

Qlucore AB

I framkanten av vägen som ska stöpa om cancervården

Johan Widmark | 2021-12-03 08:00 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier, se emergers.se.

Med den disruptiva explosion av data som blivit tillgänglig för vetenskapen, om exempelvis vår arvsmassa på molekylär nivå, siktar Qlucore på att driva den växande marknaden för precisions- och kompanjonsdiagnostik för precisionsbehandling av cancer. Med kommersiella framgångar och en noteringsemission i bagaget är Qlucore väl rustat för att nå CE-godkännande 2023 och 300 MSEK i intäkter 2026. Justerat med en 30% rabatt för bolagets tidiga fas och många osäkerheter ser vi stöd för ett motiverat värde på 89-121 SEK per aktie på 18-24 månaders sikt.

Explosion av data förebådar disruption av cancervården

Med utgångspunkt i en plattform för kraftfull visualisering och analys av enorma mängder komplex data, har Qlucore nått ut med sin mjukvara Omics Explorer till över 200 kunder inom forskningsvärlden i ca 25 länder. Nu är siktet inställt på att med plattformen Diagnostics och dess syskonprodukt Insights, vara med och driva den växande marknaden för precisions- och kompanjonsdiagnostik, med särskilt fokus på, och skräddarsydda klassificeringsmodeller för, individanpassad behandling för olika typer av cancer. RNA-sekvenseringsmarknaden, som Diagnostics riktar sig till, väntas växa med 20% CAGR till 2024. Även om Diagnostics föregår ett bredare genomslag för precisionsbehandlingar, så bidrar Qlucore till en positiv feedbackloop mellan utvecklingen av behandlingar och förbättrade tekniska förutsättningar, som långsiktigt väntas avancera hela världens approach till behandling av cancer. Redan med dagens behandlingsalternativ kan rätt undergruppsbestämning av exempelvis leukemi ha en livsavgörande betydelse för enskilda patienter.

Stöd för aggressivt mål till 2026

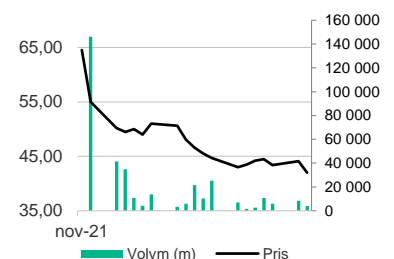
Qlucore har som mål att nå 300 MSEK i omsättning 2026 med 40% EBIT-marginal. Med CE-godkännande för Diagnostics grundplattform och klassificeringsmodellen för ALL under mitten av 2023 räknar vi med en brant ökning av antalet labb till att nå 70-100 labb 2026/27. I takt med att bolaget adderar CE-godkända tester för Icke småcellig lungcancer (NSCLC) och bröstcancer så räknar vi med en ökning av antal test per labb till 2 500-4 000 per år. Med en intäkt på 1000 SEK per test, tillsammans med en modest ensiffrig tillväxttakt för Qlucore Omics Explorer, ger det stöd för en omsättning på 300 MSEK 2026/27. 70% av likviden från höstens noteringsemission väntas gå till utveckling och sälj vilket grovt motsvarar 20 MSEK per år kommande tre år. Sammantaget räknar vi därför med en liten vinst 2024/25 och en stark utväxling för lönsamheten därefter.

Rider på starka trender – motiverat värde 89-121 SEK

Även om Qlucore rider på flera starka trender, som exploderande tillgång till data, ökad komplexitet på datan och framväxten av individanpassade behandlingar, så är Diagnostics ännu i sin linda. Mycket är ännu osäkert vad gäller mottagande hos förväntade kunder, kostnad att växa, långsiktig prissättningskraft och certifieringar. En stabil historik av att nå ut globalt borgar dock för ledningens förmåga att exekvera. Affärsplanen rymmer en långsiktig värderingspotential väl över miljarden om bolaget realiserar vår prognos, och sina mål, till 2026. Hittills har man dock endast tecknat två kommersiella avtal för Diagnostics. Tills vi ser ytterligare kommersiella framsteg och CE-certifiering under mitten av 2023, väljer vi att riskjustera vårt motiverade värde med 30% varvid en kombination av DCF och multiplar ger stöd för ett motiverat värde på 89-121 SEK per aktie på 18-24 månaders sikt. En känslighetsanalys visar också att 1 års försening i kombination med 10% press på ersättning per test sänker vårt motiverade värde med 22%.

Qlucore

Fair Value, SEK (12-24 m)	89 - 121
Current Price (SEK)	42,00
Shares (M)	4,0
Mkt Cap (MSEK)	169
Net Debt (MSEK)	-100
EV (MSEK)	69
Market	First North



Summary financials

MSEK	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Revenue	16	13	12	15	28
EBITDA	4	-3	-12	-27	-26
EBIT	1	-6	-15	-31	-31
EPS Adjusted	0,62	-3,05	-3,74	-7,89	-7,85
Sales Growth, %	51%	-19%	-3%	20%	84%
EBITDA Margin, %	22%	neg.	neg.	neg.	neg.
EBIT Margin, %	9%	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/Sales	-	-	6,8	7,0	5,3
EV/EBITDA	-	-	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	-	-	neg.	neg.	neg.
P/E	-	-	neg.	neg.	neg.

Källa: Emergers

Kort om Qlucore

Qlucore grundades 2007 i Lund av Thoas Fioretos, professor i genetik, Magnus Fontes, professor i matematik, Johan Råde, matematiker och mjukvaruspecialist och bolagets vd Carl-Johan Ivarsson. Bolaget utvecklar och säljer mjukvara för maskininlärningsbaserad (AI) cancerdiagnostik och analys och visualisering av komplexa datamängder. Hittills har bolaget framför allt varit verksamt inom analysstöd genom produkten Qlucore Omics Explorer, men siktar nu på att växa inom AI-baserad precisionsdiagnostik med inriktning på olika cancerformer, med plattformen Qlucore Diagnostics, och hjälp av dess syskonprodukt Qlucore Insights.

Med över 200 kunder i 25 länder, inom såväl akademien som livsmedels- och läkemedelsbranschen och referenser till bolagets produkt Qlucore Omics Explorer i över 900 vetenskapliga publikationer är Qlucore inte någon startup. Merparten av omvärderingspotentialen utgörs dock av Qlucore Diagnostics som hjälper laboratorier och läkare att analysera komplexa datamängder för att ställa en så kallad precisionsdiagnos och möjliggöra en mer individualiserad behandling, ofta kallat precisionsmedicin.

Med en klart fallande kostnad för RNA-sekvensering på senare år, vilket öppnar för en bredare adaptation av RNA-sekvenseringsbaserad diagnostik ligger fokus nu på att växa inom klinisk cancerdiagnostik, med utveckling av CE-märkta och FDA-godkända specifika moduler för olika cancertyper. Likviden från noteringsemissionen förväntas räcka för att bära både ökade utvecklings- och marknadsföringskostnader och hela verksamheten till positivt kassaflöde, vilket vi räknar med vid 2024/2025E.

Tvådelad verksamhet med stöd av stark underliggande tillväxt

Qlucore har två affärsområden som vänder sig till olika marknader, bioinformatik och precisions- och kompanjonsdiagnostik.

Målgruppen för **Qlucore Diagnostics** är segmentet precisions- och kompanjonsdiagnostisk programvara, och kunderna är i normalfallet sjukhus och laboratorier som utför diagnostiska tester och behandlar cancer. Qlucore fokuserar på NGS-tekniker (Next Generation Sequencing är en metod för att sekvensera stora mängder DNA eller RNA, vilket innebär en bestämning av den genetiska koden, alltså ordningen på ”bokstäverna” i arvsmassan). Precisionsdiagnostisk är ett test som används för precisionsmedicin, vilket innebär diagnostiska metoder och terapier för individanpassad utredning och behandling av sjukdom på individnivå. Kompanjonsdiagnostik är ett

diagnostiskt test som används som följeslagare till en behandling för att bestämma hur väl behandlingen passar en specifik individ.

På marknaden för precisions- och kompanjonsdiagnostik finns ett flertal aktörer internationellt, som Foundation Medicine som ägs av Roche, schweiziska Sophia Genetics och franska Integragen.

Qlucore lanserade under hösten **Qlucore Insight** som delar funktionalitet med Qlucore Diagnostics men inte kommer att genomgå regulatoriskt godkännande utan enbart vara tillgängligt för forskningsändamål.

Översikt marknad för respektive produkt

Produkt	Qlucore Omics Explorer	Qlucore Diagnostics	Qlucore Insight
Målmarknad	Bioinformatikmarknaden	Marknaden för precisions- och kompanjonsdiagnostik	
Typiska kunder	Forskning	Labb	Forskning
Marknadstillväxt	8,4% CAGR 2020-2025	20% CAGR 2017-2024	-
Storlek adresserbar marknad	11-20 mdr SEK	6 mdr SEK 2028	-

Källa: Emergers

Qlucore Omics Explorer marknadsförs primärt mot bioinformatikmarknaden och kunderna är normalt forskningsorganisationer, universitet eller bolag verksamma inom livsmedel. Dessa arbetar med datamängder som är av en sådan komplexitet och storlek att arbetet kräver särskilda verktyg och analyshjälpmiddel.

Den marknad som Qlucore verkar på, bioinformatikmarknaden, omfattar ett brett spektrum av tjänster och som helhet väntas marknaden växa med 8,4% CAGR mellan 2020 och 2025 då den väntas nå ett värde på 16 miljarder USD. Bolaget adresserar en delmängd av den marknaden som bolaget självt uppskattar till cirka 16% av den totala marknaden, vilket motsvarar en adresserbar marknadspotential på cirka 11-20 miljarder SEK.

Affärsmodell

Qlucore Omics Explorer

Qlucore Omics Explorer säljs på licens. Återköpsfrekvensen av licenser för Qlucore Omics Explorer på 87% vilket ger det benet en SaaS-liknande karaktär.

Qlucore Diagnostics

Qlucore Diagnostics är en programvara som används av analyspersonal i labb, exempelvis kliniska genetiker och patologer, för att analysera och ställa korrekt diagnos, vilket i slutändan syftar till att ge den behandlande läkaren bästa möjliga underlag för beslut om optimal behandling. Qlucores lösning erbjuder labben effektivare arbetsflöden, lägre arbetskostnader och snabbare hantering.

Qlucore Diagnostics har en modulär uppbyggnad med en grundplattform och separata sjukdomsspecifika klassificeringsmoduler. En klassificeringsmodell är en tränad algoritm som kan ta information från ett prov och sedan bestämma gennuttrycksprofilen, alltså vilken grupp provet tillhör. För att ta fram dessa klassificeringsmodeller samarbetar bolaget med nödvändig expertis inom valda områden. I nuläget finns tre samarbeten med kommersiella överenskommelser, vilket utgör fokus för bolagets arbete med att fram klassificeringsmodeller. Dessa tre tillämpningsområden är

- Akut lymfatisk leukemi (ALL)
- Icke småcellig lungcancer (NSCLC)
- Bröstcancer

Intäktsmodellen för Qlucore Diagnostics är intäkt per test för klinisk diagnostik och royalty för kompanjonsdiagnostik.

Översikt affärsmodell för respektive produkt

Produkt	Qlucore Omics Explorer	Qlucore Diagnostics	Qlucore Insights
Affärsmodell	Licens	Intäkt per test eller royalty	Licens

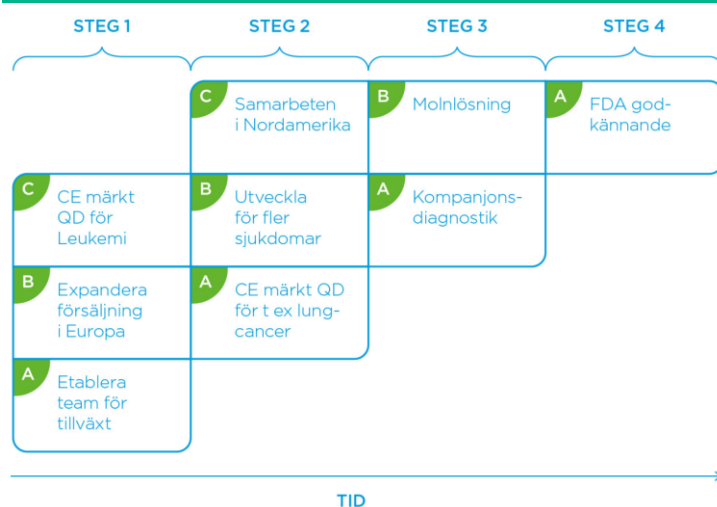
Källa: Emergers

Timeline och prognos

Qlucore Insights inklusive funktionaliteten för klassificering av ALL erbjuds idag för utvärdering även om Qlucore Diagnostics ännu saknar CE-godkännande. I nuläget dominerar intäkterna av forskningsprodukten Qlucore Omics Explorer som även kan väntas dominera intäkter och kassaflöden den närmaste åren.

Samtidigt har bolaget ett aggressivt mål om intäkter på 300 MSEK till 2026 med en rörelsemarginal överstigande 40%. Målet speglar en tydlig ambition att utveckla och få ett brett genomslag på marknaden för Qlucore Diagnostics. För detta har bolaget satt upp ett flertal delmål, som omfattar CE-godkännande av grundplattformen (av EU IVDR klass A), utveckling och CE-certifiering av klassificeringsmodeller, där modellen för ALL kommit längst och bolaget räknar med ett CE-godkännande 2023 (av EU IVDR klass C).

Översikt över Qlucores strategiska plan

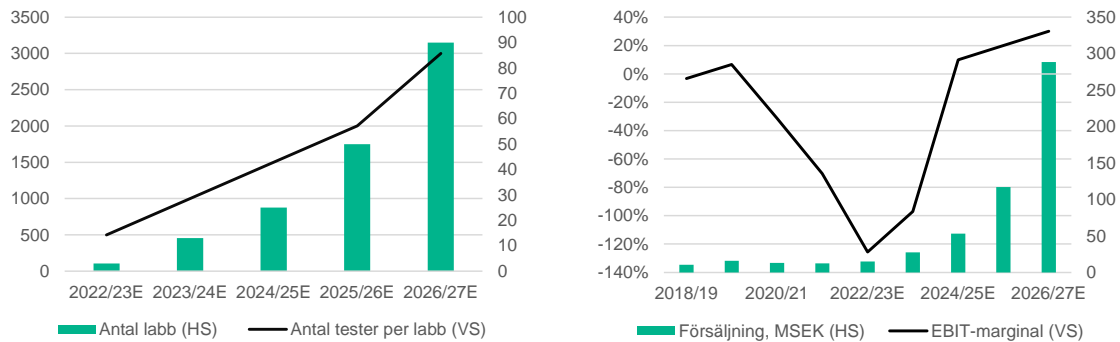


Källa: Emergers

I nuläget bereder alltså Qlucore marknaden för precisions- och kompanjonsdiagnostik genom marknadsföringen av Qlucore Insights med ambitionen att sprida kännedom om bolagets produkter, medan vi räknar med att CE-godkännandet av plattformen och första klassificeringsmodellen ska utgöra startskottet för utrullningen av Qlucore Diagnostics till labb och

sjukhus från 2023. Parallellt med utvecklingen av fler klassificeringsmodeller för fler sjukdomar blir nästa steg expansion mot Nordamerika och FDA-godkännande.

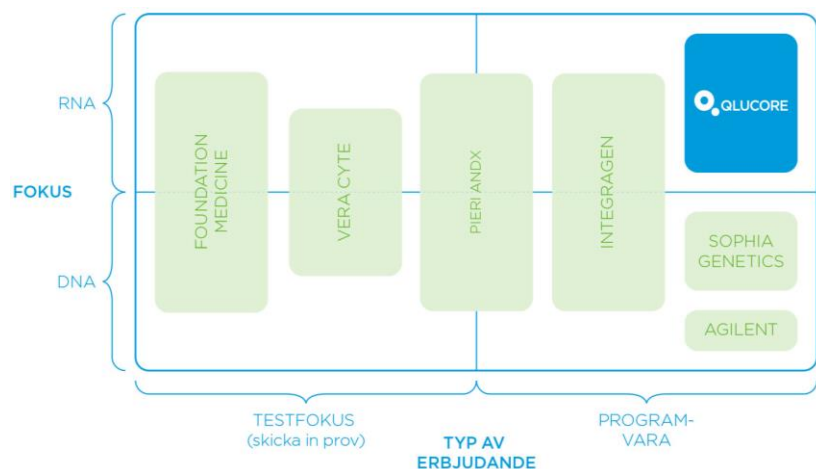
Labb och antal tester, Försäljning och EBIT-marginal



Källa: Emergers

För Qlucores affärsområde Qlucore Omics Explorer räknar vi med en stabil hög ensiffrig tillväxttakt under vår prognoshorisont.

Aktörer och position inom precisionsdiagnostik



Källa: Qlucore

Jämförelsebolag och värdering

Vi bedömer att Qlucore Diagnostics står för bulken av värdet och framförallt omvärderingspotentialen i bolaget. Qlucore har ett flertal noterade jämförelseobjekt varav de mest närliggande sett till verksamheten finns i USA.

Qlucore befinner sig dock i en relativt tidig fas, även jämfört med de internationella jämförelsebolagen med närliggande verksamhet och erbjudande, där många har höga intäkter och även uppvisar lönsamhet. Vi väljer därför att applicera en värderingsrabatt på 30% för att reflektera de många osäkerhetsfaktorer som ligger framför bolaget innan man når en mer mogen fas med CE- och FDA-godkända produkter och lönsamhet. Med stöd av kombination av en DCF och en multipelvärdering ser vi därför

sammantaget stöd för ett motiverat värde på 89-121 SEK per aktie på 18-24 månaders sikt.

Jämförelsebolag

	Land*	Mkt Cap	EV	T12 Sales	T12 EBITDA	Growth	EBITDA margin	EV/ Sales	EV/ EBITDA	Net Debt	Share price 1 year
10X Genomics Inc	USA	17 044	16 444	459	-427	0%	-135%	35,8	-38,5	-600	1%
AegirBio	Sverige	578	526	12	-51	0%	-543%	44,3	-10,3	-53	62%
Agilent Technology	USA	45 572	46 541	6 319	1 668	18%	23%	7,4	27,9	969	32%
Illumina	USA	57 357	57 779	4 280	180	32%	18%	13,5	321,0	422	15%
Integragen	Frankrike	9	7	9	-1	5%	-50%	0,7	0,0	-2	-32%
Lumito	Sverige	85	74	1	-25	56%	-4267%	141,3	-3,0	-10	-79%
Qiagen	USA	12 533	13 516	2 240	834	31%	34%	6,0	16,2	983	14%
Sectra	Sverige	43 632	43 261	1 792	496	6%	25%	24,1	87,3	-370	70%
Veracyte	USA	2 946	2 783	187	-62	66%	-35%	14,9	-44,6	-163	-22%
Qlucore	Sverige	169	69	13	-9	3%	-72%	5,5	-6,0	-100	n.a.
AVERAGE						22%	-500%	29,4	35,0		7%
MEDIAN						12%	-42%	14,2	-1,5		14%

*Alla siffror i lokal valuta. Källa Emergers

Risker och scenarioanalys

Bland de risker som finns beskrivna i Qlucores noteringsprospekt ser vi framförallt risker med konkurrens på marknaden för precisions- och kompanjonsdiagnostik, risker kopplade till teknisk utveckling och regulatoriska krav som särskilt värda att notera.

Det nya regelverket för In Vitro Diagnostik, EU IVDR och tidsschemat för dess implementation kan ha en stor påverkan på bolagets utveckling och förutsättningarna för att ta Diagnostics till marknaden. CE-märkning av Diagnostics är ett centralt steg för att nå bolagets mål och vår prognos till 2026. Det är inte ovanligt att större produktutvecklingsprojekt visar sig bli mer kostsamma eller utdragna i tiden än vad man ursprungligen förväntat.

Nedanstående tabell visar en känslighetsanalys av hur vår beräkning av motiverat värde påverkas av en förskjutning av CE-godkännande med ett respektive två år jämfört med vårt basscenario (2023), samt hur en ökad konkurrens, mätt som prispress på ersättningen per precisionsdiagnostiskt test med 10% respektive 20% påverkar motiverat värde jämfört med basscenarioet (1000 SEK).

Känslighetsanalys, effekt på motiverat värde

		Försening CE-godkännande, år		
		0	1	2
Prispress	0%	105	89	75
effekt på intäkt	-10%	96	81	69
per test	-20%	86	73	62

Källa: Emergers

Bolagsstyrning

Ordförande är Pia Gideon som har en bred erfarenhet av ordförande och styrelseuppdrag i börsnoterade, statligt ägda och nystartade företag, med tonvikt på teknik och hälso- och sjukvård. Pia Gideon är även styrelseledamot i Apoteket AB och Guard Therapeutics och äger aktier motsvarande 0,75% av kapital och röster i Qlucore.

Carl-Johan Ivarsson är en av bolagets grundare och vd på Qlucore sedan starten. Carl-Johan Ivarsson har en bakgrund som Vice President på Ericsson Mobile Platforms. Carl-Johan Ivarsson äger aktier motsvarande 8,6% av kapital och röster i Qlucore.

Störste ägare är Rutger Arnhult med 10,4% av röster och kapital. Topp tre största ägare, Rutger Arnhult, Göra Uno Unosson Lundberg och vd Carl-Johan Ivarsson äger tillsammans 28,8% av bolaget.

10 Största ägare

Ägare	Kapital %	Röster %
Rutger Arnhult	10,4%	10,4%
Göran Uno Unosson Lundberg	9,8%	9,8%
Carl-Johan Ivarsson	8,6%	8,6%
Johan Råde	8,4%	8,4%
Eiffel Investment Group SAS	6,8%	6,8%
Magnus Fontes	4,6%	4,6%
Thoas Fioretos	4,6%	4,6%
Cantaloupe AB	1,9%	1,9%
Rothesay Ltd	1,9%	1,9%
Modelio Equity AB	1,6%	1,6%
Övriga	41,4%	41,4%
Totalt	100,0%	100,0%

Källa: Qlucore, Emergers

Qlucore

Income Statement

MSEK	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Sales	10,6	16,0	12,9	12,5	15,0	27,6
Operating Costs	-9,4	-12,4	-15,9	-24,1	-42,4	-53,2
EBITDA	1,2	3,6	-3,0	-11,6	-27,4	-25,6
Depreciation	-1,7	-2,2	-2,6	-3,2	-4,0	-5,0
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-0,5	1,4	-5,6	-14,8	-31,4	-30,6
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-0,1	-0,1	-0,4	-0,3	-0,4	-1,0
Pre-tax Result	-0,6	1,3	-6,0	-15,1	-31,8	-31,6
Tax	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-0,6	1,2	-6,0	-15,1	-31,8	-31,6

Capital Expenditure

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Capital Expenditure, Absolute	-	4,4	4,8	7,8	9,1	5,0
As a Pct of Sales	-	27,2	37,0	62,2	60,8	18,0
Depreciation Multiple	-	2,0	1,8	2,4	2,3	1,0

Key Ratios

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Share Price Model Assumption at 31 Dec	-	-	-	42	42	42
Number of Shares (Millions)	1,98	2,0	2,0	4,0	4,0	4,0
Market Cap Model Assumption	-	-	-	169	169	169
Enterprise Value	-	-	-	85	105	146
EPS (Reported)	-0,32	0,62	-3,05	-3,74	-7,89	-7,85
EPS (Adjusted)	-0,32	0,62	-3,05	-3,74	-7,89	-7,85
CEPS	-0,32	0,62	-3,05	-3,74	-7,89	-7,85
P/CEPS	n.a.	-	-	neg.	neg.	neg.
Book Value/Share	4,3	7,3	18,5	25,5	17,6	9,7
P/BV	-	-	-	1,6	2,4	4,3
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	-	-	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	-	-	-	6,8	7,0	5,3
EV/EBITDA	-	-	-	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	-	-	-	neg.	neg.	neg.
P/E (Adjusted)	-	-	-	neg.	neg.	neg.
Sales Growth, Y/Y (%)	-	51,1	-19,3	-3,5	20,0	83,9
EBIT Growth, Y/Y (%)	-	neg.	-492,7	neg.	neg.	neg.
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	-	neg.	-592,2	neg.	neg.	neg.
EBITDA Margin (%)	11,3	22,4	neg.	neg.	neg.	neg.
EBIT Margin (%)	neg.	8,8	neg.	neg.	neg.	neg.
Return on Equity (%)	0,0	8,8	neg.	neg.	neg.	neg.
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Financial Position

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E
Interest-Bearing Net Debt	1,2	0,2	-22,9	-84,4	-64,5	-23,5
Net Debt/Equity	0,1	0,0	-0,6	-0,8	-0,9	-0,6
Equity Ratio	0,5	0,6	0,8	0,9	0,7	0,7
Net Debt/EBITDA	1,0	0,1	7,8	7,3	2,4	0,9

Source: Emergers, Company reports

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.