



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 26 oktober 2022

Hansa Biopharma

Studiedata stundar

Rapportkommentar Q3

Hansa släppte en Q3-rapport över våra förväntningar. Nettoomsättningen kom in på 67 mkr (kons: 27 mkr, EPB: 25 mkr). Produktförsäljningen stod för 23 mkr, men majoriteten av intäkterna under kvartalet var milstolpebetalningar relaterat till framsteg i bolagets samarbeten inom genterapi. Rörelsekostnaderna var i linje med våra estimat och EBIT kom in på -139 mkr (kons: -170 mkr, EPB: -173 mkr).

Resultat från AMR-studie väntas under Q4

Hansa meddelade under maj att de slutfört rekryteringen till fas II-studien med imlifidase inom AMR (antikroppsmedierad avstötning). Vi räknar med att topline-data kommer att kunna presenteras under det fjärde kvartalet i år. Vi ser en god sannolikhet för en positiv utläsning (75%) som kan motivera genomförandet av en registreringsgrundande fas III-studie inom AMR.

Vi går i den här analysuppdateringen igenom lite kring AMR och fas II-studien med imlifidase.

Motiverat värde oförändrat

Vårt fundamentala motiverade värde för Hansa ligger kvar på 240–250 kronor per aktie efter Q3-rapporten. Fas II-utläsningen inom AMR anser vi vara den viktigaste triggern för aktiekursen i närtid.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	240,0 - 250,0 kr												
Totala intäkter	158	34,1	206	5,1	Totala intäkter	34	158	206	343	Aktiekurs	53,1kr												
EBIT, just.	-612	5,3	-666	2,7	Intäktstillväxt	456%	367%	30%	67%	Riskenivå	Hög												
Kommande händelser					EBITDA, just.	-547	-612	-666	-656	Kursutveckling 12 mån													
Q4 - rapport	2 februari 2023				EBIT, just.	-547	-612	-666	-656														
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	17,0x	2,5x	3,6x	1,5x														
Antal aktier	45				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	2 363				ROCE, just.	-12,6%	-17,3%	-16,7%	-15,4%														
Nettoskuld (Q3)	-454				EV/Sales	93,1x	13,3x	10,2x	6,5x														
EV	1909				EV/EBITDA	-5,8x	-3,4x	-3,2x	-3,4x														
Free float	84%				EV/EBIT	-5,8x	-3,4x	-3,2x	-3,4x														
Daglig handelsvolym, snitt	247(k)				P/EK	5,2x	20,9x	14,6x	36,2x														
					Nettoskuld/EBITDA	1,5x	0,4x	0,4x	0,2x														
Analytiker					Intressekonflikter																		
Ludvig Svensson					<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>								Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
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.

Kvartalskommentar Q3

Hansa en Q3-rapport över våra förväntningar. Nettoomsättningen kom in på 67 mkr (kons: 27 mkr, EPB: 25 mkr). Produktförsäljningen stod för 23 mkr, men majoriteten av intäkterna under kvartalet var milstolpsbetalningar relaterat till framsteg i bolagets samarbeten inom genterapi. Efter rapporten höjer vi vår prognos för nettoomsättning till 158 mkr för 2022 (tidigare 118 mkr). Höjningen är framför allt driven av milstolpebetalningarna under Q3, och våra försäljningsprognoser för Q4 är i stora drag oförändrade.

Rörelsekostnaderna var i linje med våra estimat och EBIT kom in på -139 mkr (kons: -170 mkr, EPB: -173 mkr). Kassapositionen vid kvartalets slut var solid och uppgick till 1,2 mdkr efter det upptagna lånet på 70 musd.

Lanseringen i Europa fortsätter att utvecklas på ett bra sätt. Beslut om kostnadsersättning fortsätter att komma in, där Skottland och Polen är de senaste länderna som valt att erbjuda ersättning för Idefirix. Hittills har nu Idefirix fått positiva beslut kring ersättning i 9 europiska länder. Norge var det första landet som, enligt vår kännedom, valt att inte kostnadsersätta läkemedlet.

Vi räknar med att antalet kliniker som använder Idefirix kommer att öka samt att varje klinik i snitt kommer att behandla fler patienter årligen, vilket kommer driva tillväxten framöver. Vi räknar med att tillväxten kan hämmas en aning av att den konfirmerande fas III-studien pågår parallellt i Europa. Studien bedrivs huvudsakligen vid "nya" kliniker, men vi räknar ändå med att det kan förekomma viss kannibalisering på den kommersiella basen, främst under 2023.

Kvartalsestimat (mkr)					
	Q1	Q2	Q3	Q4E	2022E
Nettoomsättning	30	26	67	34	158
Kostnad sålda varor	-11	-5	-18	-12	-46
Bruttoresultat	19	21	49	22	112
Försäljnings- och administrationskostnader	-80	-90	-83	-90	-344
Forsknings- och utvecklingskostnader	-71	-93	-90	-94	-348
Övriga rörelsekostnader	-3	-6	-15	-8	-32
Rörelseresultat (EBIT)	-135	-168	-139	-170	-612
Finansnetto	-3	-2	-14	-12	-31
Resultat före skatt (EBT)	-138	-170	-153	-182	-644
Skatt	0	0	0	0	-1
Periodens resultat	-138	-170	-154	-182	-644
Tillväxt Q/Q	97%	-13%	154%	-49%	nm.
Bruttomarginal	63%	81%	74%	65%	71%
Rörelsemarginal	nm.	nm.	nm.	nm.	nm.

Källa: EPB

Hansa ger även i rapporten en statusuppdatering kring de pågående kliniska programmen. Den lyder enligt följande:

- Fas III-studien inom njurtransplantation i USA: 39/64 patienter nu rekryterade
- Fas III-studien inom anti-GBM: Studien beräknas inledas under H2 2022
- Fas II-studien inom AMR: Datautläsning väntas H2 2022
- Fas II-studien inom GBS: 20/30 patienter nu rekryterade

Fas II-studien i AMR

Bakgrund – AMR och behovet

AMR är en reaktion efter transplantation som innebär att kroppen stöter ifrån sig njuren. AMR uppkommer på grund av donatorspecifika antikroppar – antingen preexisterande eller bildade efter transplantationstillfället. Risken för AMR är som högst kort efter att transplantationen har genomförts.

AMR är en vanlig orsak till kronisk dysfunktion samt att njuren slutar fungera efter transplantation, vilket kan innebära att patienten måste gå tillbaka till dialys och/eller transplanteras igen. Det finns stora incitament att hitta effektiva behandlingar mot AMR eftersom man har chans att rädda en redan transplanterad njure (vilket är flaskhalsen för antalet genomförbara transplantationer årligen).

Enligt KDIGO:s riktlinjer är dagens standard för behandling av AMR att desensitiserar patienten genom plasmaferes i kombination med immunsuppressiva läkemedel. Begränsningar med plasmaferes är att det kan krävas flera cykler för att det ska vara effektivt, samt att det har visat sig vara mindre effektivt då patienten har höga nivåer av donatorspecifika antikroppar.

Studier visar att upp till 10% av alla som genomgår en njurtransplantation drabbas av AMR (Puttarajappa et al, 2012). Motsvarande tal för sensitiserade patienter är 40–50% (Couzi et al, 2015). Vi bedömer att den stora diskrepansen beror mycket på att nuvarande desensitiseringsprotokoll inte är tillräckligt effektiva och att det fortfarande till viss del kan förekomma donatorspecifika antikroppar i sensitiserade patienter som blir transplanterade. Detta belyser enligt vår mening också det stora behovet av imlifidase som en förbehandling innan njurtransplantation i högt sensitiserade patienter för att patienter i högre grad ska behålla sin transplanterade njure.

Studiedesign

Den pågående fas II-studien inom AMR jämför effekten av imlifidase jämfört med standardbehandling (plasmaferes). I studien randomiseras 30 patienter i ett 2:1-förhållande till antingen imlifidase eller plasmaferes, där samtliga patienter får kompletterande standardbehandling i form av steroider, IVIg och rituximab. Det primära effektmåttet i studien är "den maximala reduktionen av donatorspecifika antikroppar under 5 dagar efter påbörjad behandling". Viktiga sekundära effektmått i studien är bland annat: eGFR-nivåer upp till 180 dagar efter behandling, samt andel patienter med graftförlust upp till 180 dagar efter behandling.

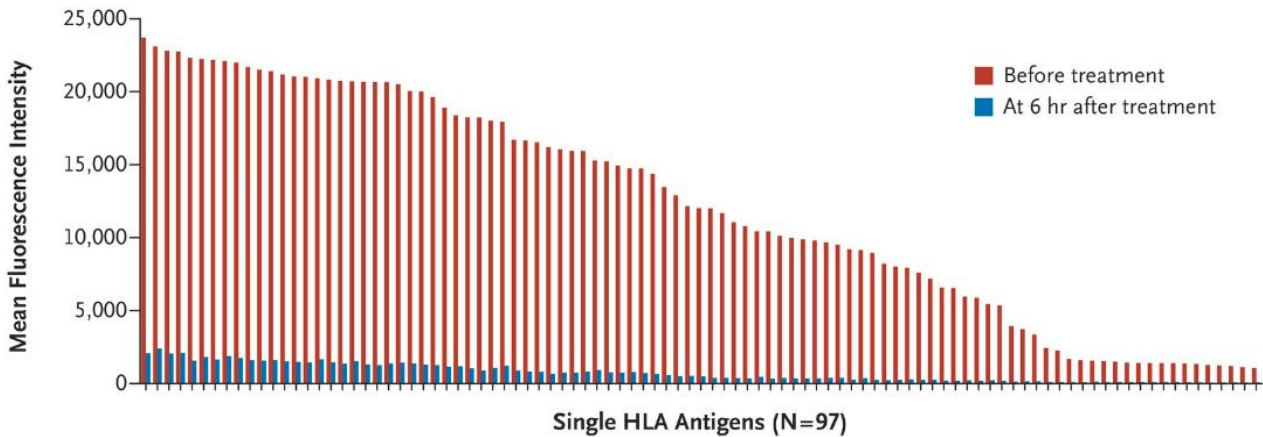
Patienterna från denna studie kommer även att följas upp i tre år i syfte att generera långtidsdata på graftöverlevnaden. Det här kommer att bli viktig data att följa, eftersom det enligt vår bedömning kan komma att bli ett effektmått i en potentiellt kommande fas III-studie med imlifidase inom AMR.

Våra tankar kring studien

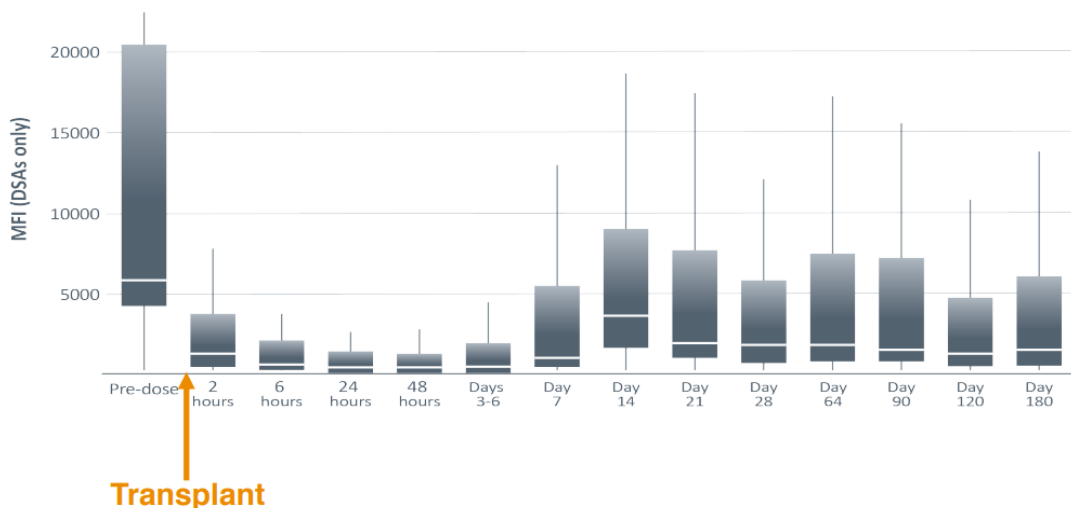
Vi ser en god sannolikhet för en positiv utläsning (75%) i fas II-studien som kan motivera genomförandet av en registreringsgrundande fas III-studie inom AMR. Imlifidase har en känd verkningsmekanism där den effektivt klyver IgG-antikroppar. Det faktum att desensitiseringsbehandling genom plasmaferes är klinisk standard för att behandla AMR idag anser vi ökar sannolikheten för att imlifidase har en effekt i AMR, eftersom det, i linje med njurtransplantation, indikerar att de donatorspecifika antikropparna är en drivare i sjukdomsförloppet.

Vi anser att det primära effektmåttet i studien är fördelaktigt och bedömer att imlifidase har goda möjligheter att överpresetera jämfört med plasmaferes, givet de reduktioner av donatorspecifika antikroppar man uppvisat i tidigare studier inom njurtransplantation. I kliniska studier med imlifidase har vi sett att elimineringen av donatorspecifika antikroppar går mycket snabbt och ser ut att ha sjunkit med som mest 90–95% under den första veckan (Jordan et al., 2017, NEJM). Bild nedan.

HLA-Antibody Levels before and 6 Hr after Treatment



DSA levels over 6 months



Källa: Jordan et al., 2017, NEJM & Hansa CMD 2020

I en studie från 2014 (n=56) som undersökte effektiviteten att eliminera donatorspecifika antikroppar med plasmaferes fann de att den genomsnittliga reduktionen av donatorspecifika antikroppar varierade mellan 20–50% efter 4–6 omgångar av plasmaferes (Yamada et al., 2014). Vi hittar dock ingen information kring vid vilken tidpunkt mätningen skedde. I Hansas fas II-studie tilläts upp till 10 omgångar av plasmaferes, vilket eventuellt skulle kunna bidra till en något högre reduktion givet att vi i Yamada et al., 2014 såg att fler antal omgångar plasmaferes ledde till en ökad reduktion (dock avtagande) av donatorspecifika antikroppar. Vi förväntar oss dock, trots detta, att patienter behandlade med imlifidase kommer att se en påtagligt högre magnitud av reduktion.

DCF

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	2680
PV of terminal value (perpetuity formula)	7780
Enterprise value	10460
Latest net debt	-454
Minority interests & other	0
Equity value	10915
No. of shares outstanding (millions)	44.5
Equity value per share (SEK)	245

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	2%
Extra risk premium	3%
WACC	13.0%

Sensitivity analysis

WACC	11%	12%	13%	14%	15%
NPV	15116	12780	10915	9400	8150
NPV/share	340	287	245	211	183

Implicit multipl.

2022e

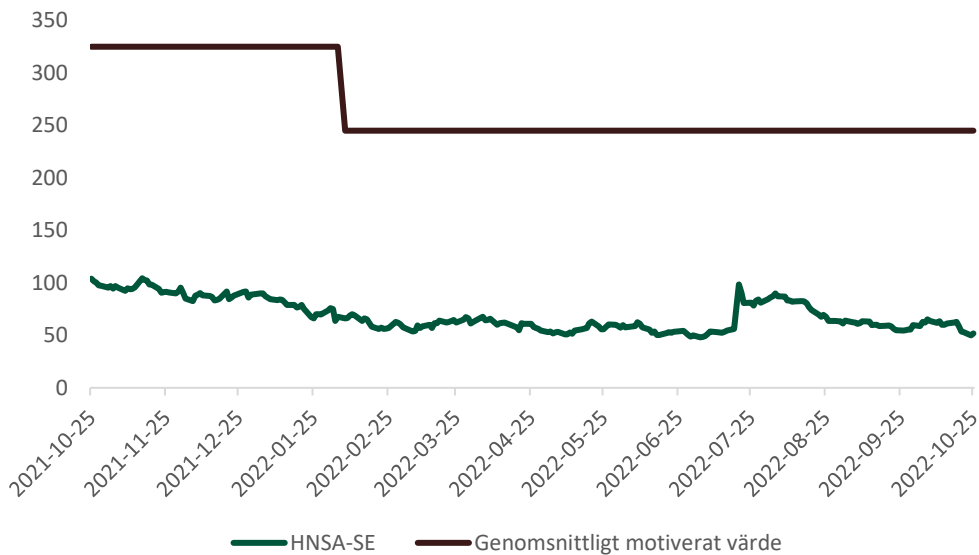
EV/Sales	13.3
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	53.1

Terminal value assumptions

Long term growth rate	2%
Long term EBIT margin	56%
Depreciation (% of sales)	nm.
Capex (% of sales)	nm.
Working cap. (% of sales)	nm.
Tax rate	21%

Källa: Bolaget, EPB

Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	6	34	158	206	343
Totala intäkter	6	34	158	206	343
Kostnad sålda varor	-1	-15	-46	-53	-69
Bruttovinst	5	18	112	152	275
Övriga rörelsekostnader	-203	-327	-345	-401	-450
EBITDA, justerad	-423	-547	-612	-666	-656
EBIT, justerad	-423	-547	-612	-666	-656
EBIT	-423	-547	-612	-666	-656
Finansiella poster	2	-1	-32	-35	-41
Resultat före skatt	-421	-548	-643	-701	-697
Skatter	0	0	-1	0	0
Nettoreultat, justerad	-421	-548	-644	-701	-697
Nettoreultat	-421	-548	-644	-701	-697

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-423	-547	-612	-666	-656
Övriga kassaflödespåverkande poster	51	65	63	63	63
Förändringar i rörelsekapital	81	2	27	-6	-10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-290	-481	-555	-644	-643
Investeringar	0	-2	-1	-2	-2
Övriga poster	183	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-108	-484	-558	-649	-650
Nyemission / återköp	1 066	-	0	750	600
Förändringar av lån	-	-5	735	0	0
Kassaflöde	958	-489	177	101	-50
Nettoskuld	-1 295	-798	-255	-258	-130

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	8	10	17
Kundfordringar	0	10	24	25	34
Övriga omsättningstillgångar	16	43	63	62	69
Likvida medel och kortfristiga placeringar	1 378	889	1 065	1 167	1 117
Summa omsättningstillgångar	1 394	942	1 160	1 263	1 237
SUMMA TILLGÅNGAR	1 435	1 013	1 232	1 338	1 317
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	1 242	758	113	162	65
Summa eget kapital	1 242	758	113	162	65
Långfristiga räntebärande skulder	78	84	804	902	981
Summa långfristiga skulder	78	84	804	902	981
Leverantörsskulder	36	67	115	113	120
Övriga kortfristiga skulder	17	25	71	41	41
Summa kortfristiga skulder	115	171	315	274	271
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 434	1 013	1 232	1 338	1 317

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	456%	367%	30%	67%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	2%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	2%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	83,7%	54,5%	71,0%	74,0%	80,0%
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%	673%	562%	820%

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%	252%	212%	175%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	30%	44%	34%	29%
Rörelsekapital / totala intäkter	-1 617%	-348%	-139%	-86%	-44%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,2x	0,2x	0,3x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-1 295	-798	-255	-258	-130
Soliditet	87%	75%	9%	12%	5%
Nettoskudsättningsgrad	-1,0x	-1,1x	-2,2x	-1,6x	-2,0x
Nettoskuld / EBITDA	3,1x	1,5x	0,4x	0,4x	0,2x

Källa: EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Eget kapital per aktie	27,9	17,0	2,54	3,64	1,47
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	20,9x	14,6x	36,2x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	1541,9x	93,1x	13,3x	10,2x	6,5x
EV/EBITDA, justerad	-22,2x	-5,8x	-3,4x	-3,2x	-3,4x
EV/EBIT, justerad	-22,2x	-5,8x	-3,4x	-3,2x	-3,4x
EV	9 402	3 154	2 108	2 105	2 233
Aktiekurs	240,4	88,8	53,1	53,1	53,1

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 analytikerns 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