



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 16 Mars 2022

Initiator Pharma

Attraktivt nyhetsflöde

Kostnaderna tickade upp

Rapporten för Q4 2021 summerade ett händelserikt kvartal, där den kliniska portföljen utökades till tre aktiva program, vilket förklarar ökningen av rörelsekostnaderna. Vi förväntar oss att bolagets kostnadsnivå fortsätter uppåt under 2022. Bolaget är finansierat för en sådan utveckling och vi bedömer att kassan på 34,3 MDKK (ca 49 MSEK) ger finansiering in i 2023, och därmed över utläsningar från de tre pågående studierna.

Resultat inom kort

I början av året gick startskottet för det senaste projekttillskottet, IPTN2021, då den första friska frivilliga doserats i en fas 1b-studie. Det är en 4-vägars crossover-design, där 24 individer rekryteras och ges två olika doser av IPTN2021, pregabalín och placebo. Därefter utsätts de för inducerad smärta. Första resultaten väntas redan i Q2 2022, då förväntar vi oss även de första resultaten från IP2018-studien.

Upprepar motiverat värde

Rapporten bekräftar tidigare kommunicerad tidsplan för projekten. Vi gör vissa modelljusteringar, men summerat blir effekten begränsad på vår värdering, varför vi upprepar vårt motiverade värde om 15-16 kr. Ett spännande nyhetsflöde i närtid bedömer vi har potential att öka intresset för aktien, givet att börsläget stabiliseras. Vi vill poängtera att risknivån fortsätter vara hög.

| Estimatändring (DKK) | | | | Prognos (DKK) | | | | Värde och risk | | |
|----------------------------|------|-----------------|------|------------------|---------|---------|--------|-----------------|-------------|--------|
| | Nu | Förr | | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 15.0 - 16.0 | |
| EPS, justerad 22e | -0.6 | -0.6 | 0.0% | Omsättning, mkr | 0 | 0 | 105 | 32 | Aktiekurs | SEK7.8 |
| EPS, justerad 23e | 1.4 | 1.4 | 0.0% | Tillväxt | NA% | NA% | NA% | (1)% | Riskenivå | High |
| EPS, justerad 24e | -0.5 | -0.5 | 0.0% | EBITDA, mkr | (23.0) | (30.6) | 64 | (26.3) | | |
| | | | | EBIT, mkr | (23) | (31) | 64 | (26) | | |
| | | | | EPS, justerad | (0.5) | (0.6) | 1.4 | (0.5) | | |
| | | | | EPS tillväxt | NA% | NA% | NA% | NA% | | |
| | | | | EK/aktie | 0.8 | 0.2 | 2.0 | 1.4 | | |
| | | | | Utdelning/aktie | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | |
| | | | | EBIT-marginal | NA% | NA% | 61.1% | (81.8)% | | |
| | | | | EV/Sales | --x | --x | 2.8x | 9.1x | | |
| | | | | EV/EBITDA | (12.6)x | (9.5)x | 4.6x | (11.1)x | | |
| | | | | EV/EBIT | (12.6)x | (9.5)x | 4.6x | (11.1)x | | |
| | | | | P/E, justerad | (16.2)x | (13.0)x | 5.7x | (15.8)x | | |
| | | | | P/EK | 9.7x | 37.8x | 3.9x | 5.4x | | |
| | | | | Direktavkastning | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | |
| | | | | FCF yield | (9.2)% | (5.2)% | 18.4% | (6.3)% | | |
| | | | | Nettosk./EBITDA | 0.9g | 0.1g | (1.4)g | 2.4g | | |
| Antal aktier | | 44m | | | | | | | | |
| Börsvärde | | 341 | | | | | | | | |
| Nettoskuld | | (50) | | | | | | | | |
| EV | | 291 | | | | | | | | |
| Free float | | 80% | | | | | | | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | | 117(k) | | | | | | | | |
| Reuters/Bloomberg | | Init.st/Init ss | | | | | | | | |

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Attraktivt nyhetsflöde

Investment Case

Initiator Pharma har en attraktiv portfölj med tre kliniska projekt inom CNS-området (IPED2015, IP2018 och IPTN2021), vilka samtliga är inriktade mot tillstånd där det finns betydande behov och kommersiell potential för nya bättre behandlingar, samtidigt som konkurrensen från andra projekt under utveckling är begränsad. Mest betydelsefull för aktien är IPED2015, där en omfattande fas 2b-studie pågår och här väntar vi oss resultat inom tolv månader. Vi bedömer att utsikterna för positivt utfall är goda och i ett sådant scenario räknar vi med stort intresse från läkemedelsbolag att licensiera projektet, utifrån den stora kommersiella potentialen för IPED2015. Därutöver ser vi en intressant potentiell uppsida i bolagets affärsstrategi, att identifiera nya risk-reducerade möjligheter i befintlig projektportfölj eller i nya tillgångar, vilket kan bidra till en långsiktigt bra värdetillväxt. Ett bra ledarskap som levererat ger extra stöd för vår positiva syn på aktien. Bolaget är finansierat in i 2023 och därmed över resultaten från samtliga tre pågående studier. Vi anser att aktien, på aktuella kursnivåer (7,8 kr), inte fullt reflekterar den stora potentialen som finns i bolagets pipeline.

Bolagsprofil

Initiator Pharma grundades 2016 som en avknoppning från det danska noterade bolaget Saniona. Detta skedde på initiativ av personerna som i dag ingår i ledningsgruppen, då de såg potential att vidareutveckla läkemedelskandidater med unika egenskaper, så kallade monoaminåterupptagshämmare. Initiator fokuserar på måltavlor inom det centrala nervsystemet med projekt där risken redan är reducerad via tillhörande preklinisk och ibland klinisk data. I dagsläget prioriteras IPED2015, IP2018 och IPTN2021 inom trigeminusneuralgi. Tillgångarna har samtliga potential att bli first-in-class läkemedel om kliniska utvecklingen blir framgångsrik. Initiator har en virtuell organisationsstruktur och vd är Claus Elsborg Olesen. Ledningsgruppen är fokuserad och har relevanta kunskaper inom indikationerna som bolaget har satt fokus på, molekylutveckling, prekliniska och kliniska studier. Initiators aktier är sedan 2021 noterade på Nasdaq First North Growth Market.

Bolagets huvudtillgång, IPED2015, 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). Risken i projektet har reducerats efter positiva resultat i en fas 2a-studie i individer med svår ED. En fas 2b-studie pågår i Storbritannien och första resultaten förväntar vi oss mot slutet av 2022.

För IP2018 pågår en fas 2a-studie i Storbritannien och resultat väntas under Q2 2022. Det finns flera likheter i studiedesignen med IPED2015-studien, men med den stora skillnaden att fler och yngre individer rekryteras, vilka utöver erektil dysfunktion uppvisar mild till måttlig depression. Ofta är det behandlingen av just depressionen som framkallar ED hos patienten. Vi ser potential för IP2018 som en behandling av ED, men djurstudier indikerar att potentialen kan vara bredare och även omfatta behandling av depression. För att vi ska väga in en bredare potential vill vi se tydligare data som ger stöd för detta, där resultaten från fas 2a-studien kan bli ett första steg.

IPTN2021 riktas mot den ovanliga kroniska smärtindikationen trigeminusneuralgi. Idag finns ett godkänt läkemedel på marknaden, som visserligen initialt ger god smärtlindring men kommer med betydande biverkningar. Därtill avtar behandlingseffekten över tid och efter något år behöver åtminstone hälften av



Sammanfattning

Attraktivt nyhetsflöde

patienterna ett alternativ. Vi ser möjlighet till hög prissättning och därför en betydande kommersiell potential trots det begränsade patientunderlaget. Därutöver finns det en möjlighet att expandera till andra indikationer inom nervsmärta, framför allt till patienter med tolerabilitetsproblem av existerande behandlingar.

Värdering

Vi använder en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell för att värdera Initiator Pharma, där vi bedömer och värderar varje projekt var för sig och som sedan adderas i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. 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. Vi höjer nu avkastningskravet (WACC) till 16 procent (15), för att väga in en förhöjd riskpremie i aktiemarknaden. En hög potentiell exponering mot USD, som stärkts väsentligt under den senaste tiden, motverkar dock de negativa effekterna av en högre WACC, varför vår NPV SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie på 15,9 kr (15,5). Vi sätter vårt motiverade värde till 15-16 kr. Nedan visas en känslighetsanalys på projektnivå vid olika avkastningskrav.

| Känslighetsanalys - Värde per projekt (SEK) vid olika WACC | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|
| | 14% | 15% | 16% | 17% | 18% |
| IPED2015 | 13,8 | 12,8 | 11,9 | 11,1 | 10,4 |
| IP2018 | 3,0 | 2,7 | 2,5 | 2,3 | 2,2 |
| IPTN2021 | 1,8 | 1,6 | 1,4 | 1,2 | 1,1 |

Viktiga besked närmar sig

Läkemedelsutvecklande bolag är nyhets känsliga och det stämmer även väl in på Initiator anser vi. Bolaget står inför ett antal viktiga händelser närmaste året, där studieresultat är det som kommer att påverka vår värdering mest påtagligt. Nedan har vi sammanställt en tabell över hur positiva/negativa utfall i pågående studier kan slå mot vår värdering.

| Känslighetsanalys - uppsida och nedsida i vår värdering vid olika utfall i nästa utvecklingssteg | | | | | |
|--|----------|-------------------|---------------|-----------------|---------------|
| Händelse | Tidpunkt | Uppsida | Per aktie SEK | Nedsida | Per aktie SEK |
| IPTN2021 Fas 1B-resultat | Q2 2022 | Positiva resultat | 1,2 | Negativt utfall | -1,4 |
| IP2018 Fas 2a-resultat | Q2 2022 | Positiva resultat | 1,4 | Negativt utfall | -2,5 |
| IPED2015 Fas 2b-data | Q4 2022 | Positiva resultat | 12,2 | Negativt utfall | -11,9 |



Sammanfattning

Attraktivt nyhetsflöde

Risker 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.

Negativt utfall i studier: Den främsta risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten från kliniska studier blir negativt, 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 viss förståelse kring säkerhet och tolererbarhet. Med det sagt är risknivån hög tills dess att det finns robusta kliniska effektdata på plats.

Fördröjningar i studier: Att rekrytera patienter till studier kan ibland bli mer utdraget än vad bolaget räknat med, vilket exempelvis varit fallet för flertalet bolaget under covid-19-pandemin, däribland Initiator. Det kan leda till behov av ytterligare finansiering för att nå utvecklingsmål och för att slutföra studierna.

Finansiering: 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 kontraktorganisationen MAC Clinical Research, som tar en väsentlig del av kostnaden för den pågående fas 2b-studien med IPED2015 mot ett potentiellt framtida ägande. Nuvarande finansiering bedömer vi räcker en bit in i 2023 och därmed för att slutföra pågående kliniska studier.

Kostnadsökningar från låga nivåer

Rörelsekostnaderna under Q4 2021 steg till 7,3 MDKK (2,1), men var något lägre än de 8,1 MDKK som vi hade räknat med. Bolaget har en kostnadseffektiv virtuell organisation, där huvuddelen av kostnaderna går till den kliniska utvecklingen, vilket även var fallet i Q4 2021. Då bolaget saknar intäkter, så hamnade EBIT i paritet med rörelsekostnaderna. Även bolagets kassaflöde för perioden var i nivå med rörelsekostnaderna. Vid utgången av 2021 hade bolaget en kassa på 34,3 MDKK (knäppt 49 MSEK), som vi bedömer ger finansiering av verksamheten genom 2022 och över slutförandet av de tre pågående studierna.

Efter rapporten har vi gjort justeringar av våra prognoser, som huvudsakligen är valutarelaterade effekter. Vi vill poängtera att intäkterna för 2023, är risk-justerad licensintäkt som bygger på antaganden om ett licensavtal för IPED2015.

| Estimatförändringar 2022-2023 (MDKK) | | 2022 | 2023 |
|--------------------------------------|----------|-------|-------|
| Nettoomsättning | Nya | 0,0 | 104,5 |
| | Tidigare | 0,0 | 102,2 |
| | Diff | Na | 0% |
| EBIT | Nya | -30,6 | 63,9 |
| | Tidigare | -30,4 | 60,0 |
| | Diff | -1% | 6% |
| Nettoresultat | Nya | -26,2 | 63,5 |
| | Tidigare | -26,2 | 63,5 |
| | Diff | 0% | 0% |

Källa: EPB

Resultaträkning (MDKK)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 104,5 | 32,1 |
| Ovriga intäkter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kostnad sålda varor | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Bruttovinst | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 104,5 | 32,1 |
| Aktiverat för egen räkning | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Personalkostnader | -1,3 | -1,1 | -0,9 | -1,2 | -1,4 | -2,5 | -4,1 | -7,2 |
| Övriga externa kostnader | -8,2 | -11,4 | -8,4 | -9,3 | -21,6 | -28,1 | -36,5 | -51,2 |
| Extraordinära kostnader | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rörelseresultat (EBITDA) | -9,5 | -12,5 | -9,3 | -10,5 | -23,1 | -30,6 | 63,9 | -26,3 |
| Avskrivningar | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Goodwillnedskrivningar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Resultat (EBIT) | -9,6 | -12,6 | -9,3 | -10,5 | -23,1 | -30,6 | 63,9 | -26,3 |
| Extraordinära Poster | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Justerat Resultat (EBIT) | -9,6 | -12,6 | -9,3 | -10,5 | -23,1 | -30,6 | 63,9 | -26,3 |
| Finansella intäkter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finansiella kostnader | -0,8 | -0,1 | -0,6 | 0,3 | -1,2 | -0,4 | -0,4 | 0,0 |
| Resultat före skatt | -10,4 | -12,7 | -10,0 | -10,2 | -24,3 | -31,0 | 63,5 | -26,3 |
| Skatter | 1,8 | 2,4 | 1,7 | 1,5 | 3,2 | 4,8 | 0,0 | 3,2 |
| Minoritetsintressen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Nettoresultat | -8,6 | -10,3 | -8,3 | -8,7 | -21,1 | -26,2 | 63,5 | -23,1 |

Balansräkning (MDKK)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | |
| Goodwill | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga immateriella tillgångar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Materiella anläggningstillgångar | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Räntebärande anläggningstillgångar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Innehav i intresseföretag och andelar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga anläggningstillgångar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa anläggningstillgångar | 0,2 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Varulager | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kundfodringar och övriga omsättningstillgångar | 1,9 | 2,7 | 3,8 | 2,1 | 19,4 | 10,7 | 5,6 | 6,0 |
| Likvida medel | 7,2 | 14,5 | 7,6 | 13,5 | 34,3 | 15,7 | 86,4 | 62,0 |
| Summa omsättningstillgångar | 9,1 | 17,2 | 11,4 | 15,6 | 53,7 | 26,4 | 92,0 | 68,0 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 9,3 | 17,3 | 11,4 | 15,6 | 53,7 | 26,4 | 92,0 | 68,0 |
| Eget Kapital och skulder | | | | | | | | |
| Eget Kapital | 6,0 | 16,6 | 9,9 | 14,4 | 35,0 | 9,0 | 88,5 | 63,2 |
| Minoritetsintressen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa Eget Kapital | 6,0 | 16,6 | 9,9 | 14,4 | 35,0 | 9,0 | 88,5 | 63,2 |
| Långfristiga finansiella skulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pensionsavsättningar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Uppskjutna skatteskulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga långfristiga skulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa Långfristiga skulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 13,3 | 13,3 | 0,0 | 0,0 |
| Leverantörsskulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Skatteskulder | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Övriga kortfristiga icke-räntebärande skulder | 3,3 | 0,7 | 1,5 | 1,2 | 5,4 | 4,1 | 3,5 | 4,8 |
| Summa kortfristiga skulder | 3,3 | 0,7 | 1,5 | 1,2 | 18,7 | 17,4 | 3,5 | 4,8 |
| Summa Eget Kapital och skulder | 9,3 | 17,3 | 11,4 | 15,6 | 53,7 | 26,4 | 92,0 | 68,0 |

Källa: Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys (MDKK)

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| Nettoresultat | -7,0 | -15,2 | -10,3 | -5,5 | -22,7 | -27,8 | 68,3 | -26,3 |
| Förändringar i rörelsekapital | -0,8 | 1,6 | 1,8 | -2,5 | -11,4 | 9,2 | 2,4 | 0,9 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -7,8 | -13,6 | -8,6 | -8,1 | -34,1 | -18,6 | 70,7 | -25,4 |
| Investeringar | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Avyttringar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Fritt Kassaflöde | -7,9 | -13,6 | -8,6 | -8,1 | -34,1 | -18,6 | 70,7 | -25,4 |
| Utdelningar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kassaflöde finansieringsverksamhet | 14,9 | 20,9 | 1,6 | 14,0 | 54,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Förvärv | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kassaflöde | 7,0 | 7,3 | -6,9 | 5,9 | 20,8 | -18,6 | 70,7 | -25,4 |

Tillväxt och marginaler

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättningstillväxt | na | na | na | na | na | na | >100% | -69% |
| EBITDA-marginal | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | 61% | -82% |
| EBIT-marginal | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | neg. | 61% | -82% |

Lönsamhet

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROA | Na. | Na. | Na. | Na. | Na. | Na. | 69% | Na. |
| ROE | Na. | Na. | Na. | Na. | Na. | Na. | 72% | Na. |
| ROCE | Na. | Na. | Na. | Na. | Na. | Na. | 72% | Na. |

Aktiedata

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad | -1,0 | -0,4 | -0,4 | -0,3 | -0,5 | -0,6 | 1,4 | -0,5 |
| Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| FCF per aktie | -0,9 | -0,6 | -0,4 | -0,3 | -0,7 | -0,4 | 1,5 | -0,5 |
| Antal aktier efter utspädning | 8,7 | 23,2 | 23,6 | 27,7 | 45,5 | 45,5 | 48,6 | 48,6 |

Värdering

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E | | | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 5,8 | Neg. |
| Direktavkastning | | | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| EV/S | | | Na. | Na. | Na. | Na. | 2,8 | 9,9 |
| EV/EBITDA | | | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 4,6 | Neg. |
| EV/EBIT | | | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | 4,6 | Neg. |
| Aktiekurs (SEK) | | | 7,9 | 4,8 | 8,1 | 7,8 | 7,8 | 7,8 |
| EV, årets slut (MSEK) | | | 179,8 | 119,5 | 349,6 | 352,8 | 292,8 | 317,2 |

Källa: Bolaget, EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

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 materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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