



Analyst Group

# LUMITO AB

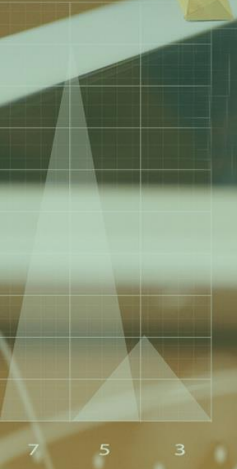
NÄRA KOMMERSIALISERING

2019-05-24

## BULL & BEAR-ANALYS



ept. Oct. July. June. Aug. 5



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analyser. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

---

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

---

Lumito AB ("Lumito" eller "Bolaget") utvecklar teknologi för att förbättra träffsäkerheten i vävnadsdiagnostik genom patenterad användning av uppkonverterande nanopartiklar (UCNPs). Bolaget har sitt ursprung i forskning vid Lunds universitet och närmar sig nu kommersialisering, som planeras inledas i första kvartalet år 2020. Lumitos aktie är noterad på Nordic MTF sedan oktober 2018

---

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-9
Värdering	10
Bull & Bear	11
VD-intervju, Stefan Nilsson	12
Ledning & styrelse	13
Appendix	14
Disclaimer	15

# LUMITO AB (LUMITO)

## NÄRA KOMMERSIALISERING AV PRODUKT INOM DIGITAL PATOLOGI



Lumitos teknologi har sitt ursprung i forskning vid Lunds universitet och 2010 grundades Bolaget som en spinn-off från avdelningen för atomfysik, där flera andra börsbolag har sitt ursprung. Genom att använda uppkonverterande nanopartiklar (UCNPs) kan Lumito öka träffsäkerheten vid vävnadsdiagnostik. Bolaget siktar på att lansera sin produkt på marknaden under första kvartalet 2020 och hoppas under året få *proof of concept* för att under 2021 kunna öka försäljningen med bevis på produktens kvalitet. Bolagets adresserbara marknad, vävnadsdiagnostik, bedöms i dagsläget uppgå till omkring 5 mdUSD. Genom en riskjusterad nuvärdesberäkning härleds ett motiverat nuvärde om 2,9 kr per aktie i ett Base scenario.

### Patenterad teknologi inom digital patologi ger diagnoser bättre träffsäkerhet

Lumito har utvecklat en teknik som med hjälp av UCNPs kan förbättra träffsäkerheten inom vävnadsdiagnostik genom att avvikelser i vävnadsprover blir tydligare och därmed lättare att diagnostisera. I dagsläget används en metod där träffsäkerheten endast är 70 %, och som är lägre när en sjukdom t.ex inte är särskilt utvecklad. Eftersom detta är negativt för patienter och för vården i stort förväntas incitament finnas för att anamma teknologi som ger bättre möjlighet till korrekta diagnoser. Däremot kan det finnas motstånd i fråga av t.ex patologer som har arbetat med traditionell metod hela karriären som därmed kan vara illvilliga att prova ny teknologi. Denna risk minskar däremot något genom att Lumitos instrument kan användas på samma sätt som patologer arbetar i dagsläget och är kompatibel med samma infärgningsvätskor. Vidare är det viktigt att Bolaget initialt lägger fokus på arbete för att öka kännedom om produkten och dess fördelar för att höja sannolikheten för en lyckad kommersialisering under 2020.

### Kommersialisering väntas starta i början på 2020

Bolaget planerar att påbörja kommersialiseringen av sin produkt under första kvartalet 2020. Detta kräver att Lumito hittar en distributör inom rätt segment för att sedan börja sälja instrument till referenskunder för att visa ett *proof of concept*. Givet att Bolaget får positiva referenskunder förväntas försäljningen tillta efter 2020. 2021 förväntas en omsättning om 81 MSEK med en bruttomarginal om 51 %. Skalfördelar väntas leda till förbättrade marginaler i takt med ökad omsättning.

### I ett Base scenario värderas Lumito till ett riskjusterat nuvärde om 2,9 kr per aktie

Lumitos ambition är att under första kvartalet 2020 påbörja kommersialiseringen av Bolagets produkt. Målet är att få ett första kunder som *proof of concept* för att bättre kunna etablera sig på marknaden. Givet att Bolaget lyckas med detta estimeras Lumitos framtida kassaflöde till ett riskjusterat nuvärde om 174 MSEK, motsvarande ett motiverat värde per aktie om 2,9 kr. Värderingen har gjorts genom att diskontera estimerade kassaflöden samt en tillämpad exit-multipel år 2029.

### VÄRDERING 1,9 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
<b>BEAR</b> 0,6 kr		<b>BULL</b> 3,6 kr
	<b>BASE</b> 2,9 kr	

Värderingen utgår från en riskjusterad nuvärdesberäkning av förväntade kassaflöden fram till 2029 samt en diskonterad multipelvärdning för 2029.

LUMITO AB	
Stängningskurs (2019-05-20)	1,6
Antal Aktier (efter aktuell emission)	59 467 458
Market Cap (MSEK)	94
Nettokassa(-)/skuld(+) efter nyemission	-44
Enterprise Value (EV)	50
V.52 prisintervall (SEK)	1,33-4,00

UTVECKLING	
1 månad	-9,7%
3 månader	-46,4%
Sedan IPO	-42,5%
YTD	-20,8%

HUVUDÄGARE	
Masoud Khayyami	14,5 %
Nord Fondkommission AB	12,8 %
Stefan Andersson Engels	7,4 %
MK Capital Invest AB	7,1 %
LU Holding AB	5,7 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Stefan Nilsson
Styrelseordförande	Masoud Khayyami

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport Q2 2019	2019-08-21
Delårsrapport Q3 2019	2019-10-31

PROGNOS (BASE)	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning (MSEK)	0	0	15 688
Bruttoresultat (MSEK)	-8 827	-9 000	8 663
Bruttomarginal	Neg	Neg	55%
Rörelsekostnader (MSEK)	5 682	16 200	22 871
EBITDA (MSEK)	-5 046	-15 700	-14 208
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg
P/S	-	-	6,0
P/E	-18,6	-6,0	-5,8
EV/EBITDA	-15,9	-5,1	-5,6

# INVESTERINGSIDÉ

FÖRSÄLJNINGSTART  
PLANERAD TILL  
Q1 2020

Lumitos teknologi har sitt ursprung i forskning vid Lunds universitet och 2010 grundades Bolaget som en spinn-off från avdelningen för atomfysik, där flera andra börsbolag har sitt ursprung. Genom att använda uppkonverterande nanopartiklar (UCNPs) kan Lumito öka träffsäkerheten vid vävnadsdiagnostik. Bolaget siktar på att lansera sin produkt på marknaden under första kvartalet 2020 och hoppas under året få *proof of concept* för att under 2021 kunna öka försäljningen med bevis på produktens kvalitet. Bolagets adresserbara marknad, vävnadsdiagnostik, bedöms i dagsläget uppgå till omkring 5 mdUSD. Genom en nuvärdesberäkning av estimerade kassaflöden härleddes ett riskjusterat nuvärde om 174 MSEK, motsvarande 2,9 kr per aktie, i ett Base scenario

## Teknologins fördelar gentemot traditionella metoder

Traditionellt görs vävnadsdiagnoser av en patolog som använder ett instrument för att förstora vävnadsprovet och utifrån bilden analysera provet och ställa en diagnos, för att öka visualiteten används infärgningslösningar (reagens). Men trots detta är det svårt att avgöra exakt vad bilden säger och i undersökningar har det visat sig att patologer bara är överens om diagnos i 70 % av fallen vid jämförelse av samma vävnadsprov. Med Lumitos teknik blir det enklare att ställa en diagnos eftersom bilden enbart visar de delar av vävnadsprovet som har avvikelser, mot en svart bakgrund. För detta används Lumitos egna instrument och reagens. Ytterligare en fördel med Lumitos teknik är att man kan göra undersökningar av flera markörer ur ett och samma prov, medan man med traditionell metod enbart kan mäta en indikator per vävnadsprov, vilket gör det lättare att ställa en diagnos.

Ambitionen är att man så småningom ska kunna automatisera och kvantifiera diagnosticeringen med hjälp av Lumitos teknologi. Detta möjliggör också att man redan under själva operationen kan genomföra ett vävnadsprov för att ställa diagnos och sedan eventuellt fortsätta operationen utifrån en diagnos.

## Planerar kommersialisering via distributörer under första kvartalet 2020

Lumito planerar att påbörja kommersialisering av sin teknologi under Q1 2020 genom försäljning av instrument och reagenser. För att lyckas så bra som möjligt planerar Bolaget att genomföra kommersialiseringen via distributörer, vilket ger bättre förutsättningar till att växa försäljningsvolymen. Däremot krävs det att Bolaget hittar en lämplig distributör som har rätt marknadsposition och är intresserad av att distribuera Lumitos produkter till ett rimligt pris. Val av distributör väntas vara avgörande för Lumitos tillväxtpotential om produkten fungerar vid *proof of concept*. Genom att använda en distributör kommer Bolaget inte heller behöva ägna lika mycket resurser åt att bygga upp en säljorganisation.

## Uppköpskandidat som följd av M&A-aktivitet i medtech-sektorn

Lumitos teknologi är patenterad och har potential att lösa ett problem som länge varit uppmärksammat och försök till åtgärder har gjorts men inte lyckats. Därmed kan det finnas incitament för större aktörer att förvärva Lumitos teknologi och själva kommersialisera den via egna kanaler. Något som talar extra för detta är att Lumito har en produkt som snart är redo för marknaden, vilket minskar investeringsbehovet för en eventuell köpare.

## Bolagets förmåga att kommersialisera sin teknologi avgör finansiell prognos och värdering

Med utgångspunkt i att Lumito börjar sälja produkter i Q1 2020 och lyckas skala upp försäljningen efter lyckat *proof of concept* förväntas Bolaget totalt ha sålt 60-80 instrument innan utgången av 2021. Givet att de första kunderna agerar som positiva referenser väntas Lumito sälja 300 instrument under 2025 samt ha en nettoomsättning om 460 MSEK, med en bruttomarginal om 53 %. 2022 väntas Bolaget generera ett positivt kassaflöde som sedan förbättras och når 16 % FCF-marginal år 2025. Genom diskonterade framtida estimerade kassaflöden och en exit-multipelvärdning år 2029 med en WACC om 19,6 %, motiveras ett potentiellt nuvärde om 174 MSEK, motsvarande 2,9 kr per aktie.

## Risker utgörs av misslyckat produktlansering som leder till uteblivna intäkter och därmed ytterligare kapitalbehov

Om Lumitos produktlansering i början på 2020 inte sker, blir uppskjuten eller misslyckad kommer inga försäljningsintäkter tillfalla Bolaget i tid för att undvika behov av ytterligare kapital. Med en beräknad *burn rate* om ungefär 30 MSEK per år kommer kassan ta slut under 2020 eller början på 2021, beroende på om teckningsoptioner löses eller ej. Ytterligare kapitalanskaffning väntas leda till ytterligare utspädning för aktieägarna.

AVGÖRANDE ATT  
HITTA EN LÄMPLIG  
DISTRIBUTÖR



# BOLAGSBESKRIVNING

Lumito AB är ett bolag inom digital patologi som grundades år 2010 som en spinn-off från Lunds universitets avdelning för atomfysik. Bolaget är noterade på Nordic Growth Market (Nordic MTF) sedan oktober 2018 och har utvecklat en patenterad teknik som genom uppkonverterande nanopartiklar (UCNPs) förbättrar träffsäkerheten i vävnadsdiagnostik. Genom försäljning av instrument och reagenser planerar nu Bolaget att kommersialisera tekniken, med försäljningsstart i Q1 2020. Första steget är att generera positiva referenskunder för att sedan kunna skala upp försäljningen.

## Utvecklar teknologi för träffsäker vävnadsdiagnostik

Bolagets patenterade teknologi använder UCNPs för att förbättra visibiliteten av avvikande celler i vävnadsprover. I dagsläget är dessa avvikelser svåra att se med bara ögat trots förstoring och infärgningsmedel, därav krävs det patologer som noggrant granskar dessa bilder för att ställa en diagnos, men trots detta är träffsäkerheten endast 70 %. Denna siffra minskar dessutom om vävnadsprovet visar vaga indikationer av en sjukdom. Lumitos teknologi markerar dessa avvikelser tydligt mot en svart bakgrund vilket gör det mycket enklare att diagnosticera en sjukdom, vilket kan eliminera problematiken med osäkra diagnoser.

Vidare kan Bolagets instrument och reagens användas för att analysera flera indikatorer ur ett och samma vävnadsprov, medan man genom den traditionella metoden måste ha ett vävnadsprov per markör.

Problematiken i vävnadsdiagnostiken gällande träffsäkerhet är välkänt och försök har sedan många år tillbaka gjorts för att förbättra träffsäkerheten. Bland annat har man gjort försök att tillämpa *artificiell intelligens* i diagnostiseringen genom att denna får läsa in en stor mängd bilder och på så vis tränas i att identifiera avvikelser i proverna. Trots dessa försök har ingen metod hittats som genomgående visar signifikanta förbättringar i träffsäkerhet.

Lumitos ambition är att deras teknologi ska kunna användas för att automatisera och kvantifiera vävnadsdiagnostik, vilket skulle kunna öka kvaliteten och effektiviteten inom området. Detta innebär också att man redan under en operation kan göra diagnos genom vävnadsprov och sedan fortsätta operationen för att genomföra åtgärder baserat på diagnosen.

## Affärsmodell

Lumitos affärsmodell är att utveckla instrument och reagenser som används för att öka träffsäkerhet inom vävnadsdiagnostik. Dessa produkter skall tillverkas externt och använder standardiserade komponenter vilket gör kostnaden lägre och lättare att byta ut vid eventuella fel. Tillverkade produkter säljs sedan via distributörer till slutkunden som sedan får den support och service de önskar.

## Intäktsmodell

Följande intäktskällor förväntas bidra mest till Lumitos omsättning:

- Försäljning av instrument till laboratorier och sjukhus.
- Löpande intäkter från förbrukningsvaror; reagenser som används i vävnadsprovdiagnosen.
- Intäkter från supportavtal där en fast summa betalas löpande.

Den intäktskälla som över tid väntas bidra mest till Bolagets omsättning är försäljning av instrument. Däremot väntas reagenserna ha bättre bruttomarginal och vara mer stabila samt regelbundna intäkter, vilket är positivt för kassaflödesgenereringen.

## Utveckling av produkter

För att utveckla instrument och reagenser har Lumito ingått ett samarbete med TTP plc (The Technology Partnership, ”TTP”) från Cambridge, UK. TTP har god kompetens och erfarenhet av produktutveckling inom bland annat medicinteknik och genom samarbetet ökar Lumitos chanser att lyckas kommersialisera sin teknologi.

## Ytterligare potentiella affärsområden för Lumito

Som ett andra steg efter digital patologi avser Lumito att i framtiden utveckla produkter inom läkemedelsscreening som kan användas för att reducera kostnader för läkemedelsstudier och minska behovet av tester på försöksdjur. Bolagets patent täcker avbildning i spridande media med hjälp av UCNPs, vilket innebär att andra stora områden utanför vävnadsdiagnostik och läkemedelsscreening täcks. Växtforskning och säkerhetsapplikationer är ytterligare exempel på områden där teknologin kan tillämpas.

PATENTERAD TEKNOLOGI  
GER BÄTTRE  
TRÄFFSÄKERHET

SAMARBETAR MED  
TTP INOM  
PRODUKTUTVECKLING

# MARKNADSANALYS

Den globala marknadsstorleken för vävnadsdiagnostik bedöms i dagsläget uppgå till 5 mdUSD och förväntas växa med en CAGR om 10 % per år från 2015 till 2024. Tillväxten väntas främst vara hänförlig en åldrande befolkning som drabbas av så kallade välfärdssjukdomar samt en ökning i levnadsstandard i utvecklingsländer som leder till att fler i dessa länder har möjlighet att söka vård.

## Marknadstillväxt härleds till åldrande befolkning och välfärdsförbättringar globalt

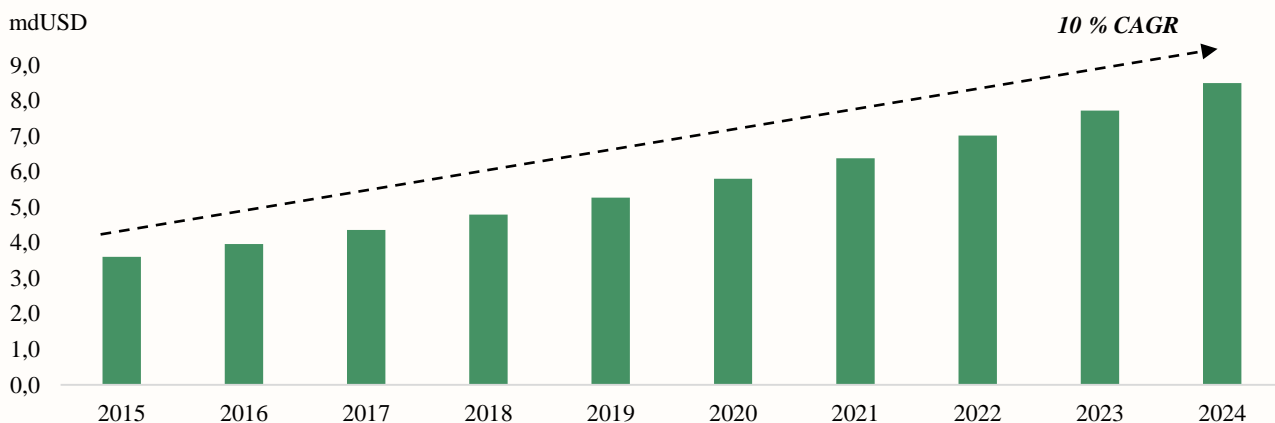
I takt med att befolkningen i de flesta länder i västvärlden blir allt äldre blir även belastningen på vården större och fler prover och diagnoser måste genomföras. Dessutom får allt fler människor i världen möjlighet att söka vård vilket också innebär att fler prover och diagnoser måste genomföras. I övrigt ökar antalet vävnadsprover genom att nya och mer effektiva läkemedel utvecklas, vilka kräver mer precisa diagnoser för att veta exakt vilket läkemedel som passar bäst för varje enskild patient. Vidare möjliggör den höga kontrasten i bilderna från Lumitos instrument att processen kan automatiseras med hjälp av *artificiell intelligens*, vilket mer effektivt kan bemöta den ökande mängden prover.

## De största marknaderna är Nordamerika och Europa

Nordamerika är den största marknaden inom vävnadsdiagnostik med cirka 40 % av världsmarknaden, Europa står för cirka 30 % och Asien 20 %, övriga regioner utgör enbart 10 %. Denna fördelning visar tydligt att bättre levnadsstandard också innebär fler vävnadsprov eftersom fler har tillgång till vård och välfärd, vilket leder till högre åldrar och högre grad av så kallade välfärdssjukdomar. Lumito planerar att i första hand etablera sig på de Europeiska och Nordamerikanska marknaderna som tillsammans utgör 70 % av världsmarknaden. Vidare utgör instrumentförsäljningar cirka 77 % av försäljningen inom vävnadsdiagnostik globalt, medan förbrukningsartiklar utgör resterande 23 %. Det väntas se liknande ut för Lumito när Bolaget har etablerat sig på marknaden.

## Marknaden för vävnadsdiagnostik väntas växa 10 % årligen från 2015 till 2024.

Den globala vävnadsdiagnostikmarknaden 2015-2024



Källa: Lumitos emissionsprospekt, 2019

## Marknadsrisker består till stor del av upphandlingar och trögrörlighet

Eftersom att Lumitos kunder till stor del omfattas av regelverk och praxis för upphandlingar inom offentlig sektor finns det risker relaterade till dessa processer. Eftersom beslut ofta fattas centralt för hela regioner, där kunder eventuellt inte vågar satsa på ny teknologi om fördelarna inte är uppenbara, kan det vara svårt att penetrera vissa segment. Därav är det viktigt att Bolaget arbetar aktivt för att inköpare känner till fördelar med Lumitos produkter.

Vidare finns det risker med trögrörlighet inom patologi till följd av att patologer är vana att jobba med vissa metoder och verktyg och för att lyckas växa ses det därför avgörande att även patologerna ställer sig positiva till Lumitos produkter. Något som kan tala för detta är att Lumitos produkter även är kompatibla med traditionella metoder och motsvarande infärgningsvätskor. Detta minskar risken i att köpa in Lumitos instrument eftersom man kan fortsätta arbetet som vanligt och enbart använda Lumitos instrument på tilltänkt vis när det anses vara ett bättre val.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOIS

## Finansiell prognos är avhängig lyckad kommersialisering under Q1-20

Lumito planerar att kommersialisera sin produkt under Q1 2020 vilket ämnas ske genom distributör. Därför blir det avgörande för Bolaget att hitta en distributör, inom rätt område och med rätt relationer, som vill ingå ett samarbete. Utan distributör finns risk för Lumitos möjlighet att fullfölja kommersialiseringen enligt plan, däremot tolkas det positivt att Bolaget har en tydlig strategi för hur kommersialiseringen ska genomföras. Vidare påverkar distributören bruttomarginalerna på produkterna eftersom de tar en andel av försäljningen. Som ett Bolag utan etablerad marknadsposition bedöms en distributör ha en stark förhandlingsposition vilket kan innebära en relativt stor andel av försäljningen i provision, vilket i den finansiella prognosen varierar från 20 % till 30 % mellan Bear-, Base- och Bull scenario.

## Givet lyckad kommersialisering väntas Lumito nå en omsättning om 81 MSEK år 2021

Givet att Bolaget inleder samarbete med en distributör och påbörjar försäljningen mot referenskunder under 2020 förväntas Bolaget sälja drygt 10 instrument till ett rabatterat pris för att få ut instrument på marknaden som kan fungera som *proof of concept* för Bolaget. Positiva referenskunder blir avgörande för Lumitos fortsatta expansion därefter, då det annars blir svårt att finna legitimitet gentemot potentiella kunder. Med antagande om att Bolaget lyckas etablera ett *proof of concept* förväntas försäljning tillta följande år med ett ordinarie pris per instrument om cirka 1,4 MSEK, vilket efter produktionskostnader och distributionskostnader väntas ge en bruttomarginal om drygt 40 % per sålt instrument. Produktionskostnader kan hållas på en relativt låg nivå tack vare kontraktstillverkning där standardkomponenter används för att producera instrument. En ytterligare fördel i att använda en kontraktstillverkare är att Bolaget slipper göra stora investeringar i produktionsdelen av värdekedjan samt att eventuella flaskhalsar vid snabb tillväxt kan undvikas eftersom tillverkaren har kapacitet att tillverka ett stort antal enheter.

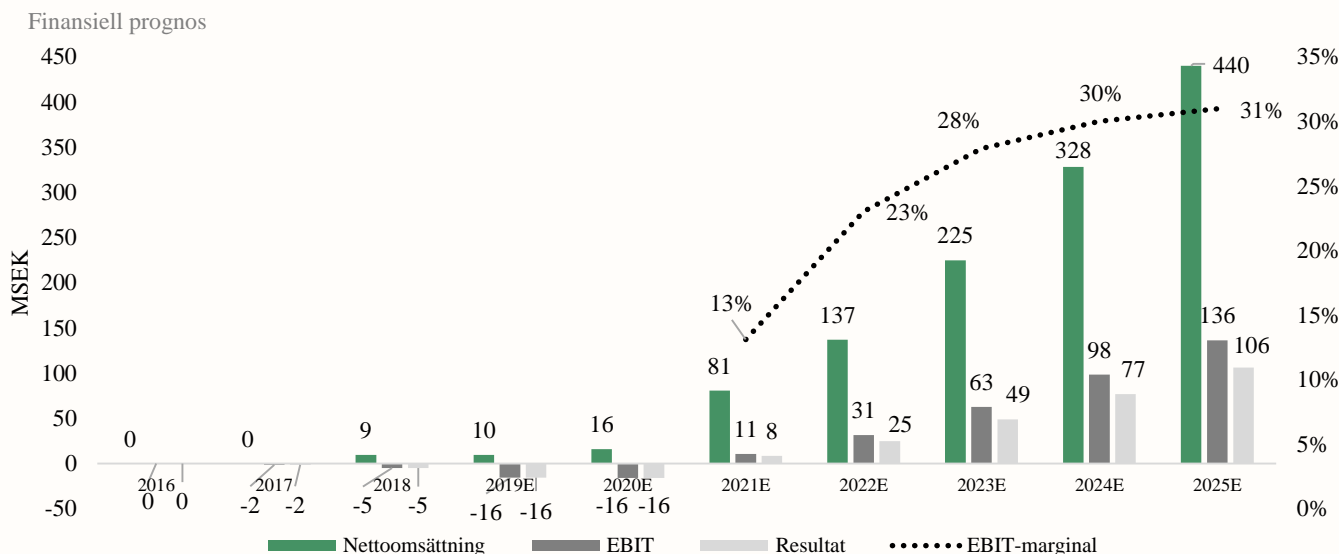
Försäljning av reagenser kommer mest troligt inte utgöra en väsentlig andel av försäljningen innan Lumitos teknologi har fått tillräckligt stor legitimitet bland användarna. I början förväntas Bolagets instrument främst användas med traditionella infärgningsvätskor. Om Lumitos teknologi får ett starkare fäste på marknaden bör försäljningen av reagenserna ta fart vilket påverkar lönsamheten positivt eftersom reagenserna förväntas ha en bruttomarginal om cirka 65 %.

Sammantaget väntas en försäljningstillväxt drivas av lyckat *proof of concept* under 2020 för att sedan lyckas växa fort genom försäljning via en distributör med rätt egenskaper. 2021 förväntas omsättningen nå 81 MSEK genom försäljning av cirka 60 instrument. Genom referenser som skapar legitimitet till Lumitos teknologi samt försäljningsarbete från Bolaget och distributör väntas i Base case en omsättningstillväxt om 97 % CAGR från 2020 till 2025. Omsättningen 2025 förväntas uppgå till 440 MSEK jämfört med 15 MSEK 2020.

BRUTTOMARGINAL  
OM 40 % PER SÅLT  
INSTRUMENT

OMSÄTTNING  
ESTIMERAS TILL 81  
MSEK ÅR 2021

Prognos av nettoomsättning, EBIT, EBIT-marginal och resultat mellan 2016 och 2025.





# FINANSIELL PROGNOSS

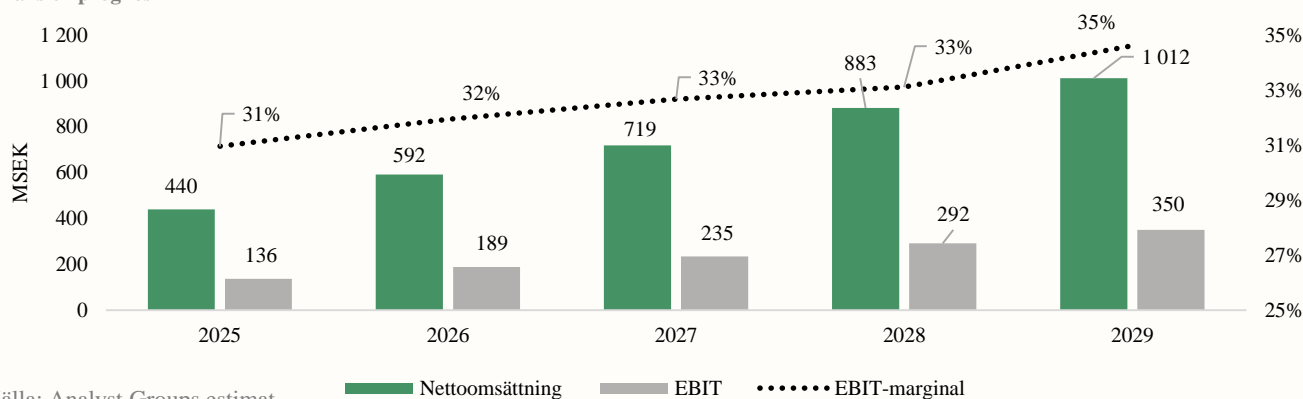
## Utan innovationer i nya eller befintliga produkter förväntas tillväxten avta efter 2025

Givet att Lumito lyckas etablera sig inom digital patologi under kommande år väntas en snabb tillväxt ske fram till 2025 för att sedan fortsätta i ett något lägre tempo. Vissa delar av marknaden förväntas vara betydligt svårare att bearbeta än andra, t.ex offentlig sektor där upphandlingar estimeras genomföras sällan men då med relativt stora volymer. Inom detta segment förväntas också många patologer och inköpare vara försiktigt inställda till ny teknologi. Från 2025 till 2029 förväntas den årliga genomsnittliga tillväxten vara cirka 20 %, vilket innebär estimat om drygt 600 stycken sålda instrument och en nettoomsättning om cirka 1 mdSEK, varav ungefär 30 % väntas utföras av försäljning av reagenser. Samtidigt väntas en ökad andel reagenser öka lönsamheten på grund av att bruttomarginalen är högre. År 2029 väntas EBIT-marginalen uppgå till 35 % och FCFE-marginalen väntas bli 15-20 %. Givet den finansiella prognosen för Lumito 2029 skulle de inneha en marknadsandel om cirka 1 % till 2 %. Tillväxten under dessa år kan vara kraftigare om Lumito skulle få ett starkt fäste på den amerikanska marknaden eller förverkliga ambitionen att lansera en produkt inom läkemedelsscreening.

**35 %**  
ESTIMERAD  
EBIT-MARGINAL  
2029

Utveckling av nettoomsättning, EBIT och EBIT-marginal från 2025 till 2029, marginalförbättring genom lönsam produktmix.

Finansiell prognos



Källa: Analyst Groups estimat

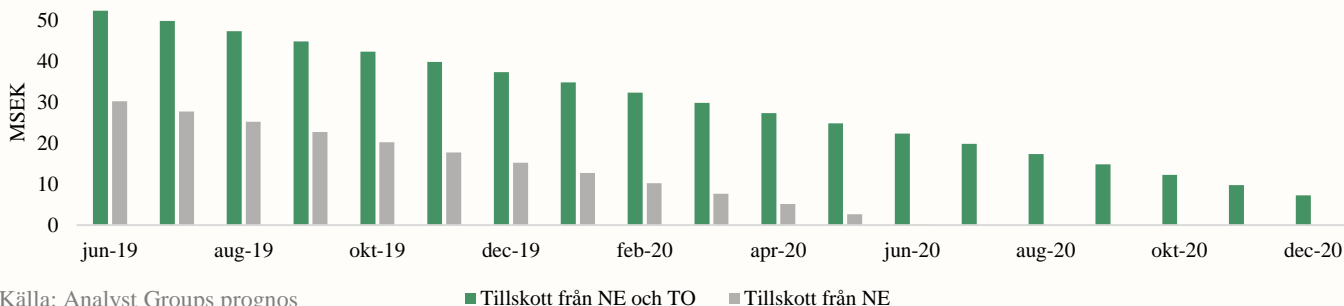
## Expansionskostnader väntas leda till negativt resultat fram till 2021

PERSONALÖKNING DRIVER  
KOSTNADSÖKNING INFÖR  
KOMMERSIALISERING

För att möjliggöra kommersialisering och expansion förväntas Lumito behöva utöka kostnadsbasen med lämplig personal, administration etc. Detta innebär att kostnader kommer öka redan innan Bolagets försäljning väsentligt hinner växa. Framförallt består kostnadsökningen av ny personal för att möjliggöra en lyckad kommersialisering. Lumito väntas visa positivt resultat år 2021 och EBIT-marginalen estimeras då att uppgå till 13 %, för att sedan successivt öka på grund av skalbarhet till 31 % år 2025. Vidare förväntas FCFE-marginalen uppgå till 16 % år 2025, vilket innebär utrymme för ytterligare investeringar i t.ex forskning och utveckling.

Nedan visas kassan givet en *burn rate* om 2,5 MSEK per månad, i fallen att teckningsoptioner löses in eller enbart full teckning av nyemission.

Prognos av kassa givet *burn rate* om 2,5 MSEK per månad (30 MSEK per år)



Källa: Analyst Groups prognos

Ovan kan det ses att kassan räcker cirka 1 år utan tillskott från teckningsoptioner och därför behöver försäljningen komma igång under 2020 för att undvika ytterligare kapitalanskaffning framgent, förutsatt att teckningsoptionerna inte löses in och genererar ytterligare cirka 22 MSEK till kassan. Diagrammet räknar inte med eventuella försäljningsintäkter under 2020.

# VÄRDERING

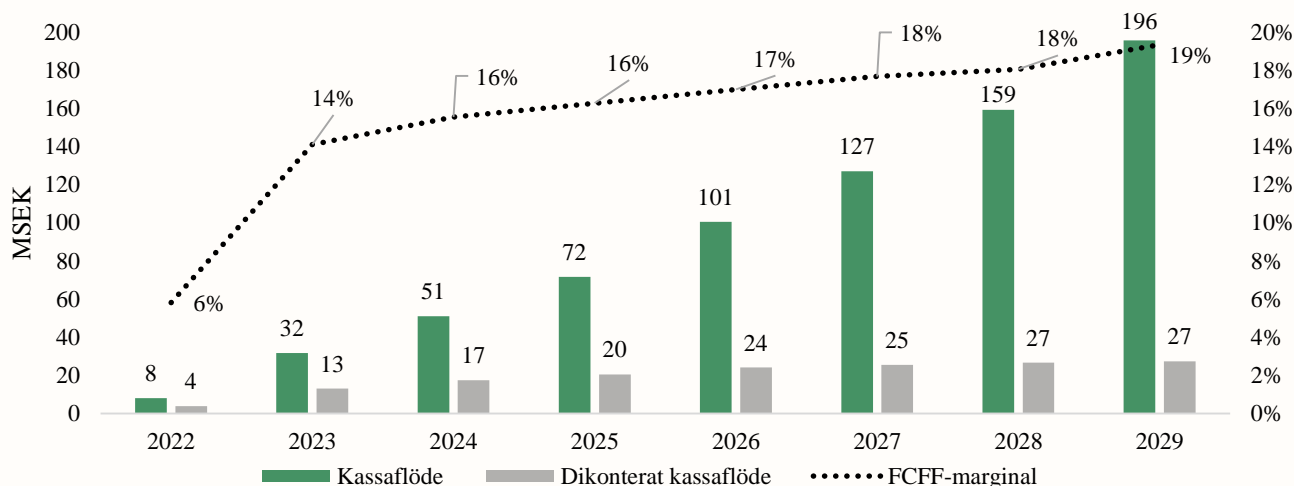
## Värdering baseras på en riskjusterad nuvärdesberäkning genom en DCF

För att värdera Lumito har en riskjusterad nuvärdesberäkning av förväntade kassaflöden fram till år 2029 genomförts tillsammans med en diskonterad multipelvärdering för år 2029. Eftersom värderingen bygger på en finansiell prognos med antaganden om en lyckad kommersialisering finns det väsentlig osäkerhet kring om detta blir det faktiska utfallet. Givet den stora risken beräknas sannolikheten för att den finansiella prognosen inträffar till 15 %.

En DCF använts för att beräkna nuvärdet av kassaflöden under prognosperioden. Första året med positivt kassaflöde beräknas vara år 2022 med en FCFF-marginal på 6 %, denna marginal väntas sedan succesivt öka i takt med att omsättningen ökar. Efter 2025 bedöms FCFF-marginalen uppgå till 15 - 20 %. Summan av de diskonterade kassaflödena till och med 2029 uppgår till ungefär 685 MSEK. För att beräkna *terminal value* har en multipelvärdering om 20x EV/EBITDA använts eftersom detta i dagsläget är snittet för jämförbara bolag. EV/EBITDA är lämpligt att använda i det här fallet eftersom att det visar rörelsens underliggande lönsamhet.

Summan av diskonterade kassaflöden under perioden uppgår till 685 MSEK. Alla värden diskonteras med en WACC om 19,6 %,

Kassaflöden mellan 2022 och 2029.



Källa: Analyst Groups prognos

### WACC

ERP	7,1%
Risk Free Rate	2,8%
Storlekspremie	4,2%
Beta/risk i relation till marknaden	1,8
<b>Cost of Equity</b>	<b>19,6%</b>
Debt % Total Capital	0%
Equity % Total Capital	100%

### Viktad värdering motiverar 2,9 kr per aktie i riskjusterat nuvärde

Fortsättningsvis har en WACC om 19,6 % använts i diskonteringen. Eftersom Lumito finansierar sig med eget kapital används enbart *Cost of Equity* beräkningen och uppskattas till 21,0 %. En WACC om 17,5 % är relativt hög men anses reflektera det avkastningskrav man bör ha på en investering med Lumitos riskprofil. För multipelvärdering används EV/EBITDA 20x för 2029 års estimerade EBITDA-resultat om 374 MSEK. Multipl är lägre än peers eftersom Bolaget väntas ha nått ett mer moget stadie vid 2029. Det riskjusterade nuvärdet av summan av multipelvärderingen plus diskonterade kassaflöden är totalt 174 MSEK, vilket motsvarar en motiverad aktiekurs om 2,9 kr\* och en uppsida från dagens värdering om 80 %.

### WACC

**19,6%**

**2,9\* KR**  
I ETT BASE  
SCENARIO

Peers	EV/EBITDA	P/S	CAGR 5 år (oms)	EBITDA-marg
Calmark	(-9,7)	59,6	-	-
ContextVision	(147,1)	6,5	9,6%	4,1%
Scandidos	(-5,7)	1,4	-10,9%	-
Cellavision	54,9	18,9	12,5%	33,6%
Elekta	18,3	3,2	4,1%	18,3%
RaySearch Laboratories	27,6	6,8	19,1%	25,6%
Boule Diagnostics	22,3	2,6	7,1%	11,9%
Medistim	24,5	6,9	9,6%	27,6%

**Median (ex neg)** 24,5 4,85 10% 22%  
**Genomsnitt (ex neg)** 29,5 4,6 7% 20%

\*beräknat utifrån 59 467 458 utestående aktier, vilket motsvarar max antal aktier efter nyemissionen. Kommer uppdateras vid eventuell förändring av kapitalstrukturen eller prognoser.

# BULL & BEAR

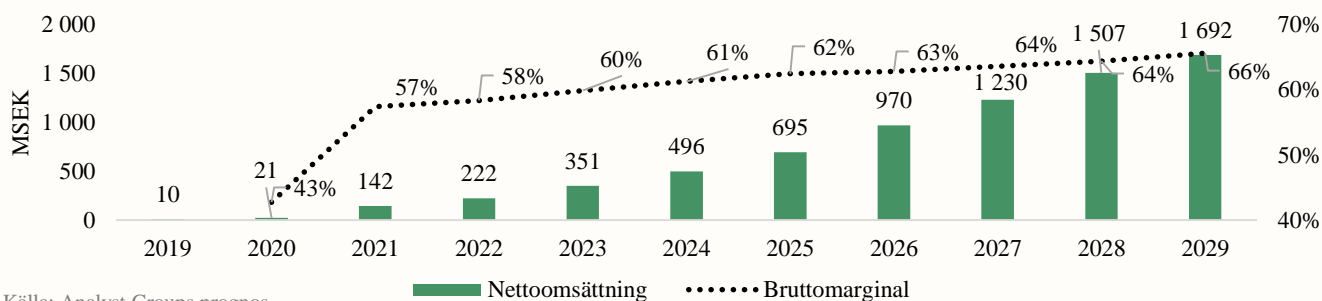
## Bull Scenario

**3,6\* KR I ETT  
BULL SCENARIO**

I ett Bull scenario växer försäljningen snabbare på grund av effektiv marknadsbearbetning och kännedom i branschen om signifikanta förbättringar i diagnosträffsäkerhet efter lyckad kommersialisering, vilket leder till en nettoomsättning om knappt 500 MSEK år 2024. Vidare är lönsamheten bättre på grund av lägre produktionskostnader och mindre andel till distributörer, detta ger sammantaget en stigande bruttomarginal som når upp kring 65 % år 2029, jämfört med omkring 55 % i Base scenario. Givet en bättre lönsamhet blir även det diskonterade kassaflödet högre och summeras till 98 MSEK. Vidare tilläggs en multipelvärdering om EV/EBITDA 23x vilket tillsammans med det diskonterade kassaflödet summeras till ett riskjusterat nuvärde om 215 MSEK. Eftersom sannolikheten för detta scenario är lägre än Base scenario har en sannolikhet om 10 % använts för riskjusteringen. Denna värdering motsvarar ett motiverat pris per aktie om 3,6\* kr och motsvarar en uppsida från dagens värdering om 129 % samt en uppsida om 177 % från emissionskursen om 1,3 kr.

**Genom lyckat proof of concept växer Lumito kraftigt efter 2020, bruttomarginaler drivs av högre försäljningspris och skalfördelar**

Nettoomsättning och bruttomarginal 2019 - 2029.



Källa: Analyst Groups prognos

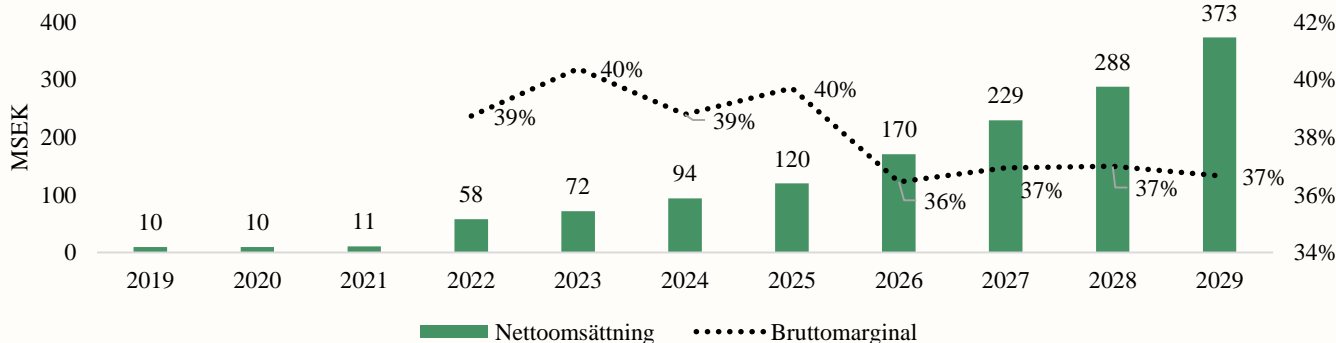
## Bear Scenario

**0,6\* KR  
I ETT BEAR  
SCENARIO**

I ett Bear scenario antas försäljningen starta 2021 istället för 2020, på grund av t.ex att Bolagets produkt inte är klar för lansering i tid eller att ingen distributör än har hittats. Dessutom väntas tillväxten inte vara lika snabb när försäljningen väl kommer igång på grund av att oväntade problem uppstår innan kommersialiseringssfasen påbörjas. Detta gör att vi justerar ner bruttomarginalen till cirka 35-40 procent från och med 2022, eftersom Lumito inte har lika stor möjlighet att ta ut höga priser som följd av lägre efterfrågan. Värderingen i Bear scenario baseras på en multipelvärdering om EV/EBITDA 18x år 2029, vilket är en rabatt mot peers eftersom Lumito i Bear scenario inte motiveras att värderas till en likvärdig multipel och även har blivit ett mer moget bolag. Värderingen har sedan nuvärdesberäknats med en WACC om 19,6 % och riskjusterats med en sannolikhet för detta scenario om 25 %, vilket sammanlagt ger en värdering om 35 MSEK, vilket motsvarar ett motiverat pris per aktie om 0,6\* kr och är en nedsida från dagens värdering om -63 %.

**Försäljningen startar först i 2021 för att sedan accelerera efterföljande år.**

Nettoomsättning och bruttomarginal 2019 - 2029.



Källa: Analyst Groups prognos

\*beräknat utifrån 59 467 458 utestående aktier, vilket motsvarar max antal aktier efter nyemissionen. Kommer uppdateras vid eventuell förändring av kapitalstrukturen eller prognoser.

# LEDNING & STYRELSE



## Stefan Nilsson, VD

Stefan Nilsson har varit på Lumito sedan 2016 och har en civilingenjörsexamen i elektronik från Lunds universitet. Nilsson har mer än 20 års erfarenhet från bolagsledning inom tillväxtbolag, varav 11 som VD. Bland har han varit VD för Gasoptics Sweden AB och Exallon Systems AB.

**Aktieinnehav:** 1 239 643 aktier.



## Masoud Khayyami, Styrelseordförande

Khayyami är doktor i biokemi vid Lunds Universitet och har erfarenhet från forskning inom medicin, medtech och biotekniksektorerna. Han har även entreprenörserfarenhet från Prolight Diagnostics AB (publ), Spectracure AB (publ), GASPOROX AB (publ) etc och expertkunnande inom tillämpad medicin, mikrobiologi- och biotechområdet.

**Aktieinnehav:** 6 547 990.



## Prof. Stefan Andersson-Engels, styrelseledamot

Professor i fysik vid Lunds universitet fram till 2016. Mottog Erna Ebelings pris, Svensk Förening för Medicinsk Teknik och Fysik, 2003. Förstahandskandidat vid utnämningen av professuren i biomedicinsk fysik på Kungliga Tekniska Högskolan, Stockholm 1996. Medförfattare till mer än 200 artiklar i fackgranskade tidskrifter.

**Aktieinnehav:** 21 000 000 aktier.



## Henrik Ljung, CFO

Civilekonom från Lunds Universitet. Bakgrund som auktoriserad revisor och med mångårig erfarenhet som CFO bl a i Cerdo Bankpartner Aktiebolag, Acconeer AB, Ballingslöv AB, AB Sardus och Malmöhus Invest AB. Är anlitad på konsultbasis motsvarande 25 % av en heltidstjänst.

**Aktieinnehav:** 10 000 aktier.



## Anders Sjögren, CTO

Civilingenjör och doktor (PhD), Lunds universitet. Mer än 15 års erfarenhet från att bygga och utveckla teknologier inom tekniksektorn. Tidigare arbete omfattar bl a utvecklingschef och CTO för Anoto AB. Anlitad på konsultbasis motsvarande 20 % av en heltidstjänst sedan 2017.

**Antal aktier via bolag som ägs till 50 %:** 1 324 000 st.



## Urban Widén, styrelseledamot

Widén har mer än 25 års erfarenhet inom pharma, bland annat 18 år som VD inom life science-bolag som AstraZeneca Ungern, Schering-Plough and Organon Biosciences Sweden, AutomationsPartner Sweden, Först Medicinskt Laboratorium Filial Sweden. Kunskap och erfarenhet inom försäljning, marknadsföring, market access och ledning.

**Aktieinnehav:** 0 aktier.



## Bengt Göran Svensson, styrelseledamot

Civilekonom från Lunds universitet. Anställd på Lunds universitet sedan 2003, idag som rådgivare till LU Holding AB. Erfarenheter inkluderar styrelseordförande i Forskarpatent Syd AB, VD för Lunds Universitets Utvecklings AB, VD för Connect Skåne, VD Science Village Scandinavia AB. Svensson har vidare haft en rad olika ledande befattningar inom bank och finans. Bengt Göran har avböjt omval vid nästa årsstämma.

**Aktieinnehav:** 120 000 aktier.

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling sedan IPO



Resulträkning	2016	2017	2018
<i>Belopp i TSEK</i>			
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	9 440
Övriga rörelseintäkter	0	0	23
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>9 463</b>
Råvaror och förnödenheter	-15	0	-8 827
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-15</b>	<b>0</b>	<b>636</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>Neg</i>	<i>Neg</i>	7%
Övriga externa kostnader	-93	-1 534	-3 892
Personalkostnader	-	-	-1 765
Övriga rörelsekostnader	0	0	-25
<b>EBITDA</b>	<b>-109</b>	<b>-1 534</b>	<b>-5 046</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>Neg</i>	<i>Neg</i>	<i>Neg</i>
Avskrivningar	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-109</b>	<b>-1 534</b>	<b>-5 046</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>Neg</i>	<i>Neg</i>	<i>Neg</i>
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0	0	0
Räntekostnader	0	0	0
<b>Finansnetto</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>EBT</b>	<b>-109</b>	<b>-1 534</b>	<b>-5 046</b>
Skatt	0	0	0
<b>Årets resultat</b>	<b>-109</b>	<b>-1 534</b>	<b>-5 046</b>
<i>Vinstmarginal</i>	<i>Neg</i>	<i>Neg</i>	<i>Neg</i>



# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Lumito AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)