

## Utvidgad strategi för verksamheten presenterad

### Ny affärsmodell kan tredubbla Miris intäkt per kund

Miris presenterade i april en ny affärsmodell baserad på den kommande nya versionen av bolagets instrument. Genom att övergå till att ta betalt per utförd analys samt introducera ett nytt beräkningsverktyg kan Miris komma att öka intäkten per kund med så mycket som tre gånger över tid. Detta kommer bidra till att bolaget får återkommande intäkter som ger en ökad stabilitet i bolagets affär. Vi ser stor potential i den fortsatta kommersialiseringen av Miris Human Milk Analyzer (HMA) men justerar ned våra estimat för 2021 och 2022 något p.g.a. Covid-19-pandemin.

### Kraftigt ökad försäljning under Q1 2021

Miris förannonserade en omsättning på 4,0 mkr (1,7) och ett rörelseresultat på -2,3 mkr (-5,8) för Q1 2021. Försäljningen ökade med 140% jämfört med Q1. Vid utgången av kvartalet hade bolaget nått 5% av den uppskattade marknaden i USA. Miris avser att etablera sin teknik som golden standard inom analys av bröstmjölk och individanpassad nutrition för prematura barn. HMA bygger på infraröd spektroskopi och har ersatt andra metoder som kemiska metoder som är praktiskt svårt att använda i en klinisk miljö. Bolaget fick 2018 FDA-godkännande för bolagets instrument, vilket öppnar dörrarna till ca 700 neonatalkliniker i USA. Från bolagets sida upplever man att man nu har så många installerade instrument ute att sjukhus börjar referera varandra till Miris. Covid-19-pandemin har försenat kommersialiseringen av HMA, men den stora potentialen för Miris som är världsledande inom sitt segment kvarstår.

### Pågående företrädesemission tillför resurser

Bolaget genomför 28 april – 12 maj en företrädesemission som är garanterad till 80% och kommer att tillföra 33,4 mkr före emissionskostnader. Emissionen ska finansiera de projekt som krävs för att Miris ska öka sitt bolagsvärde som marknadsledare. Bland dessa projekt finns utvecklingen av nästa generation av analysinstrumentet (HMA 2.0), omställning till en ny affärsmodell, lansering av ett nytt beräkningsverktyg, samt uppfyllande av nya regulatoriska krav i Europa. Det är bolagets mål att de pengar man nu tar in ska kunna ta bolaget till breakeven.

### Ny riktkurs 12 kr efter slutförd emission

Vi ser stor potential i Miris vid fortsatt framgångsrik kommersialisering av Miris HMA. Som för många andra bolag som arbetar med att lansera ny medicinteknisk utrustning har Covid-19-pandemin inneburit förseningar för Miris. Vår nya riktkurs 12 kr är baserad på en jämförande värdering.

### Miris Holding

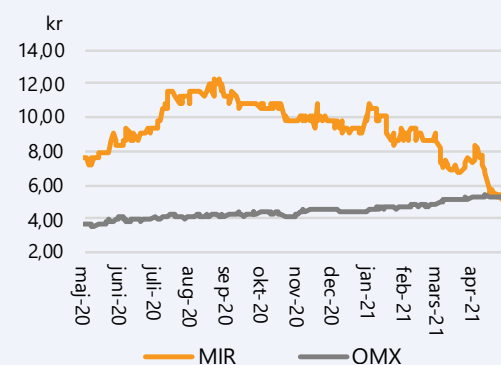
#### Rapportkommentar

Datum 10 maj 2021  
Analytiker Thomas Nilsson

#### Basfakta

Bransch Health Care  
Styrelseordförande Ingemar Kihlström  
Vd Camilla Myhre Sandberg  
Noteringsår 2006  
Listning Spotlight  
Ticker MIR  
Aktiekurs 5,52 kr  
Antal aktier, milj. 13,1  
Börsvärde, mkr 72  
Nettoskuld, mkr 5  
Företagsvärde (EV), mkr 78  
Webbplats www.miris.se

#### Kursutveckling senaste året



Källa: NasdaqOMX

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020	2021p	2022p
Omsättning	12	11	40	60
Res f. avskrivningar	-22	-13	0	12
Rörelseres. (ebit)	-22	-13	0	12
Resultat f. skatt	-23	-13	0	12
Nettoreultat	-23	-13	0	12
Vinst per aktie	-1,72 kr	-1,03 kr	0,00 kr	0,92 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	n/a	-8%	271%	50%
Ebitda-marginal	n/a	-122%	0%	20%
Rörelsemarginal	n/a	-122%	0%	20%
Nettoskuld/eget kapital	n/a	n/a	n/a	n/a
Nettoskuld/ebitda	n/a	n/a	n/a	n/a
P/e-tal	n/a	n/a	n/a	5,8
EV/ebit	n/a	n/a	n/a	6,3
EV/omsättning	6,4	7,0	1,9	1,3
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Bolaget, Analysguiden

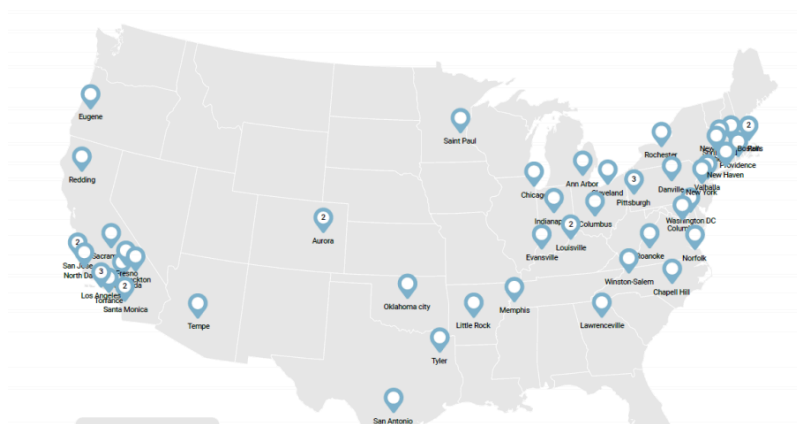
## Operationell uppdatering

### Utvidgad strategi för verksamheten presenterad

Miris ledning presenterade i april en utvidgad strategi för bolagets verksamhet fram till 2025. Utöver fortsatt etablering och marknadsbearbetning innefattar den utvidgade strategin även att utveckla nästa generations Human Milk Analyzer (HMA), att introducera en ny affärsmodell, samt att lansera ett beräkningsverktyg som fastställer mängden näring som bröstmjök behöver berikas med. Den nya strategin kommer att finansieras genom den pågående företrädesemissionen som väntas inbringa 33,4 mkr före avdrag för emissionskostnader. Med nästa generations instrument kombinerat med en omställning till en affärsmodell med betalning per analys och licensintäkter från beräkningsverktyg, bedömer Miris att den globala marknadspotentialen för bolagets produkter kommer att växa från SEK 3–4 miljarder till SEK 10–11 miljarder sett över en 5-årsperiod.

### Kraftigt ökad försäljning under Q1 2021

Under kvartalet har bolaget sett en stor efterfrågan på sina produkter och försäljningen har överstigit förväntningarna. Både omsättning och resultat blev därför väsentligt bättre än under motsvarande period föregående år. Miris förannonserade en omsättning på 4,0 mkr (1,7) och ett rörelseresultat på -2,3 mkr (-5,8) för Q1 2021. Försäljningen ökade med 140% jämfört med Q1 2020 och man nådde under kvartalet 5,6% av den uppskattade marknaden i USA. Detta innebär att mer än 1 av 20 av Miris potentiella kunder i USA nu använder bolagets instrument. Miris fick under Q1 ett flertal nya kunder även i Europa. Särskilt märktes här Sahlgrenska sjukhuset i Göteborg. Även med ett fortsatt något ojämnt inflöde av ordrar orsakat av den pågående pandemin visar detta på en ökad marknadsacceptans. Man upplever att man nu fått ut sitt system på så pass många sjukhus i USA och Europa att kunderna börjar referera varandra till Miris. Följande kartbild visar var i USA de 56 befintliga HMA-enheterna är installerade.



Källa: Miris AB

**Miris utvidgade strategi innefattar nästa generations HMA, en ny affärsmodell, samt lansering av ett nytt beräkningsverktyg**

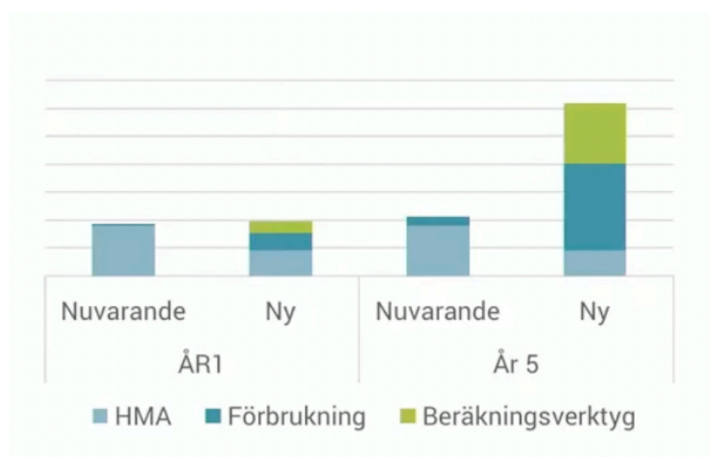
**En omställning till betalning per analys ökar Miris globala marknadspotential från 3-4 mdkr till 10-11 mdkr sett över en 5-årsperiod**

**En stor efterfrågan på Miris produkter ledde till en försäljningsökning på 140% till 4,0 mkr under Q1 2021**

## Ny affärsmodell kan tredubbla intjäning per kund

Miris Human Milk Analyser lanserades ursprungligen som ett paket där analyskostnaden per prov skulle vara så låg som möjligt och den största delen av intäkten skulle komma från instrumentförsäljning. Som det nuvarande systemet är konstruerat är det svårt att ändra denna modell. Med det nya instrumentet HMA 2.0 kommer man att skapa en ny affärsmodell där den största delen av intäkten kommer att komma från betalning per utförd analys. Miris kommer därmed att få återkommande intäkter. Man ökar på detta sätt intäkten per kund över tid och får en stadigt ökande intäktsström, i takt med att den installerade basen av instrument växer. Nedanstående diagram illustrerar skillnaden i Miris intäkter som väntas med den nya affärsmodellen. Det första året är skillnaden inte så stor, men efter ett antal år kommer försäljning av förbrukningsartiklar och licenser för det nya beräkningsverktyget att i stora drag tredubbla Miris intäkter från en genomsnittlig kund.

**Med det nya instrumentet HMA 2.0 kommer Miris få återkommande intäkter i form av betalning per utförd analys**



Källa: Miris Solutions

## Pågående företrädesemission tillför resurser

Bolaget genomför under våren en företrädesemission som ska finansiera de projekt som krävs för att utveckla nästa generation av analysinstrumentet (HMA 2.0), introducera en ny affärsmodell, introducera ett nytt beräkningsverktyg, samt säkerställa att man uppfyller regulatoriska krav i Europa. Man tar nu allt det man lärt sig om marknaden och kundernas behov och skapar ett produktsortiment som även ger bolaget en mer lönsam affärsmodell. Man kommer med sitt nya koncept även att lägga sig långt före framtida konkurrenter. Företrädesemissionen kommer tillföra bolaget 33,4 mkr före avdrag för emissionskostnader. Emissionen är garanterad till 80% och teckningsperioden löper från den 28 april 2021 till och med den 12 maj 2021. De units som emitteras innehåller även teckningsoptioner med löptid till april 2022. Beroende på aktiekursens utveckling kan dessa teckningsoptioner tillföra bolaget ytterligare mellan 7 och 50 mkr. Det är bolagets ambition att nå breakeven med de resurser den pågående företrädesemissionen ger.

## Lansering av nytt beräkningsverktyg

Idag sker de beräkningar som behöver göras kring hur mycket näring bröstmjölken behöver berikas med antingen manuellt eller med egenbyggda kalkylark i Excel. Det ger dels en risk för felräkningar, dels en risk att man inte alltid tar hänsyn till samtliga makronutrient. Forskning har visat att man för optimal tillväxt hos barnet behöver ta hänsyn till samtliga makronutrient, vilket kräver en algoritm för att kunna klassificera in i vilken ordning de olika nutrienterna ska bedömas. Det nya beräkningssystemet som kommer lanseras ska med hjälp av analysvaret från Miris HMA räkna fram optimal berikningsnivå för varje enskilt prematurt barn. Beräkningsverktyget kommer att säljas med licensavtal och innebär ytterligare en återkommande intäkt för bolaget.

**Det nya beräkningsverktyget kommer att säljas med licensavtal och innebär ytterligare en återkommande intäkt för bolaget**

## Investment Case

### Ökat behov av effektiva analysinstrument

Miris har utvecklat ett analysinstrument som mäter mängden fett, kolhydrater och protein i bröstmjolk. Miris Human Milk Analyzer (HMA) är anpassat för analys av bröstmjolk avsedd för prematurt födda barn. Bolaget säljer även tillbehör och förbrukningsartiklar till instrumentet. För spädbarn är bröstmjolkens kvalitet mycket viktig, något som också kommit att uppmärksammas mer och mer världen över. Med kunskap som sprids globalt och ökad tillämpning av individuell nutrition ökar också behovet av effektiva analysinstrument på neonatalkliniker och mjölkbanker. Miris har i små steg börjat komma in på marknaden med installerade instrument i Asien, Europa, Sydamerika och Nordamerika. Idag finns totalt ca 400 Miris HMA-instrument i världen.

**Idag finns totalt ca 400 Miris HMA-instrument installerade**

### USA väntas driva tillväxten

I december 2018 erhöll Miris ett FDA-godkännande för Miris HMA. I USA finns ca 700 neonatalavdelningar och ett 30-tal mjölkbanker som bolaget nu kan rikta sitt erbjudande till. Dessutom är de allra flesta neonatalintensivvårdsenheter som finns i USA mycket större än de i Sverige och Europa, vilket betyder ett mycket större antal analyser. Även mjölkbankerna är mycket större i USA och vissa kan analysera mer än 100 prov per vecka. Den amerikanska marknaden ger därmed bättre intjäning på förbrukningsartiklar per kund än i andra länder. Vi tror att Miris har stora möjligheter att ta sig in på denna till stora delar obearbetade marknad då bolaget är först med att tillhandahålla ett instrument som praktiskt möjliggör analys av bröstmjolk och därmed individanpassad nutrition för prematura barn. Bolaget har även drygt 20 instrument installerade på laboratorier i USA där dessa används i forskningssyfte. Det ger lokala referenskunder som bör underlätta försäljningen.

**Miris erhöll FDA-godkännande för Miris HMA i december 2018**

### Ny rikt Kurs 12 kr efter slutförd emission

Historiskt har Asien och Europa varit Miris största intäktskällor, men i våra prognoser är det USA som bedöms vara den främsta tillväxt drivaren. Det finns betydande potential både för Miris HMA och bolagets aktie, speciellt när lanseringen i USA tar fart. Vår nya rikt Kurs för Miris är 12 kr efter slutförd företrädesemission baserat på en jämförande värdering.

## Prognoser och värdering

### Jämförande värdering i relation till liknande bolag

Följande tabell visar hur andra bolag som utvecklar och säljer utrustning till vården och laboratorier värderas uttryckt i obelånat bolagsvärde (EV) i förhållande till omsättning. I median värderas dessa bolag till 3,8 gånger estimerad omsättning 2021.

### Jämförbara bolag

Bolag	Symbol	Kurs, USD	Börsvärde, MUSD	Omsättning 2021 p	Nettoskuld	EV/Sales
Agilent Technologies	A	132,40	40342	5940	1025	7,0
Bruker Corp	BRKR	68,20	10335	2 310	135	4,5
Coherent Inc	COHR	253,54	1390	1 289	100	1,2
Fluidigm Corp	FLDM	4,59	344	149	32	2,5
Harvard Bioscience	HBIO	7,35	293	113	45	3,0
Mettler-Toledo	MTD	1298,57	30284	3 388	1 083	9,3
Genomsnitt			13831			4,6
Median			5863			3,8

Källa: Refinitiv

### Ny riktkurs 12 kr efter slutförd emission

I vår värdering av Miris Holding applicerar vi den tidigare observerade EV/Sales-multipeln på jämförbara bolag. Justerat med en småbolagsrabatt på 50% får vi i våra tre olika scenarion ett motiverat bolagsvärde 2025 på mellan 163 mkr och 431 mkr. I nuvärdesberäkningen använder vi en riskfri ränta på 0%, en marknadsriskpremie på 6,8%, samt en småbolagspremie på 4%. Detta enligt en riskpremiestudie från PwC. Marknadsriskpremien multipliceras med beta-värdet 1,3 som enligt Damodaran Online är ett snitt för life science-bolag. Detta ger då en diskonteringsränta på 13%. Den pågående nyemissionen kommer innebära att bolaget har 13,1 miljoner aktier utestående vid full teckning. Vi landar i en riktkurs på 12 kr för Miris i vårt basscenario.

## Värdering av Miris, tre scenarion

	<b>Bear</b>	<b>Bas</b>	<b>Bull</b>
Prognosticerad försäljning 2025, MSEK	86	156	227
Relevant EV/Sales-multipel	3,8	3,8	3,8
Småbolagsrabatt	50%	50%	50%
Justerad värderingsmultipel, EV/Sales	1,90	1,90	1,90
Motiverat bolagsvärde 2025	163	296	431
Diskonteringsränta	13%	13%	13%
Diskonteringsfaktor	1,8	1,8	1,8
Nuvärde, MSEK	89	161	234
Nuvärde per aktie efter företrädesemission (13,1m)	6,8 kr	12,3 kr	17,9 kr

Källa: Analysguiden

## Bolagsbeskrivning

### Instrument som bygger på infraröd spektroskopi

Miris är ett global medicintekniskt bolag som utvecklar utrustning för analys av bröstmjolk. Kunderna är huvudsakligen neonatalavdelningar, mjölkbanker och forskningsinstitutioner i hela världen. Bolagets vision är att alla nyfödda barn ska ha samma tillgång till sjukvård för att säkerställa bästa möjliga start i livet. Till instrumenten säljer bolaget även tillbehör och förbrukningsprodukter. Instrumentet bygger på infraröd spektroskopi och ersätter äldre tillvägagångssätt som analys av mjölken med kemiska metoder. Fördelarna är flera och inkluderar tidsbesparing liksom reducerade kostnader per analys, samt att analys kan göras kliniskt. Instrumentet är det enda analysinstrument på marknaden som kan användas för analys av bröstmjolk på sjukhus och som har medicintekniskt godkännande i Europa och Japan, samt är godkänt av FDA i USA. Bolagets målsättning är att etablera tekniken som den globala gyllene standarden för humanmjölkanalys som möjliggör individuell nutrition för prematura barn.

### Ökad medvetenhet skapar efterfrågan

För spädbarn är bröstmjölken innehåll av yttersta vikt vilket också får allt mer uppmärksamhet världen över. Med kunskap som sprids globalt och ett ökat tillämpande av individuell nutrition ökar också behovet av kliniska analysinstrument på neonatalkliniker och mjölkbanker. Miris har börjat etablera sig på marknaden med installerade instrument i Asien, Europa, Sydamerika och Nordamerika. Försäljningen sker via den egna säljorganisationen och via lokalt förankrade distributörer. Under 2019 kom bolaget in på nya geografiska marknader som Mellanöstern, Sydafrika och Singapore.

### USA väntas driva tillväxten

Nordamerika är den marknad som vi tror kommer driva tillväxten de kommande åren. Historiskt har kundgruppen i Nordamerika bestått av laboratorier på universitet och sjukhus som nyttjat bolagets teknologi i forskningssyfte. Miris erhöll i december 2018 ett FDA-godkännande som möjliggör för bolaget att marknadsföra HMA för klinisk användning i USA. Detta ökar givetvis marknaden då det idag finns ca 700 neonatalkliniker och ett 30-tal mjölkbanker här. Medvetenheten kring vikten av individuell nutrition har redan börjat i USA. Bolaget arbetar aktivt via olika strategier för att ytterligare sprida kunskapen. Försäljningen i landet sker via den egna svenska organisationen som ofta är på plats för kundmöten, installationer och utbildning. Fönstret är öppet att befästa sig på denna marknad och uppsidan är påtaglig om bolaget kan etablera sig som "golden standard".



HMA instrument med tillbehören Miris Ultrasonic Processor och Miris Heater samt andra förbrukningsprodukter som tvättlösning, kontroll-lösning, provrör och sprutor för att injicera mjölkprover i instrumentet.



## Största aktieägarna, %

---

Hans Åkerblom	13,1%
Avanza Pension	9,1%
Ingemar Kihlström	2,9%
Claes Gyltman	2,5%
Per Turdell	2,4%

Källa: Bolaget.

## Resultaträkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
Nettoomsättning	8	14	14	12	11	40	60
Rörelsekostnader	-30	-28	-22	-34	-24	-40	-48
<b>Resultat före avskrivningar (EBITDA)</b>	-22	-14	-9	-22	-13	0	12
Avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITA</b>	-22	-14	-9	-22	-13	0	12
Avskr. på förvärvsrel. Immater. tillgångar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	-22	-14	-9	-22	-13	0	12
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ebit exkl. extraordinära poster</b>	-22	-14	-9	-22	-13	0	12
Finansnetto	0	0	0	-1	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-22	-15	-9	-23	-13	0	12
Skatter	0	0	0	0	0	0	0
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	-22	-15	-9	-23	-13	0	12

## Balansräkning (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Byggnader & mark	0	0	0	0	0	0	0
Övriga materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immater. anläggningstillgångar	6	12	16	14	11	12	12
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	6	12	16	14	11	12	12
Varulager	3	4	3	5	5	3	3
Kundfordringar	1	2	0	1	3	2	2
Övriga omsättningstillgångar	9	1	5	2	1	2	3
Likvida medel	15	5	0	3	0	30	42
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	22	13	8	11	9	37	50
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	35	24	24	33	20	49	62

## Eget kapital & skulder

	2016	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
Eget kapital	19	11	1	16	2	32	44
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	19	11	1	16	2	32	44
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	6	6	9	5	3	5	5
<b>Summa långfristiga skulder</b>	6	6	9	5	3	5	5
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	0	1	1
Leverantörsskulder	3	3	2	3	1	6	7
Övriga kortfristiga skulder	6	5	12	9	14	6	6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	10	8	14	12	15	13	14
<b>SUMMA EGET KAPITAL &amp; SKULDER</b>	35	24	24	33	20	50	63

## Kassaflöden (Mkr)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021p	2022p
Kassaflöde före rörelsekapitalförändr.	-20	-14	-8	-19	-10	0	12
Rörelsekapitalförändring	1	-2	0	4	-5	0	0
Övriga poster	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde löpande verksamheten</b>	-19	-17	-9	-15	-14	0	12
Investeringar	-6	-6	-5	-1	0	0	0
<b>SUMMA FRITT KASSAFLÖDE</b>	-24	-22	-13	-16	-15	0	12
Kassaflöde från finansiering	40	12	9	19	12	30	0
Årets kassaflöde	15	-11	-4	3	-3	30	12
<b>Likvida medel</b>	15	5	0	3	0	30	42
<b>Nettoskuld (neg = nettokassa)</b>	-15	-5	0	-3	0	-29	-41

## Disclaimer

Aktiespararna, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Thomas Nilsson