

Hansa Biopharma

Sektor: Biopharma

2021 – första året på marknad

Redeye ser över sina estimat i Hansa efter de första offentliggjorda priserna för imlifidase i Europa. Vi ser en stor uppsida i aktien när marknaden börjar värdera Hansa som ett plattformsbolag. Våra uppdaterade estimat har lett till ett höjt Base case.

Högre listpris än förväntat...

Under hösten och vintern har priser för imlifidase offentliggjorts i Danmark och Finland. Apotekets inköpspris i Danmark är satt till ~297kEUR och apotekets försäljningspris i Finland är satt till ~360kEUR. Nettopriserna kommer vara signifikant högre än våra tidigare antaganden om 100k dollar per behandling, vilket har en nettopositiv påverkan på vår värdering.

...men lägre patientvolym

I ljuset av det höga listpriset har vi skurit ned förväntningarna på patientvolym under de initiala åren i Europa. Ledningen betonar vikten av att behandla rätt patienter, och riktar sig initialt till klinker med god erfarenhet av sensitisering i syfte att etablera en god erfarenhet av läkemedlet. Vi ser att detta är en gynnsam strategi, men kommer även innebära att lönsamhet i verksamheten dröjer några år (vi estimerar nu 2025). Hansas prioritering ligger på att investera i plattformen för att skapa långsiktigt värde.

Bakslag för Sarepta

Hansas partner Sarepta presenterade förra veckan resultat från den första delen av sin fas II-studie med kandidaten SRP-9001. Studien missade på det primära funktionella effektmåttet NSAA, vilket skapar osäkerhet för den fortsatta utvecklingen av kandidaten. Vi vill tydliggöra att imlifidase inte var inblandad i denna studie och vi ser att Sarepta har flera skott på mål inom DMD som potentiellt kan agera stöttepelare.

Hansas aktie har sedan nyheten fallit över 15%. Vi ser det som en överreaktion i relation till det fundamentala värdetappet i vår värderingsapproach. Hansa-aktien tenderar att vara volatil och vi ser likheter mellan detta kursras och det som skedde under september till följd av förseningar i kliniska program.

Värderingsansats

Vi värderar Hansa som ett plattformsbaserat biopharmabolag där en stor del av värdet ligger långt fram och bygger på avancemang i den kliniska pipelinen. Vi ser att det fortsatt finns en stor uppsida i aktien när marknaden greppar den, enligt vår mening, attraktiva plattformspotentialen i caset.

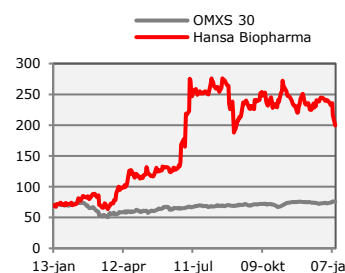
Vårt Base case är 410 (370) kronor per aktie.

NYCKELTAL (MSEK)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Net sales	3	3	84	175	307	637
EBITDA	-358	-420	-466	-509	-521	-319
EBIT	-360	-425	-471	-517	-528	-326
EPS (adj.)	-8.7	-9.6	-10.6	-11.6	-11.9	-7.3
EV/Sales	-172.9	-490.2	94.1	48.0	29.2	14.6

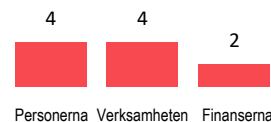
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
175	410	600

HNSA VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	HNSA
Lista	Mid Cap
Aktiekurs (SEK)	192,4
Börsvärde (MSEK)	8830
Nettoskuld 21E (MSEK)	-746
Free Float	89%
Dagl oms. ('000)	300

ANALYTIKER

Ludvig Svensson
 ludvig.svensson@redeye.se
 Anders Hedlund
 anders.hedlund@redeye.se

Imlifidase - en första indikation på listpris

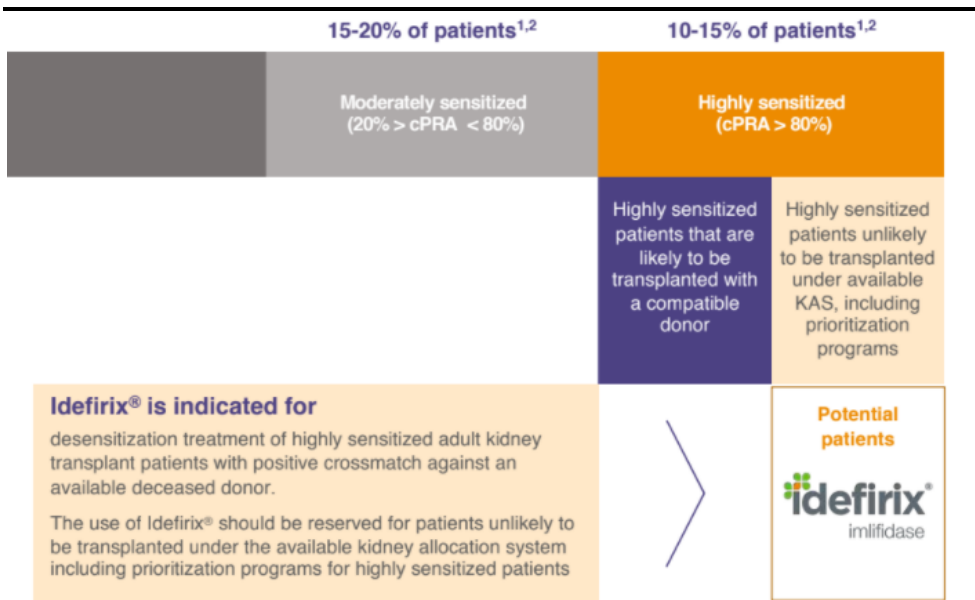
Under hösten och vintern har priser för imlifidase offentliggjorts i Danmark och Finland. Apotekets **inköpspris** i Danmark är satt till ~297kEUR och apotekets **försäljningspris** i Finland är satt till ~360kEUR. Även priset i Nederländerna har bestämts, detta är dock ännu inte publikt. Vi ser att Apotekets inköpspris i Finland kommer ligga runt samma nivå som i Danmark.

Från dessa pris kommer diverse marginaler och rabatter att dras av och vi räknar med att det faktiska nettopriset som tillfaller Hansa kommer att vara lägre. Priset kommer dock vara signifikant högre än våra tidigare nettoprisantaganden om 100k dollar per behandling. Priset är baserat på värdet för patienter samt socioekonomiska besparingar jämfört med dialysbehandling.

Läkemedelsmarknaden är unik i det avseendet att det är en eller ett fåtal aktörer som upphandlar priser. Det finns en stark köpkraft och innovativa läkemedel som uppfyller ett stort medicinskt behov kan betinga en hög prissättning.

Trots att dynamiken skiljer sig mot många andra marknader så ser vi fortfarande att priset på läkemedel till hög grad är en funktion av sjukdomsprevalensen. I ljuset av det höga listpriset ser vi därför att den adresserbara patientpopulationen i Europa kommer vara snävare än vad vi tidigare estimerat. Förutsatt att Finland och Danmark är en rimliga proxys för genomsnittspriset i Europa så ser vi att imlifidase kommer vara en mer nischad behandling för mycket högt sensitiserade patienter som osannolikt skulle erbjudas transplantation under rådande allokeringssystem.

Adresserbar patientpopulation för imlifidase inom njurtransplantation



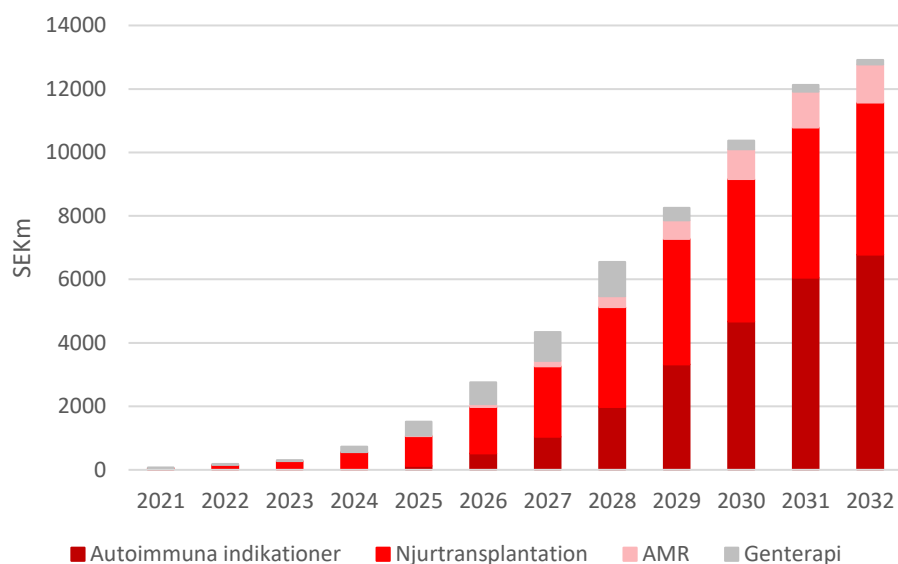
Källa: Hansa Biopharma

Efter dessa premisser har vi skurit ned våra antaganden kring patientvolymen och estimerar högst marknadsupptag för patienter med högsta graden av sensitisering. För dessa patienter är det i praktiken mycket svårt att hitta en matchande njure, även med ökande satsningar på njurallokeringssystem. Dessutom saknas det idag tydliga bevis på att patienter med högsta graden av sensitisering har gynnats av rådande allokeringssystem. Vi anser att det är för dessa patienter imlifidase kan fylla det största kliniska behovet.

Högt listpris – ett strategiskt val?

Vi ser det höga listpriset för imlifidase som ett strategiskt val av Hansa då bolaget på sikt avser bredda imlifidase till fler indikationer. Vi antar att det kommer att bli svårt att ta olika priser för imlifidase i olika indikationer då molekylerna är densamma. Flera av imlifidase planerade indikationer är så kallade "ultra-rare diseases", där en prissättning som skulle vara optimal inom njurtransplantation istället är suboptimal. Genterapi är ett exempel på ett av de områden där potentialen att ta ett högt pris för imlifidase bör vara stor.

Estimerad icke-riskjusterad försäljning i Hansas olika indikationer



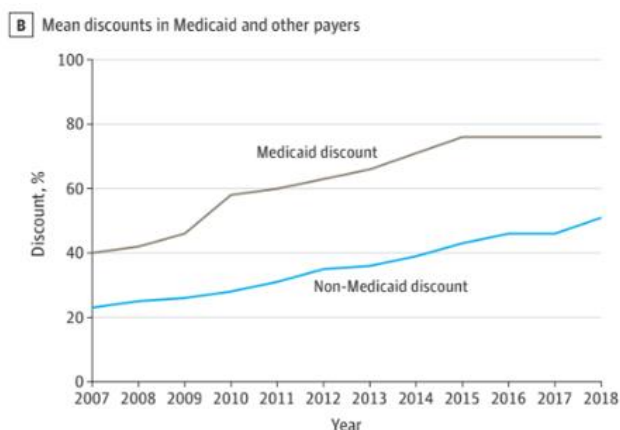
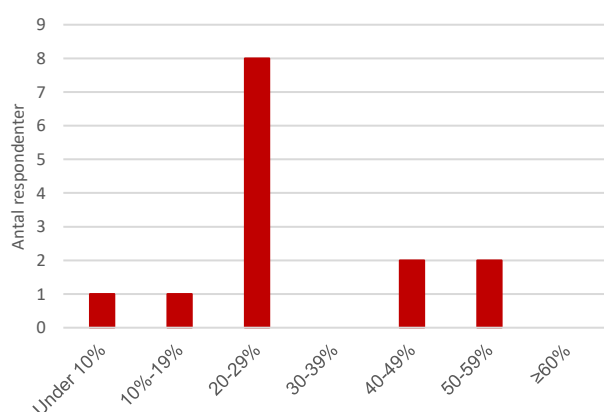
Källa: Redeye Research

Diskrepans mellan listpris och nettopris

Vi anser att listpriset ska ses som en högstanivå, där det faktiska nettopriset kommer att variera från land till land beroende på prissförhandlingar och kostnadsersättningssystem. Då nettopriser för läkemedel för det mesta är konfidentiella så är det svårt att veta i vilken storleksordning den faktiska rabatten på listpriset tenderar att vara.

En konfidentiell undersökning bland betalare i ett tiotal länder från 2017 fann att majoriteten av läkemedlen hade rabatter i intervallet 20–29% av listpriset. Det är dock inte specificerat vilka typer av läkemedel som åsyftas. Vi antar att imlifidase initialt kommer att vara lägre rabatterad än genomsnittet då konkurrensen är låg och alternativa behandlingar saknas.

Diskrepans mellan listpris och nettopris

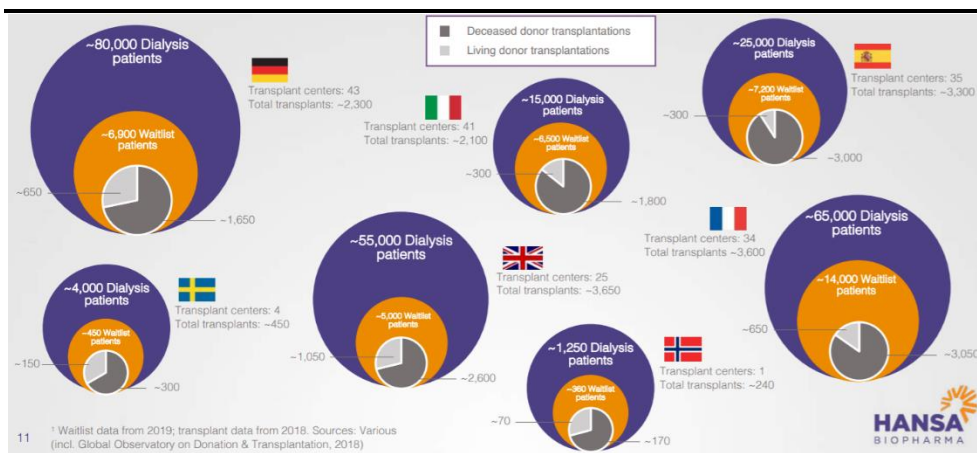


Källa: Morgan, SG, Vogler, S and Wagner, AK (2017) & Hernandez et al (2018)

Försäljningsestimat njurtransplantation

Generellt ser vi att Europa är en mer utmanande marknad att kommersialisera ett läkemedel i, då marknaden är fragmenterad och prispförhandlingar sker i varje enskilt land. I fallet imlifidase är den europeiska marknaden dock relativt koncentrerad, där 60–70% av alla årliga transplantationer sker vid ledande transplantationscentra. Vi antar att det kan behövas mellan 10 till 15 säljare för att bearbeta den europeiska marknaden och att affären kan generera höga rörelsemarginaler.

Den europeiska transplantationslandskapet



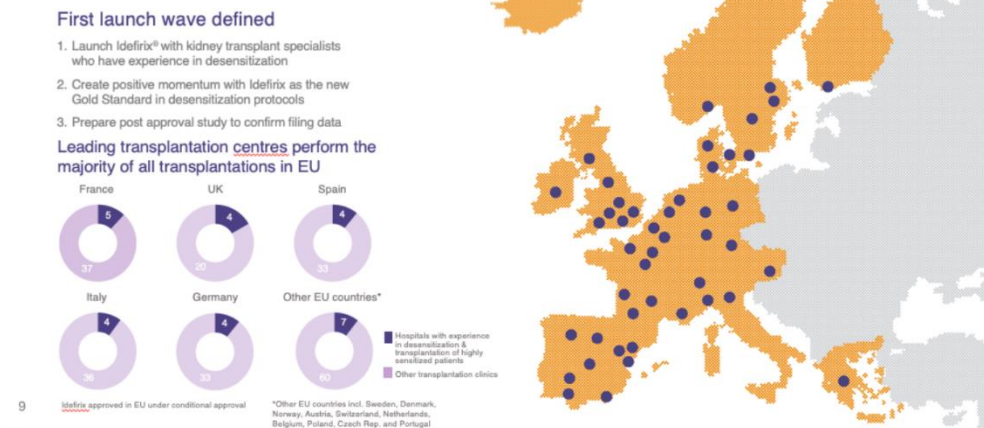
Källa: Hansa Biopharma

Vi antar ett långsamt marknadsupptag i Europa. Ledningen är tydliga med att rätt patienter kommer prioriteras för behandlingen i det initiala skedet för att skapa en god erfarenhet hos klinikerna. Vår bedömning är att imlifidase kommer kunna penetrera den amerikanska marknaden snabbare då det finns en större erfarenhet av desensitisering samt ett typiskt sett större intresse för innovativa behandlingar. Dessutom kommer bolaget kunna hänvisa till den "real-world data" som har samlats in från europeiska patienter.

Vi förutser att marknadsupptaget initialt kommer att vara högst i patienter med en mycket hög grad av sensitisering, men vi räknar med att behandling av alla nivåer av högt sensitiserade patienter kommer öka över tid.

Lanseringsstrategi i Europa

Early launch in centres of excellence



Källa: Hansa Biopharma

Vi förväntar oss en premiumpris på Idefix i USA jämfört med Europa av två anledningar:

- 1) Dialys, den enligt oss mest relevanta socioekonomiska jämförelsen, är dyrare i USA än i Europa (est. ~100kUSD/år vs ~60-70kUSD/år), vilket bör ge stöd för en högre prissättning i USA
- 2) USA har i regel högre läkemedelspriser än den genomsnittliga nivån i Europa, allt annat lika

Vi estimerar nu en högre prissättning (300kUSD i Europa och 400kUSD i USA) men en snävare adresserbar patientpopulation - vilket har en nettopositiv effekt på våra försäljningsestimater. Vi räknar nu med en toppförsäljning om ~560 (320) MUSD för USA och Europa för imlifidase inom njurtransplantation. Vi antar inte några prisökningar från dessa nivåer i nuläget.

Försäljningsmodell njurtransplantation

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EU15												
Behandlade patienter	20	61	109	179	264	391	524	641	708	680	677	678
cPRA >98%	14	45	80	136	201	307	420	521	578	537	520	504
cPRA 80 - 98%	6	17	28	43	64	84	104	120	130	143	157	175
Pris per behandling (USD)	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000	300 000
Försäljning (MUSD)	6	18	33	54	79	117	157	192	212	204	203	204
Risk-justering	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Försäljning, risk-justerad (MUSD)	6	18	33	54	79	117	157	192	212	204	203	204
USA												
Behandlade patienter	0	0	0	31	76	137	258	445	633	809	884	903
cPRA ≥ 99.9%	0	0	0	19	46	84	161	261	366	477	482	466
cPRA 98 - 99.9%	0	0	0	10	19	30	52	93	131	161	194	215
cPRA 80 - 98%	0	0	0	3	11	23	45	90	136	171	207	222
Pris per behandling (USD)	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000	400 000
Försäljning (MUSD)	0	0	0	12	30	55	103	178	253	324	354	361
Risk-justering	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Försäljning, risk-justerad (MUSD)	0	0	0	10	24	44	83	142	203	259	283	289
Total försäljning (MUSD)	6	18	33	66	110	172	260	370	466	528	557	565
Total försäljning (MSEK)	52	156	277	561	933	1 462	2 213	3 147	3 959	4 486	4 733	4 799
Total försäljning, risk-just. (MUSD)	6	18	33	63	104	161	240	335	415	463	486	492
Total försäljning, risk-just. (MSEK)	52	156	277	540	881	1 369	2 037	2 844	3 529	3 936	4 132	4 185

Källa: Redeye Research

Bakslag inom DMD – genterapikonceptet inte dött

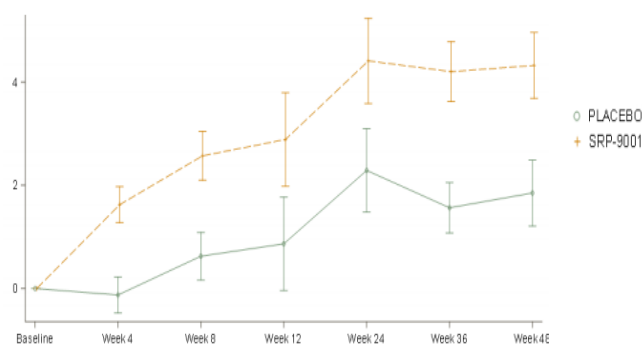
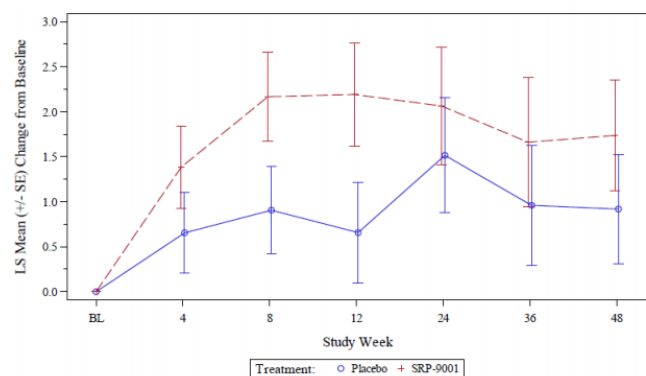
Under förra veckan presenterade Hansas partner Sarepta resultat från den första delen av sin fas II-studie med kandidaten SRP-9001. Studien visade på en statistiskt signifikant förbättring mot placebo i de biologiska utfallsmåtten, med det primära effektmåttet "uttryck av mikrodystrofin". Vi tolkar detta resultat som att SRP-9001 fungerar som den är tänkt.

Studien lyckades dock inte visa på en statistiskt signifikant skillnad på det primära funktionella utfallsmåttet "förändring i NSAA". NSAA är en skala med 17 olika parametrar som ger ett mått på patientens motorik. Vi ser generellt att funktionella utfallsmått väger tyngre än positiva data på biomarkörer, vilket gör att vi ställer oss något negativa till de hittills rapporterade resultaten.

Ljusglimtar i resultaten är att man såg en statistiskt signifikant förbättring av NSAA i den pre-specifierade subgruppen - patienter mellan 5–6 år.

NSAA – primärt funktionellt utfallsmått (p=0,37)

NSAA - subgruppsanalys åldrar 4–5 år (p= 0,0172)



	BL	4	8	12	24	36	48
Placebo	21	21	19	20	16	19	21
SRP-9001	20	20	18	19	15	14	19

	Baseline	Week 4	Week 8	Week 12	Week 24	Week 36	Week 48
Placebo	8	8	8	8	7	8	8
SRP-9001	8	8	7	8	6	5	8

Källa: Sarepta konferenssamtal

Vi vill dock tydliggöra att denna studie med SRP-9001 inte har använt sig av imlifidase – där detta projekt istället ligger i det prekliniska stadiet (under H2 2020 inledde Sarepta prekliniska undersökningar med imlifidase). Konceptet med imlifidase som en förbehandling till genterapi är alltså inte påverkat av dessa resultat. Däremot ser vi att den kommersiella potentialen för Hansa inom ramen för DMD-indikationen sjunker då sannolikheten att SRP-9001 når marknad enligt vår mening har minskat något.

Som tidigare nämnt är detta första delen av studien, där de inkluderade patienterna nu i andra delen byter över till den andra studiearmen. Vi väljer att dra ner våra förväntningar något på potentialen inom DMD, men anser att det är för tidigt för att exkludera indikationen helt. Sarepta har flera skott på mål inom DMD som potentiellstöttepelare om SRP-9001 fallerar.

Sareptas pipeline för genterapi inom DMD och LGMD

Gene Therapy

SRP-9001 Micro-dystrophin	Duchenne
GALGT2 (Nationwide Children's)	Duchenne
Micro-dystrophin (Genethon)	Duchenne
SRP-9003 (LGMD2E β-sarcoglycan)	LGMD
SRP-9004 (LGMD2D α-sarcoglycan)	LGMD
SRP-9005 (LGMD2C γ-sarcoglycan)	LGMD
SRP-6004 (LGMD2B Dysferlin)	LGMD
SRP-9006 (LGMD2L Anoctamin 5)	LGMD
Calpain 3 (LGMD2A) (Nationwide Children's)	LGMD

Källa: Sarepta Therapeutics

Första proof-of-concept i autoimmuna sjukdomar

Under hösten presenterade Hansa lovande fas II data i anti-GBM patienter. Sex månader efter behandling med imlifidase var 10 av 15 (67%) patienterna oberoende av dialys (genomsnittlig eGFR 27 ml/min). Vi anser att dessa data är konkurrenskraftiga mot dagens alternativ, både kliniskt och kommersiellt. Efter resultaten höjde vi sannolikheten att imlifidase når marknad inom anti-GBM till 50% (30%).

Design

Den prävarinitierade fas II-studien hade som syfte att utvärdera säkerhet, tolerans och effektivitet av imlifidase i den akuta delen av sjukdomsförloppet hos 15 patienter med svår anti-GBM. Patienterna i studien behandlades med imlifidase och följdes sedan i sex månader i för att utvärdera njurfunktion över en längre tid, där andelen patienter som inte behöver gå på dialys var primärt effektmått.

Resultat

Innan behandling med imlifidase initierades var 10 av patienterna beroende av dialys, medan 5 patienter inte behövde dialys men hade en eGFR-nivå <15 ml/min.

Sammanfattade resultat från studien visar att:

- Sex månader efter behandling med imlifidase var tio patienter (67%) oberoende av dialys (genomsnittlig eGFR 27 ml/min)
- Fyra patienter var beroende av dialys, medan en patient hade avlidit (ej relaterat till imlifidase-behandlingen)
- Sex timmar efter behandling med imlifidase hade ingen patient anti-GBM-antikropps nivåer som överskred normala intervall. Detta är i linje med tiden vi sett även i andra indikationer
- Imlifidase uppvisade en god säkerhetsprofil

Diskussion

Anti-GBM behandlas i dagsläget främst genom plasmaferes som är tidskrävande och ofta kräver flera behandlingar för att nå full effekt. En studie av Biesenbach et al (2014) utvärderade effekten av plasmaferes på patienter med anti-GBM. I denna studie förbättrades njurfunktionen hos 4 av 8 patienter, varav 3 av 6, dvs. 50% av patienterna blev befriade från dialys efter upprepade behandlingar med plasmaferes. De 3 patienterna höll sig oberoende av dialys i 64, 23 och 9 (fortfarande utan dialys då studien publicerades) månader.

Vi anser att resultaten från fas II-studien med imlifidase är lovande. Man ska dock ha med sig att patientantalet är relativt lågt och vi räknar i dagsläget med att det kommer att krävas en ytterligare studie för att bekräfta dessa data. Vi ser en möjlighet att imlifidase skulle kunna användas off-label för anti-GBM patienter i Europa i och med godkännandet för imlifidase inom njurtransplantations-indikationen. Detta är dock inget vi har inkluderat i våra estimat i dagsläget.

Vi ser framför allt att imlifidase är en långt mer kommersiellt attraktiv metod för att eliminera antikroppar jämfört med plasmaferes då det endast krävs en engångsdosering istället för att behöva dosera i flera omgångar.

Hansa planerar att ha ett möte med regulatoriska myndigheter under 2021 för att diskutera den fortsatta vägen inom anti-GBM för att nå ett marknadsgodkännande i USA och Europa.

Värdering

Vi värderar Hansa som ett plattformsbaserat biopharmabolag. Detta innebär att en stor del av det diskonterade värdet i modellen ligger långt fram i tiden. Vi anser att det är motiverat då Hansas plattform är validerad och möjliggör en verkligt långsiktig tillväxtpotential. Det finns flera optioner i caset:

- fler avtal inom genterapi
- ytterligare transplantationsindikationer
- de prekliniska utvecklingsprogrammen NiceR och EnzE.

Värderingssammanfattning

Positiv påverkan

- Nytt nettopris för imlifidase i Europa om 300k (100k) USD
- Nytt nettopris för imlifidase i USA om 400k (130k) USD

Negativ påverkan

- Snävare adresserbar patientpopulation och lägre penetration inom njurtransplantation
- Något lägre marknadspenetration inom autoimmuna indikationer
- Skurit ned värdet för avtalet med Sarepta till 25 (31) kronor per aktie.

Vårt nya Base case uppgår till 410 kronor per aktie, med ett Bull- och Bear case om 175 kronor respektive 600 kronor.

Hansa Biopharma: DCF-värdering

	MSEK	Per aktie
Diskonterat kassaflöde, 2021-2033	5 119	115
Diskonterat kassaflöde, 2033-	11 742	264
Nettokassa (2020-12-31)	1 378	31
Totalt	18 239	410
CAGR 2021-25	92%	
CAGR 2026-32	25%	
CAGR 2033-	2%	
EBIT-marginal 2025	15%	
EBIT marginal 2033	65%	
Avkastningskrav	10%	
Antal aktier (mn)	44.5	

Källa: Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

Personerna: 4

Hansas ledning har en stor expertis och erfarenhet inom området, och flertalet har dessutom en lång erfarenhet i bolaget. Bolaget står väl positionerat för att kommersialisera imlifidase. Ledningen backas upp av en styrelse och vetenskapligt råd med både expertis och erfarenhet inom sektorn.

Verksamheten: 4

Med ett stort medicinskt behov och få alternativ förväntas Hansa ha en hög försäljningspotential. Vidare förväntas Hansa kunna nå en hög lönsamhet då det endast krävs en begränsad försäljnings- och marknadsorganisation för att nå ut till de potentiella slutkunderna.

Finanserna: 2

Hansa är i en bra finansiell position för nuvarande utvecklingsstrategi. Bolaget har tillräckligt med pengar för att ta imlifidase till marknadsgodkännande inom njurtransplantation och för att påbörja en klinisk satsning till att utforska dess fulla potential.

RESULTATRÄKNING	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning	3	3	84	175	307
Summa rörelsekostnader	-361	-422	-549	-685	-827
EBITDA	-358	-420	-466	-509	-521
Avskrivningar materiella tillg.	-1	-4	-4	-6	-6
Avskrivningar immateriella	-1	-1	-1	-2	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-360	-425	-471	-517	-528
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-360	-425	-471	-517	-528
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-360	-425	-471	-517	-528

BALANSRÄKNING	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	601	1,378	751	218	0
Kundfordringar	12	37	19	37	62
Lager	0	50	63	77	95
Andra fordringar	3	3	3	3	3
Summa omsätt.	616	1,468	835	336	160
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	24	24	25	23	22
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	33	33	33	32	32
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	58	57	57	55	54
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	673	1,525	892	391	214
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	5	5	5	5	289
Kortfristiga skulder	51	46	17	32	52
Övriga kortfristiga skulder	39	40	41	42	43
Summa kort. skuld	95	91	62	78	384
Ränteb. skulder	14	1	1	1	46
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	109	92	63	79	430
Uppskj. skatteskuld	1	1	1	1	1
Avsättningar	1	1	1	1	1
Eget kapital	563	1,299	828	311	-217
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	563	1,299	828	311	-217
Summa skulder och E. Kap.	673	1,392	892	391	214

FRITT KASSAFLÖDE	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättning	3	3	84	175	307
Sum. Rörelsekostnader	-361	-422	-549	-685	-827
Avskrivningar	-2	-5	-5	-8	-7
EBIT	-360	-425	-471	-517	-528
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-360	-425	-471	-517	-528
Avskrivningar	2	5	5	8	7
Bruttokassaflöde	-358	-420	-466	-509	-521
Föränd. I rörelseskap	11	-79	-23	-18	-21
Investeringar	19	-5	-5	-6	-6
Fritt kassaflöde	-328	-503	-494	-533	-547

KAPITALSTRUKTUR	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Soliditet	84%	93%	93%	80%	-102%
Skuldsättningsgrad	3%	0%	1%	2%	-154%
Nettoskuld	-582	-1,373	-746	-213	335
Sysselsatt kapital	-19	-74	82	98	117
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.1	0.4	1.4

TILLVÄXT	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Försäljningstillväxt	0%	-17%	2,889%	109%	75%
VPA tillväxt (just.)	43%	10%	11%	10%	2%

ANALYTIKER	Redeye AB
Ludvig Svensson	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
ludvig.svensson@redeye.se	111 57 Stockholm

LÖNSAMHET	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	-51%	-46%	-44%	-91%	0%
ROCE	-50%	-45%	-44%	-90%	-244%
ROIC	-12227%	2239%	640%	-628%	-538%
EBITDA marginal	-10628%	-14984%	-556%	-291%	-170%
EBIT marginal	-10692%	-15179%	-563%	-295%	-172%
Nettomarginal	-10702%	-15179%	-563%	-295%	-172%

DATA PER AKTIE	2019	2020	2021E	2022E	2023E
VPA	-8.69	-9.55	-10.59	-11.62	-11.87
VPA just.	-8.69	-9.55	-10.59	-11.62	-11.87
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-14.04	-30.85	-16.75	-4.78	7.52
Antal aktier	41.45	44.50	44.50	44.50	44.50

VÄRDERING	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EV	-581.8	-1,372.6	7,874.1	8,407.0	8,954.5
P/E	0.0	0.0	-18.3	-16.7	-16.3
P/E diluted	0.0	0.0	-18.3	-16.7	-16.3
P/Sales	0.0	0.0	103.0	49.2	28.1
EV/Sales	-172.9	-490.2	94.1	48.0	29.2
EV/EBITDA	1.6	3.3	-16.9	-16.5	-17.2
EV/EBIT	1.6	3.2	-16.7	-16.3	-17.0
P/BV	0.0	0.0	10.4	27.7	-39.7

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	-13.9 %	Omsättning
3 mån	-21.3 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	176.7 %	V/A, just
Årets början	-19.4 %	EK

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Morgan Stanley And co Llc	9.6 %	9.9 %
State Street Bank And Trust co	6.9 %	7.1 %
Consonance Capital Management LP	6.0 %	6.2 %
Goldman Sachs & Co.	5.1 %	5.2 %
Redmile Group LLC	5.1 %	5.2 %
Banque Pictet & Cie SA	4.7 %	4.8 %
Nexttobe AB	4.7 %	4.8 %
Invesco	4.2 %	4.4 %
Handelsbanken Fonder	3.8 %	4.0 %
Thomas Olausson	3.8 %	3.9 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	HNSA
Lista	Mid Cap
Kurs	193.7
Antal aktier, milj.	44.5
Börsvärde, MSEK	8619.7

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Søren Tulstrup
CFO	Donato Spota
IR	Klaus Sindahl
Ordf	Ulf Winberg

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	

ANALYTIKER	Redeye AB
Ludvig Svensson	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
ludvig.svensson@redeye.se	111 57 Stockholm

ANALYTIKER	Redeye AB
Ludvig Svensson	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
ludvig.svensson@redeye.se	111 57 Stockholm

Anders Hedlund	
Anders.hedlund@redeye.se	

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal. Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality-diagrammet.

Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär.

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier:

- Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier:

- Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och till hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier:

Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Editorial

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Life Science Team

Gergana Almquist

gergana.almquist@redeye.se

Oscar Bergman

oscar.bergman@redeye.se

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Niklas Elmhammer

niklas.elmhammer@redeye.se

Mats Hyttinge

mats.hyttinge@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Nima Faroghi

nima.faroghi@redeye.se

Filip Einarsson

filip.einarsson@redeye.se

Fredrik Thor

fredrik.thor@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance-verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2021-01-14)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	21	16	3
3p - 4p	107	88	38
0p - 2p	5	29	92
Antal bolag	133	133	133

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.
Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Ludvig Svensson äger aktier i bolaget: Nej
Anders Hedlund äger aktier i bolaget: Ja

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
