,4%	-38,8%	-88,4%	-540,4%	2031,8%	750,4%
Marginaler							
EBITDA	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	7,0%	15,0%	22,0%	20,0%
EBITA	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	7,0%	15,0%	22,0%	20,0%
EBIT	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	-21,9%	9,6%	20,4%	15,0%
Kapitalbindning							
Investeringar / intäkter	15,8%	537,2%	600,0%	271,0%	53,8%	10,0%	5,0%
Rörelsekapital / intäkter	51,2%	1565,1%	1480,0%	730,0%	145,0%	20,0%	8,0%

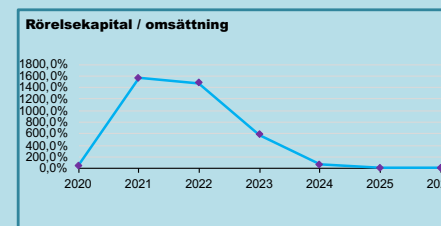
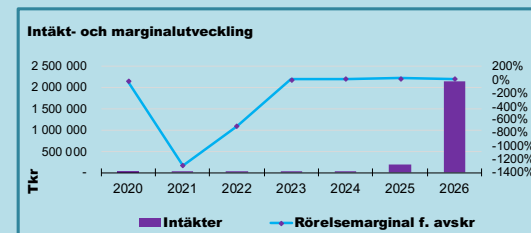
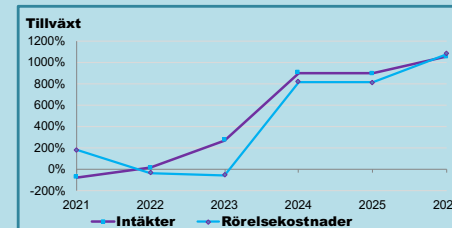


- **Intäkter (forts.):** Bolaget bedöms ha etablerat samarbeten med distributörer på flertalet strategiska marknader med ett internationellt distributionsnätverk från och med år 2025 vilket även påverkar omsättningen markant som beräknas öka till 186 002 TSEK och motsvarar en omsättningstillväxt om 900%. Bedömningen är att bolaget når sin fulla potential i distributionsnätverket och på den globala marknaden under år 2026 vilket medför att omsättningen ökar till 2 155 021 TSEK. Den uthålliga tillväxten på lång sikt beräknas till 2,5% vilket ligger i nivå med den allmänna makroekonomiska utvecklingen och Riksbankens inflationsmål.
- **Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA):** Genom att bolaget står inför lansering och går in i kommersialiseringsfasen under år 2023 har bolaget inte uppnått någon lönsamhet ännu och bolagets rörelseresultat EBITDA uppgick till - 5 721 TSEK under år 2021. Genom bolaget fortsatt kommer att behöva arbeta med tillståndprocesser för att förbereda och göra produkterna marknadsredo beräknas även rörelseresultatet EBITDA vara negativt under år 2023 och uppgå till - 3 500 TSEK. Bolagets organisation är i nuläget liten och bolaget har en slimmad kostnads massa vilket medför att bolaget beräknas nå break-even vid lanseringen under år 2023 och EBITDA-marginalen beräknas uppgå till 7,0%. I takt med att bolaget genomför satsningar inom marknadsföring och når ökade försäljningsvolymerna ger volymerna även utslag i lönsamheten som successivt stärks och EBITDA-marginalen beräknas öka till 15,0% under år 2024. Ökade volymer ger även upphov till skalbarhet i produktionen och distributionen och bedömningen är därav att volymerna ger hävstång i lönsamheten och EBITDA-marginalen beräknas öka till 22,0% under år 2025. Bolaget innehar patent för produkterna vilket medför att bolaget har möjlighet att styra prissättningen och att produkterna inte är lika konkurrensutsatta som produkter som är öppna för fri konkurrens. För att nå en stark position på marknader och stor internationell spridning genom distributionsnätverk och därigenom stora försäljningsvolymerna är dock bedömningen att bolaget på sikt behöver erbjuda kvantitetsrabatter i prissättningen, vilket påverkar prissättningen och lönsamheten. EBITDA-marginalen beräknas därmed bli lägre under år 2026 och uppgå till 20,0%. EBITDA-marginalen om 20,0% bedöms även utgöra en uthållig nivå på längre sikt och ligger även i linje med läkemedelsbolag, bolag inom medtech och forskningsintensiva bolag.

*Noterbart är att räkenskapsår 2021 baseras på preliminär resultat- och balansräkning och ännu inte genomgått revision

Finansiell analys (forts.)

Analys	Historik*		Prognosperioden				
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Koncernen Auxesis Holding AB							
Intäkter	1 939	441	500	1 845	18 600	186 002	2 155 021
Kostnader	-2 193	-6 162	-4 000	-1 716	-15 810	-145 175	-1 724 017
Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-254	-5 721	-3 500	129	2 790	40 827	431 004
Avskrivning goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Rörelseresultat före avskrivning av goodwill (EBITA)	-254	-5 721	-3 500	129	2 790	40 827	431 004
Avskrivningar	0	0	0	-534	-1 007	-2 817	-107 751
Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-254	-5 721	-3 500	-405	1 783	38 010	323 253
Investeringar	307	2 369	3 000	5 000	10 000	18 600	107 751
Rörelsekapital	993	6 902	7 400	13 469	26 970	37 200	172 402
Tillväxt							
Intäkter	n.a.	-77,3%	13,4%	269,0%	908,1%	900,0%	1058,6%
Kostnader	n.a.	181,0%	-35,1%	-57,1%	821,4%	818,2%	1087,5%
EBITDA	n.a.	2152,4%	-38,8%	-103,7%	2060,3%	1363,3%	955,7%
EBITA	n.a.	2152,4%	-38,8%	-103,7%	2060,3%	1363,3%	955,7%
EBIT	n.a.	2152,4%	-38,8%	-88,4%	-540,4%	2031,8%	750,4%
Marginaler							
EBITDA	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	7,0%	15,0%	22,0%	20,0%
EBITA	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	7,0%	15,0%	22,0%	20,0%
EBIT	-13,1%	-1297,3%	-700,0%	-21,9%	9,6%	20,4%	15,0%
Kapitalbindning							
Investeringar / intäkter	15,8%	537,2%	600,0%	271,0%	53,8%	10,0%	5,0%
Rörelsekapital / intäkter	51,2%	1565,1%	1480,0%	730,0%	145,0%	20,0%	8,0%



- Investeringar:** Genom att bolaget utvecklar läkemedelsprodukter bedriver bolaget en FoU-intensiv verksamhet som kräver investeringar i utvecklingsarbete och bolagets aktiverade utvecklingskostnader uppgick till 2 369 TSEK under år 2021. Bolaget beräknas även behöva genomföra fortsatta satsningar inom FoU för att förfina och vidareutveckla produkterna under kommande år och investeringsbehovet beräknas uppgå till 3 000 TSEK under år 2022 och 5 000 TSEK under år 2023. För att bibehålla positionen som en ledande aktör inom receptfria hudpreparat inom aspirin och fortsatt vara i framkant inom området är även bedömningen att bolaget kommer att behöva genomföra satsningar för att ta fram och utveckla nästa generations preparat samt utöka forskningsarbetet inom farmaceutisk kosmetika och investeringsbehovet beräknas uppgå till 10 600 TSEK under år 2024 och 18 600 TSEK under år 2025. Avskrivningstiden för FoU-insatserna beräknas uppgå till 20 år. På lång sikt är dock bedömningen att investeringsbehovet och avskrivningarna ligger i paritet med varandra och genom att Auxesis är ett FoU-intensivt bolag är bedömningen att investeringsbehovet i FoU uppgår till 5,0% av omsättningen under år 2026 vilket ger ett investeringsbehov om 107 751 TSEK. Investeringsbehovet förhåller sig sedan i procentuell paritet till intäkterna med en tillväxttakt om 2,5%.
- Rörelsekapital:** Rörelsekapitalet utgörs av bolagets rörelsedrivande tillgångar och skulder, så som kundfordringar och leverantörsskulder. Genom att bolagets omsättning beräknas att vara väldigt blygsam under de kommande åren beräknas även rörelsekapitalbindningen i procent av omsättningen att vara hög och uppgå till 1480,0% under år 2022 och 730,0% under år 2023. I takt med att bolagets omsättning ökar kommer dock rörelsekapitalbindningen i procent av omsättningen att successivt avta och bedömningen är att rörelsekapitalbindningen minskar till 145,0% under år 2024. I takt med att bolaget fortsätter växa är dock bedömningen att bolagets förhandlingsstyrka gentemot leverantörer och kunder stärks vilket medför effektivare rörelsekapitalbindning och rörelsekapitalbindningen beräknas uppgå till 20,0% under år 2025 för att avta till 8,0% från och med år 2026.

*Noterbart är att räkenskapsår 2021 baseras på preliminär resultat- och balansräkning och ännu inte genomgått revision

WACC – Vägd kalkylränta att diskontera kassaflöden med

WACC	
Riskfri ränta (Rf)	0,1%
Marknadsriskpremie (Rm)	7,1%
Småbolagspremie	5,0%
Bolagsspecifik premie	25,0%
Avkastning på eget kapital (Re)	37,2%
Låneränta	5,0%
Skatt	20,6%
Långfristig låneränta efter skatt (Rs)	4,1%
Andel eget kapital (E)	90,0%
Andel lånefinansiering (S)	10,0%
Kapitalstruktur	100,0%
Vägd kalkylränta (WACC)	33,9%
WACC = Re * E + Rs * S	

Baseras på avkastningen på en svensk statsobligation med 10 års löptid för perioden 2021-12-01 - 2021-12-31

Baseras på PwC:s studie "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" per maj 2021

Generellt riskpremietillägg då Bolaget är ett noterat mindre bolag

Ett bolagsspecifikt risktillägg om 20,0 procentenheter är motiverat med bakgrund av:

- Liten organisation med stort personberoende
- Bolaget står inför lansering och en känslig kommersialiseringsfas
- Kapitalbehov för att genomföra lansering och expansion

Den långfristiga låneräntan efter skatt beräknas till 4,1% vilket motsvarar den riskfria räntan om 0,1% med ett tillägg om 5,0 %-enheter

Optimal andel eget kapital i förhållande till lånefinansiering uppskattas till 90%

Utifrån dessa antaganden kan den vägda kalkylräntan (WACC) beräknas till 33,9%

Avkastningsvärdering - Framtida kassaflödesberäkning

Fritt kassaflöde						
Koncernen Auxesis Pharma Holding AB	2022	2023	2024	2025	2026	Uthålligt
Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-3 500	-405	1 783	38 010	323 253	331 334
Skatt	0	0	0	-7 393	-66 590	-68 255
Återläggning av avskrivningar	0	534	1 007	2 817	107 751	110 445
Investeringar	-3 000	-5 000	-10 000	-18 600	-107 751	-110 445
Förändring av rörelsekapital	-498	-6 069	-13 502	-10 230	-135 201	-4 310
Fritt kassaflöde	-6 998	-10 939	-20 712	4 604	121 462	258 770

Värdesimulering									
Mittvärde vägd kapitalkostnad	33,9%			Likviditetskrav	308,1%				
Koncernen Auxesis Pharma Holding AB									
Vägd kapitalkostnad (diskonteringsränta)									
	30%	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
Rörelsevärde (Enterprise value)	238 695	220 907	204 723	189 966	176 480	164 131	152 802	142 390	132 805
Finansiell nettoskuld (-)	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494
Justering likviditetskrav	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541
Aktievärde (Equity value)	227 660	209 872	193 689	178 931	165 445	153 096	141 768	131 356	121 771

- **Värderingsansatsen som används vid värderingen är en avkastningsvärdering (DCF-värdering) tillsammans med en kompletterande analys av multiplar för att uppskatta bolagets värde. DCF-värdering innebär att bolagets värde härleds genom att bolagets framtida avkastning diskonteras till den aktuella värderingstidpunkten. Som avkastningsmått i detta fall används det fria kassaflödet vilket är det kassaflöde som genereras av rörelsen och på så sätt kan ses som utdelningsbart över tid och då tillgängligt för aktieägarna. Med diskontering avses att alla framtida fria kassaflöden ifrån rörelsen nuvärdesberäknas med en diskonteringsränta (WACC) som återspeglar vägd kapitalkostnad för eget kapital och lånefinansiering för att spegla bolagets risk och tidsvärdet av pengar. En krona idag är normalt mer värd än en krona imorgon.**

Fritt kassaflöde

- **Beräkning av det fria kassaflödet tar sin utgångspunkt i bolagets rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT) som beräknas till 331 334 TSEK som uthållig nivå och förhåller sig sedan i procentuell paritet till intäkterna med en uthållig tillväxttakt om 2,5%.**
- **Förändring av rörelsekapital baseras på hur relationen mellan rörelsekapitaltillgångar och rörelsekapitalskulder i procent av omsättningen förändras mellan åren där ett minustecken innebär att bolaget binder mer rörelsekapital och vice versa. På sikt bedöms dock rörelsekapitalbindningen öka då detta är en naturlig följd när omsättningen ökar på grund av att behovet av rörelsekapitaltillgångar så som kundfordringar ökar vid högre omsättning vilket påverkar kassaflödet. Bedömningen är att den genomsnittliga rörelsekapitalbindningen och att den uthålliga nivån på lång sikt uppgår till 8,0% av omsättningen.**
- **Av summeringen ovan framgår att bolagets förväntade fria kassaflöde beräknas till 258 770 TSEK som uthållig nivå vilket i likhet med rörelseresultatet sedan förhåller sig i procentuell paritet med en uthållig tillväxttakt om 2,5%.**



Avkastningsvärdering - Framtida kassaflödesberäkning (forts.)

Fritt kassaflöde						
Koncernen Auxesis Pharma Holding AB	2022	2023	2024	2025	2026	Uthålligt
Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-3 500	-405	1 783	38 010	323 253	331 334
Skatt	0	0	0	-7 393	-66 590	-68 255
Återläggning av avskrivningar	0	534	1 007	2 817	107 751	110 445
Investeringar	-3 000	-5 000	-10 000	-18 600	-107 751	-110 445
Förändring av rörelsekapital	-498	-6 069	-13 502	-10 230	-135 201	-4 310
Fritt kassaflöde	-6 998	-10 939	-20 712	4 604	121 462	258 770

Värdesimulering									
Mittvärde vägd kapitalkostnad	33,9%			Likviditetskrav	308,1%				
Koncernen Auxesis Pharma Holding AB									
Vägd kapitalkostnad (diskonteringsränta)									
	30%	31%	32%	33%	34%	35%	36%	37%	38%
Rörelsevärde (Enterprise value)	238 695	220 907	204 723	189 966	176 480	164 131	152 802	142 390	132 805
Finansiell nettoskuld (-)	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494	-9 494
Justerings likviditetskrav	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541	-1 541
Aktievärde (Equity value)	227 660	209 872	193 689	178 931	165 445	153 096	141 768	131 356	121 771

Värdesimulering

- **Mittvärde för vägd kapitalkostnad (WACC) uppgår till 33,9% med underliggande uträkning under avsnittet WACC.**
- **Avkastningsvärdet på den obelånade rörelsen (EV = Enterprise Value) i Auxesis Pharma Holding AB beräknas inom intervallet 132 805 – 238 695 TSEK med ett riktvärde om 176 480 TSEK. Med Enterprise value avses värdet av rörelsen, d.v.s. värdet idag av den framtida avkastning som rörelsen förväntas ge upphov till i framtiden bortsett ifrån hur man väljer att finansiera bolaget. Riktvärdet om 176 480 TSEK utgör den bästa uppskattningen av värdet på den obelånade rörelsen för Auxesis Pharma Holding AB givet i rapporten beskrivet scenario.**
- **För att erhålla värdet på aktierna i Bolaget ska räntebärande skuldsättning och finansiella tillgångar beaktas. Auxesis Pharma Holding AB har långfristig skuldsättning om 9 595 TSEK i form av konvertibellån samt kortfristig skuldsättning till för bolagen närstående personer om 995 TSEK att beakta per 2022-01-01. Bolaget har dock även finansiella tillgångar i form av bankmedel som uppgår till 1 096 TSEK. Det bör även noteras att det finns koncerninterna tillgångar och skulder mellan bolagen i koncernen Auxesis Pharma Holding AB. I denna värderingsrapport värderas dock Auxesis Pharma Holding AB som en koncern och därav tar dessa poster ut varandra. Detta ger en total finansiell nettoskuld om 9 494 TSEK (1 096 – 9 595 – 995) och motiverar en negativ justeringspost om motsvarande värde baserat på balansräkning per 2022-01-01.**
- **För att erhålla värdet på aktierna i bolaget skall även bolagets likviditetskrav beaktas. Likviditetskravet i rörelsen syftar till att en ny ägare inte tar över ett underfinansierat bolag med problem att sköta sina åtagandet på kort sikt. För att bedöma bolagets likviditetskrav och nettobehovet av rörelsekapital (net working capital) krävs analys av bolagets historiska utveckling i balansräkningen på månatlig basis under en relativt lång tidsperiod, vilket inte ligger inom ramen för detta värderingsarbete. Likviditetskravet. En grov uppskattning och schablonbedömning av justeringsposten kan utföras genom analys av bolagets löpande kostnader. En grov uppskattning är att likviditetskravet uppgår till 1 541 TSEK vilket motsvarar bolagets genomsnittliga kostnader under en 3-månaders period under år 2021. Det beräknade likviditetskravet beräknas enligt följande: (omsättning x likviditetskrav på 308,1%) och detta ger en negativ justeringspost om – 1 541 TSEK.**
- **Med beaktande av ovanstående uppskattas avkastningsvärdet av 100% av aktierna i Auxesis Pharma Holding AB i intervallet 121 771 – 227 660 TSEK med ett riktvärde om 165 445 TSEK baserat på information kring bolagets räntebärande skuldsättning och finansiella tillgångar. Riktvärdet om 165 445 TSEK utgör den bästa uppskattningen av aktievärdet för 100% av aktierna i Auxesis Pharma Holding AB per 2022-01-01 givet i rapporten beskrivet scenario. Vid framtida investeringar eller förvärv av bolag inom koncernen Auxesis Pharma Holding AB skall dock bolagets finansiella nettoskuld och likviditetskrav beaktas vid aktuella transaktionsdatum (closing), där en genomgående analys av bolagets historiska nettobehov av rörelsekapital rekommenderas.**

Multiplar

2021	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Historiskt utfall	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	301,15	400,18	541,26
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-23,21	-30,85	-41,72

2022	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	265,61	352,96	477,38
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-37,94	-50,42	-68,20

2023	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	71,98	95,65	129,37
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-328,04	-435,92	-589,59

2024	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	7,14	9,49	12,83
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	74,48	98,98	133,87

Medelvärde för prognosperioden	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Medelvärde under 5 år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	0,28	0,37	0,51
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	1,85	2,46	3,32

- Vid relativvärdering härleds ett företags värde utifrån hur liknande bolag prissätts på börsen eller har prissatts vid transaktioner.
- Som utgångspunkt för jämförelse har följande värderelaterade nyckeltal använts:
 - **EV/Sales:** Värdet av rörelsen i förhållande till omsättning. Multipeln påverkas främst av försäljningstillväxt och dess bruttovinstmarginal och visar vad det kostar att förvärva bolagets försäljning.
 - **EV/EBITDA:** Värdet av rörelsen i förhållande till resultat före avskrivningar. Multipeln beror i stor utsträckning på förväntan om framtida resultatstillväxt samt bolagets uppskattade risk.
 - **EV/EBITA:** Värdet av rörelsen i förhållande till resultat före avskrivningar på goodwill. Multipeln beror i stor utsträckning på förväntan om framtida resultatstillväxt samt bolagets uppskattade risk.
 - **EV/EBIT:** Värdet av rörelsen i förhållande till resultat efter avskrivningar. Multipeln beror på framtida resultatstillväxt men fångar även upp effekter från skilda investeringsnivåer mellan bolagen.

Jämförelsebolag (Peers)

- **Auxesis Pharma** är ett innovativt FoU-bolag med inriktning mot forskning inom aspirin och smärtstillande hudvårdspreparat. Detta medför även att det finns få jämförbara noterade bolag på den svenska marknaden då bolaget är inriktade mot ett verksamhetsområde som domineras av stora internationella företag inom läkemedelsindustrin.
- Av denna anledning utgår vi från internationella läkemedelsbolag som bedriver forskning och utvecklar läkemedel och preparat inom aktuell smärtlindring (topical pain relief). Följande noterade bolag identifieras inom området: Sun Pharmaceutical Industries Limited, Johnson & Johnson, GlaxoSmithKline plc, Pfizer Inc. och Sanofi. Vid jämförelsen inkluderas även stora läkemedelsbolag med liknande verksamhet som AstraZeneca PLC, Merck & Co., Inc. och Bayer Aktiengesellschaft.
- Data för jämförelsebolagen inhämtas från Yahoo Finance per 2022-04-29 och presenteras på nästkommande sidor.

Multiplar (forts.)

2021	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Historiskt utfall	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	301,15	400,18	541,26
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-23,21	-30,85	-41,72

2022	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	265,61	352,96	477,38
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-37,94	-50,42	-68,20

2023	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	71,98	95,65	129,37
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-328,04	-435,92	-589,59

2024	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	7,14	9,49	12,83
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	74,48	98,98	133,87

Medelvärde för prognosperioden	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Medelvärde under 5 år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	0,28	0,37	0,51
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	1,85	2,46	3,32

Multiplar EV/EBITDA EV/Sales

Jämförelsebolag

Sun Pharmaceutical Industries Limited

Johnson & Johnson

GlaxoSmithKline plc

Pfizer Inc.

Sanofi

AstraZeneca PLC

Merck & Co., Inc.

Bayer Aktiengesellschaft

Genomsnitt

Median

Auxesis Pharma (2022 – 2026E)

Källa: Yahoo Finance per 2022-04-29

21,85	5,63
22,44	5,18
13,97	3,84
9,02	3,42
12,93	3,81
30,75	6,20
13,35	4,90
15,01	2,20
17,42	4,40
14,49	4,37
1,87	0,37

Jämförelse med noterade bolag

- Av tabellen ovan framgår att genomsnittet i multipeln EV/EBITDA för stora internationella bolag inom läkemedelsindustrin uppgår till 17,42x och att genomsnittet i EV/Sales uppgår till 4,40x baserat på aktuell data.
- Genom att Auxesis Pharma är ett bolag i ett tidigt skede som står inför lansering och kommersialiseringsfas under de kommande åren har bolaget ännu inte byggt upp en bolagsstruktur och organisation som uppnått lönsamhet, och av denna anledning är det problematiskt att jämföra EV/EBITDA-multiplarna för Auxesis Pharma under de närmast kommande åren med genomsnittet för de noterade bolagen ovan. Bolagets tidiga fas medför även att det är problematiskt att jämföra med EV/Sales-multiplarna då Auxesis Pharma kommer att generera de första intäkterna från forskningsresultatet och produkterna under år 2023 med en hög tillväxttakt under efterföljande år.
- Av ovanstående anledning utgår vi från den genomsnittliga EV/EBITDA-multiplern under prognosperioden 2022 – 2026. Bedömningen är att EV/EBITDA-multiplern är mest relevant vid jämförelsen på grund av det framför allt är framtida lönsamhet som investerare är intresserad av att förvärva i detta fallet.

Multiplar (forts.)

2021	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Historiskt utfall	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	301,15	400,18	541,26
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-23,21	-30,85	-41,72

2022	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	265,61	352,96	477,38
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-37,94	-50,42	-68,20

2023	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	71,98	95,65	129,37
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-328,04	-435,92	-589,59

2024	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	7,14	9,49	12,83
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	74,48	98,98	133,87

Medelvärde för prognosperioden	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Medelvärde under 5 år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	0,28	0,37	0,51
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	1,85	2,46	3,32

Multiplar EV/EBITDA EV/Sales

Jämförelsebolag

Sun Pharmaceutical Industries Limited

Johnson & Johnson

GlaxoSmithKline plc

Pfizer Inc.

Sanofi

AstraZeneca PLC

Merck & Co., Inc.

Bayer Aktiengesellschaft

Genomsnitt

Median

Auxesis Pharma (2022 – 2026E)

Källa: Yahoo Finance per 2022-04-29

21,85	5,63
22,44	5,18
13,97	3,84
9,02	3,42
12,93	3,81
30,75	6,20
13,35	4,90
15,01	2,20
17,42	4,40
14,49	4,37
1,87	0,37

Jämförelse med noterade bolag (forts.)

- Lönsamhetsmultiplar som EV/EBITDA rekommenderas även i de riktlinjer för värderingen av onoterade bolag som presenteras i International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines 2018. Riktlinjerna utformade av IPEV och accepteras som best practice av ett stort antal nationella organisationer för investerare i onoterade innehav. Av tabellen med värderingsmultiplar till vänster framgår att EV/EBITDA-multipeln baserat på genomsnittet i rörelseresultatet EBITDA under prognosperioden 2022 – 2026 uppgår till 1,81x, vilket är betydligt lägre än den genomsnittliga EV/EBITDA-multipeln för de noterade bolagen om 17,42x.

Risikfaktorer och rabatt vid jämförelse av multiplar

- Vid jämförelsen av multiplar skall dock bolagets specifika situation och risk beaktas och mindre bolag värderas vanligtvis med rabatt i förhållande till större bolag. Detta på grund av att små bolag ofta kännetecknas av en annan risksituation vilket innebär att dessa bolag värderas med rabatt i förhållande till större bolag. Detta till följd av att investerare förväntas kompenseras med avkastning i form av en bolagsspecifik avkastningspremie som ett resultat av risksituationen vid en investering i bolaget. Detta benämns vanligen som småbolagsrabatt alternativt småbolagspremie.

Multiplar (forts.)

2021	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Historiskt utfall	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	301,15	400,18	541,26
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-23,21	-30,85	-41,72

2022	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	265,61	352,96	477,38
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-37,94	-50,42	-68,20

2023	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	71,98	95,65	129,37
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-328,04	-435,92	-589,59

2024	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	7,14	9,49	12,83
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	74,48	98,98	133,87

Medelvärde för prognosperioden	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Medelvärde under 5 år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	0,28	0,37	0,51
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	1,85	2,46	3,32

Multiplar EV/EBITDA EV/Sales

Jämförelsebolag

Sun Pharmaceutical Industries Limited	21,85	5,63
Johnson & Johnson	22,44	5,18
GlaxoSmithKline plc	13,97	3,84
Pfizer Inc.	9,02	3,42
Sanofi	12,93	3,81
AstraZeneca PLC	30,75	6,20
Merck & Co., Inc.	13,35	4,90
Bayer Aktiengesellschaft	15,01	2,20
Genomsnitt	17,42	4,40
Median	14,49	4,37
Auxesis Pharma (2022 – 2026E)	1,87	0,37

Källa: Yahoo Finance per 2022-04-29

Risikfaktorer och rabatt vid jämförelse av multiplar (forts.)

- Utöver den generella småbolagsrabatten ovan skall även bolagets specifika situation och risker beaktas. De noterade bolagen ovan är större internationella bolag med högre omsättning, större personalstyrka och mer diversifierade med fler verksamhetsgrenar och större produktutbud vilket medför lägre risker och motiverar högre värdering jämfört med Auxesis Pharma.
- Den lägre EV/EBITDA-multipeln för Auxesis Pharma förklaras därmed av bolagets storlek, specifika situationen och risk som medför att mindre bolag och bolag med högre risk värderas med rabatt i jämförelse med större bolag med lägre risk. Detta samtidigt som en stor del av försäljningen och det genomsnittliga rörelseresultatet EBITDA i som multipeln baseras på ligger relativt långt fram i tiden. Bedömningen är därav att en stor rabatt är motiverad i förhållande till genomsnittet för de noterade bolagen ovan.

Multiplar (forts.)

2021	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Historiskt utfall	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	301,15	400,18	541,26
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-23,21	-30,85	-41,72
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-23,21	-30,85	-41,72

2022	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	265,61	352,96	477,38
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	-37,94	-50,42	-68,20
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-37,94	-50,42	-68,20

2023	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	71,98	95,65	129,37
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1028,29	1366,46	1848,17
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	-328,04	-435,92	-589,59

2024	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Innevarande år + 1	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	7,14	9,49	12,83
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	47,60	63,25	85,55
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	74,48	98,98	133,87

Medelvärde för prognosperioden	Rörelsens värde (EV i TSEK)		
Medelvärde under 5 år	Lägst värde	Medelvärde	Högst värde
Multiplar	132 805	176 480	238 695
EV/Intäkter (Sales)	0,28	0,37	0,51
EV/Rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat för avskrivningar på goodwill (EBITA)	1,41	1,87	2,53
EV/Rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)	1,85	2,46	3,32

EV/EBITDA-multipel inom läkemedelssektorn

	9/30/21	6/30/21	3/31/21	12/31/20	9/30/20	6/30/20	3/31/20	12/31/19
EV/Revenues Multiple	3.5x	3.7x	4.3x	4.2x	4.2x	3.4x	3.4x	3.7x
EV/EBITDA Multiple	11.6x	11.1x	11.4x	12.0x	11.8x	11.3x	11.4x	12.0x
Price/Earnings Multiple	26.3x	16.2x	16.7x	25.5x	29.5x	32.5x	27.3x	29.2x
EV/Gross Cash Flows Multiple	26.7x	20.7x	24.0x	25.8x	29.1x	26.6x	26.3x	26.9x

■ Highest Multiple ■ Lowest Multiple ■ Median Multiple

Källa: Cogent Valuation

Värderingsmultiplar inom läkemedel över tiden

- Värderingsmultiplarna för Auxesis Pharma kan även jämföras med hur värderingsmultiplarna för sektorn läkemedel utvecklats över tiden. Av bilden upp till höger framgår att den genomsnittliga EV/EBITDA-multipeln för sektorn befunnit sig inom intervallet 11,4 – 12,0x under perioden 2019:12 – 2021:06. Detta indikerar att bolag inom läkemedel är en sektor som värderas relativt stabilt över tiden.
- Beaktat de risker och osäkerheter som kännetecknar Auxesis Pharma är dock bedömningen att bolaget skall värderas med en stor rabatt och den genomsnittliga EV/EBITDA-multipeln under perioden 2022 – 2026 uppgår till 1,87x, vilket bedöms utgöra en resonabel multipel.

Slutsats

- Den samlade slutsatsen baserat på analysen av multiplar för jämförbara bolag är att avkastningsvärderingen inom intervallet 132 805 – 238 695 TSEK med ett riktvärde om 176 480 TSEK utgör den bästa uppskattning av värdet på den obelånade rörelsen (EV). För att erhålla värdet på aktierna i bolaget skall dock även bolagets nettoskuld beaktas vid tidpunkten. Beaktat bolagets nuvarande nettoskuld och likviditetskrav är slutsatsen att riktvärdet om 165 445 TSEK utgör den bästa uppskattningen av aktievärdet (100% av aktierna) i Auxesis Pharma Holding AB givet i rapporten beskrivet scenario.

Bilaga 1 – Begränsningar och erhållen information ifrån Bolaget

- Denna Rapport har skrivits i det syfte som redovisats tidigare och vi accepterar inget ansvar för dess användning till andra ändamål än detta.
- Bedömt värde i Rapporten representerar vår kvalificerade bedömning baserat på tillgängligt material samt tillvägagångssätt beskrivna i denna Rapport. Vi vill dock understryka att värdering inte är en exakt vetenskap utan har inslag av subjektiv bedömning, varför olika aktörer kan komma till olika slutsatser om marknadsvärdet av ett bolag.
- Vi har inom ramen för detta uppdrag inte utfört någon ingående granskning eller revision av det material och de uppgifter vi erhållit från Bolaget.
- Kopior av, eller utdrag ur, denna Rapport får ej framställas utan vårt tillstånd till andra än Bolagets ägare, företagsledning och dess rådgivare.
- Som underlag för uppdragets genomförande har vi haft tillgång till följande material:
 - Årsredovisning för år 2021
 - Årsredovisning för år 2020
 - Resultat- och balansräkning per 2021-12-31
 - Aktiebok för Auxesis Pharma Holding AB
 - Pitch deck för koncernen
 - Företagsvärdering av Auxesis Pharma Holding AB utfärdad av Vd-stödet per 2020-05-27
 - Beskrivning av pågående forskning inom smärtlindrande preparat för djur
 - Artikel publicerad av researchandmarkets, "Topical Pain Relief Market by Therapeutic Class, Type, Formulation and Distribution Channel - Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2018-2025", Tillgänglig: <https://www.researchandmarkets.com/reports/4603649/topical-pain-relief-market-by-therapeutic-class>
 - Artikel publicerad av alliedmarketresearch.com, "Topical Pain Relief Market by Therapeutic Class", Tillgänglig: <https://www.alliedmarketresearch.com/topical-pain-relief-market>
 - Publikation utgiven av Cogent Valuation, "Pharmaceuticals – Generics Q3: Quarterly Industry Update", Tillgänglig: <http://cogentvaluation.com/wp-content/uploads/2021/11/Pharmaceuticals-3Q-2021.pdf>
 - Publikation utgiven av IMAP, "Medical Device IMAP M&A Sector Report – Europe", Tillgänglig: https://www.imap.com/media/publications/2021/02/medtech_report_2019_final.pdf
 - Allmän information från bolagets hemsida
- Materialet har kompletterats med muntliga uppgifter lämnade av:
 - Roar Adelsten och Lars Larsson (företagsledningen) i samband med informationsinsamlingsmöte

Bilaga 2 – Värderingsmetoder

- **Avkastningsvärdering (DCF-värdering)**
 - Avkastningsvärdering innebär att värdet härleds genom en diskontering av företagets eller rörelsens förväntade framtida kassaflöde. Avkastningsvärdering används idag vanligtvis som huvudmetod vid värdering av icke börsnoterade bolag.
 - Det kassaflöde som utgör grund för avkastningsvärdeberäkningen är i normalfallet det kassaflöde som rörelsen förväntas generera oberoende av hur bolaget är finansierat. Det innebär att kassaflödet inte är påverkat av t ex prognostiserade räntekostnader eller utdelningar. Däremot belastas rörelsens prognostiserade kassaflöde med skatt, vilket innebär att diskonteringsräntan måste återspegla en vägd kapitalkostnad för eget kapital och lånefinansiering efter skatt. Det avkastningsvärde som beräknas utifrån kassaflödet ger värdet av det operativa kapitalet ("rörelsen") förutsatt en viss fastställd initial rörelsekapitalnivå.
 - För att erhålla värdet av aktierna i ett bolag justeras värdet på rörelsen med hänsyn till bolagets faktiska finansiella struktur vid värderingstidpunkten, d v s minskas med finansiella skulder och ökas med eventuellt överskott av likvida medel samt värden av ej rörelserelaterade tillgångar.
- **Relativvärdering**
 - Relativvärdering innebär att ett företags värde härleds utifrån hur liknande företag prissätts på börsen eller har prissatts vid transaktioner.
 - Vid relativvärdering används prisrelaterade nyckeltal som t ex pris i relation till omsättning, resultat, eller antal anställda. Utgångspunkten för värderingen kan sägas vara att den prissättning som observeras redovisar andra aktörers bedömning av det jämförbara bolagets risksituation (kalkylränta) och tillväxtpotential, vilka således kan vara relevanta som underlag för den aktuella värderingen.
 - Strävan är att finna bolag med så likartad verksamhet och struktur som möjligt i förhållande till det bolag som ska värderas. Det är dock ofta svårt att erhålla information om prissättning vid överlåtelser av aktier i icke börsnoterade bolag. Vidare är kända transaktionspriser dessutom ofta osäkra som jämförelsegrund då de kan vara influerade av förhållanden i den specifika överlåtelssituationen.
 - Skillnader mellan jämförelsebolagen och det bolag som ska värderas avseende bl a storlek och verksamhetsinriktning måste beaktas. Dessa skillnader påverkar affärsrisk samt värdedrivare såsom tillväxtpotential och marginal, vilket motiverar olika nivåer på värde och därav resulterande multiplar.
 - Då jämförelse görs mellan onoterat och noterat bolag måste beaktas den sämre likviditeten i ett innehav av samtliga aktier i det onoterade bolaget relativt likviditeten i ett mindre innehav av börsaktier. Samtliga aktier i bolaget ger dock kontroll över verksamhet och kassaflöde till skillnad från ett innehav av en mindre post börsaktier. Effekten av dessa skillnader är svår att kvantifiera och vi antar därav, enligt rådande praxis, att värdeeffekterna av dessa skillnader tar ut varandra.

Bilaga 2 – Värderingsmetoder (forts.)

- **Substansvärdering**
 - **Substansvärdering innebär en justering av balansräkningen med hänsyn till över- eller undervärden i tillgångar och skulder. Eventuella över- och undervärden i tillgångar och skulder baseras på dessas avkastningsförmåga.**
 - **Substansvärde nämns ofta som en självständig värderingsmetod, men mot bakgrund av att en substansvärdering förutsätter att rörelsen fortsätter att bedrivas ("going concern"), innebär ansatsen ofta en avkastningsvärdering för att på ett korrekt sätt fånga värdet av bolagets immateriella tillgångar samt synergier mellan tillgångar. Fullständigt utförd skall således värdet som substansvärderingen leder till vara detsamma som ett beräknat avkastningsvärde.**
 - **Ofta tillämpas en förenklad form av substansvärdering, där endast materiella tillgångar och skulder upptagna i balansräkningen justeras i de fall verifierbara marknadsvärden finns att tillgå. Det substansvärde som därvid kan beräknas kan användas som grund för jämförelse med, och avstämning av, ett beräknat avkastningsvärde. Skillnaden mellan substansvärdet och det förenklade substansvärdet ska kunna anses representera värdet av immateriella tillgångar inklusive goodwill.**

Bilaga 3 – Avkastningskrav

- **Vägd kapitalkostnad (WACC)**
 - Vid en avkastningsvärdering härleds värdet genom en diskontering av bolagets förväntade framtida kassaflöde. Den kalkylränta som används ska reflektera investeringens relativa risk samt tidsvärdet av pengar.
 - Då kassaflödena prognostiseras utan beaktande av finansiella poster ska den kalkylränta som tillämpas återspegla en vägd kapitalkostnad för eget kapital samt lånefinansiering efter skatt, s k WACC (Weighted Average Cost of Capital).
 - Den generella formeln för WACC presenteras till höger. För en uppskattning av WACC erfordras bedömning av kostnad för långfristig lånefinansiering, avkastningskrav på eget kapital samt skuldsättningsgrad (finansieringsmix).
- **Kostnad för långfristig lånefinansiering**
 - I beräkningen av den vägda kalkylräntan måste hänsyn tas till kostnaden för extern finansiering, såsom lånefinansiering. Den använda låneräntan ska motsvara bolagets kostnad för långfristig extern finansiering.
 - Den generella formeln avseende kostnad för långfristig lånefinansiering presenteras till höger. Låneräntan beräknas genom att addera en riskpremie till den riskfria räntan. Riskpremien ska återspegla den lånemarginal, utöver den riskfria räntan, långgivare skulle kräva för att bevilja långfristiga lån till Bolaget.

$$WACC = K_s * (s\%) + K_e * (e\%)$$

WACC	Vägd kalkylränta
K_s	Kostnad för långfristig lånefinansiering (efter skatt)
s%	Andel lånefinansierat kapital
K_e	Kostnad för eget kapital (Avkastningskrav på eget kapital)
e%	Andel eget kapital

$$K_s = (R_f + \text{lånemarginal}) * (1 - \text{skattesats})$$

K_s	Kostnad för långfristig lånefinansiering (efter skatt)
R_f	Riskfri ränta
Lånemarginal	Skillnaden mellan Bolagets låneränta och den riskfria räntan
Skattsats	Bolagets genomsnittliga skattesats

Bilaga 3 – Avkastningskrav (forts.)

- **Avkastningskrav på eget kapital**
 - **Avkastningskravet på eget kapital fastställs vanligtvis med utgångspunkt från Capital Asset Pricing Model ("CAPM"). Enligt CAPM beräknas avkastningskravet på eget kapital som den riskfria räntan plus en förväntad marknadspremie, utöver den riskfria räntan, multiplicerad med ett mått för marknadsrisken (Beta). Beta är ett mått som speglar en tillgångs risk i förhållande till marknadsens risk.**
 - **Empiriska studier visar att den renodlade CAPM kan underskatta riskpremien för investeringar i bolag med marknadsvärden under ca 5 miljarder kr. Mot bakgrund av detta har vi valt att fastställa avkastningskravet på eget kapital med tillämpning av en CAPM-baserad modell där hänsyn tas till såväl storlek som eventuella bolagsspecifika riskfaktorer. Modellen presenteras till höger.**
- **Skuldsättningsgrad**
 - **Skuldsättningsgraden ska uttrycka en optimal relation mellan lånefinansiering och finansiering med eget kapital, till marknadsvärden, för den aktuella rörelsen.**
 - **Lånefinansieringen ska härvid kunna erhållas utan andra säkerheter än i bolagets tillgångar och aktier. Bolag med låga materiella tillgångar och litet rörelsekapital i relation till rörelsens marknadsvärde, såsom många kunskapsföretag, värderas i allmänhet utifrån antaganden om mycket låg eller ingen skuldsättning.**

$$K_e (R_e) = R_f + \beta * (R_m - R_f) + SS_p + CS_p$$

R_e	Avkastningskrav på eget kapital
R_f	Riskfri ränta (långsiktig)
β	Beta (mäter en tillgångs risk relativt marknadsrisken)
$(R_m - R_f)$	Marknadspremie (den riskpremie som generellt erfordras på aktiemarknaden utöver den riskfria räntan)
SS_p	Storleksrelaterat riskpremietillägg (baseras på empiriska studier)
CS_p	Specifikt riskpremietillägg (beaktar Bolagets unika risksituation)

Bilaga 4 – Ordlista

- **Aktievärde (Equity Value)** – Utgör värdet för aktierna i bolaget. Aktievärdet består av följande komponenter:
 - + Rörelsevärde
 - +/- Finansiell nettokassa/skuld
 - - Likviditetspåslag
 - = Aktievärde av aktierna
- **Bolagsspecifik premie** – Är den extra avkastning som investerare vill få i kompensation för att bära den unika bolagsrisk som hänförs till det aktuella bolaget.
- **Black-Scholes Optionsprissättningsmodell** – Är en vedertagen modell för optionsvärdering.
- **CAGR (Compound Annual Growth Rate)** – CAGR utgör den genomsnittliga årliga tillväxttakten under en given tidsperiod.
- **Diskontering** – Diskontering innebär i värderingssammanhang att framtida kassaflöden ifrån verksamheten nuvärdesberäknas till ett värde per idag där en krona idag normalt är mer värd än en krona i framtiden. Det framtida beloppet justeras med en diskonteringsränta som beaktar tidens påverkan och risken/sannolikheten i att det framtida beloppet utfaller.
- **EBITDA (Earnings Before Interest, Taxation, Depreciation and Amortization)** – EBITDA utgör rörelseresultat före räntekostnader, skatt, avskrivningar och nedskrivningar på goodwill. Anger vilket kassaflöde som rörelsen genererar om man bortser ifrån balansräkningens påverkan.
- **EBITDA-marginal** – Uttrycker EBITDA i relation till omsättningen och beräknas genom att EBITDA divideras med omsättningen för samma period.
- **EBIT (Earnings Before Interest and Taxation)** – EBIT är likt EBITDA ett mått på rörelseresultatet och utgör resultatet före räntekostnader och skatt. Är ett mått som formellt beaktas som verksamhetens rörelseresultat och beaktar även värdenedgång hos bolagets anläggningstillgångar.
- **EBIT-marginal** – Uttrycker EBIT i relation till omsättningen för samma period.
- **Finansiell nettoskuld** – Utgör räntebärande lån ifrån externa långivare subtraherat med finansiella tillgångar som ej är nödvändiga för att bedriva rörelsen (såsom överlikviditet). Nettoskulden utgörs av de frivilliga val i hur man väljer att finansiera verksamheten.
- **Fritt kassaflöde** – Är det kassaflöde som frigörs ifrån den löpande rörelsen utan hänsyn till andra former av kapitaltillskott som ex. banklån, nyemissioner m.m. Det fria kassaflödet som skapas ifrån rörelsen kan användas till investeringar i rörelsen och/eller reducera skulder till externa finansiärer och aktieägare.
- **Handelsdag** – Veckodag då handel förekommer på finansmarknaderna. Vedertaget antagande är 252 handelsdagar per år.
- **Implicit volatilitet** – Den volatilitet som optionsmarknaden prissätter optionen med. Kan beräknas implicit då alla parametrar utom volatiliteten är exogent givna.

Bilaga 4 – Ordlista (forts.)

- **Likviditetskrav** – Är ett mått på den kassa som krävs för att rörelsen skall kunna normalt fortsätta att bedrivas utan behov av ytterligare externt kapitaltillskott. Likviditetskravet uttrycks i % av omsättningen.
- **Likviditetsrabatt** – Den rabatt som används för att justera för att onoterade finansiella tillgångar prissätts med rabatt på grund av svårigheten att omsätta dessa tillgångar på en välfungerande marknad.
- **Lånemarginal** – Är den ränta som bolaget betalar för sin externa lånefinansiering. Det kan således röra sig om räntan på ett banklån, en checkkredit eller marknadsräntan på emitterade obligationer m.m.
- **Löptid** - Är i optionssammanhang tiden fram till den dag då optionen förfaller från och med startdagen.
- **Marknadsriskpremie** - Är den extra avkastning som investerare vill få i kompensation för att bära den unika marknadsrisk som gäller i landet. Marknadsriskpremien definieras som differensen mellan marknadens förväntade avkastning och den riskfria räntan.
- **Multipel** - Uttrycker en kvot av två för bolaget viktiga parametrar vad gäller dess värde, vinst, lönsamhet eller liknande. Multiplar används som benchmark vid en kassaflödesvärdering samt vid relativvärdering av bolag då det specifika bolagets multiplar jämförs med multiplar för jämförbara bolag (en s.k. Peer group). Vanliga multiplar vid företagsvärdering är P/E-tal (Price/Earnings), EV/Sales, EV/EBITDA samt EV/EBIT.
- **Optimal kapitalstruktur** – Utgör den procentuella andelen som är finansierad med eget kapital respektive lånefinansiering vid ett optimalt läge. Avkastningskravet på eget kapital är normalt sett betydligt högre än räntan för ett lån men externa finansiärer är samtidigt inte beredda att sätta bolag i hög skuldsättning med risk att inte kunna få tillbaka de pengar som lånas ut.
- **Peer group** – Är en jämförelsegrupp bestående av ett urval av bolag med liknande verksamhetsinriktning.
- **Riskfri ränta** – Är den avkastning som investerare kan erhålla utan någon form av risk. En vanlig indikation av den riskfria räntan är en svensk statsobligation med ca 5-10 års löptid.
- **Rörelsekapital** – Är den kapitalbindning som naturligt uppstår av att driva en rörelse på marknadsmässig grund. Består av kundfordringar, lager, interimfordringar och övriga kortfristiga fordringar subtraherat med leverantörsskulder, interimsskulder och övriga kortfristiga skulder.
- **Rörelsekapital i relation till omsättning** – Uttrycker hur stor rörelsekapitalbindningen är i procent av omsättningen.
- **Rörelsevärde (Enterprise Value = EV)** - Avser bolagets värde, d v s värdet idag av den framtida avkastning som rörelsen ger upphov till i framtiden. Enterprise Value uttrycker värdet av ett obelånat rörelse och tar således inte hänsyn till hur rörelsen finansieras vilket gör att bolaget då blir jämförbart med andra bolag oavsett finansieringsstruktur.

Bilaga 4 – Ordlista (forts.)

- **Småbolagspremie** - Är den extra avkastning som investerare vill få i kompensation för att bära den högre risk som är förknippad med små bolag.
- **Teckningskurs** - Det förutbestämda pris som gäller för den underliggande tillgången vid utlösande av en teckningsoption. Behandlas ofta synonymt med lösenpris (strike price) som är ett mer generellt begrepp för köpoptioner.
- **Teckningsoption** - Ger innehavaren rätt att köpa aktier i bolaget till ett förutbestämt pris på inlösendagen.
- **Uthållig tillväxt** - Är den nivå som bolaget kan hålla på längre sikt, normalt 5 år och framåt, och kan antas vara uthållig i all evighet. Den uthålliga tillväxten antas normalt följa den allmänna tillväxten i ekonomin (BNP) och prisutvecklingen (inflation).
- **WACC (Weighed Average Cost of Capital)** - Vedertagen diskonteringsränta vid företagsvärdering. WACC:en anger den vägda kapitalkostnaden mellan lånat kapital och ägarkapital med utgångspunkt på vardera finansieringskällas avkastningskrav.
- **Volatilitet** - Beskriver variationen i den underliggande tillgångens avkastning. Denna variation uttrycks vanligen som standardavvikelsen, d v s den genomsnittliga avvikelsen från medelvärdet.
- **Volymviktad aktiekurs** - Ett viktat medelvärde som innebär att handelsdagar med större volym ges större vikt i förhållande till handelsdagar med lägre volym vid beräkandet av den genomsnittliga aktiekursen under en specifik tidsperiod.

Eventuella frågor och funderingar?

