



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 11 Maj 2022

Initiator Pharma

Händelserik period

Hög aktivitet

I takt med att den kliniska aktiviteten har tilltagit, tre kliniska studier som pågår parallellt, så har vi fått se bolagets kostnader öka. Under Q1 ökade rörelsekostnaderna till 15,1 MDKK (1,8), vilket ligger något över vår helårsprojektion och vi gör därför justeringar av våra prognoser. Viktigast är klinisk data och i rapporten upprepas målet att leverera resultat för IPTN2021 fas 1-studien i slutet av innevarande kvartal.

Möjlig breddning

Nyligen tecknades ett optionsavtal för ett nytt projekt. En utvärdering genomförs av den kliniska och regulatoriska vägen framåt, där nästa steg kan vara en fas 2/3-studie inom en smärtindikation. Mer detaljer väntas under H2 2022. Därutöver planeras en riktad nyemission och en fullt garanterad företrädesemission om totalt 61 mkr. Vi är generellt positiva till upplägget, där huvudägarna tydligt visar att de tror på bolaget.

Nyhetsflödet lockar

Rapporten ger oss ingen anledning till att göra några justeringar i våra antaganden kring projekten, men vi justerar upp prognosen för kostnaderna i år och nästa. Vi upprepar ett motiverade värde om 14-15 kr. Ett lockande nyhetsflöde i närtid bedömer vi har potential att driva intresse för aktien, givet att börsläget stabiliseras. Vi vill dock poängtera att risknivån fortsätter vara hög.

Estimatändring (DKK)				Prognos (DKK)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	14.0 - 15.0	
EPS, justerad 22e	-0.9	-0.6	-46.9%	Omsättning, mkr	0	0	106	33	Aktiekurs	SEK7.8
EPS, justerad 23e	0.8	1.4	-40.8%	Tillväxt	NA%	NA%	NA%	(1)%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	-0.7	-0.5	-35.8%	EBITDA, mkr	(23.0)	(50.1)	45	(40.0)		
				EBIT, mkr	(23)	(50)	45	(40)		
				EPS, justerad	(0.5)	(0.9)	0.8	(0.7)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	0.8	0.9	2.3	1.4		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	NA%	NA%	42.1%	(47.2)%		
				EV/Sales	--x	--x	2.9x	9.2x		
				EV/EBITDA	(13.2)x	(6.1)x	6.8x	(7.6)x		
				EV/EBIT	(13.2)x	(6.1)x	6.8x	(7.6)x		
				P/E, justerad	(16.2)x	(8.9)x	9.7x	(11.7)x		
				P/EK	9.8x	8.6x	3.3x	5.4x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(9.2)%	(8.7)%	11.5%	(8.7)%		
				Nettosk./EBITDA	0.9g	0.8g	(2.3)g	1.6g		
Antal aktier		44m								
Börsvärde		341								
Nettoskuld		(38)								
EV		304								
Free float		80%								
Daglig handelsvolym, snitt		117(k)								
Reuters/Bloomberg		Init.st/Init ss								

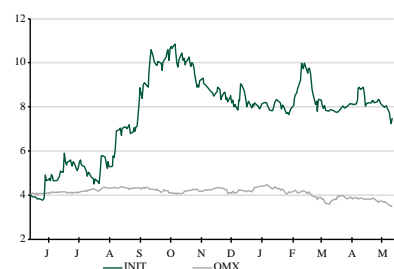
Kommande händelser

Q2 2022	19 aug 2022
Q3 2022	4 nov 2022

Bolagsfakta (DKKm)

Antal aktier	44m
Börsvärde	341
Nettoskuld	(38)
EV	304
Free float	80%
Daglig handelsvolym, snitt	117(k)
Reuters/Bloomberg	Init.st/Init ss

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Händelserik period

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. Bra ledarskap som levererat ger extra stöd för vår positiva syn på aktien. Bolaget är finansierat in i 2023 och om de föreslagna emissionerna genomförs ger det finansiering ett år ytterligare.

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 kliniska data. I dagsläget prioriteras IPED2015, IP2018 och IPTN2021. Tillgångarna har samtliga potential att bli first-in-class läkemedel om den 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 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 i början av 2023 (tidigare slutet av 2022).

För IP2018 pågår en fas 2a-studie i Storbritannien och resultat väntas under mitten av 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 utvecklas inom trigeminusneuralgi. Idag finns ett godkänt läkemedel på marknaden, som initialt ger god smärtlindring men kommer med betydande biverkningar. Behandlingseffekten avtar över tid och efter något år behöver åtminstone hälften av patienterna ett alternativ. Vi ser möjlighet till hög prissättning och därför en betydande kommersiell potential trots ett begränsat patientunderlag. Därutöver finns det en möjlighet att expandera till andra indikationer inom nervsmärta.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 11 Maj 2022

Sammanfattning

Händelserik period

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. Vår NPV SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie på 14,9 kr, när vi använder en WACC på 16 procent. Vi sätter motiverat värde till 14-15 kr. Nedan visas en SOTP-värdering och känslighetsanalys på projektnivå vid olika avkastningskrav.

Sum-of-the-parts - Värdering					
Projekt	Indikation	Sannolikhet	Peak sales (USDm)	Lansering	NPV*
IPE D2015	Organic ED	24%	1 300	2027	596
IP2018	Psychogenic ED	12%	600	2028	127
IPTN2021	Trigeminal Neuralgia	8%	450	2026	72
Pipeline värde					795
Nettokassa***					91
Gemensamma kostnader					-47
NPV					839
Antal aktier**/***					56,3
NPV per aktie**/***					14,9

* MSEK, **inkl. full konvertering av MAC+incitamentsprogram, ***inkl. föreslagna emissioner

Känslighetsanalys - Värde per projekt (SEK) vid olika WACC					
	14%	15%	16%	17%	18%
IPE D2015	12,2	11,4	10,6	9,9	9,2
IP2018	2,6	2,4	2,3	2,1	1,9
IPTN2021	1,6	1,5	1,3	1,1	1,0

Källa: EPB

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	1,0	Negativt utfall	-1,3
IP2018 Fas 2a-resultat	Mitten av 2022	Positiva resultat	1,2	Negativt utfall	-2,3
IPE D2015 Fas 2b-data	Q1 2023	Positiva resultat	10,8	Negativt utfall	-10,8

Källa: EPB



Sammanfattning

Händelserik period

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.

Fördröjningar i studier: Att rekrytera patienter till studier kan ibland bli mer utdraget än vad bolaget räknat med, vilket exempelvis varit fallet under covid-19-pandemin. 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 föreslagna emissioner ger ytterligare finansiering in i 2024.

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

Justerar ned kostnadsprognoserna

Rörelsekostnaderna under Q1 2022 steg till 15,1 MDKK (1,8). Det är framför allt de kliniska programmen IPED2015, IP2018 och IPTN2021 som driver upp kostnaderna. Personalkostnaderna stiger visserligen till 0,5 MDKK (0,2), men får betraktas som fortsatt mycket låga. Då bolaget saknar intäkter, så hamnade EBIT i paritet med rörelsekostnaderna. Positiv effekt av lägre rörelsekapitalbindning under perioden innebar ett betydligt bättre kassaflöde (MAC tar kostnader) som uppgick till -8,0 MDKK (-2,2). Vid utgången av Q1 2022 hade bolaget en kassa på 26,4 MDKK (knappt 38 MSEK), som vi bedömer ger finansiering av verksamheten genom 2022.

Bolaget avser genomföra en riktad emission och en fullt garanterad företrädesemission om totalt 61 mkr före transaktionskostnader. Den riktad emissionen uppgår till 20 mkr och delas jämt mellan de två befintliga ägarna Adrigo Asset Management och Linc. De två ställer även upp som garantier av företrädesemissionen. Teckningskursen är satt till 7,5 kr per aktie. Kapitalet kommer ge bolaget finansiering in i 2024. Företrädesemissionen väntas genomföras i sommar, efter att prospekt hunnit bli godkänt av den danska Finansinspektionen.

Efter rapporten har vi justerat våra prognoser, då utfallet i Q1 2022 indikerar en högre nivå än vad vi tidigare legat på. Vi vill poängtera att alla intäkter är risk-justerad licensintäkt som bygger på antaganden om licensavtal för IPED2015 under 2023 och för IP2018 under 2024.

Prognosändringar (MDKK)		2022	2023	2024
Nettoomsättning	Nya	0,0	105,7	32,9
	Tidigare	0,0	104,5	32,1
	Diff	Na	1%	2%
EBIT	Nya	-50,1	44,5	-40,0
	Tidigare	-30,6	63,9	-26,3
	Diff	-39%	-44%	34%
Nettoresultat	Nya	-45,7	44,1	-36,8
	Tidigare	-31	63,5	-26,3
	Diff	-32%	-44%	28%

Källa: EPB

Studierna fortskrider

I början april doserades den sista friska frivillige deltagaren i IPTN2021-studien. Nu pågår en period med granskning och analys av data. Första resultaten bedöms kunna presenteras i slutet av innevarande kvartal. För IP2018 pågår fortsatt patientrekryteringen och bolaget uppger en förhoppning om att kunna komma i mål med detta snart. Vi flyttar därför tidpunkten för första data till mitten av 2022 (tidigare Q2 2022). Det påverkar dock inte våra övriga antaganden för projektet. För huvudprogrammet IPED2015 uppges att patientflödet och rekryteringen av individer förbättrats under den senaste tiden. Bolaget förväntar sig fortsatt att rekryteringen ska kunna slutföras under H2 2022. Vi intar en något mer försiktig inställning till tidsramarna och förväntar oss de första resultaten i början av 2023 (tidigare slutet av 2022).

Möjlig breddning av pipeline

Bolaget tecknade i början av april ett exklusivt optionsavtal för ett projekt i sen klinisk utvecklingsfas. Detaljerna om vad det kan handla om har varit begränsade, och vem den potentiella säljaren är har inte heller kommunicerats. Det vi fått veta är att projektet ska vara redo att tas vidare i fas 2/3-utveckling inom en smärtindikation. Optionsavtalet löper till slutet av 2022 och vi väntar oss mer information under löptiden. Fram tills dess verkar bolagets fokus vara på att identifiera en klinisk och regulatorisk väg framåt för projektet. Optionsavtalet ligger i linje med bolagets uttalade strategi, som går ut på att identifiera och addera tillgångar för klinisk utveckling men där risken ska vara reducerad och utvecklingen kan ske på ett tids- och kostnadseffektivt sätt. Det är en extra krydda som en investering i Initiator kan ge. Bolaget har uppvisat kvalitéer i detta tidigare.

Resultaträkning (MDKK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	105,7	32,9
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	105,7	32,9
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	-47,6	-57,1	-65,7
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	-50,1	44,5	-40,0
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	-50,1	44,5	-40,0
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	-50,1	44,5	-40,0
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	-50,5	44,1	-40,0
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	-45,7	44,1	-36,8

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	7,8	6,0	6,2
Likvida medel	7,2	14,5	7,6	13,5	34,3	51,0	102,0	63,5
Summa omsättningstillgångar	9,1	17,2	11,4	15,6	53,7	58,8	108,0	69,7
SUMMA TILLGÅNGAR	9,3	17,3	11,4	15,6	53,7	58,8	108,0	69,7
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	6,0	16,6	9,9	14,4	35,0	39,5	102,2	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	39,5	102,2	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	6,0	5,8	6,5
Summa kortfristiga skulder	3,3	0,7	1,5	1,2	18,7	19,3	5,8	6,5
Summa Eget Kapital och skulder	9,3	17,3	11,4	15,6	53,7	58,8	108,0	69,7

Kassaflödesanalys (MDKK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat	-7,0	-15,2	-10,3	-5,5	-22,7	-47,3	48,9	-40,0
Förändringar i rörelsekapital	-0,8	1,6	1,8	-2,5	-11,4	11,0	2,0	0,5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-7,8	-13,6	-8,6	-8,1	-34,1	-36,3	50,9	-39,5
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	-36,3	50,9	-39,5
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	53,0	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	16,7	50,9	-39,5

Källa: Bolaget, EPB

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.	42%	-121%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	42%	-121%

Lönsamhet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	41%	Na.
ROE	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	43%	Na.
ROCE	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	Na.	44%	Na.

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-1,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,5	-0,9	0,8	-0,7
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	-0,7	0,9	-0,7
Antal aktier efter utspädning	8,7	23,2	23,6	27,7	45,5	53,7	56,7	56,7

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E			Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,7	Neg.
Direktavkastning			0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/S			Na.	Na.	Na.	Na.	3,2	11,5
EV/EBITDA			Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,7	Neg.
EV/EBIT			Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,7	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	380,9	340,6	379,1

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