



Uppdragsanalys, 2016-11-25

# ANALYSGUIDEN

Miris Holding AB



# Fokus framåt efter kalldusch

Miris har två tunga kvartal bakom sig men det värsta skall nu vara över. Bolaget kan därmed åter fokusera på den potentiella lanseringen i USA. Dock har den stormiga perioden kostat och nu genomförs en nyemission.

**M**iris utvecklar och säljer instrument för analys av näringsmängd och energi i mjölk. Till instrumenten säljs även förbrukningsvaror. Fokus ligger på analys av bröstmjölk avsedd för tidigt födda barn som är i extra behov av mjölk av rätt kvalitet.

**Historiskt har bolagets** marginaler tyngts av eftermarknadskostnader relaterade till kvalitetsproblem. Miris har därför under de senaste två åren jobbat med att **förbättra kvaliteten av instrumentet**. Bolaget bedömer att tidigare kvalitetsbrister skall därmed vara åtgärdade kv2/kv3 2017.

Bristerna hann dock ikapp och april avrådde bolaget från att brukande av den gamla versionen av instrumentet efter ett mätfel rapporterats. Med start i april/maj har samtliga sålda instrument som användas för berikningsgrundande analys (cirka 150 globalt) kontrollerats och fel har åtgärdats. Aktiviteterna har varit kostsamma och verksamheten finansieras just nu med lån.

**För att fortsätta arbetet** med den möjliga lanseringen i USA genomför Miris en nyemission. Om emissionen fulltecknas ger den cirka 30 miljoner kronor före kostnader. Arbetet med en ansökan till FDA för försäljningsgodkännande fortlöper som planerat. Svar från FDA förväntas vara på plats under andra halvan av 2017. Innan försäljning kan påbörjas måste bolaget ta fram en standardlösning. Denna är inte på plats men arbetet är på god väg. Standardlösningen förväntas vara på plats kv2/kv3 2017.

**Miris står alltså och** knackar på dörren till världens största marknad. Intresset i landet är enligt ledningen stort, både från vården och från forskningsvärlden. Konkurrensen är begränsad och bolaget har goda möjligheter att etablera sig som den naturliga leverantören. Med ett uppdaterat instrument på plats kan efterkostnader reduceras och lönsamhet skapas.

År 2017 och 2018 kan bli två mycket intressanta år och vi rekommenderar att teckna. ■

## NYCKELTAL

mnkr	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P
Nettoomsättning	8	13	38	54	77
EBITDA	-17	-14	-28	5	15
Implicit P/S	13,5x	8,1x	2,9x	2,0x	1,4x
Implicit P/E	-	-	-	51,3x	12,0x

Källa: Jarl Securities, prognoser

Riktkurs efter utspädning: 0,07 TECKNA

Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

## KORTA FAKTA

Vd: Camilla Myhre Sandberg  
Styrelseordförande: Ingemar Kihlström  
Största ägare: Hans Åkerblom  
Börsvärde, mnkr: 46  
Lista: Aktietorget  
Aktuell börskurs, kr: 0,06

## BÖRSTEMPERATUR



### Ledning

I oktober tillträdde Camilla Myhre Sandberg som ny vd efter tidigare vd av personliga skäl valt att avgå. Bolaget avser att fortsätta växa och Camillas erfarenhet av internationell försäljning är värdefull.



### Ägare

Flertalet personer i ledningen har betydande aktieinnehav. Till detta har bolagets största ägare nyligen visat vilja och förmåga att tillföra extra kapital vid behov.



### Finansiell ställning

Även om emissionen blir fulltecknad är den finansiella ställningen långt från säkrad. Den potentiella expansionen till USA och ökat fokus på marknadsföring och sälj är kostsamt.



### Potential

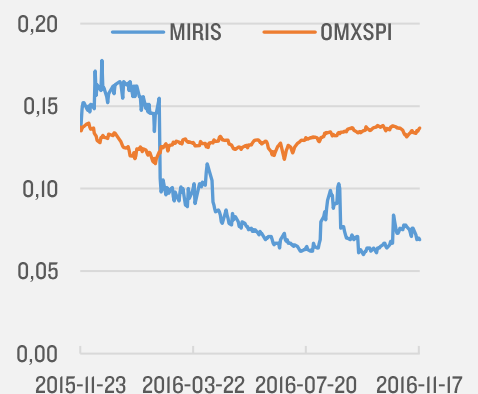
Potentialen i verksamheten är stor. Med hjälp av kommande kapitaltillskott och en väl exekverad strategi har Miris möjlighet att etablera sig som en stark leverantör på en växande marknad.



### Risk

Vår rikt Kurs är riskjusterad för antaganden associerade med den totala försäljningen och planerad lansering i USA. En lyckad försäljningsinsats på nya marknader är vitalt för bolaget.

## AKTIEKURS



## Generella bolagskriterier

### Ledning (1-10)

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare (1-10)

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning (1-10)

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

### Potential (1-10)

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk (1-10)

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

### Kort om Miris

Miris Holding AB (Miris/bolaget) startade verksamheten 2001 och har huvudkontor med laboratorium i Uppsala. Bolagets analysinstrument mäter mängd fett, kolhydrater och protein i mjölk från människa. Instrumentet för analys av bröstmjölk betecknas **Human Milk Analyzer (HMA)**. Instrumentet kan även kalibreras för analys av mejerimjölk och betecknas då **Dairy Milk Analyzer (DMA)**.

I oktober tillträdde Camilla Myhre Sandberg vd-posten efter tidigare vd Ulf Boberg av personliga skäl valt att avgå. Ulf är fortsatt aktiv i organisationen samtidigt som Camilla har lång och relevant erfarenhet av ledarskap, marknadsföring och av att bygga internationella försäljningsverksamheter. Vi gör bedömningen att Camilla är passande för rollen och kan bidra till en lyckad fortsatt internationell expansion.

### Gamla kvalitetsbrister har kostat

Efter en gammal version av bolagets HMA-instrument visats överskatta mängden protein i mjölkproverna tvingades Miris avråda användarna från att bruka instrumentet för berikningsgrundande analys. Avrådan lades den 11 april men hävdades redan den 3 maj.

Kvalitetsbristerna i de gamla systemen slog ned som en bomb och försäljningen har blivit lidande. Dock är åtgärderna till största delen avklarade och bolaget kan framöver lägga allt fokus på verksamhetens för tillfället prioriterade områden: Försäljning, utveckling av standardlösning, liksom arbete med den potentiella expansionen till USA.

Utöver uteblivna intäkter har de åtgärdande aktiviteterna ökat bolagets kostnader under andra och tredje kvartalet och sannolikt även till viss del under innevarande kvartal. Med andra ord har händelsen försvagat bolagets finansiella ställning och den löpande verksamheten finansieras nu med bryggglån från utgivet av bland annat bolagets största ägare, Hans Åkerblom.

### Emission för potentiell lansering i USA

I november meddelade Miris om kommande nyemission som vid full teckning ger bolaget cirka 30,6 miljoner kronor före kostnader till en utspädning av aktien om 50 procent. Emissionen har teckningsåtaganden om 20 procent och ett belopp motsvarande 70 procent av emissionen är garanterat av ett konsortium av garantier. Sista dagen med handel i aktien inkluderat teckningsrätt är den 21 november. Handel i teckningsrätten påbörjas den 25 november och avslutas den 7 december. Teckningsperioden löper från den 25 november till den 9 december. En fulltecknad emission innebär en utspädning om 50 procent

### Investment case

Vi ser en potential i Miris teknologi och instrumenten för analys av mjölk som inte avspeglas i marknadens värdering. Därför har vi rekommendationen teckna till riktkurs 0,07 kronor per aktie efter utspädning.

Det finns en bekräftad efterfrågan för båda av bolagets instrument. Marknaden för HMA-instrumentet är outvecklad och konkurrensen är ytterst begränsad. Ökad kunskap och tillämpande av individuell nutrition för förtidigt födda barn driver marknaden. Vårt investment case bygger på att bolaget erhåller försäljningsgodkännande från FDA och kan lansera sitt instrument på marknaden i början på 2018. Innan försäljning i landet kan påbörjas måste bolaget ha en kontrollvätska tillgänglig för försäljning. Denna vätska har även efterfrågats bland befintliga kunder och kommer öka försäljningen av förbrukningsvaror. Marknaden i USA är inte helt oväntat en stor och köpkraftig marknad. USA öppnar ytterligare möjligheter för utökad försäljning till forskningsrelaterade ändamål. Det påvisas av att bolaget i oktober 2016 sålde två instrument till en grupp forskare i USA (vilket inte kräver FDA-godkännande).

Nyligen tecknades ett tre-årigt avtal med en distributör i Ryssland för bolagets DMA-instrument. Detta sannolikt som en effekt av att allt fler "mini-mejerier" slagit upp portarna i landet som efterfrågar den typ av instrument som Miris kan erbjuda. Denna typ av mini-mejeri blir allt vanligare även i Östeuropa, Syd Amerika och Asien. Trots detta förefaller det strategiska beslutet om att fokusera på HMA-instrumentet som rätt. Marknaden för analys av mejerimjolk är mer konkurrensutsatt och bolaget kan numera allokera samtliga resurser på ett affärsområde. När finanserna är mer stabila ser vi det som högst rimligt att bolaget åter allokera resurser på affärsområdet för DMA-instrument.

Lönsamheten har historiskt varit frånvarande. Med ett instrument på plats som har bättre kvalitet skapas förutsättningar för lönsamhet. Även produktionsprocessen har förbättrats och lönsamhet i verksamheten bör kunna skapas. Expansionen kommer dock att kosta vilket gör att lönsamheten rimligtvis ligger en tid bort. (Vår prognos är 2019. Läs mer om våra prognoser längre ner).

En investering i Miris är som de flesta investeringar associerad med en risk. Dock är den i Miris fall mycket hög då bolaget har begränsade finansiella muskler. Till denna risk tillkommer även de risker för att framtida avgörande händelser inte inträffar. Dessutom finns det kapitalstarka spelare men som dock inte har fokus analys av bröstmjolk. Skulle någon av dessa spelarna rikta in sig på samma marknad som Miris skulle det sannolikt försvåra försäljningen. Mer om risker längre ner.

## Analys av mjölk

### Behov inom vården: Analys av bröstmjolk

Barn som föds för tidigt, alltså barn födda före graviditetsvecka 37, är i stort behov av näring i form av proteinrik bröstmjolk. Om barnet inte får sitt behov tillfredsställt riskerar växt och utveckling att hämmas. För att optimera förutsättningar för varje enskilt förtidigt fött barn att utvecklas normalt fokuserar vården idag på så kallad individuellt anpassad nutrition. Det första steget i denna metod är att mäta bröstmjolkens innehåll, främst proteinmängd och mängd energi i form av fett och kolhydrater. Baserat på mätresultaten kan vårdpersonal därefter skraddarsy nutritionstillskotten efter barnets behov.

### För att säkerställa hög kvalitet: Analys av mejerimjolk

Mejeriindustrin analyserar mjölkens kvalitet då den har stor betydelse för

prissättningen av mejeriprodukter. Bolagets DMA-instrument fyller detta syfte men kan även identifiera spår av vatten tillförd mjölken på onaturlig väg. Bolagets har dragit ner på satsningen inom detta område och fokuserar nu fullt ut på HMA-instrumentet för analys av bröstmjolk. Som en effekt av detta har tidigare utvecklingen av ett DMA-instrument anpassat för den indiska marknaden avbrutits.

### Miris analysinstrument

Miris instrument analyserar mjölk med hjälp av mid-infraröd spektroskopi, vilket är en välbeprövad metod. Instrumentets huvudkomponent är en analyskyvett med en flödescell. Flödescellen består av två kalciumfluoridfönster som skiljs åt av en tunn "spacer". Mjölksprovet injiceras i det smala utrymmet som rymmer ungefär åtta mikroliter och bildar en tunn vätskefilm. Genom flödescellen strålas IR-ljus som absorberas av mjölkens fett, kolhydrater och proteiner. De olika ämnena absorberar IR-ljus av olika våglängder och genom att filtrera det utkommande IR-ljuset genom specifika filter kan instrumentet isolera mätresultat för respektive ämne. Mätresultat beräknas i den egenutvecklade programvaran och presenteras på instrumentets bildskärm, alternativt på en sammankopplad extern skärm. Båda instrumenten, alltså det för analys av bröstmjolk och det för analys av mejerimjolk, bygger på samma hård- och mjukvarukomponenter men kalibreras olika beroende på mjölktyp.

Miris HMA-instrument är ett av få konkurrerande portabla IR-instrument som på ett tillförlitligt sätt mäter innehållet av proteiner, fett och kolhydrater i bröstmjolk. Detta sätter bolagets produkt i en egen kategori. Teknologin är patenterad och patentet löper ut 2022. Genom att kontinuerligt förbättra instrumentet finns möjligheter att patentet i omgångar kan förlängas.

### Kvalitetshöjning av instrument ersätter tidigare version

Som tidigare nämns har Miris dragits med en historik av negativa resultat. Den svaga lönsamheten kan hänföras brister rörande instrumentets kvalitet vilket orsakat dyra eftermarknadskostnader (till exempel garantikostnader). 2014 inleddes en "nystart" som började med att en ny vd (Ulf Boberg) liksom en ny styrelseordförande tillsattes. Den vid detta tillfälle nya ledning genomförde en genomgripande analys av instrumentets konstruktion samt tillverkningsprocess och identifierade ett antal brister.

Kvalitetsbristerna kunde främst härledas till instrumentets analyskyvett som enligt bolaget är kommer vara åtgärdade innan utgången av kv2/kv3 2017. Instrumentet är nu betydligt mer hållbart efter vissa avgörande förbättringar i konstruktionen har genomförts. Dessutom har produktionsprocessen effektiviserats vilket möjliggör skalfördelar vid produktion av större volymer. Det förbättrade instrumentet för analys av bröstmjolk har genomgått ett antal studier med positiva resultat rörande instrumentets precision och stabilitet. Studier har genomförts i bland annat Kina, Storbritannien, Tyskland och USA. I vår mening påvisar resultat från genomförda studier liksom de återkommande försäljningarna att bolaget rimligtvis har lyckats med sina förbättringsåtgärder.



### Förbrukningsvaror och kompletterande produkter

Analysinstrumenten kompletteras med ett antal förbrukningsvaror. Miris Check är en neutraliserande vätska som upprätthåller instrumentets mätprecision. Miris Cleaner är en rengöringsvätska som lever upp till EU:s bestämmelser i förordning, REACH, som antagits för att förbättra skyddet för miljön och människors hälsa mot farliga kemikalier. Till bolagets utbud av kompletterande produkter hör även Miris Sonicator. Detta instrument homogeniserar, alltså finfördelar fett i mjölken innan analys, vilket behövs om denna förvarats i frusen form.

Som tidigare nämns krävs det av FDA att bolaget tillhandahåller försäljning av en standardlösning som möjliggör för användaren att kontrollera instrumentens kalibrering. Standardlösningen kommer att vara en syntetisk mjölk med förbestämda koncentrationer av makronutrienterna. Om instrumentet genererar samma resultat som de förbestämda mätvärdena är instrumentets kalibrering intakt. En vätska med sådant syfte efterfrågas även bland bolagets befintliga användare. Vätskan har potential att öka intäkter från försäljning av förbrukningsvaror avsevärt.

Dock finns den kommersiella standardlösningen ännu inte på plats. Miris har dock varit medvetna om de ställda kraven från FDA sedan hösten 2014. Studier har genomförts med tre olika vätskor och bolaget har nu valt att vidareutveckla ett av alternativen. Bolagets ambition är att en kommersiell version av vätskan samt produktion skall vara på plats kv2/kv3 2017.

### Ökat fokus på den interna säljorganisationen

Historiskt har Miris försäljning främst skett genom distributörer. I samband med nystarten 2014 har Miris sett över sitt distributörsnätverk och samarbeten med de distributörer som inte levt upp till utsatta krav har avslutats. Bolagets försäljningsresurser kan därmed fokusera på rätt distributörer och i dag har bolaget cirka 20 distributörer med lokal närvaro i totalt 35 länder världen över. Under 2015 fördjupades även samarbetet med Business Sweden, vars syfte är att bistå svenska företag på den internationella marknaden genom strategisk rådgivning och praktiskt stöd.

Vid nystarten förstärkte bolaget även sin interna säljstyrka. Bland annat anställdes en operativ säljchef som ansvarar för sälj-aktiviteterna i Brasilien och Asien. Säljchefen kommer även ansvara för den potentiella lanseringen i USA. Som tidigare nämnts har bolaget vd Camilla Myhre Sandberg tidigare erfarenhet av att bygga internationella försäljningsorganisationer. Detta är ytterligare ett steg i utvecklingen av den interna säljorganisationen. Vi förväntar oss därmed att andelen intäkter genererade av den interna organisationen ökar.

Som nämns tidigare är de initiala kostnaderna med att bygga en intern försäljningsorganisation högre än att knyta till sig distributörer. Men med en intern försäljningsorganisation får bolaget bättre kundkännedom och kan på ett bättre sätt rå om relationer och få en klarare bild av efterfrågan för framtida utveckling. Samtidigt är den kanske främsta fördelen på sikt de ökade intäkterna som skapas då dessa inte måste delas med någon distributör.

## Expansion med fokus på USA

I september 2015 påbörjades kliniska studier i USA som involverade tre kliniker. Som utlovat avslutades studien i december 2015 och ansökan om försäljningsgodkännande i USA ligger sedan juni 2016 hos amerikanska läkemedelsverket, FDA och fortlöper enligt plan. Bolaget har en dialog med FDA för att underlätta arbetet och insamlingen av den kompletterande information som myndigheten efterfrågar. Miris förhoppning är att ett svar från FDA under andra halvan av 2017.

### Strategi för försäljning och etablering på marknaden

Redan i april 2016 påbörjade Miris pre-marketing aktiviteter genom att delta vid konferenser i USA. Därtill är bolagets strategi bolaget binda till sig så kallade key opinion leaders, alltså framträdande experter och opinionsledande neonatalläkare inom området. Dessutom har Miris fått insikt i behovet av att bistå potentiella köpare med tydlig vägledning inom hantering av mjölk. Detta kan komma att göras med hjälp av större branschorganisationer, så som European Society for Paediatric Gastroenterology Hepatology and Nutrition och Human Milk Banking Association of North America.

För försäljningen kan Miris antingen teckna avtal med en eller flera lokala distributörer. Alternativet är att sätta upp en egen lokal verksamhet och därmed kontrollera försäljningen själva. Som bekant är det initialt billigare att använda distributörer samtidigt som det kan ta tid med pappersarbete liksom att hitta rätt säljpersonal för en intern lokal säljorganisation. Hur som helst måste Miris ledning fatta beslut om vilken väg de skall gå, desto snabbare desto bättre.

## Marknad för analys av bröstmjölk

Förtidigt födda barn som är i behov av vård behandlas på sjukhusens neonatalkliniker. Enligt bolaget finns det mellan 15 och 25 tusen neonatala kliniker världen över. I Kina, Sydkorea och i Japan finns så kallade mammacentraler. Dessa kliniker är en typ av efterfödelseklinik där mödrar med nyfödda barn blir omhändertagna. Bolaget uppskattar antalet mammacentraler till cirka 15 till 20 tusen. Ytterligare en del av marknaden utgörs av mjölkbanker dit mödrar med överskott kan donera sin mjölk. Idag finns det cirka 570 mjölkbanker globalt, varav cirka 200 i Brasilien. Den potentiella totala marknaden är därmed stor och växer med ökad kunskap och tillämpande av individuell nutrition för förtidigt födda barn.

### Potential i USA

Andelen för tidigt födda barn i USA är förhållandevis hög. Enligt organisationen Centers for Disease Control and Prevention var andelen för tidigt födda år 2014 cirka tio procent. Det kan jämföras med motsvarande siffra för Sverige som uppskattas ligga strax under sex procent. Efterfrågan på analysinstrument för bröstmjölk i landet är därmed stor och antalet neonatalkliniker uppskattas till cirka 1 200 stycken.

### Konkurrens

Det finns ett flertal olika leverantörer som med olika tekniker och metoder analyserar mjölk (främst mejerimjölk). De framstående så kallade



fysiska metoderna innefattar mid-IR, near-IR och ultraljud. Utöver dessa finns olika kemiska metoder som dock har tappat marknadsandelar på grund av de fysiska metodernas användar- och miljöfördelar. Instrument som bygger på ultraljud kan inte kvantifiera mängd fett, kolhydrater och proteiner i mjölk men är ändå en populär metod för att analysera mejerimjök, främst i utvecklingsländer.

Enligt flera källor, däribland AOAC International, anses mid-IR vara bäst lämpad för analys av mjölk. Dessutom har en studie genomförts där Miris mid-IR-instrument jämförs med ett konkurrerande near-IR-instrument. Studiens resultat påvisade som förväntat mid-IR som den bäst lämpade metoden för analys av mjölk. Resultatet presenteras i artikeln "Rapid measurement of macronutrients in breast milk: How reliable are infrared milk analyzers?", G. Fusch et al. *Clinical Nutrition*, 1-12, 2014.

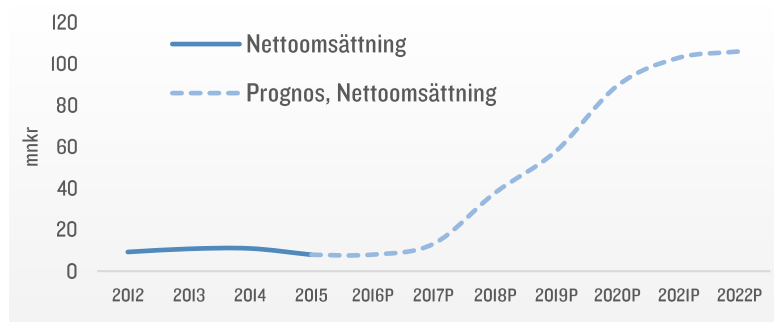
FOSS electronic (FOSS), Bentley Instruments (Bentley) och Delta Instruments (Delta) är Miris främsta konkurrenter på marknaden för mejeribranschen. Att konkurrera på denna marknad är dyrt och Miris har därför valt att fokusera på statliga verksamheter främst i utvecklingsländer där utspädning av mjölk är ett problem. Samtliga ovannämnda konkurrenter använder mid-IR metoden. Miris differentierar sig dock mot dessa konkurrenter genom att erbjuda ett portabelt instrument till en lägre kostnad som är särskilt anpassat för analys av just mejerimjök tidigt i värdekedjan.

Traditionellt har bröstmjök analyserats med kemiska metoder och den direkta konkurrensen för Miris analysinstrument för bröstmjök är begränsad. Instrumentet, Calais Human Milk Analyzer, som bygger på samma teknologi som Miris instrument men är dock inte portabelt. Andra icke-portabla instrument som finns tillgängliga bygger på andra teknologier. Däribland Unity Scientifics instrument SpectraStar som bygger på near-IR.

## Historisk och prognostiserad försäljning

Historiskt har Asien, Europa och Sydamerika varit Miris största intäktskällor. Tappet i försäljningen under 2015 kan hänföras till det försäljningsstopp som bolaget införde i samband med den tidigare beskrivna händelsen i april.

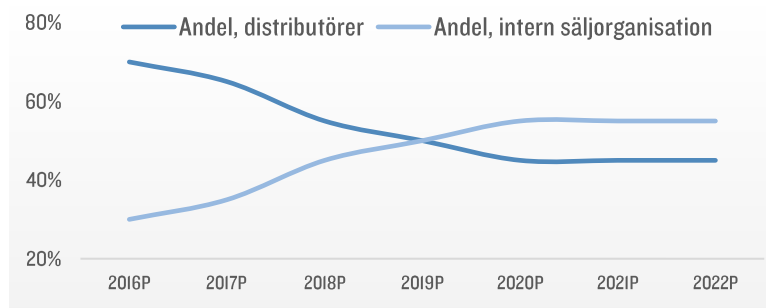
Tidigare modellerade vi med att försäljningen efter lyckade kvalitetsstudie i Europa (Storbritannien och Tyskland) skulle ge försäljningen en skjuts mot slutet av 2016. Vi har efter händelsen om avrådan från brukandet av instrumentet för berikningsgrundande analys justerat ner försäljningsprognosen för helåret. Med en efterfrågad produkt och ett nytt instrument skjuter vi överbliven tillväxt på 2017. Den prognostiserade tillväxten under 2017 uppskattas till cirka 60 procent.



Vi prognostiserar för en lansering i USA i början av 2018 vilket leder till en prognostiserad tillväxt om 240 procent. Tillväxten de kommande tre åren efter är den prognostiserade tillväxten stark (140 till 115 procent) men avtagande. Intäkterna späds på av ökad försäljning genom den interna säljorganisationen liksom ökad försäljning av förbrukningsvaror.

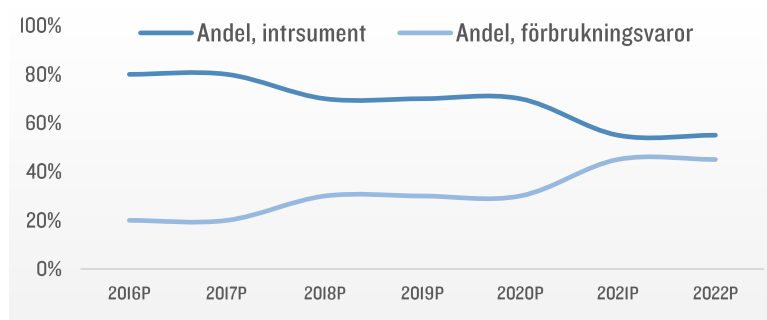
### Försäljning, den intern säljorganisationen och distributörer

Historiskt har fördelningen mellan intäkter genererade av den interna säljorganisationen legat på cirka 30 procent respektive 70 procent. Med hänseende till satsningen på den interna försäljningsstyrkan prognostiserar vi att år 2020 kommer andelen försäljning genererad av den interna organisationen överskrida den från distributörer. Ersättning för distributörer är antaget till 30 procent.



### Försäljning, instrument och förbrukningsvaror

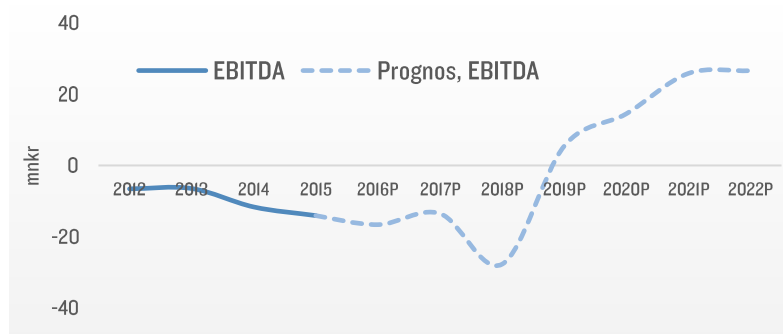
Intäkter från förbrukningsvaror har historiskt motsvarat cirka 20 procent av intäkterna. Med anledning av att den efterfrågade standardlösning snart skall vara tillgänglig till försäljning bedömer vi att intäkterna från förbrukningsvaror kommer öka markant. Allt eftersom tillväxten avtar antas en större del av intäkterna komma från förbrukningsvaror. Graf nedan visar den prognostiserade fördelningen av intäkter genererade av försäljning av instrument respektive förbrukningsvaror.



## Historiska och prognostiserade marginaler

Tidigare har eftermarknadskostnader orsakade av kvalitetsbrister orsakat negativa marginaler. Med hänseende till att de gamla instrumenten nyligen genomgått kontroller är det rimligt att dessa inte kommer orsaka eftermarknadskostnader i samma utsträckning. Samtidigt är det rimligt att eftermarknadskostnad per instrument reduceras ytterligare allt antalet exemplar av nya instrumentet ökar bland användarna. Med våra prognoser och antaganden är fördelningen mellan den gamla och den nya versionen av instrument i jämvikt runt mitten på 2018.

Vi bedömer att rörelsemarginalerna under 2016 liksom de kommande två åren kommer fortsätta vara negativa, delvis orsakat av ökade säljrelaterade kostnader. Därefter modellerar vi med stigande rörelsemarginaler som stabiliseras runt 20 procent vid 2021. Generellt ligger rörelsemarginalerna mellan 20 och 25 procent för bolag verksamma inom medicinsk utrustning och våra antaganden kan därför anses aningen konservativa. Nedan följer en graf som illustrerar de prognostiserade EBITDA-resultaten. Den stora förlusten orsakas av expansionen till USA.



## Risker

Miris tillväxtplaner är långt från realiserade och det finns flertalet risker som kan sätta käppar i hjulen. Som nämnt krävs ett godkännande från FDA innan försäljning i USA kan påbörjas. Detta godkännande är ännu inte på plats och kan dra ut på tiden liksom avslås. Vi bedömer dock sannolikheten för att det avslås som liten. Konsekvensen av eventuella fördröjningar blir inte bara uteblivna intäkter utan utökade kostnader innan lansering. Dessutom behöver Miris utveckla och testa en kommersiell standardlösning som kontrollerar instrumentets kalibrering. Risken finns att utvecklingen drar ut på tiden och försenar en potentiell lansering i USA.

Med fokus på analys av bröstmjök har bolaget nischat sig mot ett marknadssegment vars befintliga konkurrens är marginell i skrivande stund. Marknaden för Miris nedprioriterade affärsområde, analys av mejerimjök, är dock starkt konkurrensutsatt och domineras av tidigare nämnda FOSS, Bentley och Delta. De tre bär välkända namn och är finansiellt starka, vilket ger dem konkurrensfördelar gentemot Miris om någon av dessa bolag börja konkurrera inom analys av bröstmjök. Alltså, konkurrens från ett etablerat och kapitalstarkt bolag skulle sannolikt slå hårt mot Miris.

Produktionen av Miris instrument görs i Sverige och bolaget redovisar resultat i svenska kronor. Det medför en valutarisk när försäljning främst görs i annan valuta än svenska kronor. Även om bolaget i dagsläget inte skyddar sig mot ofördelaktiga valutarörelser finns möjlighet till detta genom derivatinstrument. Till detta finns risk för ökad protektionism i USA men i brist på inhemska alternativ ser vi denna som liten.

## Värdering

För att uppskatta ett motiverat värde per aktie har vi nuvärdesberäknat framtida kassaflöden. Med våra prognoser och antaganden beräknas det motiverade priset per aktie till 0,07 kronor efter utspädning och stärkt kassa från fulltecknad emission.

Rörelsevärde beräknas till 96,7 miljoner kronor. Den långsiktiga tillväxten är antagen till tre procent. Med våra antaganden uppskattar vi att emissionen inbringar cirka 27 miljoner kronor efter kostnader. Efter det att utestående bryggån är avbetalat stärks kassan med cirka 21 miljoner kronor. Till rörelsevärde har vi därför adderat en uppskattad nettokassa om 11,1 miljoner kronor. Antalet aktier efter utspädning beräknas till drygt 1,54 miljarder stycken efter sannolikhetsjusterat lösenförfarande av omräknade optionsprogram för styrelse och anställda. Det bolagsspecifika avkastningskravet för Miris är satt till 15 procent och diskonteringsräntan (WACC) beräknas till 12,3 procent.

VÄRDERING, ANTAGET FULLTECKNAD EMISSION	
kk	
Rörelsevärde	96 682
Nettokassa	11 125
Antal utestående aktier, tusental	1 540 881
Motiverat pris per aktie, kronor	0,070

Värderingen motsvarar multiplar nedan.

MULTIPLAR							
	2016P	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Implicit P/S	13,5x	8,1x	2,9x	2,0x	1,4x	1,0x	0,9x
Implicit P/E	-	-	-	51,3x	12,0x	6,2x	6,0x
Implicit EV/Sales	10,7x	6,4x	2,3x	1,6x	1,1x	0,8x	0,7x
Implicit EV/EBITDA	-	-	-	15,8x	5,9x	3,3x	3,2x

Nedan följer en känslighetsanalys med tillväxten över tid på X-axeln och diskonteringsränta på Y-axeln.

KÄNSLIGHETSANALYS					
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
10,29%	0,075	0,087	0,101	0,120	0,144
11,29%	0,063	0,073	0,084	0,098	0,115
<b>12,29%</b>	0,054	0,061	<b>0,070</b>	0,081	0,094
13,29%	0,045	0,052	0,059	0,068	0,078
14,29%	0,039	0,044	0,050	0,057	0,065
15,29%	0,033	0,037	0,042	0,048	0,055

## Under huven på Miris

### Vd

Som tidigare nämns är Camilla Myhre Sandberg ny vd sedan oktober 2016. Camilla kommer senast från BioLamina AB där hon var Vice President, Global Sales & Marketing. Dessförinnan var hon Strategic Marketing Leader inom flertalet områden hos GE Healthcare Life Sciences. Camilla har en Masterexamen i Toxikologi och har ekonomiutbildning från BI Norwegian Business School.

### Styrelseordförande

Styrelseordförande **Ingemar Kihlström** har en doktorexamen i fysiologi från Uppsala universitet och är docent i toxikologi. Ingemar har tidigare erfarenheter från bland annat företagsrådgivning inom life science. Ingemar är bolagets näst största aktieägare. Utöver aktuellt aktieinnehav består innehavet även av optioner.

### Ägarstruktur

Se tabell nedan för bolagets tio största ägare per den 30 september 2016. Värt att notera är att flertalet personer med insyn och beslutsfattande roller har betydande aktieinnehav. Ledning, styrelse och personal äger också ett stort antal teckningsoptioner som vid eventuellt lösenförfarande skulle innebära en aktieutspädning. Personligt ägande i aktien och andra incitament kopplade till aktiens utveckling ökar incitamentet att beslut fattas i linje med aktieägarnas intresse.

## 10 STÖRSTA ÄGARE, 2016-09-30

	%, Aktiekapital
Hans Åkerblom	17,1
Ingemar Kihlström	7,2
Advokat Matsson AB:s Pensionsstiftelse	4,4
Tibia Konsult AB	4,0
Avanza Pension	3,6
Per Turdell	3,0
Aktiebolaget Uppsala Cementgjuteri	2,9
Per Bohman	2,4
Nordnet Pensionsförsäkring	1,6
Ulf Boberg	1,3

Källa: Holdings.se

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.