This report was completed and disseminated 14 juni 2023: 07:29 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 14 juni 2023

# Initiator Pharma

## Positiva resultat stärker caset

### Lovande resultat

Nyligen presenterades fas 2a-resultat för IP2018 inom erektil dysfunktion i 24 yngre individer med en underliggande lindrig till måttlig depression. Resultaten för den högre dosen visade på en statistiskt signifikant och kliniskt relevant behandlingseffekt med IP2018. Rapporterade biverkningar var milda, så som huvudvärk samt mag- och tarmrelaterade. Resultaten ger stöd för att vidareutveckla IP2018 och tar ned risken i projektet.

### Stödjer strategin

De positiva resultaten visar än en gång på styrkan i bolagets affärsstrategi och utvecklingsteam, att lyckas identifiera riskreducerande substanser, där fördel kan dras från tidigare kliniska data och sedan ompositionera molekylerna mot indikationer där de ser högst potential. En annan viktig aspekt för aktieägarna är att exekveringen fortsätter att ske på ett kostnadseffektivt vis. Det exemplifieras av kostnaderna under Q1 2023 som landade på modesta DKK 9m (ca 14 mkr). Betänk att tre studier genomförs parallellt.

### Caset stärkt

Vi gör vissa justeringar i vår värderingsmodell (SOTP-modell) som sammantaget ger en positiv effekt om 3 kr. Motiverat värde höjs till 17–18 kr (14–15 kr). Med ännu ett projekt som visat positiva fas 2a-resultat breddas portföljen och bidrar till en mer attraktiv riskprofil. Vi anser att bolaget är inne i en intressant period med fler viktiga nyheter i antågande. Mest betydelsefullt är utfallet i den pågående fas 2b-studien för pudafensine, där vi förväntar oss de första resultaten mot slutet av året.

### Estimatändring

| | 23e | 24e | 25e |
|---|---|---|---|
| Totala intäkter | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EBITDA, just. | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EPS, just. | 0,0% | 0,0% | 0,0% |

### Kommande händelser

| | |
|---|---|
| Q2 - rapport | 25 augusti 2023 |
| Q3 - rapport | 10 november 2023 |

### Bolagsfakta (mSEK)

| | |
|---|---|
| Antal aktier | 52m |
| Börsvärde | 395 |
| Nettoskuld | -53 |
| EV | 342 |
| Free float | 75% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 66k |
| Bloomberg Ticker | INIT SS EQUITY |

### Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

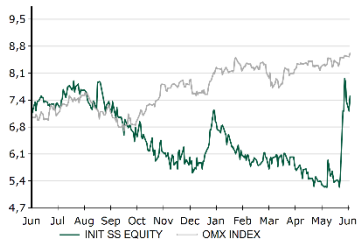
### Prognos (mDKK)

| | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|
| Tillväxt | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EBITDA, just. | -42 | -29 | -28 | -42 |
| EBIT, just. | -42 | -29 | -28 | -42 |
| EPS, just. | -0,7 | -0,5 | -0,4 | -0,7 |
| EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EK/aktie | 0,6 | 0,1 | 0,4 | 0,6 |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROCE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| P/EK | 10,1x | 61,1x | 17,9x | 12,9x |
| Nettoskuld/EBITDA | 0,9x | 0,6x | 0,8x | 0,7x |

### Värde och risk

| Motiverat värde | 17 - 18 SEK |
|---|---|
| Aktiekurs | 7,5 SEK |
| Risknivå | Hög |

### Kursutveckling 12 mån




### Intressekonflikter

| | Yes | No |
|---|---|---|
| Likviditetsgarant | | ✓ |
| Certified adviser | | ✓ |
| Transaktioner 12m | | ✓ |

## Investment case

Initiator Pharma har en attraktiv utvecklingsportfölj med tre kliniska projekt som är riktade mot tillstånd där vi ser ett betydande behov och kommersiell potential för nya bättre behandlingar. Trots den betydande kommersiella potentialen är konkurrensen från andra projekt under utveckling är begränsad.

Mest betydelsefullt för aktien och längst framskridet är pudafensine, där en omfattande fas 2b-studie pågår inom erektil dysfunktion (organisk). Studien väntas inom kort nå målet om att samtliga studiedeltagare doserats och det innebär att första resultaten kommer kunna presenteras senare i år. Utifrån de resultat vi sett från tidigare studier för pudafensine bedömer vi att utsikterna är goda för ett positivt utfall. I ett sådant scenario räknar vi med betydande intresse från läkemedelsbolag och att bolaget driver på för att få till ett licensavtal inför nästa utvecklingssteg. Ett positivt utfall skulle motivera kurser upp mot 25–30 kr utifrån våra antaganden.

Vi ser även en ökande betydelse för IP2018 efter det lovande resultatet i fas 2a-studien inom erektil dysfunktion (psykogen). Ett tänkbart scenario är att en potentiell licenstagare vill åt både pudafensine och IP2018.

Bolaget har en kostnadseffektiv affärsstrategi som går ut på att identifiera nya riskreducerande möjligheter i befintlig projektportfölj eller i nya tillgångar. Det minskar ledtider, kostnaderna för utveckling och risknivån i projekten. Bra ledarskap som levererat utan att dra på sig onödiga kostnader ger extra stöd för vår positiva syn på aktien. Bolaget är finansierat åtminstone tolv månader framåt.

Potentialen i aktien är stor och även om data så här långt varit bra, så är risknivån hög, då bakslag kan äventyra den fortsatta utvecklingen och därtill försvåra finansiering.

## Bolagsprofil

Initiator Pharma grundades 2016 som en avknoppning från det danska noterade bolaget Saniona. Detta på initiativ av personerna i ledningsgruppens som såg potential att vidareutveckla läkemedelskandidater med unika egenskaper, så kallade monoaminåterupptagshämmare. Initiator fokuserar på måltavlor inom det centrala och perifera nervsystemet med projekt där risken redan är reducerad via tillhörande preklinisk och ibland kliniska data. I dagsläget prioriteras pudafensine (tidigare IPED2015), IP2018 och IPTN2021, där samtliga har potential att bli First-in-class läkemedel.

Initiator har en virtuell organisationsstruktur och VD är Claus Elsborg Olesen. Ledningsgruppen är fokuserad och har relevanta kunskaper inom indikationerna som bolaget har fokus på, molekylutveckling, prekliniska och kliniska studier. Initiators aktier är sedan 2021 noterade på Nasdaq First North Growth Market.

Pudafensine är längst framskriden och utvecklas inom erektil dysfunktion (ED), specifikt inriktad mot äldre män som inte uppnår goda behandlingsresultat med etablerade PDE5-hämmare (ex. Viagra, Cialis). Denna patientgrupp utgör omkring 30 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 och första resultaten förväntas under 2023.

Även IP2018 har visat lovande resultat i en fas 2a-studie som ger stöd för vidare utveckling. Inriktningen är mot yngre individer, vilka utöver erektil dysfunktion uppvisar mild till måttlig depression. Ofta är det behandlingen av just depressionen som framkallar ED hos dessa patienter. Vi ser potential för IP2018 som en ny behandling av ED, men djurstudier indikerar att potentialen kan vara bredare och även omfatta depression.

IPTN2021 utvecklas inom trigeminusneuralgi. Aktuella behandlingar har begränsad långvarig effekt och kommer med betydande biverkningar. Vid en framgångsrik utveckling ser vi möjlighet till hög prissättning och därför en betydande kommersiell potential trots ett begränsat patientunderlag.

## Värdering

Vår värderingsansats av Initiator Pharma utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vi justerar nu upp vårt motiverade värde efter positivt utfall i fas 2a-studien för IP2018 till 17–18 kr (14–15).

## Resultaten banar väg för vidare utveckling

Sedan slutet av 2020 har bolaget genomfört en fas 2a-studie med fokus att utvärdera effekt och säkerhet vid en lägre och högre dos av IP2018 i patienter med erektil dysfunktion. Studien har dragit ut ordentligt på i tiden, varför de första, nyligen presenterade resultaten från denna var efterlängtade och därtill glädjande att de nådde önskvärda mål.

Fas 2a-studien var randomiserad, dubbelblind och placebokontrollerad genom en så kallad 3-vägs crossover. Designen innebär att patienter blir en sorts egen kontroll, då varje individ behandlas med en lägre och en högre dos av IP2018 samt placebo. Ett liknande upplägg användes för pudafensine, men med något färre patienter. I den här studien behandlades 24 yngre till medelålders patienter, alla med en bakomliggande lindrig eller måttlig depression, så kallat psykogen erektil dysfunktion (pED). Studien genomfördes på en klinik där deltagarna fick behandling och därefter undersöktes i ett visuellt sexuellt stimuleringstest, en ytterst artificiell miljö som knappast underlättar för att lyckas visa positiva effekter för IP2018.

De primära målen var penisstyvhet och tumescens (svällning och tjocklek). Den högsta dosen med IP2018 visade ökade penistumescens (p=0,04) och varaktighet penisstyvhet (p=0,025), bägge anses som kliniskt relevanta. Resultaten visade att effekten var dosberoende, vilket är önskvärt. Rapporterade biverkningar var milda, så som huvudvärk samt mag- och tarmrelaterade. Det är lovande resultat och vi bedömer att de ger stöd för att ta IP2018 vidare i utvecklingen. Exakt hur nästa steg kommer att se ut är ännu inte fastlagt, men om positioneringen fortsätter inriktas mot pED kan det betyda en studie med stora likheter som den för pudafensine.

Vi gör i nuläget inga förändringar i våra antaganden kring den kommersiella potentialen och räknar fortsatt med att IP2018 inom pED kan nå en toppförsäljning på omkring USD 600m. Det finns goda skäl för bolaget att överväga en utveckling av IP2018 som ett nytt antidepressivt läkemedel, utan negativa effekter på sexuell funktion, som i så fall skulle kunna innebära en avsevärt större potential. Det skulle dock betyda ett mer omfattande studieprogram än det vi skissat på för att nå ett marknadsgodkännande. Vi avvaktar ett sådant vägval innan vi räknar med det i vår modell.

Utifrån de resultat som rapporterats så har risken i projektet minskat. Vi ser ett första proof-of-concept som är i linje med bolagets hypotes kring substansen och tidigare prekliniska data som genererats. Mot bakgrund av den positiva utvecklingen väljer vi att justera upp sannolikheten att IP2018 når hela vägen till marknaden och den höjs från 12% till 19%. Tidsmässigt tror vi att det kan ta något längre tid att nå hela vägen än tidigare. Vi bedömer att en introduktion, vid positiv klinisk utveckling, kan ske 2029 mot tidigare 2028.

## Finansiella prognoser

Ett signum för Initiator är att bolaget klarat av att hålla kostnaderna nere. Vi kan inte annat än imponeras av att bolaget lyckas driva tre kliniska studier framåt och enbart visa ett negativt kassaflöde på DKK -9,1m (ca 14 mkr) under årets första kvartal. I våra prognoser räknar vi med att kostnaderna toppar i Q2 2023 för att därefter sjunka i takt med att den kliniska aktiviteten går ned. Vår bedömning är att nuvarande finansiella position ger finansiering av verksamheten åtminstone ett år framåt, medan bolaget indikerar att finansiering täcker verksamheten genom hela 2024. I våra prognoser har vi räknar med att MAC kommer att konvertera sitt konvertibellån och att det sker under 2024. Därtill har vi lagt med en kapitalanskaffning under 2024, såväl som under 2025.

## Värdering och aktien

Vi använder en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell för att värdera Initiator Pharma, där vi bedömer och värderar varje projekt var för sig som sedan adderas i en sum-of-the-parts (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 17,6 kr, när vi använder en WACC på 18 procent. Detta ligger bakom den höjning vi nu gör av vårt motiverade värde till 17–18 kr (14–15).

**Värdering - Sum-of-the-parts**

| Projekt | Indikation | Sannolikhet | Peak sales (USDm) | Möjlig lansering | NPV* |
|---|---|---|---|---|---|
| Pudafensine | Organic ED | 24% | 1 300 | 2027 | 695 |
| Pudafensine | Trigeminal Neuralgia | 10% | 450 | 2026 | 91 |
| IP2018 | Psychogenic ED | 19% | 600 | 2029 | 206 |
| **Pipeline värde** | | | | | **993** |
| Nettokassa | | | | | 52 |
| Gemensamma kostnader | | | | | -44 |
| **NPV** | | | | | **1 001** |
| Antal aktier** | | | | | 56,9 |
| **NPV per aktie**** | | | | | **17,6** |

* SEKm, **vid full utspädning

*Källa: EPB, Bolaget*

**Känslighetsanalys - Värde per projekt (SEK) vid olika WACC**

| | 16% | 17% | 18% | 19% | 20% |
|---|---|---|---|---|---|
| Pudafensine (ED) | 13,8 | 13,0 | 12,2 | 11,5 | 10,9 |
| IP2018 | 4,1 | 3,9 | 3,6 | 3,4 | 3,2 |
| Pudafensine (TN) | 2,3 | 2,0 | 1,8 | 1,6 | 1,4 |

*Källa: EPB*

Nedan har vi sammanställt en tabell med ett par läkemedelsutvecklande bolag listade på börser i Sverige. Då inget av bolagen ännu har återkommande intäkter och inte heller är lönsamma, så använder vi oss av teknologivärdet (EV) för att jämföra värderingen i relation till varandra. Vi har i tabellen selekterat på utvecklingsfas och fokusområde.

**Värdering av jämförbara bolag**

| (SEKm) | Börsvärde | Aktiepris (SEK) | Nettokassa | Teknologivärde (EV) | Utvecklingsfas |
|---|---|---|---|---|---|
| Alzecure | 392 | 6,3 | 54 | 339 | Fas 2 |
| Initiator Pharma | 395 | 7,5 | 53 | 342 | Fas 2 |
| Irlab | 400 | 7,7 | 210 | 190 | Fas 2 |
| Saniona | 557 | 8,9 | 88 | 469 | Fas 2 |
| Medel | 436 | | | 335 | |
| Median | 398 | | | 340 | |

*Källa: EPB, Bolagsdata, Holdings*

Läkemedelsutvecklande bolag är känsliga för nyheter. För Initiator väntar vi oss åtminstone två nyheter av betydelse i år, där resultat från pågående fas 2b-studie med pudafensine inom erektil dysfunktion är den som har potential att ha störst genomslag på aktien. Inom kort bör vi få ett besked om att dosering av patienterna är genomförd och det ger oss anledning att förvänta oss ett resultat mot slutet av innevarande år. Vid ett rakt igenom positivt utfall i fas 2b-studien skulle det ge en positiv effekt på vår värdering om 70 % (+12,4 kr), medan ett negativt utfall skulle innebära ett lägre värde om 12,2 kr. Dessförinnan förväntar vi oss resultat från en farmakokinetisk fas 1-studie för en ny oral fastdosering i friska frivilliga.

**Främsta riskerna i våra antaganden**

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär hög risk och nedan belyser vi några av de mest påtagliga riskerna som vi identifierat och som bör betänkas vid en investering.

**Negativa 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 ökad förståelse kring säkerhet och tolererbarhet.

**Fördröjningar i studier:** Att rekrytera patienter till studier kan bli mer utdraget än vad bolaget räknat med och leda till behov av ytterligare finansiering för att nå utvecklingsmål och för att slutföra studierna.

**Finansieringsbehov:** Att bedriva klinisk utveckling är kostsamt och ett bolag som Initiator har ett återkommande kapitalbehov. I takt med att projekten avancerar i utveckling ökar vanligtvis kapitalbehovet. Initiator har dock framgångsrikt lyckats knyta till sig kontaktorganisationen MAC Clinical Research, som tar en väsentlig del av kostnaden för den pågående fas 2b-studien med pudafensine mot ett potentiellt framtida ägande. Nuvarande finansiering bedömer vi ger finansiering in i 2024.

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

## Resultaträkning

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Administrationskostnader | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 | -3 | -3 | -4 | -5 |
| Övriga rörelsekostnader | -8 | -11 | -8 | -9 | -22 | -38 | -26 | -23 | -37 |
| **EBITDA** | **-9** | **-13** | **-9** | **-11** | **-23** | **-42** | **-29** | **-28** | **-42** |
| **EBITDA, justerad** | **-9** | **-13** | **-9** | **-11** | **-23** | **-42** | **-29** | **-28** | **-42** |
| **EBITA, justerad** | **-9** | **-13** | **-9** | **-11** | **-23** | **-42** | **-29** | **-28** | **-42** |
| **EBIT** | **-10** | **-13** | **-9** | **-11** | **-23** | **-42** | **-29** | **-28** | **-42** |
| **EBIT, justerad** | **-10** | **-13** | **-9** | **-11** | **-23** | **-42** | **-29** | **-28** | **-42** |
| Finansnetto | -1 | 0 | -1 | 0 | -1 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| **Resultat före skatt** | **-10** | **-13** | **-10** | **-10** | **-24** | **-44** | **-31** | **-29** | **-44** |
| **Resultat före skatt, justerad** | **-10** | **-13** | **-10** | **-10** | **-24** | **-44** | **-31** | **-29** | **-44** |
| Total skatt | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 6 | 4 | 4 | 6 |
| **Nettoresultat** | **-9** | **-10** | **-8** | **-9** | **-21** | **-38** | **-27** | **-25** | **-38** |
| **Nettoresultat, justerad** | **-9** | **-10** | **-8** | **-9** | **-21** | **-38** | **-27** | **-25** | **-38** |
| *Intäktstillväxt* | *-* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* |
| *Bruttomarginal* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* |
| *EBIT-marginal, justerad* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* |
| *EPS, justerad* | *-0,99* | *-0,44* | *-0,35* | *-0,31* | *-0,44* | *-0,68* | *-0,47* | *-0,45* | *-0,67* |
| *EPS-tillväxt, justerad* | *-* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

## Kassaflödesanalys

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | -10 | -13 | -9 | -11 | -23 | -42 | -29 | -28 | -42 |
| Övriga kassaflödesposter | 3 | -3 | -1 | 5 | 0 | 0 | 4 | 2 | 2 |
| Förändringar i rörelsekapital | -1 | 2 | 2 | -3 | -11 | 9 | 3 | 0 | 0 |
| **Kassaflöde från den operationella verksamheten** | **-8** | **-13** | **-8** | **-8** | **-34** | **-33** | **-23** | **-25** | **-41** |
| **Fritt kassaflöde** | **-8** | **-13** | **-8** | **-8** | **-34** | **-33** | **-23** | **-25** | **-41** |
| Nyemission / återköp | 15 | 21 | 2 | 14 | 55 | 37 | 0 | 30 | 50 |
| **Kassaflöde från finansieringsverksamhet** | **15** | **21** | **2** | **14** | **55** | **37** | **0** | **30** | **50** |
| **Kassaflöde** | **7** | **7** | **-7** | **6** | **21** | **5** | **-23** | **5** | **9** |
| **Nettoskuld** | **-7** | **-14** | **-8** | **-14** | **-34** | **-39** | **-17** | **-21** | **-31** |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

## Balansräkning

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **TILLGÅNGAR** | | | | | | | | | |
| Övriga omsättningstillgångar | 2 | 3 | 4 | 2 | 19 | 8 | 5 | 5 | 5 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 7 | 14 | 8 | 14 | 34 | 39 | 17 | 21 | 31 |
| **Summa omsättningstillgångar** | **9** | **17** | **11** | **16** | **54** | **47** | **22** | **26** | **36** |
| **SUMMA TILLGÅNGAR** | **9** | **17** | **11** | **16** | **54** | **47** | **22** | **26** | **36** |
| | | | | | | | | | |
| **EGET KAPITAL OCH SKULDER** | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 6 | 17 | 10 | 14 | 35 | 34 | 7 | 24 | 33 |
| **Summa eget kapital** | **6** | **17** | **10** | **14** | **35** | **34** | **7** | **24** | **33** |
| Övriga långfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 13 | 13 | 13 | 0 | 0 |
| **Summa långfristiga skulder** | **0** | **0** | **0** | **0** | **13** | **13** | **13** | **0** | **0** |
| Övriga kortfristiga skulder | 3 | 1 | 2 | 1 | 5 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| **Summa kortfristiga skulder** | **3** | **1** | **2** | **1** | **5** | **1** | **2** | **2** | **3** |
| **SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER** | **9** | **17** | **11** | **16** | **54** | **47** | **22** | **26** | **36** |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

## Tillväxt och marginaler

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Intäktstillväxt | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EBITDA-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EBIT-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| Bruttomarginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBITDA-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

## Avkastning

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ROE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | >100% | >100% | >100% | Neg. |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

## Kapitaleffektivitet

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 35% | 6% | 17% | 11% | 23% | 2% | 7% | 7% | 7% |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

## Finansiell ställning

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoskuld | -7 | -14 | -8 | -14 | -34 | -39 | -17 | -21 | -31 |
| Soliditet | 64% | 96% | 87% | 92% | 65% | 72% | 33% | 92% | 92% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -1,2x | -0,9x | -0,8x | -0,9x | -1,0x | -1,1x | -2,4x | -0,9x | -0,9x |
| Nettoskuld / EBITDA | 0,8x | 1,2x | 0,8x | 1,3x | 1,5x | 0,9x | 0,6x | 0,8x | 0,7x |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

## Aktiedata

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -0,99 | -0,44 | -0,35 | -0,31 | -0,44 | -0,68 | -0,47 | -0,45 | -0,67 |
| EPS, justerad | -0,99 | -0,44 | -0,35 | -0,31 | -0,44 | -0,68 | -0,47 | -0,45 | -0,67 |
| FCF per aktie | -0,90 | -0,58 | -0,36 | -0,29 | -0,71 | -0,57 | -0,40 | -0,44 | -0,71 |
| Eget kapital per aktie | 0,69 | 0,72 | 0,42 | 0,52 | 0,73 | 0,60 | 0,12 | 0,42 | 0,58 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 8,68 | 23,2 | 23,6 | 27,7 | 48,2 | 56,9 | 56,9 | 56,9 | 56,9 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 8,68 | 23,2 | 23,6 | 27,7 | 48,2 | 56,9 | 56,9 | 56,9 | 56,9 |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

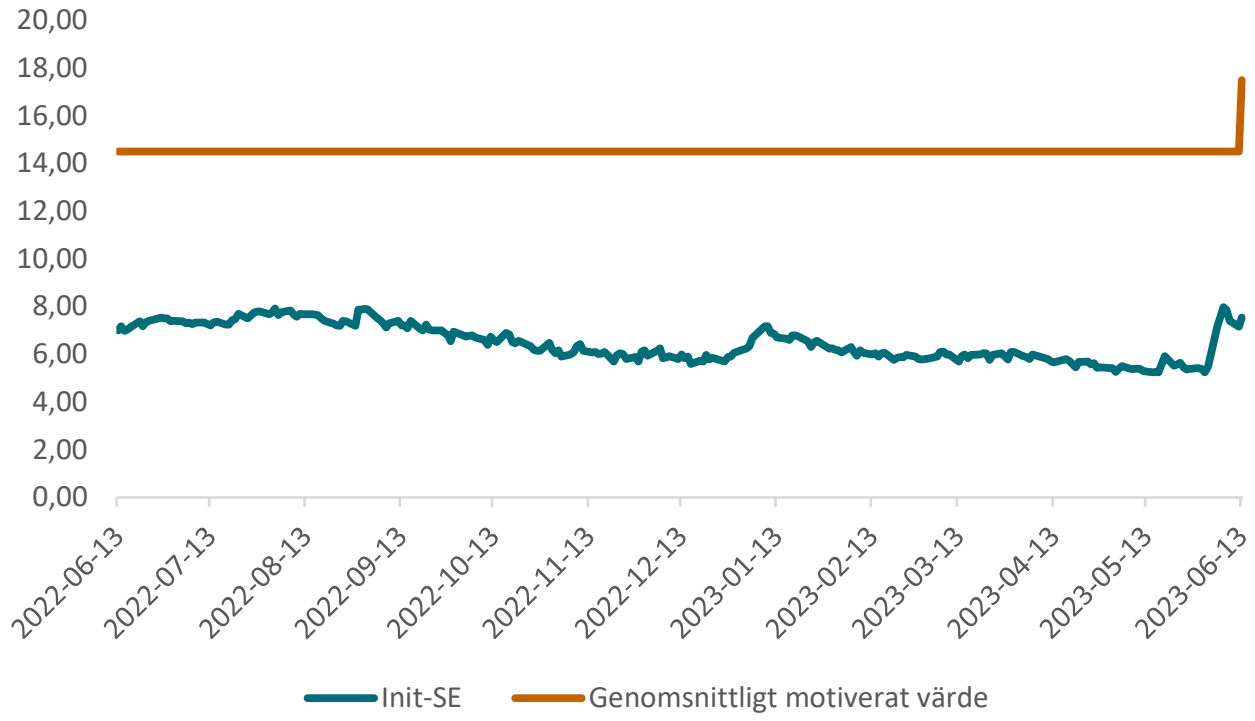
## Värdering

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| P/EK | 3,2x | 3,7x | 17,6x | 8,6x | 11,2x | 10,1x | 61,1x | 17,9x | 12,9x |
| P/FCF | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| FCF-yield | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Sales | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV | 12 | 48 | 167 | 110 | 322 | 278 | 342 | 342 | 342 |
| Aktiekurs | 2,2 | 2,7 | 7,4 | 4,5 | 8,1 | 6,1 | 7,5 | 7,5 | 7,5 |

*Källa: Initiator Pharma, EPB*

**Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde**

Initiator Pharma (INIT SS EQUITY)




*Källa: EPB, IDC*

## Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (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 frånsäger 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde 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 fondhandlarföreningens 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 Instru¬ment 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