

Miris Holding: Dags att mjölka USA

ANALYS ARTIKEL

Miris

11 december, 2019

Peter Nilsson

Daniel
Svensson

Uppsalabaserade Miris har i mer än 10 år jobbat för att få sina analysinstrument för bröstmjolk att slå igenom. Utan framgång. Nu har bolaget fått grönt ljus från FDA att sälja i USA. Det ska ändra allt, hoppas bolaget.



Miris instrument för analys av bröstmjolk, HMA. Det enda som är godkänt för försäljning i USA. Fördelar är att det kräver en mycket liten testvolym (3 ml) och ger resultat på bara 1 minut. Instrumentet används främst på avdelningar med för tidigt födda barn. För dessa är rätt näringsinnehåll i bröstmjölken en extra viktig sak.

Miris	December 2019
VD:	Camilla Myhre
Styrelseordförande:	Ingemar Kihlström
Antal anställda:	8
Nyckelpersoners ägande:	Cirka 12 %
Lista:	Spotlight Stockmarket
Aktiekurs:	0,044 kr
Antal aktier ink. utspädn:	2568,8 miljoner
Börsvärde:	113 Mkr
Nettokassa:	20 Mkr

Resultatnivå, årstakt:	Cirka -15 Mkr
Källa: Börsplus /Bolaget	Räknat på max antal aktier.

Spotlight-listade Miris (**0,044 kr**) har kämpat i många år för att nå ett marknadsgenombrott. Miris noterades redan 2006. Resan för aktieägarna har varit en katastrof.

Miris jobbar med instrument för analys av mjölk. Det började med mejerimjolk men idag är fokus helt på bröstmjolk. Mer specifikt inriktar sig Miris på individuell analys av mjölk till för tidigt födda barn.

Miris instrument *Miris Human Milk Analyzer* (HMA) mäter koncentrationen av makro-nutrientier i bröstmjolk. Prematura barn har ett stort näringsbehov och många gånger räcker inte bröstmjölken till. Därför är det viktigt att kvantifiera vilken näring bröstmjölken ger. För lite näring kan leda till kognitiva och fysiska problem senare i livet.

Den patentskyddade teknologin bygger på en kombination av infrarött ljus i kombination med mjukvara. Ett par milliliter av mjölken värms upp vilket löser upp mjölken i olika beståndsdelar. Analysen tar ett par minuter. HMA är klassat som ett medicintekniskt instrument i USA, Europa och Japan.

Börsplus syn på Miris

Det här är ett forskningsdrivet utvecklingsbolag med låga intäkter och med högtflygande planer, alltså en förhoppningsaktie. Analys av förhoppningsbolag kräver andra metoder än vanliga börsaktier. Se även faktaruta längst ner.

1. Incitament nyckelpersoner

Nyckelpersoner äger cirka 12 procent av Miris. Huvuddelen av detta ägs av Hans Åkerblom med cirka 10 procent av bolaget. Vi hade gärna sett att de som ska leda Miris i mål hade ägt mer av bolaget.

2. Track record nyckelpersoner

VD Camilla Myhre har erfarenheter från affärsutveckling och kommersialisering av life science produkter. Bland annat från GE Healthcare. Styrelseordförande Ingemar Kihlström är välkänd inom life science-sektorn. Han har erfarenheter från läkemedels- och affärsutveckling inom både Astra och Pharmacia. Han återfinns i styrelserna för bland annat EQL, Respiratorius och Spectracure. Styrelseledamot och störste ägare Hans Åkerblom har varit del av Pharmacias koncernledning.

Miris har bytt ledning flera gånger genom åren. Den nuvarande konstellationen ger ett bra intryck.

3. Trovärdighet produkt och strategi

Miris bedömer att marknaden för analys av makro-nutrientier i bröstmjolk är värd 3,0-3,5 miljarder kronor årligen. Marknaden delas upp i fyra delar:

- Analys av bröstmjolk till för tidigt födda barn.
- Mjölkbanks för att kategorisera donerad mjölk.
- Forskningsinstrument.
- Kvinno- och barnkliniker i Asien.

Viktigast här är analys av bröstmjolk för prematura barn och mjölkbanks. Speciellt för den amerikanska marknaden. Alla neonatalkliniker är potentiella kunder och i USA finns det 32 mjölkbanks.

I slutet av 2018 erhöll Miris FDA-godkännande för produkterna på den amerikanska marknaden. Lanseringsarbetet är igång sedan i våras. Målsättning är att bli **gold standard** i USA. Det kan vara på god väg att bli verklighet. Bolaget har hittills mottagit cirka 100 offertförfrågningar från neonatalavdelningar och mjölkbanks i USA. Hittills har man sålt totalt 34 analysinstrument i USA.

Miris bedömer att sjukhusens beslutsprocess inklusive investeringsbegäran tar 9-18 månader. Miris bearbetar själv den amerikanska marknaden. Med distributörer bedömer Miris att de tappar kontakten med marknaden. Det låter som en genomtänkt strategi. Dock är det förenat med högre kostnader initialt.

Miris har precis avslutat en företrädesemission som ska tillföra bolaget cirka 26 Mkr före kostnader. Utfallet är inte känt än men emissionen var helt säkerställd. En övertilldelningsoption kan inbringa ytterligare 6 Mkr. Kapitalet behövs för etableringen i USA, utveckling av organisationen, certifiering enligt nya krav för medicintekniska produkter och samt för rörelsekapital.

Miris har försäljning. Nettoomsättningen årets tre första kvartal blev 9,7 Mkr. Det är en ökning med knappt 10 procent jämfört med samma period förra året. Rörelseresultatet blev -13,7 Mkr. Nyemissionen stärker kassan med cirka 18 Mkr efter kostnader och kvittning av lån.

Det är enligt vår bedömning i underkant för en offensiv satsning i USA. Bolagets ledning tror dock att kapitalet ska räcka till slutet av 2020 då positivt kassaflöde förväntas. För att det scenariot ska slå in kommer det att krävas en rejäl försäljningstillväxt. Vi får inte reda på vad Miris olika produkter kostar så det är svårt att gissa vad offerterna kan resultera i för försäljningsciffror.

Fortsatt evidens för teknologin är viktigt. Nyligen meddelade Miris att Harvard Medical School i USA planerar att starta en klinisk studie med 130 prematura barn där HMA kommer att användas för analys av bröstmjolk. Miris HMA har genom åren sålts till flera forskargrupper.

Miris HMA är det enda godkända medicintekniska instrumentet för analys av bröstmjolk i världen. Det finns konkurrens i form av kemiska metoder. Dessa kräver dock mer mjölk och tar längre tid.

4. Nödvändiga antaganden i optimistiskt scenario

Här är de saker som mer eller mindre måste inträffa för att Börsplus optimistiska scenario för bolaget ska kunna inträffa.

- Försäljningsframgångar i USA

Miris trycker på att det är nu det händer på den amerikanska marknaden. Försäljningsframgångar är den enda väsentliga värde drivaren vi kan se de närmaste åren.

Optimistiskt scenario

Miris	Idag	Tänkbart 2021
Avklarad milstolpe	Godkännande och lansering i USA	40 Mkr i omsättning
Kommande värde drivare (i)	Försäljningen tar fart	Fortsatt tillväxt och lönsamhet
Värderingsmodell (ii)	e.m	P/S 7,5
Resultatnivå, årstakt	Cirka -20 Mkr	Breakeven
Börsvärde, Mkr (iii)	113 Mkr	300 Mkr
Optimistisk vinstchans (iv)		150%

Miris värderas till cirka 115 Mkr efter den senaste nyemissionen. Vi utgår då från att övertilldelningsoptionen inte utnyttjas.

Det ser ut att krävas cirka 40 Mkr i nettoomsättning för att Miris ska kunna nå breakeven. Om marknaden tar fart som bolaget hoppas skulle Miris kunna vara där inom något år. Sker det skulle vi inte förvånas om varje omsättningskrona värderas till x5-10. Det ser vi som det mest optimistiska scenariot.

Pessimistiskt scenario

Miris aktieutveckling sedan noteringen 2006 är en katastrof. Det finns en betydande risk att aktiemarknaden tröttnat och inte vill fortsätta låta sig mjölkas av Miris. Därför kan det bli svårt för Miris att genomföra ytterligare företrädesemissioner om man inte först kan visa på betydande framsteg.

Med sitt instrument har Miris öppnat upp en marknad som andra aktörer rimligtvis sneglar på. HMA mäter makro-nutrienten. På sikt är det självklart intressant att också mäta mikro-nutrienten. Även om Miris får vara själva på marknaden ett tag finns det en uppenbar risk att andra aktörer etablerar sig på sikt. Kanske med ännu bättre analys.

Börsplus slutsats

Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det över tid slutar med en stor förlust för investerarna.

För de som kan se bortom Miris-aktiens usla historik finns det faktiskt ett par ljusglimtar. Försäljningen börjar ta fart och bolaget har många offertförfrågningar. Miris verkar ha en unik möjlighet på den amerikanska marknaden. Rekommendationen blir neutral med en svag lutning åt det positiva.

Så ser Børsplus på förhoppningsbolag

Vid investeringar i entreprenörsbolag utan intäkter men med högtflygande planer bör man enligt Børsplus åsikt börja med nyckelpersonerna i projektet.

1. **Har nyckelpersonerna rätt incitament och engagemang** för att göra det långa och hårda arbete som krävs för att lyckas? Saknas detta incitament kan man ofta stryka aktien som köpkandidat redan här.
2. **Har nyckelpersonerna erfarenhet och historik med sig** som gör det troligt att de har rätt förutsättningar för att ta projektet till framgång? Det gör enorm skillnad om entreprenören har relevanta framgångar i bagaget eller ej. Detta är en väldigt subjektiv och därmed svår bedömning men den bakomliggande tanken är robust. Nämligen att en förstklassig ledning med en halvdan affärsidé är långt mycket bättre än en förstklassig affärsidé i händerna på en halvdan ledning.
3. **Hur trovärdig är strategin och produkten?** Denna fråga kan besvaras på flera nivåer. Från höftskott till datainsamling i McKinsey-klass. Vi lägger oss på en nivå någonstans där emellan där nedlagd analystid får styras av hur intressant investeringen ser ut att vara i övrigt. En mycket intressant aktie förtjänar en mer grundlig research än ett börsbolag som vi på andra grunder bedömer som helt ointressant. Dessa bedömningsgrunder kan vara saker som frågorna 1-2 ovan eller potentialen, värderingen eller något annat.
4. **Nödvändiga antaganden i optimistiskt scenario.** Investeringar i förhoppningsbolag handlar helt och hållet om att skissa på hur uppsidan ser ut och därefter utsätta detta optimistiska scenario för "konstruktiv kritik". Om aktien står pall för trycket så kan det vara en intressant investering.

En metod är att lista vilka antaganden man nödvändigtvis måste göra för att det optimistiska scenariot ska besannas. Exempel på sådana antaganden kan vara:

- Kundtillväxten ökar
- Positiva forskningsresultat (Life Science)
- Framgångsrik lansering utomlands
- Lyckad prospektering (råvarubolag)
- Inget priskrig från stark konkurrent
- Nyckelpersonerna klarar att verkställa strategin

Vi ser det alltså som mindre meningsfullt att skissa på det mest sannolika utfallet för en förhoppningsaktie eftersom det utan undantag är att investerarna över tid gör en stor förlust.

Børsplus slutsats

Förhoppningsbolag är svårbedömda och inslaget av oförutsägbarhet är större än för aktier i rörelsedrivande bolag. Som en påminnelse om det stora inslaget av slump så graderar Børsplus sin syn på förhoppningsbolag som sidorna på en tärning. Där tärningsutfallen:

- 1 eller 2 = Sälj
- 3 eller 4 = Neutral
- 5 eller 6 = Köp

Tabellförklaring Optimistiskt scenario

Tabellen visar bolaget i dag samt ett tänkbart framtida optimistiskt scenario. Detta är alltså inte Børsplus huvudscenario. Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det oftast slutar med en stor förlust för investerarna.

(i) Värddrivare är de enligt Børsplus enskilt viktigaste aktiviteterna och målen för bolagets utveckling. Exempel på värddrivare i förhoppningsbolag är: licensavtal, regulatoriska godkännanden, genombrottsorder, kundintag, nya marknader, nya råvarufyndigheter, nya forskningsdata, produktlanseringar etc.

(ii) Värderingsmodell: Vad är viktigast för hur aktien prissätts på börsen? Enklast är det om man har vinster eller omsättning att utgå ifrån som kan ge en värderingsmultipel som P/e-tal, EV/EBIT eller EV/Sales. Annars är man hänvisad till en grov skattning av vad som vore ett rimligt börsvärde i en tänkt framtid efter att bolaget klarat av flera värddrivande milstolpar längs vägen.

(iii) Börsvärde idag avser aktuell börskurs och full utspädning efter eventuell pågående nyemission. Börsvärdet i en tänkbar framtid avser Børsplus (ofta svåra) bedömning av vad som kan vara ett rimligt framtida börsvärde i ett läge där Børsplus optimistiska antaganden om utvecklingen slagit in.

(iv) Optimistisk vinstchans är en förenklad skattning av potentialen i aktien på några års sikt. Detta är starkt förenklat och tar inte hänsyn till mindre finansieringsbehov eller exakt nettoskuld/kassa. Större bedömda finansieringsbehov är dock inkluderade vilket i så fall anges i tabellen och/eller i analysen.

