

Penser Access | Biotech | Sverige | 09 oktober 2023

Levererar positiva resultat

Första resultaten från fas 2b-studien med pudafensine inom organisk erektil dysfunktion (ED) är genomgående positiva. Det primära målet i studien uppnåddes med en kliniskt relevant och statistiskt signifikant ($p=0,034$) behandlingseffekt jämfört med placebo. I princip lika viktigt var beskedet om biverkningarna som var i nivå med vad som rapporterats för de patienter som fick placebo. Vi ser fram emot fortsatt utveckling inom indikationen, där nästa steg blir fas 3-studier som bör ske i samarbetet med en partner.

De positiva resultaten från fas 2b-studien innebär för oss en väsentlig riskreducering av projektet, då den innehåller fler patienter och att den genomförts i en mer naturlig miljö än tidigare studier. Därtill uppfattar vi att det primära effektmåttet är samma som regulatoriska myndigheter efterfrågar i kommande registreringsgrundande studier. Vi ser en fortsatt stor kommersiell potential för pudafensine och vi höjer nu även sannolikheten för att projektet når marknaden inom organisk ED.

Den lägre risken i projektet har en påtagligt positiv effekt i vår värderingsmodell och är anledningen till att vi höjer vårt motiverade värde till 25-26 kr (17-18). För oss framstår fredagens kursuppgång efter fas 2b-beskedet om dryga 30% aningen blek i relation till nyhetens betydelse för bolaget. Vi ser dock möjlighet till flera positiva besked under den närmaste tiden som har potential att ytterligare stärka intresset för aktien.

Estimatändring

23e

24e

25e

Totala intäkter

EBITDA, just.

EPS, just.

-

0,0%

0,0%

-

0,0%

0,0%

-

0,0%

0,0%

Kommande händelser

Q3 - rapport

Q4 - rapport

10 november 2023

23 februari 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier

Börsvärde

Nettoskuld

EV

Free float

Daglig handelsvolym, snitt

Bloomberg Ticker

52m

395

-21

374

75%

92k

INIT SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin

klas.palin@penser.se

Prognos (mDKK)

2022

2023e

2024e

2025e

Tillväxt

EBITDA, just.

EBIT, just.

EPS, just.

EPS-tillväxt, just.

EK/aktie

EBIT-marginal

ROE, just.

ROCE, just.

P/EK

Nettoskuld/EBITDA

N.m.

-42

-42

-0,7

N.m.

Neg.

Neg.

Neg.

Neg.

10,1x

0,9x

N.m.

-31

-31

-0,5

N.m.

Neg.

Neg.

Neg.

Neg.

126,3x

0,5x

N.m.

-12

-12

-0,2

N.m.

Neg.

Neg.

Neg.

Neg.

14,5x

2,2x

N.m.

-19

-19

-0,3

N.m.

Neg.

Neg.

Neg.

Neg.

48,8x

0,3x

Värde och risk

Motiverat värde

25,0 - 26,0 SEK

Aktiekurs

Riskenivå

9,8 SEK

Hög

Kursutveckling 12 mån

Oct

Nov

Dec

Jan

Feb

Mar

Apr

May

Jun

Jun

Jul

Aug

Sep

INIT SS EQUITY

OMX INDEX

Intressekonflikter

Yes

No

Likviditetsgarant

Certified adviser

Transaktioner 12m

✓

✓

✓

Investment case

Initiator Pharma har en attraktiv utvecklingsportfölj med tre kliniska projekt som är riktade mot tillstånd där vi ser ett betydande behov och kommersiell potential för nya bättre behandlingar. Trots den betydande kommersiella potentialen är konkurrensen från andra projekt under utveckling begränsad.

Under 2023 har betydenade framsteg gjorts i de kliniska projekten som tagit ned risken i bolaget, vilket ännu inte fullt ut prisats in i aktien. De positiva resultaten för pudafensine inom erektil dysfunktion (ED) är den hittills största framgången och flyttar fram positionen och tar ned risknivån påtagligt. Vi ser även en ökande betydelse för IP2018 efter det lovande resultatet i fas 2a-studien inom erektil dysfunktion (psykogen). Ett tänkbart scenario är att en potentiell licenstagare vill åt både pudafensine och IP2018.

Bolaget har en kostnadseffektiv affärsstrategi som går ut på att identifiera nya riskreducerande möjligheter i befintlig projektportfölj eller i nya tillgångar. Det minskar ledtider, kostnaderna för utveckling och risknivån i projekten. Bra ledarskap som levererat utan att dra på sig onödiga kostnader ger extra stöd för vår positiva syn på aktien. Bolaget är finansierat åtminstone tolv månader framåt.

Potentialen i aktien är stor och även om data varit bra, så är risknivån hög, då bakslag kan äventyra den fortsatta utvecklingen och därtill försvåra finansiering.

Bolagsprofil

Initiator Pharma grundades 2016 som en avknoppning från det danska noterade bolaget Saniona. Detta på initiativ av personerna i ledningsgruppen som såg potential att vidareutveckla läkemedelskandidater med unika egenskaper, så kallade monoaminåterupptagshämmare. Initiator fokuserar på måltavlor inom det centrala och perifera nervsystemet med projekt där risken redan är reducerad via tillhörande preklinisk och ibland kliniska data. I dagsläget prioriteras pudafensine inom ED och nervsmärta samt utvecklingen av IP2018, där samtliga har potential att bli First-in-class läkemedel.

Initiator har en virtuell organisationsstruktur och VD är Claus Elsborg Olesen. Ledningsgruppen är fokuserad med relevanta kunskaper inom indikationerna som bolaget har sitt fokus inom, molekylutveckling, prekliniska och kliniska studier. Initiators aktier är sedan 2021 noterade på Nasdaq First North Growth Market.

Pudafensine är längst framskriden och utvecklas inom erektil dysfunktion (ED), specifikt inriktad mot äldre män som inte uppnår goda behandlingsresultat med etablerade PDE5-hämmare (ex. Viagra, Cialis). Denna patientgrupp utgör omkring 30 procent av alla män med ED (ca 10 miljoner individer i EU och USA).

Även IP2018 utvecklas inom ED, men mot yngre individer, vilka utöver erektil dysfunktion uppvisar mild till måttlig depression. Ofta är det behandlingen av just depressionen som framkallar ED hos dessa patienter. Vi ser potential för IP2018 som en ny behandling av ED, men djurstudier indikerar att potentialen kan vara bredare och även omfatta depression.

IPTN2021 projektet bygger på pudafensine och utvecklas inom trigeminusneuralgi. Aktuella behandlingar har begränsad långvarig effekt och kommer med betydande biverkningar. Vid en framgångsrik utveckling ser vi möjlighet till hög prissättning och därmed en betydande kommersiell potential trots ett begränsat patientunderlag.

Värdering

Vår värderingsansats av Initiator Pharma utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vi justerar nu upp vårt motiverade värde efter positivt utfall i fas 2b-studien för pudafensine till 25-26 kr (17–18).

Levererar positiva data i fas 2b

De första resultaten från fas 2b-studien med pudafensine inom erektil dysfunktion (ED) som nyligen släpptes är genomgående positiva. Det primära målet i studien uppnåddes med en kliniskt relevant och statistiskt signifikant ($p=0,034$) behandlingseffekt jämfört med placebo. Därtill visades en statistiskt signifikant effekt jämfört med patienternas ingångsvärden i studien ($P=0,046$). Rapporterade biverkningar för pudafensine har handlat om milda till måttliga och var jämförbara med vad som setts för patienter som fick placebo. Data från studien är ännu relativt begränsat i sitt omfång, men det vi ser ger stöd för att ta pudafensine vidare i den kliniska utvecklingen.

Totalt har 130 patienter inkluderats i studien, där patienter behandlats med oral dosering en gång per vecka under 4 veckor. Studien är randomiserad, dubbelblindad, placebokontrollerad, där pudafensine utvärderats vid en låg och hög dos (av konkurrensskäl ges inga ytterligare detaljer kring doserna av bolaget). Studien har inriktats mot män med måttlig till svår ED som i övrigt anses vara friska.

Vi imponeras av att bolaget än en gång levererat positiva resultat för sina projekt. Det bygger förtroende kring affärsstrategin och ledningens kompetens att göra rätt saker. Resultaten som presenterats från fas 2b-studien, så här långt, är förtroendegivande. Vi anser att risken påtagligt reducerats i projektet och höjer därför sannolikheten från 24% till 39%. Mer detaljerade data från studien och tydliga besked om kommande fas 3-studier ser vi som nästa reducering av risken. I övrigt gör vi inga förändringar i våra antaganden och bedömer att försäljningspotentialen uppgår till USD 1,3 md.

Pudafensine – förväntad tidsplan och risk per klinisk fas

	Preclinical	Phase 1	Phase 2a/b	Phase 3	NDA	Launch
Timing				2024	2027	2028
Probability per phase	100%	100%	100% 80%	57%	85%	39%

Källa: EPB

En partner nästa steg

För att ta pudafensine till ett marknadsgodkännande tror vi att två fas 3-studier som omfattar 1.000-2.000 patienter kommer att krävas av myndigheter. Vår bedömning är en uppföljningstid på tre till sex månader efter slutförd behandling. Vi modellerar att fas 3-studier kan inledas mot slutet av 2024 och avslutas under 2027. Vid en fortsatt positiv utveckling ser vi därför en möjlighet till ett regulatoriskt marknadsgodkännande under 2028.

En partner kommer vara viktigt för att optimera den kliniska utvecklingen, anser vi, och än viktigare för att effektivt kunna kommersialisera pudafensine inom ED. Vi förväntar oss att bolaget nu kommer att öka sina satsningar på att finna en partner, men även öka sitt deltagande på branschkonferenser för att bygga intresse inom fältet.

Värdering och aktien

Vi använder en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell för att värdera Initiator Pharma, där vi bedömer och värderar varje projekt var för sig som sedan adderas i en sum-of-the-parts-modell (SOTP). I vår värdering har vi lagt fokus på bolagets kliniska projekt, där vi ser en tydlig plan och finansiering för att ta dessa vidare framåt i utvecklingen.

Vår NPV SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie på 25,9 kr, när vi använder en WACC på 18 %. Detta ligger bakom den höjning vi nu gör av vårt motiverade värde till 25–26 kr (17–18).

Värdering – Sum-of-the-parts					
Projekt	Indikation	Sannolikhet	Peak sales (USDm)	Möjlig lansering	NPV*
Pudafensine	Organic ED	39%	1 300	2028	1 187
Pudafensine	Neuropathic Pain	10%	450	2026	98
IP2018	Psychogenic ED	19%	600	2029	220
Pipeline värde					1 504
Nettokassa					21
Gemensamma kostnader					-50
NPV					1 475
Antal aktier**					56,9
NPV per aktie**					25,9

* SEKm, **vid full utspädning

Källa: EPB

Känslighetsanalys per projekt (SEK)					
	16%	17%	18%	19%	20%
Pudafensine (ED)	23,4	22,0	20,8	19,7	18,7
IP2018	4,4	4,1	3,9	3,6	3,4
Pudafensine (TN)	2,2	1,9	1,7	1,5	1,3

Källa: EPB

Nedan har vi sammanställt en tabell med ett par läkemedelsutvecklande bolag listade på börser i Sverige. Då inget av bolagen ännu har återkommande intäkter och inte heller är lönsamma, så använder vi oss av teknologivärdet (EV) för att jämföra värderingen i relation till varandra. Vi har i tabellen selekterat på utvecklingsfas och fokusområde.

Värdering av jämförbara bolag					
(SEKm)	Börsvärde	Aktiekurs (SEK)	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Utvecklingsfas
Egetis	998	4,0	179	819	Pivotal
IBT	1024	76,0	396	628	Fas 3
Initiator Pharma	515	9,8	21	495	Fas 2
Irlab Therapeutics	348	6,7	156	191	Fas 2
Saniona	383	6,0	69	314	Fas 2
Medel	654			489	
Median	515			495	

Källa: EPB, Bolagsdata, Holdings

Aktien handlas långt under vårt motiverade värde. Vi ser potential i nyhetsagendan som kan bidra till ett fortsatt ökat intresse från investerare. Exempelvis väntar vi oss mer information kring utvecklingen inom kvinnlig sexuell dysfunktion.

Främsta riskerna i våra antaganden

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär hög risk och nedan belyser vi några av de mest påtagliga riskerna som vi identifierat och som bör betänkas vid en investering.

Negativa utfall i studier: Den främsta risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten från kliniska studier blir negativt, något som kan betyda slutet för projekt. Vi ser en något lägre risk än i det generella projektet för Initiators projekt, då de alla tidigare redan har utvärderats i kliniska studier, vilket bidrar till ökad förståelse kring säkerhet och tolererbarhet.

Fördröjningar i studier: Att rekrytera patienter till studier kan bli mer utdraget än vad bolaget räknat med och leda till behov av ytterligare finansiering för att nå utvecklingsmål och för att slutföra studierna.

Finansieringsbehov: Att bedriva klinisk utveckling är kostsamt och ett bolag som Initiator har ett återkommande kapitalbehov. I takt med att projekten avancerar i utveckling ökar vanligtvis kapitalbehovet. Initiator har dock framgångsrikt lyckats knyta till sig kontaktorganisationen MAC Clinical Research, som tagit en väsentlig del av kostnaden för fas 2b-studien med pudafensine mot ett potentiellt framtida ägande. Nuvarande finansiering bedömer vi ger finansiering in i 2025.

Partneravtal uteblir: Bolagets längst framskridna projekt är inriktade mot stora primärvårdsindikationer och fas 3-program kan behöva inkludera ett par tusen patienter, vilket skulle betyda omfattande kapitalbehov om bolaget inte lyckas hitta en partner före sådana studier.

Resultaträkning									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Administrationskostnader	-1	-1	-1	-1	-1	-3	-3	-4	-5
Övriga rörelsekostnader	-8	-11	-8	-9	-22	-38	-29	-9	-14
EBITDA	-9	-13	-9	-11	-23	-42	-31	-12	-19
EBITDA, justerad	-9	-13	-9	-11	-23	-42	-31	-12	-19
EBITA, justerad	-9	-13	-9	-11	-23	-42	-31	-12	-19
EBIT	-10	-13	-9	-11	-23	-42	-31	-12	-19
EBIT, justerad	-10	-13	-9	-11	-23	-42	-31	-12	-19
Finansnetto	-1	0	-1	0	-1	-2	-2	-1	-1
Resultat före skatt	-10	-13	-10	-10	-24	-44	-33	-13	-20
Resultat före skatt, justerad	-10	-13	-10	-10	-24	-44	-33	-13	-20
Total skatt	2	2	2	2	3	6	4	2	3
Nettoresultat	-9	-10	-8	-9	-21	-38	-29	-12	-17
Nettoresultat, justerad	-9	-10	-8	-9	-21	-38	-29	-12	-17
Intäktstillväxt	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,99	-0,44	-0,35	-0,31	-0,44	-0,68	-0,51	-0,20	-0,30
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Initiator Pharma, EPB

Kassaflödesanalys									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-10	-13	-9	-11	-23	-42	-31	-12	-19
Övriga kassaflödesposter	3	-3	-1	5	0	0	-1	2	-2
Förändringar i rörelsekapital	-1	2	2	-3	-11	9	8	-4	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-8	-13	-8	-8	-34	-33	-24	-14	-21
Fritt kassaflöde	-8	-13	-8	-8	-34	-33	-24	-14	-21
Nyemission / återköp	15	21	2	14	55	37	0	27	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	15	21	2	14	55	37	0	27	0
Kassaflöde	7	7	-7	6	21	5	-24	13	-21
Nettoskuld	-7	-14	-8	-14	-34	-39	-15	-27	-6

Källa: Initiator Pharma, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga omsättningstillgångar	2	3	4	2	19	8	5	4	5
Likvida medel och kortfristiga placeringar	7	14	8	14	34	39	15	27	6
Summa omsättningstillgångar	9	17	11	16	54	47	20	32	12
SUMMA TILLGÅNGAR	9	17	11	16	54	47	20	32	12
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	6	17	10	14	35	34	3	30	9
Summa eget kapital	6	17	10	14	35	34	3	30	9
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	13	13	13	0	0
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	13	13	13	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	1	2	1	5	1	4	2	3
Summa kortfristiga skulder	3	1	2	1	5	1	4	2	3
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	9	17	11	16	54	47	20	32	12

Källa: Initiator Pharma, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Initiator Pharma, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	>100%	>100%	Neg.

Källa: Initiator Pharma, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	35%	6%	17%	11%	23%	2%	12%	16%	15%

Källa: Initiator Pharma, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-7	-14	-8	-14	-34	-39	-15	-27	-6
Soliditet	64%	96%	87%	92%	65%	72%	17%	94%	76%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,2x	-0,9x	-0,8x	-0,9x	-1,0x	-1,1x	-4,4x	-0,9x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	0,8x	1,2x	0,8x	1,3x	1,5x	0,9x	0,5x	2,2x	0,3x

Källa: Initiator Pharma, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,99	-0,44	-0,35	-0,31	-0,44	-0,68	-0,51	-0,20	-0,30
EPS, justerad	-0,99	-0,44	-0,35	-0,31	-0,44	-0,68	-0,51	-0,20	-0,30
FCF per aktie	-0,90	-0,58	-0,36	-0,29	-0,71	-0,57	-0,43	-0,25	-0,37
Eget kapital per aktie	0,69	0,72	0,42	0,52	0,73	0,60	0,06	0,52	0,15
Antal aktier vid årets slut, m	8,68	23,2	23,6	27,7	48,2	56,9	56,9	56,9	56,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	8,68	23,2	23,6	27,7	48,2	56,9	56,9	56,9	56,9

Källa: Initiator Pharma, EPB

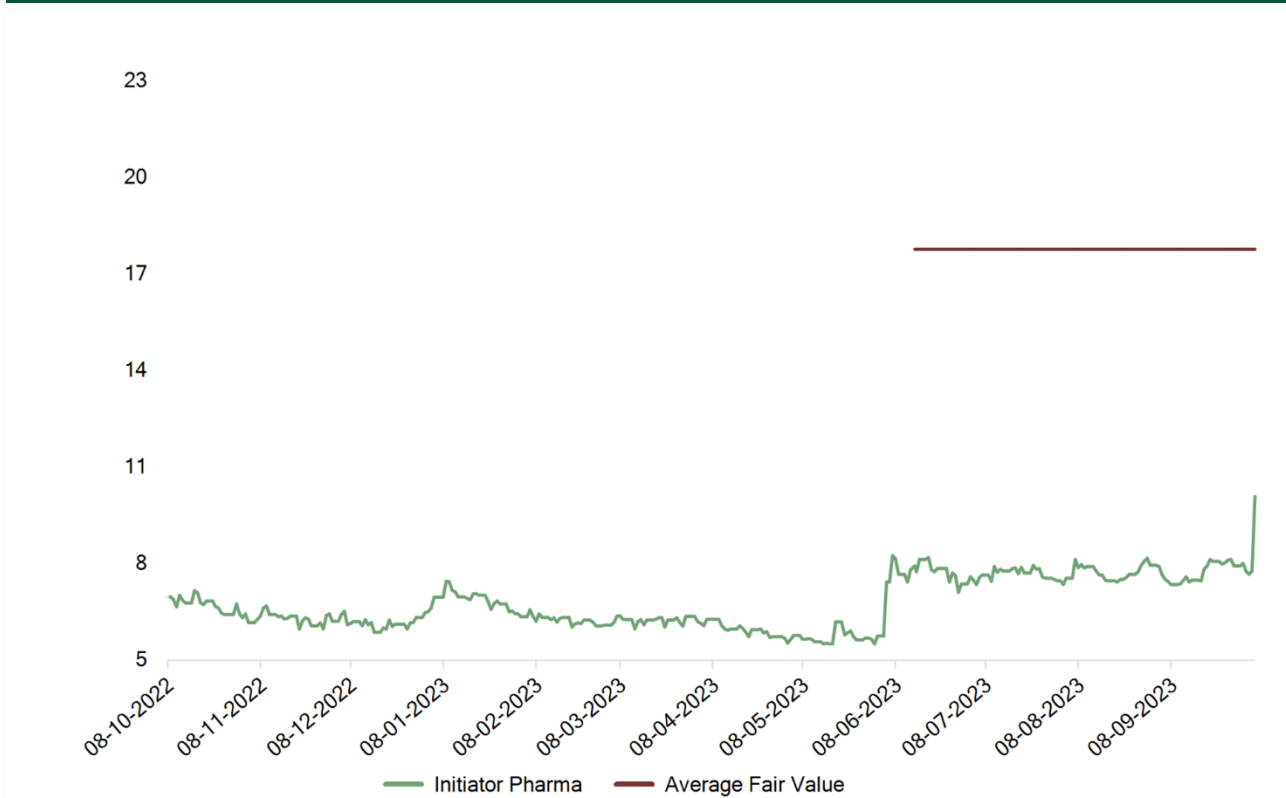
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	3,2x	3,7x	17,6x	8,6x	11,2x	10,1x	126,3x	14,5x	48,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	12	48	167	110	322	278	374	374	374
Aktiekurs	2,2	2,7	7,4	4,5	8,1	6,1	7,5	7,5	7,5

Källa: Initiator Pharma, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Initiator Pharma (INIT SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftigt rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se