



Initiator Pharma

Positiv utveckling - mer på agendan i år

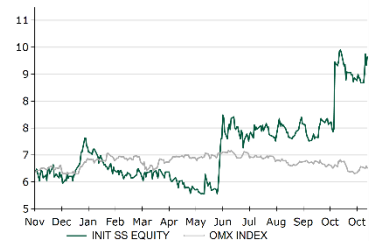
I fokus under det tredje kvartalet stod framför allt slutförandet av fas 2b-studien med pudafensine, där bolaget sedermera presenterade positiva resultat i början av oktober. En lägre aktivitet i projektportföljen och det fördelaktiga avtalet med kontraktsforskningsorganisationen MAC var anledningen till att kostnaderna kunde hållas nere i Q3 och var lägre än samma period 2022. Per den sista september uppgick bolagets likvida medel till DKK 21,8m. Kostnader som ackumulerats hos MAC och som redovisas under konvertibeluppgörelsen uppgick till DKK 15,5m.

Före årsskiftet räknar vi med att få ytterligare klarhet kring bolagets planer om att expandera inom sexuell dysfunktion för att även omfatta kvinnors problem inom området. Vi förväntar oss att ett sådant besked kommer ge en klarare bild över inriktningen och vilka kliniska studier som kan bli aktuella att genomföra. Därtill ser vi en möjlighet om ett besked från MAC huruvida de kommer att konvertera sitt lån till aktier eller till ett lån.

Under året har bolaget levererat betydelsefulla framsteg för sina projekt och risknivån har gått ned väsentligt, vilket bör attrahera bredare lager av investerare. Vi ser en attraktiv aktievärdering på börsen, där vårt motiverade värde uppgår till 25-26 kr. För att täppa gapet mot vårt motiverade värde bedömer vi att det kommer att krävas ökad tydlighet om nästa steg för projekten. Finansiellt är läget stabilt och med en förväntad sjunkande klinisk aktivitet, bedömer vi fortsatt att bolaget är finansierat in i 2025. Vi vill dock påpeka att eventuella nya satsningar ligger utanför dessa ramar.

Estimatändring			Prognos (mDKK)				Värde och risk				
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	25,0 - 26,0 SEK	
Totala intäkter	-	-	-	Tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Aktiekurs	10,0 SEK	
EBITDA, just.	0,8%	1,2%	1,2%	EBITDA, just.	-42	-31	-12	-19	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	0,8%	1,1%	1,2%	EBIT, just.	-42	-31	-12	-19			
				EPS, just.	-0,7	-0,5	-0,2	-0,3			
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			
				EK/aktie	0,6	0,1	0,6	0,2			
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
				EV/Sales	Neg.	-	-	-			
				EV/EBITDA	Neg.	-10,5x	-26,5x	-17,5x			
				EV/EBIT	Neg.	-10,5x	-26,5x	-17,5x			
				P/E, just.	-6,0x	-12,7x	-31,9x	-21,3x			
				P/EK	6,8x	107,2x	11,3x	31,3x			
				FCF yield	-14%	-7%	-4%	-6%			
				Nettoskuld/EBITDA	0,9x	0,6x	2,4x	0,5x			
Kommande händelser											
Q4 - rapport	23 februari 2024										
Q1 - rapport	10 maj 2024										
Bolagsfakta (mSEK)											
Antal aktier	52m										
Börsvärde	525										
Nettoskuld	-10										
EV	515										
Free float	75%										
Daglig handelsvolym, snitt	68k										
Bloomberg Ticker	INIT SS EQUITY										
Analytiker											
Klas Palin											
klas.palin@penser.se											

Kursutveckling 12 mån



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 betydande 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). För att ta projekten till ett marknadsgodkännande behövs en partner med större finansiella muskler, vilket vi bedömer kommer vara i fokus att finna under de närmaste månaderna. 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 och har 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% 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

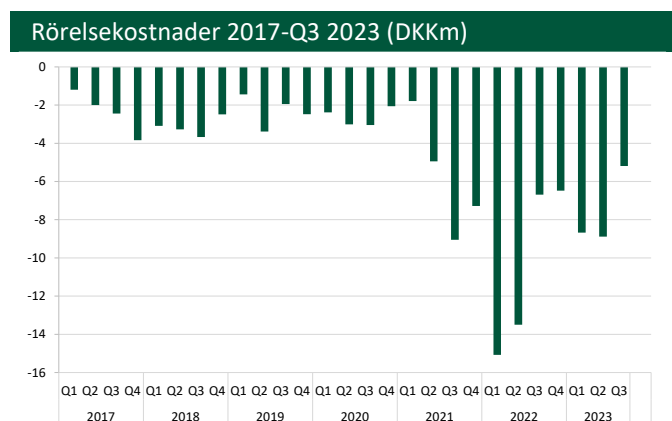
Vår värderingsansats av Initiator Pharma utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vi upprepar vårt motiverade värde om 25-26 kr.

Kostnaderna ned i Q3

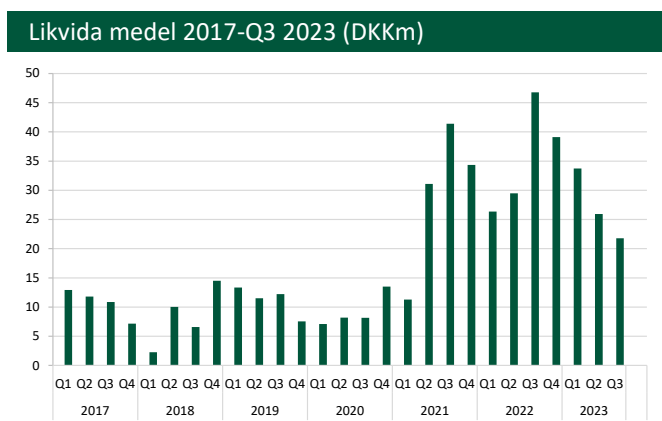
Bolaget uppvisade sjunkande rörelsekostnader under det tredje kvartalet som uppgick till DKK 5,2m (6,7). Kostnader för personal sticker ut som låga och landade på DKK 0,7m (1,2). Det operativa kassaflödet under perioden påverkades negativt om DKK 2,1m från rörelsekapitalförändringar och uppgick till DKK -6,7m (-8,0).

Bolagets likvida medel vid utgången av Q3 2023 uppgick till DKK 21,8m. Vi bedömer att kostnaderna kommer att gå ned ordentligt under 2024 om inga nya satsningar tar vid. Därmed bedöms kassa finansiera verksamheten in i 2025.

Konvertibelns till MAC ökade till DKK 15,5m. Överenskommelsen innebär att MAC kan välja att konvertera skulden till aktier om en teckningskurs på 7,5 kr. Om så inte sker övergår konvertibelns till ett lån med löptid om tre år till en ränta om 1%. Oavsett vad MAC väljer handlar det om förmånliga villkor för Initiator, även om en konvertering till aktier skulle bidra till att stärka konfidensen kring pudafensine.



Källa: EPB, Bolaget



Källa:

Vi förväntar oss en liten uppgång för kostnaderna under Q4 2023, drivet av rapporteringen av fas 2b-data för pudafensine.

Utifrån utfallet i Q3 gör vi endast mindre förändringar av våra prognoser. Vi vill dock poängtera att vi lagt in en finansiering under 2024. Om bolaget avser att snabba på utvecklingen av sina projekt, eller tar nya initiativ inom kvinnlig sexuell dysfunktion kan det mycket väl bli aktuellt redan i år.

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 26,0 (25,9 kr), när vi använder en WACC om 18 %. Vi upprepar vårt motiverade värde till 25–26 kr.

Värdering – Sum-of-the-parts (mkr)					
Projekt	Indikation	Sannolikhet	Peak sales (USDm)	Möjlig lansering	NPV*
Pudafensine	Organic ED	39%	1 300	2028	1 187
Pudafensine	Neuropathic Pain	10%	450	2026	97
IP2018	Psychogenic ED	19%	600	2029	219
Pipeline värde					1 503
Nettokassa					34
Gemensamma kostnader					-50
NPV					1 487
Antal aktier**					56,9
NPV per aktie**					26
* SEKm, **vid full utspädning					

Källa: EPB, Bolaget

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

Källa:

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. Avsikten är att urvalet även ska ge en bild över värdeskillnaden som råder mellan projekt i fas 2 och fas 3. För att uppfattas som ett fas 3-projekt behövs en tydlig utvecklingsplan som är finansierad.

Värdering av jämförbara bolag					
(SEKm)	Börsvärde	Aktiekurs (SEK)	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Utvecklingsfas
Egetis	1495	5,1	253	1242	Pivotal
IBT	1024	76,0	367	657	Fas 3
Initiator Pharma	525	10,0	10	515	Fas 2
Irlab Therapeutics	344	6,6	119	226	Fas 2
Saniona*	329	5,1	69	260	Fas 2
Medel	743			580	
Median	525			515	

*avser t.o.m. Q2 2023

Källa: EPB, Bolagsdata, Holdings

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.

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.

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.

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.

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	-28	-8	-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	-11	-17
Nettoresultat, justerad	-9	-10	-8	-9	-21	-38	-29	-11	-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	5	2	-2
Förändringar i rörelsekapital	-1	2	2	-3	-11	9	2	-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	3	27	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	15	21	2	14	55	37	3	27	0
Kassaflöde	7	7	-7	6	21	5	-22	13	-21
Nettoskuld	-7	-14	-8	-14	-34	-39	-17	-30	-9

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	17	30	9
Summa omsättningstillgångar	9	17	11	16	54	47	23	34	14
SUMMA TILLGÅNGAR	9	17	11	16	54	47	23	34	14
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	6	17	10	14	35	34	3	32	12
Summa eget kapital	6	17	10	14	35	34	3	32	12
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	13	13	16	0	0
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	13	13	16	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	23	34	14

Källa: Initiator Pharma, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	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	-17	-30	-9
Soliditet	64%	96%	87%	92%	65%	72%	15%	94%	80%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,2x	-0,9x	-0,8x	-0,9x	-1,0x	-1,1x	-5,1x	-0,9x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	0,8x	1,2x	0,8x	1,3x	1,5x	0,9x	0,6x	2,4x	0,5x

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	0,57	0,20
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

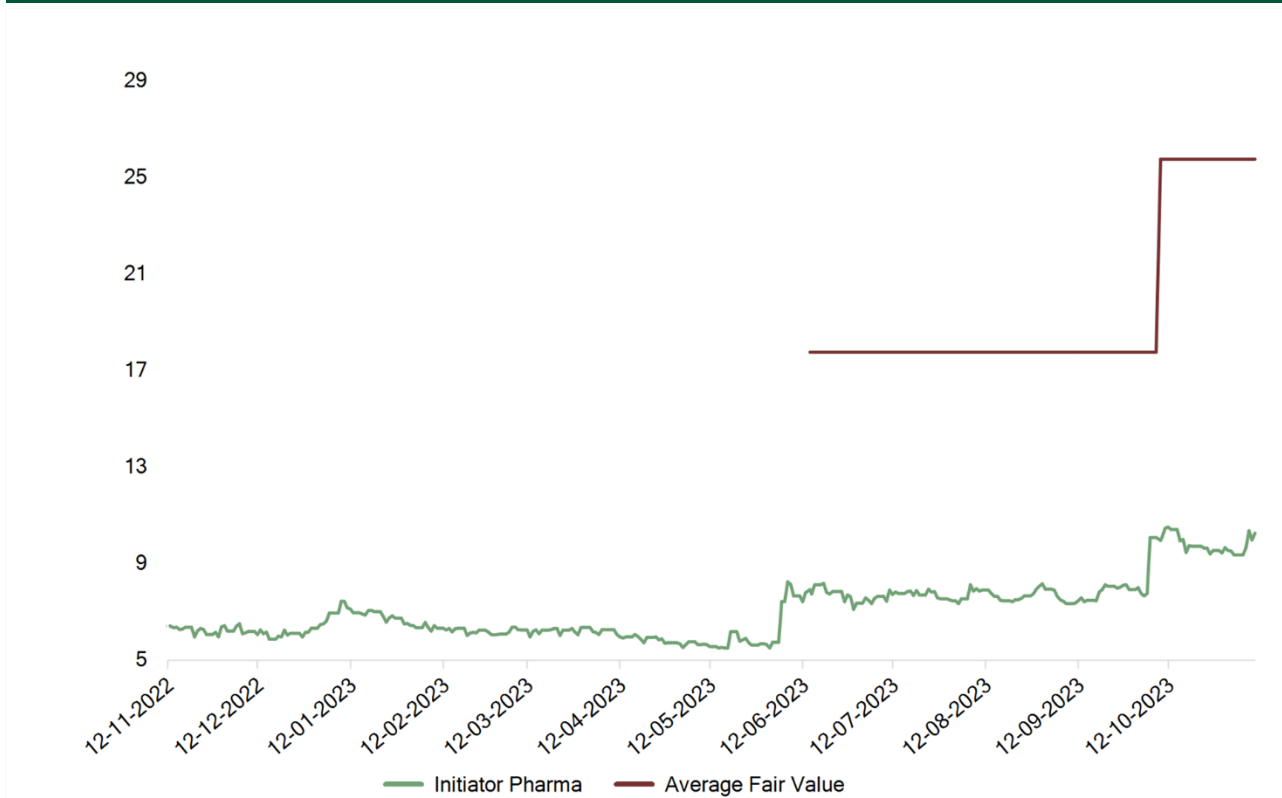
Källa: Initiator Pharma, EPB

Värdering									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	2,8x	2,6x	4,3x	3,6x	8,1x	6,8x	107,2x	11,3x	31,3x
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.	-10,5x	-26,5x	-17,5x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-10,5x	-26,5x	-17,5x
EV	10	29	35	39	223	173	325	325	325
Aktiekurs	1,9	1,9	1,8	1,9	5,9	10,0	6,4	6,4	6,4

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