



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 19 November 2021

OncoZenge

Attraktivt värderat projekt i sen klinisk fas

Inga överraskningar i Q3-rapporten

OncoZenge släppte under tisdagen sin rapport för det tredje kvartalet. Rapporten var i linje med våra förväntningar och innehöll inga större överraskningar. Fokus under kvartalet har legat på planering inför den kommande fas III-studien med BupiZenge som förväntas initieras under första halvåret 2022.

Ledande projektet BupiZenge utvecklas inom oral mukositis

I BupiZenge ser vi ett attraktivt värderat projekt i sen klinisk fas. BupiZenge utvecklas för den kraftiga smärtan förknippad med oral mukositis - en allvarlig biverkan vid strål- och cellgiftsbehandling. Vi estimerar den totala marknadspotentialen för BupiZenge inom oral mukositis till +1.000 musd årligen, där vi bedömer att BupiZenge kan nå en toppförsäljning om ~215 musd.

Analytikerbyte

I och med denna analysuppdatering tar Ludvig Svensson över bevakning av OncoZenge. Vi har gjort justeringar i vår modell och presenterar ett motiverat värde om 21-23 kronor (19-21) per aktie.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)				Värde och risk			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	21.0 - 23.0	
EPS, just 21e	-0.73	-0.73	0.0%	Sales, mkr	0	0	0	0	Aktiekurs	SEK10.8
EPS, just 22e	-1.88	-1.88	0.0%	Sales Growth	NA%	NA%	NA%	NA%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-2.05	-2.05	0.0%	EBITDA, mkr	(0.8)	(4.8)	(47.7)	(46.9)		
				EBIT, mkr	(1)	(5)	(48)	(47)		
				EPS, justerad	(0.1)	(0.7)	(1.9)	(2.0)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	2.5	6.6	2.6	7.2		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	NA%	NA%	NA%	NA%		
				ROE	(2.2)%	(6.4)%	(19.8)%	(27.5)%		
				ROCE	(2.7)%	(6.4)%	(19.8)%	(27.5)%		
				EV/Sales	--x	nmf	nmf	nmf		
				EV/EBITDA	(89.0)x	(14.8)x	(1.5)x	(1.5)x		
				EV/EBIT	(89.0)x	(14.8)x	(1.5)x	(1.5)x		
				P/E, justerad	(99.8)x	(14.9)x	(5.8)x	(5.3)x		
				P/EK	4.3x	1.7x	4.2x	1.5x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(0.0)%	(8.0)%	(17.9)%	(17.3)%		
				Nettosk./EBITDA	12.5g	11.2g	0.2g	1.3g		

Kommande händelser

Q4-rapport 2021	15 februari
Q1-rapport 2022	17 maj
Q2-rapport 2022	16 augusti

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	12m
Börsvärde	127
Nettoskuld	(56)
EV	71
Free float	77%
Daglig handelsvolym, snitt	400(k)

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

Ludvig.svensson@penser.se



Sammanfattning

Attraktivt värderat projekt i sen klinisk fas

Investment Case

OncoZenges ledande läkemedelskandidat, BupiZenge, är en sugtablettformulering av den välkända substansen bupivakain. Bupivakain utvecklades i Sverige redan på 1960-talet och har sedan dess använts för lokalanestesi hos miljontals patienter. OncoZenge affärsidé är att utveckla BupiZenge för behandling av den smärta som uppstår vid oral mukositis – en allvarlig biverkan vid strål- och cellgiftsbehandling som drabbar munslemhinnan.

Med uppmontrande fas II-data i ryggen (se appendix) planerar OncoZenge nu att initiera en europeisk fas III-studie med BupiZenge inom oral mukositis, vilken potentiellt kan ligga till grund för ett marknadsgodkännande i Europa under 2025, och i Nordamerika räknar vi i nuläget med en marknads lansering under 2027. Formuleringen av BupiZenge är patentskyddad till 2032 på de stora marknaderna.

Vi bedömer den totala marknadspotentialen för BupiZenge i Europa och Nordamerika till +1.000 musd årligen. Med relativt konservativa antaganden estimerar vi en toppförsäljning om ~215 musd för BupiZenge under 2032.

Bolagsprofil

OncoZenge är ett svenskt läkemedelsföretag grundat 2020, via en avknoppning från Moberg Pharma. Bolaget har en läkemedelskandidat (BupiZenge) inom munsmärta (oral mukositis), där planen är att påbörja en fas III-studie i Europa under början av 2022.

Värdering

Vårt motiverade värde för OncoZenge är 21-23 kronor per aktie. Utifrån vår DCF-värdering samt en WACC om 16% värderar vi OncoZenge till 259 mkr, vilket motsvarar 22 kr per aktie. Drivet av bolagets karaktär, med enbart ett projekt, kommer utfallet av den kliniska fas III-studien signifikant påverka värdet av bolaget.

Försäljningsmodeller BupiZenge

Patientpopulation

I våra försäljningsestimater för BupiZenge utgår vi från antalet estimerade incidenta fall av cancer i Europa och Nordamerika (Globalcan, 2020). Vi väljer att separera patienter med huvud-hals-cancer från övriga cancerformer då denna patientgrupp lider av högst risk att utveckla oral mukositis efter sin cellgifts/strålbehandling (Elting et al, 2007).

Baserat på en rapport från American Cancer Society som sammanställt data på behandlingsstatistik för patienter med olika typer av cancer bedömer vi att cirka 75% av alla cancerpatienter behandlas med cellgifter och/eller strålterapi (Cancer Treatment & Survivorship Facts & Figures 2019–2021).

När det kommer till prevalensen av oral mukositis efter cellgift-och eller strålbehandling varierar estimaten kraftigt mellan olika studier. Andelen som utvecklar oral mukositis verkar variera beroende på cancerform (där nästan samtliga med huvud-hals-cancer drabbas) samt vilken typ av cellgiftregim som används (Scully et al, 2006).

En studie av Raber-Durlacher et al, 2000 fann att drygt 30% av patienter som utsattes för cellgifter utvecklade oral mukositis av någon grad. I en annan studie av Wuketich et al, 2012 fann man att upp till 40% av patienter som behandlats med cellgifter utvecklade oral mukositis av den milda graden, det var dock endast 6% som utvecklade så kallad "klinisk relevant" mukositis. I en tredje artikel menar man att 40–80% av alla patienter som behandlas med cellgifter utvecklar oral mukositis (Chaveli-López et al, 2016).

Givet den stora variationen i resultaten mellan studierna och osäkerhet kring vilka typer av patienter BupiZenge kommer att få med i sin label vid ett potentiellt marknadsgodkännande väljer vi i vår modell att anta att 95% av alla patienter med huvud-hals-cancer, samt 20% av patienter med övriga cancerformer kommer att utveckla oral mukositis där BupiZenge är en lämplig behandling.

Antaganden kring tidslinje och kommersialisering

Vi räknar med att ledningens ambition om att starta upp fas III-studien under första halvåret 2022 kommer att hålla och att data kan rapporteras mot slutet av 2023. Vi antar att OncoZenge hittar en partner eller distributör för den europeiska marknaden under 2024, och att lansering kan ske tidigt under 2025. För den amerikanska marknaden väljer vi att i nuläget anta en lansering under 2027.

Vi antar att OncoZenge givet positiva fas III-data från studien i Europa kommer att ta in kapital för att bedriva en liknande studie i USA. Det är möjligt att BupiZenge kan komma ut tidigare på marknaden i USA om OncoZenge lyckas hitta en partner som är beredd licensiera in projektet och bedriva en fas III-studie i USA parallellt med studien i Europa. Vi ser detta som en uppsida i vår värdering.

Vi har antagit en relativt hög royaltysats om 35% som tillfaller OncoZenge vid försäljning av BupiZenge. Den höga royaltysatsen kompenseras för att vi inte har inkluderat några milstolpebetalningar från en potentiell partner.

Övriga viktiga modellantaganden inkluderar:

- Marknadspenetration om 20%/15% i patienter med huvud-hals-cancer i USA/Europa
- Marknadspenetration om 20%/15% i patienter med övriga cancerformer i USA/Europa
- Marknadsexklusivitet fram till 2032
- Prisättning om 10 usd/5 usd per tablett i USA/Europa (5 tabletter dagligen)
- Följsamhet till behandling om 90%
- Kostnad om 0,55 mkr per patient i kommande fas III-studier

BupiZenge försäljningsmodell, Europa*

		2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Europa												
Incidens, huvud- och halscancer		108193	110210	112243	114294	116362	118445	120545	122661	124792	126938	129100
Tillväxt	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
% patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Antal patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi		102783	104699	106631	108579	110543	112523	114518	116528	118552	120591	122645
% patienter som får OM	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Antal patienter som får OM		92505	94229	95968	97722	99489	101271	103066	104875	106697	108532	110380
Lanseringskurva		0.04	0.12	0.33	0.70	0.90	1.00	1.00	1.00	0.50	0.25	0.13
Marknadspenetration	15%	1%	2%	5%	11%	14%	15%	15%	15%	8%	4%	2%
Antal behandlade patienter		555	1696	4750	10261	13431	15191	15460	15731	8002	4070	2070
<hr/>												
Incidens, övriga cancerformer		4729358	4817519	4906426	4996068	5086435	5177517	5269302	5361781	5454941	5548772	5643263
Tillväxt	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
% patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Antal patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi		3547018	3613139	3679819	3747051	3814826	3883137	3951977	4021335	4091206	4161579	4232447
% patienter som får OM	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Antal patienter som får OM		709404	722628	735964	749410	762965	776627	790395	804267	818241	832316	846489
Lanseringskurva		0.04	0.12	0.33	0.70	0.90	1.00	1.00	1.00	1.00	0.50	0.25
Marknadspenetration	15%	1%	2%	5%	11%	14%	15%	15%	15%	8%	4%	2%
Antal behandlade patienter		4256	13007	36430	78688	103000	116494	118559	120640	122736	62424	31743
<hr/>												
Antal behandlade patienter, Europa		4811	14703	41181	88949	116431	131685	134019	136371	130738	66494	33813
Pris per tablett (\$)	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Antal tabletter per dag	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Antal behandlingsdagar	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Följsamhet till behandling	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Försäljning (\$m)		3	9	26	56	73	83	84	86	82	42	21

Källa: Erik Penser Bank *Modellen fortsätter fram till 2040

BupiZenge försäljningsmodell, Nordamerika*

		2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Nordamerika										
Incidens, huvud- och halscancer		37139	37817	38501	39191	39886	40586	41291	42001	42716
Tillväxt	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
% patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
Antal patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi		35282	35926	36576	37231	37891	38556	39226	39901	40580
% patienter som får OM	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Antal patienter som får OM		31754	32334	32919	33508	34102	34701	35304	35911	36522
Lanseringskurva		0.02	0.12	0.33	0.70	0.90	1.00	0.50	0.25	0.13
Marknadspenetration	20%	0%	2%	7%	14%	18%	20%	10%	5%	3%
Antal behandlade patienter		127	776	2173	4691	6138	6940	3530	1796	913
<hr/>										
Incidens, övriga cancerformer		2880267	2932891	2985940	3039409	3093290	3147579	3202268	3257350	3312820
Tillväxt	2.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
% patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Antal patienter som blir strålbehandlade och/eller genomgår kemoterapi		2160201	2199668	2239455	2279556	2319968	2360684	2401701	2443013	2484615
% patienter som får OM	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Antal patienter som får OM		432040	439934	447891	455911	463994	472137	480340	488603	496923
Lanseringskurva		0.02	0.12	0.33	0.70	0.90	1.00	0.50	0.25	0.13
Marknadspenetration	20%	0%	2%	7%	14%	18%	20%	10%	5%	3%
Antal behandlade patienter		1728	10558	29561	63828	83519	94427	48034	24430	12423
<hr/>										
Antal behandlade patienter, USA		1855	11334	31733	68519	89657	101367	51564	26226	13336
Pris per tablett (\$)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Antal tabletter per dag	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Antal behandlingsdagar	28	28	28	28	28	28	28	28	28	28
Följsamhet till behandling	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Försäljning (\$m)		2	14	40	86	113	128	65	33	17

Källa: Erik Penser Bank *Modellen fortsätter fram till 2040

Sannolikhet att nå marknad

Under 2020 publicerades den hittills största studien kring sannolikheten att ett läkemedel i klinisk fas når marknad. I studien inkluderades data från 7 455 olika kliniska program under 2006–2015 i syfte att se vad den historiska empirin talar om för oss att den faktiska sannolikheten att nå ett regulatoriskt godkännande är (Bio, Biomedtracker, Amplion, 2020).

Empiriska sannolikheter att nå marknad beroende på typ av molekyl

Phase Success		Phase I to Phase II		Phase II to Phase III		Phase III to NDA/BLA		NDA/BLA to Approval	
		Advanced or Suspended	Phase Success	Advanced or Suspended	Phase Success	Advanced or Suspended	Phase Success	Advanced or Suspended	Phase Success
NME		2236	61.3%	2482	26.5%	731	48.7%	409	78.0%
Biologic		882	66.0%	883	34.4%	313	57.2%	199	88.4%
Non-NME		314	70.1%	406	48.3%	398	73.9%	406	90.4%
Vaccine		95	66.3%	76	32.9%	35	74.3%	32	100.0%
Likelihood of Approval		Phase I to Approval		Phase II to Approval		Phase III to Approval		NDA/BLA to Approval	
		LOA n	Phase LOA	LOA n	Phase LOA	LOA n	Phase LOA	LOA n	Phase LOA
NME		5858	6.2%	3622	10.1%	1140	38.0%	409	78.0%
Biologic		2277	11.5%	1395	17.4%	512	50.6%	199	88.4%
Non-NME		1524	22.6%	1210	32.2%	804	66.8%	406	90.4%
Vaccine		238	16.2%	143	24.4%	67	74.3%	32	100.0%

Källa: Bio, Biomedtracker, Amplion

Vi anser att den mest relevanta jämförelsen för ett projekt som BupiZenge är att studera den historiska sannolikheten att nå marknad för molekyler som tidigare har godkänts av regulatoriska myndigheter. Vi väljer att anta en sannolikhet för BupiZenge i linje med dessa, vilket översätter i en LoA om 60% att nå marknad för ett fas III-projekt.

Sannolikhet att nå marknad - BupiZenge

	Fas III	NDA/BLA	Kumulativt
Genomsnitt non-NME	66.8%	90.4%	60%
Vår tillämpade sannolikhet	66.8%	90.4%	60%

Källa: Erik Penser Bank

Värdering

Utifrån vår DCF-värdering samt en WACC om 16% värderar vi OncoZenge till 259 mkr, vilket motsvarar 22 kr per aktie. Drivet av bolagets karaktär, med enbart ett projekt, kommer utfallet av den kliniska fas III-studien signifikant påverka värdet av bolaget.

DCF-värdering

Projekt	Indikation	Klinisk fas	Lansering	Toppförsäljning (\$m)	Sannolikhet	Risk-justerat värde (msek)	Risk-justerat värde per aktie (msek)	
BupiZenge	Oral mukositt	Fas III-redo	2025 (EU) 2027 (NORAM)	214	60%	266	23	
						Nettokassa slutet Q3 (msek)	56	5
						Nuvärde overheadkostnader (msek)	-63	-5
						Totalt	259	
						Antal aktier (m)	11.7	
						Motiverat värde		22

Källa: Erik Penser Bank

BupiZenge nuvärdesmodell*

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Försäljning BupiZenge (\$m)					3	9	28	70	113	169	197	214
Nordamerika					0	0	2	14	40	86	113	128
Europa					3	9	26	56	73	83	84	86
Försäljning som tillfaller OncoZenge (\$m)					1	3	10	25	40	59	69	75
Nordamerika					0	0	1	5	14	30	40	45
Europa					1	3	9	20	26	29	30	30
Försäljning som tillfaller OncoZenge (SEKm)					9	28	84	209	337	504	587	636
Nordamerika					0	0	7	42	119	257	336	380
Europa					9	28	77	167	218	247	251	256
Försäljning som tillfaller OncoZenge, riskjusterat (SEKm)					5	17	51	126	204	304	355	384
Nordamerika					0	0	4	26	72	155	203	229
Europa					5	17	47	101	132	149	152	154
FoU-kostnader	-1	-42	-40	-17	-41	-25						
Riskjusterade FoU-kostnader	-1	-42	-40	-10	-25	-15						
EBIT	-1	-42	-40	-10	-19	2	51	126	204	304	355	384
Skatt												
Kassaflöde	0	-41	-39	-9	-19	1	40	100	162	241	282	305
NPV												
Summa NPV												266
NPV/aktie												22.7

Källa: Erik Penser Bank *Modellen fortsätter fram till 2040

Nyckelantaganden i vår modell

Generella antaganden

WACC	16%
USD/SEK	8.5
Antal aktier	11.7
Skattesats	20.6%

BupiZenge

Marknadspenetration

Huvud-hals, NORAM	20%
Övriga cancerformer, NORAM	20%

Huvud-hals, Europa	15%
Övriga cancerformer, Europa	15%

Prissättning per tablett (\$)

NORAM	10
Europa	5

Sannolikhet

Fas III	67%
NDA	90%
LoA	60%

Royalty

NORAM	35%
Europa	35%

Källa: Erik Penser Bank

Känslighetsanalys - WACC

WACC	14%	15%	16%	17%	18%
NPV	313	284	259	236	215
NPV/aktie	27	24	22	20	18

Källa: Erik Penser Bank

För att hantera kommande kapitalbehov som enligt våra estimat uppstår under slutet 2022 så modellerar vi in en emission på 100 mkr. Givet osäkerheten i var aktien handlas och på vilken värdering bolaget kan ta in pengar på så väljer vi att kompensera den uteblivna utspädningseffekten med ett högre avkastningskrav (16%).

Resultaträkning				
	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	0	0	0	0
Bruttovinst	0	0	0	0
Forskning- och utvecklingskostnader	0	-1	-42	-40
Försäljning- och marknadsföringskostnader	-1	-4	-6	-7
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-1	-5	-48	-47
Finansiella poster	0	0	0	0
Resultat före skatt	-1	-5	-48	-47
Skatter	0	1	1	1
Nettoresultat Rapporterat	-1	-4	-47	-46

Källa: Erik Penser Bank

Balansräkning				
	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR				
Immateriella tillgångar	22	25	26	27
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	1	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	23	28	29	30
Varulager	0	0	0	0
Kundfordringar	0	1	0	0
Övriga kortfristiga fordringar	6	0	2	2
Likvida medel	10	54	7	60
Summa omsättningstillgångar	16	55	9	62
SUMMA TILLGÅNGAR	38	83	38	92
Eget Kapital och skulder				
Eget Kapital	29	77	30	84
Summa Eget Kapital	29	77	30	84
Långfristiga skulder	0	0	2	0
Summa Långfristiga skulder	0	0	2	0
Leverantörsskulder	0	3	0	0
Övriga kortfristiga skulder	6	3	3	5
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	3	0	3	3
Summa kortfristiga skulder	9	6	6	8
Summa Eget Kapital och skulder	38	83	38	92

Källa: Erik Penser Bank

Kassaflödesanalys

	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat (EBIT)	-1	-5	-48	-47
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	1
Betald/erhållen ränta	0	0	0	0
Betald skatt	0	1	1	1
Kassaflöde från den operationella verksamheten, före rörelsekapital	-1	-3	-46	-45
Förändring i rörelsekapital	1	-1	1	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	0	-4	-45	-45
Kassaflöde från investeringsverksamheten	0	-3	-2	-2
Fritt Kassaflöde	0	-7	-47	-47
Kassaflöde från finansiella verksamheten	10	51	0	100
Kassaflöde	10	44	-47	53

Källa: Erik Penser Bank

Nyckeltalstabell

	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA-tillväxt, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT-tillväxt, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS-tillväxt, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
Bruttomarginal	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA-marginal (justerad)	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT-marginal (justerad)	N/A	N/A	N/A	N/A
Skattesats	0%	0%	0%	0%
	2020	2021E	2022E	2023E
ROE, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
ROCE, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
ROIC	N/A	N/A	N/A	N/A
Investeringar/omsättning	N/A	N/A	N/A	N/A
Rörelsekapital/omsättning	N/A	N/A	N/A	N/A
Kapitalomsättningshastighet	N/A	N/A	N/A	N/A
	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	-10	-54	-7	-60
Soliditet	76%	93%	79%	91%
Nettoskulsättningsgrad	N/A	N/A	N/A	N/A
Nettoskuld / EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A
	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	N/A	N/A	N/A	N/A
FCF per aktie	N/A	N/A	N/A	N/A
Utdelning per aktie	N/A	N/A	N/A	N/A
Eget kapital per aktie	2.5	6.6	2.6	7.2
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	0.6	11.7	11.7	11.7
	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	N/A	N/A	N/A	N/A
P/EK	N/A	N/A	N/A	N/A
P/FCF	N/A	N/A	N/A	N/A
FCF-yield	N/A	N/A	N/A	N/A
Direktavkastning	N/A	N/A	N/A	N/A
Utdelningsandel, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/Sales	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBIT, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
Aktiekurs, årets slut	N/A	N/A	N/A	N/A
EV, årets slut	N/A	N/A	N/A	N/A

Källa: Erik Penser Bank

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