



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 07 oktober 2022

Hansa Biopharma

Inför Q3-rapport

Kvartalsestimat

I denna analysuppdatering väljer vi att för första gången publicera estimat på kvartalsbasis. För helåret 2022 estimerar vi fortsatt en nettoomsättning om 118 mkr och bedömer att den större delen kommer att landa i Q4. För det tredje kvartalet estimerar vi en nettoomsättning om 25 mkr och rörelseresultat (EBIT) på -173 mkr.

Estimatförändringar

Vi genomför även vissa estimatjusteringar på årsbasis. Vi antar högre rörelsekostnader kommande år, främst relaterat till forsknings- och utvecklingskostnader som vi bedömer kommer öka ytterligare nästa år när NiceR-programmet förväntas gå in i kliniska prövningar. Estimatiförändringarna har ingen påverkan på vår värdering av Hansa.

Fortsatt långsiktigt attraktivt

Vi upprepar vårt fundamentalt motiverade värde om 240–250 kronor per aktie. Viktiga triggers för aktiekursen framöver är:

- Kvartalsrapporter
- Datautläsning från fas II-studien inom AMR (est. Q4 2022)
- Avancemang av NiceR-programmet in i klinik (est. H1 2023)

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk			
	22e	Δ%	23e	Δ%	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	240,0 - 250,0 kr	
Totala intäkter	118	0,0	196	0,0	Totala intäkter	34	118	196	Aktiekurs	65,3 kr	
EBIT, just.	-646	0,0	-685	0,0	Intäktstillväxt	456%	248%	66%	78%	Riskenivå	Hög
Kommande händelser				EBITDA, just.				Kursutveckling 12 mån			
Q3 - rapport	20 oktober 2022			EBIT, just.	-547	-646	-685	-648			
Bolagsfakta (mkr)				EBITDA, just.	-547	-646	-685	-648	Intressekonflikter		
Antal aktier	45			EK/aktie	17,0x	2,2x	3,4x	2,0x	Yes	No	
Börsvärde	2 906			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Likviditetsgarant	✓	
Nettoskuld (Q2)	-617			ROCE, just.	-12,6%	-18,0%	-17,0%	-15,1%	Certified adviser	✓	
EV	2289			EV/Sales	93,1x	23,1x	13,6x	7,9x	Transaktioner 12m	✓	
Free float	84%			EV/EBITDA	-5,8x	-4,2x	-3,9x	-4,2x			
Daglig handelsvolym, snitt	259(k)			EV/EBIT	-5,8x	-4,2x	-3,9x	-4,2x			
Analytiker				P/EK	5,2x	29,1x	19,2x	32,4x			
Ludvig Svensson				Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,3x	0,3x	0,2x			
ludvig.svensson@penser.se											

Investment case

Hansas ledande kandidat imlifidase (kommersiellt namn Idefirix) verkar genom att klyva mänskliga IgG-antikroppar till icke-detekterbara nivåer inom några timmar. IgG är den mest prevalenta av människans fem antikroppstyper och den primära drivaren bakom autoimmuna reaktioner, där kroppen angriper sin egen vävnad. Genom sin verkningsmekanism har imlifidase därför terapeutisk potential inom sjukdomar och behandlingshinder som orsakas av en oönskad aktivering av immunförsvaret.

Under 2020 erhöll Idefirix villkorat godkännande i Europa som förbehandling till högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation. Samtidigt pågår studier inom ett brett spektrum av olika indikationer orsakade av patogena IgG-antikroppar. Vi estimerar att Idefirix vid en framgångsrik indikationsbreddning kommer att bli en blockbusterprodukt med en årlig försäljningspotential om +1 mdr USD. Det verkliga investeringscasen i Hansa ligger i plattformen och den terapeutiska potentialen i flertalet indikationer. Just denna plattform är något vi ser kan locka potentiella köpare av bolaget. Under 2020 köpte J&J upp plattformsbolaget Momenta Pharmaceuticals i en affär på USD 6,5 mdr. Momentas ledande kandidat, nivalimab, är en antikropp med bred potential inom autoimmuna indikationer. Vi ser likheter mellan Momenta och Hansa just när det kommer till plattformen och de omfattande applikationsområdena för bolagens terapier.

Hansa är ett av få bolag i Norden genom vilket investerare kan få exponering mot det snabbväxande genterapiområdet. Under 2020 signerade bolaget ett avtal med Sarepta Therapeutics, en ledande spelare inom genterapier riktade mot muskelsjukdomar, för att undersöka möjligheten att använda imlifidase som förbehandling i patienter med neutraliserande antikroppar som försvårar genterapin. Vi vet att Hansa är i diskussioner med ytterligare bolag, och vi ser att fler avtal med ledande spelare inom fältet kommer stärka valideringen av konceptet imlifidase som förbehandling till genterapi. Vår bedömning är att imlifidase sticker ut som en av de metoder som är mest lovande för att adressera problematiken med neutraliserande antikroppar – speciellt ur ett kommersiellt perspektiv.

Trots att Hansa erhållit ett villkorat godkännande att sälja imlifidase i Europa så antar vi att ett begränsat antal patienter kommer bli behandlade under 2022–2023. Patienter där imlifidase har bäst förutsättningar att skapa en positiv erfarenhet kommer att prioriteras initialt – vilket vi menar kommer vara långsiktigt gynnsamt för att nå kommersiell framgång. De nedtonade förväntningarna på lanseringen, i kombination med den breda nedgång vi sett generellt inom biotech, har enligt vår bedömning varit bidragande orsaker till det senaste årets kursnedgång.

Bolagsprofil

Hansa är ett svenskt biopharmabolag i kommersiellt skede som utvecklat en unik plattform fokuserad på en immunmodulerande enzymteknologi. Hansa sticker ut som ett av få svenska noterade forskningsbolag som tagit sin produkt hela vägen från preklinisk forskning till att erhålla marknadsgodkännande och lansera ett färdigt läkemedel. Bolagets främsta läkemedelskandidat, imlifidase (kommersiellt namn Idefirix), är ett enzym som klyver antikroppar av typen IgG. Idefirix erhöll under 2020 ett villkorat godkännande i Europa som förbehandling av högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation.

Värdering

I vår värdering av Hansa tillämpar vi en risk-justerad kassaflödesvärdering, där vi diskonterar framtida kassaflöden med en WACC om 13%. Alla intäkter och kostnader är justerade för den bedömda sannolikheten att dessa inträffar. Vi värderar Hansa som ett biopharmabolag, där vi ser att den breda plattformen kommer möjliggöra långsiktig tillväxt för bolaget. Vårt motiverade värde för Hansa är 240–250 kronor per aktie.

Känslighetsanalys		WACC				
		15%	14%	13%	12%	11%
Terminal tillväxttakt (%)	2,0%	184	212	246	288	240

Källa: EPB

Kvartalsestimat

I denna analysuppdatering väljer vi att för första gången publicera estimat på kvartalsbasis. Vi vet sedan tidigare att försäljningen kommer variera kraftigt från kvartal till kvartal sett till de låga volymerna och det höga priset för en behandling. För helåret 2022 estimerar vi fortsatt en nettoomsättning om 118 mkr, där en större del kommer att landa i Q4. Sommarmånader innebär typiskt sätt lägre aktivitet på klinikerna, vilket vi bedömer kan tynga Q3 något. Vi estimerar en nettoomsättning på 25 mkr och EBIT på -173 mkr i Q3.

Kvartalsestimat					
	Q1	Q2	Q3E	Q4E	2022E
Nettoomsättning	30	26	25	36	118
Kostnad sålda varor	-11	-5	-6	-10	-32
Bruttoresultat	19	21	19	26	86
Försäljnings- och administrationskostnader	-80	-90	-93	-97	-361
Forsknings- och utvecklingskostnader	-71	-93	-95	-95	-354
Övriga rörelsekostnader	-3	-6	-4	-5	-18
Rörelseresultat (EBIT)	-135	-168	-173	-171	-646
Finansnetto	-3	-2	-3	-3	-12
Resultat före skatt (EBT)	-138	-170	-176	-174	-658
Skatt	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-138	-170	-176	-174	-658
Tillväxt Q/Q	97%	-13%	-5%	44%	nm.
Bruttomarginal	63%	81%	76%	72%	73%
Rörelsemarginal	nm.	nm.	nm.	nm.	nm.

Källa: EPB

Vi har även genomfört vissa estimatförändringar på årsbasis. Vi antar högre rörelsekostnader kommande år, främst relaterat till forsknings- och utvecklingskostnader som vi bedömer kommer öka ytterligare nästa år när NiceR-programmet förväntas gå in i kliniska prövningar. Vi har även gjort mindre justeringar i våra försäljningsprognoser. Estimatiförändringarna har ingen påverkan på vår värdering av Hansa.

Estimatiförändringar

		2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	Nya	118	196	348
	Tidigare	118	185	338
Rörelseresultat (EBIT)	Nya	-646	-685	-648
	Tidigare	-623	-619	-578

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	6	34	118	196	348
Totala intäkter	6	34	118	196	348
Kostnad sålda varor	-1	-15	-32	-45	-63
Bruttovinst	5	18	86	151	286
Övriga rörelsekostnader	-203	-327	-361	-419	-456
EBITDA, justerad	-423	-547	-646	-685	-648
EBIT, justerad	-423	-547	-646	-685	-648
EBIT	-423	-547	-646	-685	-648
Finansiella poster	2	-1	-12	-14	-14
Resultat före skatt	-421	-548	-658	-698	-662
Nettoresultat, justerad	-421	-548	-658	-698	-662
Nettoresultat	-421	-548	-658	-698	-662

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-423	-547	-646	-685	-648
Övriga kassaflödespåverkande poster	51	65	63	63	63
Förändringar i rörelsekapital	81	2	6	12	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-290	-481	-589	-624	-603
Investeringar	0	-2	-1	-2	-2
Övriga poster	183	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-108	-484	-593	-629	-610
Nyemission / återköp	1 066	-	0	750	600
Förändringar av lån	-	-5	735	0	0
Kassaflöde	958	-489	142	121	-10
Nettoskuld	-1 295	-798	-187	-239	-156

Källa: EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR					
Övriga immateriella tillgångar	31	29	29	30	32
Materiella anläggningstillgångar	5	6	7	8	9
Övriga anläggningstillgångar	4	35	36	37	38
Summa anläggningstillgångar	41	70	72	75	80
Varulager	0	0	6	10	17
Kundfordringar	0	10	18	23	35
Övriga omsättningstillgångar	16	43	47	59	70
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1 378	889	1 031	1 152	1 142
Summa omsättningstillgångar	1 394	942	1 101	1 244	1 264
SUMMA TILLGÅNGAR	1 435	1 013	1 173	1 319	1 344
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	1 242	758	100	151	90
Summa eget kapital	1 242	758	100	151	90
Långfristiga räntebärande skulder	78	84	837	907	979
Summa långfristiga skulder	78	84	837	907	979
Leverantörsskulder	36	67	86	108	122
Övriga kortfristiga skulder	17	25	53	39	42
Summa kortfristiga skulder	115	171	237	261	275
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 434	1 013	1 173	1 319	1 344

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	456%	248%	66%	78%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	5%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	5%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	83,7%	54,5%	73,0%	77,0%	82,0%
EBITDA-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	-	1 163,2%	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Avkastning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	-	1 163%	1 013%	785%	843%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	2%	1%	5%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	2%	29%	15%	12%	10%
Leverantörsskulder / KSV	3 638%	434%	270%	239%	194%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	30%	32%	31%	29%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1 617%	-348%	-141%	-87%	-44%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,1x	0,2x	0,3x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-1 295	-798	-187	-239	-156
Soliditet	87%	75%	8%	11%	7%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,0x	-1,1x	-1,9x	-1,6x	-1,7x
Nettoskuld / EBITDA	3,1x	1,5x	0,3x	0,3x	0,2x

Källa: EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Eget kapital per aktie	27,9	17,0	2,24	3,40	2,01
Antal aktier vid årets slut, m	44,5	44,5	44,5	44,5	44,5

Källa: EPB

Värdering

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/EK	8,6x	5,2x	29,1x	19,2x	32,4x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	1541,9x	93,1x	23,1x	13,6x	7,9x
EV/EBITDA, justerad	-22,2x	-5,8x	-4,2x	-3,9x	-4,2x
EV/EBIT, justerad	-22,2x	-5,8x	-4,2x	-3,9x	-4,2x
EV	9 402	3 154	2 719	2 667	2 750
Aktiekurs	240,4	88,8	65,3	65,3	65,3

Källa: EPB

Disclaimer

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.

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 om-nämnt 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