

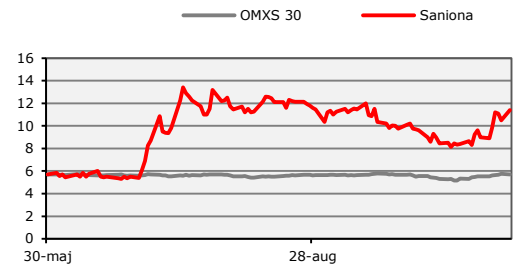
Sammanfattning

Saniona

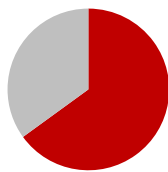
Nytt läge i fetmaprojekt

- Saniona genomför en andra affär med Neurosearch och kommer denna gång över en mer mogen tillgång. Produkten, tesofensine, har i en fas 2-studie visat sig vara en effektiv kur för överviktiga patienter men biverkningar stoppade vidareutvecklingen.
- När Saniona nu tar över räknar bolaget med att kunna neutralisera biverkningarna genom att kombinera tesofensine med ett blodtryckssänkande preparat. Ett avtal med ett större läkemedelsbolag skulle öppna för en omstart i fas 2.
- Vi bedömer att Saniona har bättre förutsättningar att hitta en partner för tesofensine än Neurosearch och höjer värdet på projektet till SEK 2,5/aktie. Nytt motiverat värdet för Saniona-aktien i ett 'base case' sätts till SEK 19 (17).

Lista: Aktietorget
 Börsvärde: 155 MSEK
 Bransch: Biotech
 VD: Jørgen Drejer
 Styrelseordf: Claes Braestrup

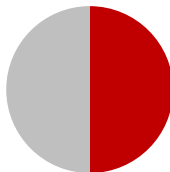

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



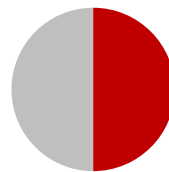
6,5 poäng

Ägarskap



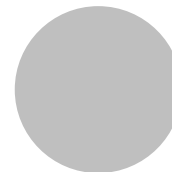
5,0 poäng

Tillväxtutsikter



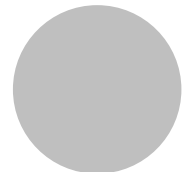
5,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



0,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	8	13	19	21	42	Aktiekurs (SEK)	11,2
Tillväxt	0%	69%	45%	9%	101%	Antal aktier (milj)	13,9
EBITDA	-2	-2	-9	-20	-8	Börsvärde (MSEK)	155
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Nettoskuld (MSEK)	-10
EBIT	-2	-2	-8	-21	-9	Free float (%)	100 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Dagl oms. ('000)	530
Resultat före skatt	-2	-2	-8	-21	-9		
Nettoreultat	-2	-1	-8	-21	-9		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	0,00	-0,12	-0,58	-1,48	-0,63	Sten Westerberg	
P/E	0,0	0,0	Neg	Neg	Neg	sten.westerberg@redeye.se	
EV/S	0,0	0,3	7,5	7,8	4,1		
EV/EBITDA	0,0	Neg	Neg	Neg	Neg		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Tillväxtutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Saniona tar över fas II- projekt

*Saniona tar över fas II-
projekt inom bantning
från Neurosearch*

Saniona tog ett strategiskt viktigt steg förra veckan när bolaget tog över rättigheterna till tesofensine (NS2330) från Neurosearch. Beslutet påverkar profilen i bolagets pipeline på ett positivt sätt genom att inkludera ett projekt som är färdigt att inleda fas II-studier antingen efter avtal med en licenstagare eller mer begränsat i egen regi. I överlåtelsen ligger även rättigheterna till en produkt i tidigare fas, NS2359. Någon upfront-payment ingår inte i affären, men Neurosearch har rätt att erhålla upp emot 20 procent av framtida intäkter, milstolpar och royalty, som Saniona får från en framtida licenstagare.

En avgörande nyhet i överlåtelsen är att Saniona kommer att kombinera tesofensine med en blodtryckssänkande substans för att neutralisera de negativa effekter främst på hjärtrytm, men även blodtryck, som observerats i tidigare studier (se nedan).

*Databas på 1 300
patienter ger bra
förutsättningar att
utvärdera säkerhet*

Clinicaltrials.gov listar sju olika kliniska studier som tesofensine genomgått sedan starten i början av 2000-talet. Vi räknar med att det i dagsläget finns kliniska data inklusive säkerhetsdata på ca 1 300 patienter, vilket är en viktig tillgång i framtida partnerförhandlingar. Projektet var initialt inriktat mot tidig fas av Parkinson, en sjukdom där patienten lider underskott av neurotransmittorn dopamin. Neurosearch positionerade senare om projektet efter att ha sett oväntade och goda effekter på viktminskning hos Parkinson-patienterna.

Viktminskning i tidigare studier med tesofensine

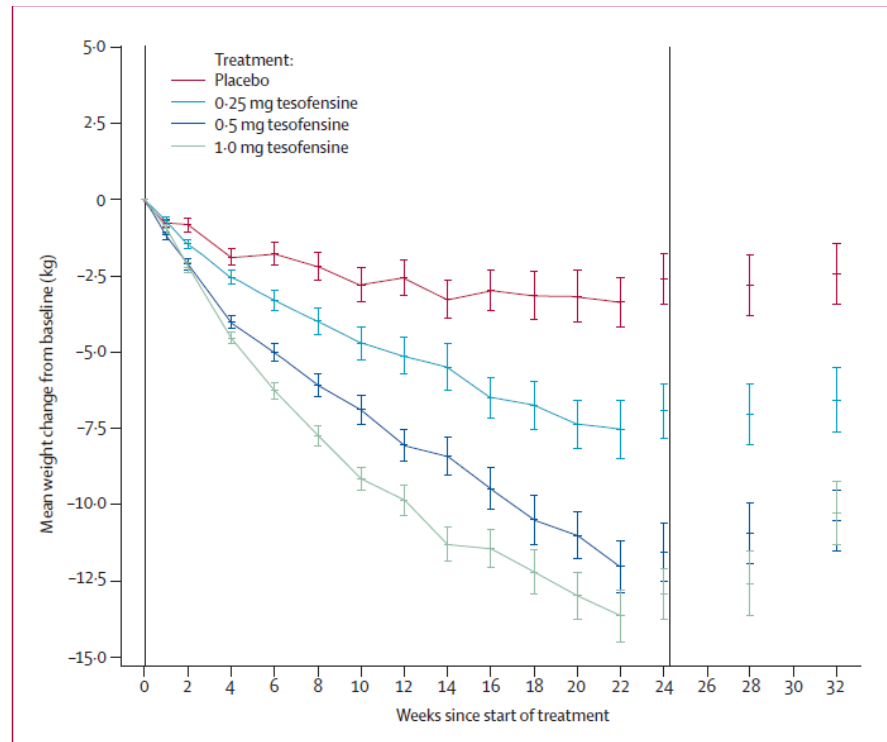
Resultatet från den första fas II-studien på tesofensine på överviktiga patienter, TIPO-1, publicerades i The Lancet 2008. Tre doser testades i studien, 0,25, 0,5 och 1 mg på 160 patienter (BMI index 30-40 kg/m²) under 24 veckor. I de två övre doserna noterades viktminskningar på strax över 10 kg i absoluta tal och kring 10 kg justerat för viktteffekten av placebo, som var -2,2 kg. Översatt till procent rör dessa viktminskningar sig om 7-9 procent justerat för placeboeffekten, vilket ska jämföras med FDAs egna riktlinjer som säger att all viktminskning på mer än 5 procent är kliniskt betydelsefull. Vi tolkar FDA:s riktlinjer som att de gäller innan hänsyn tagits till placeboeffekten, vilket innebär att tesofensines fas II-data uppfyller kravet med råge.

*Tesofensine sänker vikten
med 7-9 procent mer än
placebo, ett starkt utfall*

Tesofensines viktdata står sig väl även jämfört med viktminskningar för dagens godkända bantningspreparat, även om det bör understrykas att TIPO-1 data är baserat på ett begränsat antal patienter i fas II. Två nya läkemedel inom viktminskning, Saxenda (Novo Nordisk) och Contrave (Takeda/Orexigen), har i sina omfattande fas III-studier visat på lägre effekt än tesofensine. Saxenda minskade i en större fas III-studie vikten på överviktiga patienter med 5,9 procent, jämfört med 2 procent för placebo, medan Contrave noterade viktminskning på 5,4 procent, jämfört med 1,3

procent för placebo. Data för Saxenda och Contrave avlästes efter 56 veckors behandling, alltså efter dubbelt så lång behandling jämfört med tesofensine i TIPO-1.

Viktminskning (%) i TIPO-1, tre doser av tesofensine



Astrup et al, The Lancet (2008)

Liksom andra preparat som verkar via ett par neurologiska signalvägar har tesofensine en skala av biverkningar. Den biverkan som författarna i *The Lancet* uppehåller sig vid särskilt är effekten på hjärtrytm och blodtryck. Författarna jämför tesofensine med sibutramine (Reductil, Abbott), en substans med liknande verkningsmekanism. Båda substanserna höjer hjärtrytm, antal hjärtslag per minut. Sibutramine drogs tillbaka från marknaden 2010 sedan Abbott och den europeiska läkemedelsmyndigheten EMA funnit att den viktsänkning som sibutramine ledde till inte var tillräcklig för att motivera de risker som behandlingen medförde.

Biverkningsprofilen innehåller höjning av hjärtrytm, vilket ledde till att vidareutvecklingen lades på hyllan

I de två högsta studerande doserna i TIPO-1 höjde tesofensine antal hjärtslag per minut med 7-8 slag, utöver den normala rytmen om 70-80 slag per minut. Den höjande effekten på det diastoliska (utvidgade) blodtrycket var signifikant endast i den högsta dosen 1 mg. Men det är möjligt att också 0,5 mg i större studier med högre statistisk säkerhet också skulle visa höjt blodtryck. För att komma till rätta med denna biverkan har Saniona för avsikt att tillsätta en blodtryckssänkande substans, metoprolol, vilket vi tror kan gjuta nytt liv i affärsmöjligheterna för tesofensine.

Även för det nyligen godkända preparatet Contrave, som innehåller en substans som delvis påminner om tesofensine, påpekas risken för kardiovaskulära biverkningar. Effekten på hjärtrytm var ca 2 hjärtslag extra per minut jämfört med placebo. Contrave uppvisade också efter 4 och 8 veckors behandling en svag höjning av blodtrycket (1 mmHg), men denna effekt försvann senare i behandlingen.

Kombination med blodtryckssänkare kan förlösa utvecklingen för tesofensine

Effekt på hjärtrytm nyckel till marknaden

Vi uppfattar kombinationen med metoprolol som den nyhet som kan ändra intresset för tesofensine. Kraven på kardiovaskulär säkerhet för en fetmabehandling är mycket höga eftersom denna patientpopulation redan i utgångsläget lider av ökad risk för hjärtsjukdom. Vi spekulerar i att den effekt som tesofensine ensamt har på hjärtrytm är för stor för att medge ett starkt mottagande av produkten, vilket också skulle förklara varför Neurosearch inte haft framgång i jakten på en licenstagare.

För att komma till rätta med hjärtpåverkan kommer Saniona att kombinera tesofensine med metoprolol, en äldre substans som godkändes för blodtryckssänkning redan 1978. I ett senare skede fick metoprolol även godkänt för att behandla hjärtsvikt. Substansen agerar genom att blockera beta-1 receptorer i det icke-viljestyrda, sympatetiska nervsystemet, men också genom att minska kraften i hjärtats sammandragningar. Eftersom det sympatetiska nervsystemet är ansvarigt för att höja frekvensen på hjärtats slag har metoprolol som effekt att den sänker hjärtats frekvens.

Den prekliniska data som finns att tillgå på kombinationen tesofensine och metoprolol stöder valet av just metoprolol som den blodtryckssänkande komponenten. Ett annat blodtryckssänkande preparat, telmisartan, visade inte lika gynnsam effekt. Prekliniska data på kombinationen visar också att tillägget av metoprolol inte förminskar tesofensines viktminskande effekt i studier på råttor.

Vi räknar med att bolaget måste genomföra ytterligare studier i egen regi

Frågan som en investerare måste ställa sig är om Saniona kan attrahera en partner redan i fas II, utan att själva ha fas IIa-data på kombinationen. Eller om bolaget måste genomföra fas IIa själva. Vi räknar med att bolaget kommer att behöva investera 8-10 miljoner kronor i en mindre proof-of-concept studie för att lyckas kroka en licenstagare.

Genom sin verkan på en rad neurotransmittorer kan tesofensine också hålla tillbaka upplevelsen av ökad aptit. En viktig egenskap hos ett bantningspreparat är just att trycka ned upplevelsen av hunger och aptit, eftersom det är denna upplevelse som förorsakar att vikten studar tillbaka efter avslutad behandling. Den långa halveringstiden för tesofensine, 9 dagar, skulle kunna bidra till att hjälpa patienten att stå emot ett snabbt återfall i hungerkänslor och belöningsbeteende.

Tesofensines verkningsmekanism

Tesofensine tillhör en klass av läkemedel som kallas monoamin-återupptagshämmare (monoamine reuptake inhibitor). Den verkar via tre olika signalvägar i det centrala nervsystemet: i första hand dopamin och noradrenalin, men även i viss mån via serotonin-systemet. Alla dessa tre neurotransmittorer är på olika sätt involverade i reglerandet av aptit, metabolism och därigenom kroppens egen viktkontroll. Effekten på dopamin anses ha en direkt positiv verkan på det så kallade belöningssystemet, som får en individ att längta efter födointag i någon form. Produktens breda effekt på neurotransmittorer medför också en ökad risk för CNS-biverkningar. I TIPO-1 rapporterades på den högsta dosen en något förhöjd frekvens av humörsvängningar hos patienten.

Existerande marknad för läkemedel mot fetma

Under 2014 har FDA antagit en mer accepterande inställning till läkemedel mot fetma. Det är möjligt att denna attityd hänger samman med beslutet att klassificera fetma (obesity) som en sjukdom som den amerikanska läkarorganisationen AMA antog under 2013. Ett nytt läkemedel har redan erhållit godkännande för fetmabehandling i år (Contrave, utvecklat av Orexigen och utlicensierat till Takeda) medan ett andra preparat förväntas följa efter när som helst få godkänt (Saxenda från Novo Nordisk).

Nya produkter är på väg ut på fetmamarknanden

Novo Nordisks preparat Saxenda förväntas bli en miljardsäljare. Produkten säljs för ca 9 000 dollar per patient och förväntas nå en försäljning mellan 2 miljarder dollar till 2,5 miljarder dollar. Contrave är ett kombinationspiller av två redan godkända CNS-preperat, naltrexone och bupropion. Buprion är en återupptagshämmare av dopamin och noradrenalin, alltså snarlik tesofensin. Totalt inkluderas ca 9 000 patienter i två fas III-studier på Contrave. I en av studierna noterades en genomsnittlig viktnedgång efter 56 veckors behandling på 5,4 procent, jämfört med 1,3 procent för patienter som tog placebo. I den andra noterades en viktnedgång med 8,1 procent om behandlingen kombinerades 28 rådgivande möten under behandlingsperioden. Contraves försäljningspris uppgår till ca 3 000 dollar per behandling och patient.

FDA intar mer positiv attityd efter flera tidigare bakslag

Eftersom dessa preparat tas under en längre tid och av patienter som redan lider av hög risk för att insjukna i kardiovaskulär sjukdom, är kraven på säkerhet höga i denna marknad. Många bedömare trodde därför att Contrave inte skulle klara ett godkännande, men FDA visade i detta fall, liksom med Saxenda, att inställningen till risk-nytta har förändrats. De äldre bantningspreparaten (se tabell på sid 7) har dock fortsatt att ha en låg förskrivning och ser inte ut att nå över en försäljning över 100 miljoner dollar. Qsymia, som är det mest potenta preparatet, lider av att inte ha någon data på risken för hjärtbiverkningar. Qsymias försäljning uppgår till ca 50 miljoner dollar per år.

Vi räknar med att tesofensine kommer att avkrävas en längre tids data på risken för att drabbas av hjärtsjukdom, t ex en hjärtinfarkt. Denna studie skulle i så fall hamna på toppen av ytterligare en eller två andra studier på själva effekten på patientens vikt.

Tabell över befintliga läkemedel mot obesitas

tesofensine (Saniona)	återupptagshämmare, noradrenalin, dopamin, serotonin	viktningskning (TIPO-1 studien) 9,2-10,6%, placebo 2%, efter 24 veckor	Fas II-studie baserat på 161 patienter
Saxenda (liraglutide, Novo Nordisk)	GLP-1 analog, antidiabetisk och viktningskande behandling	viktningskning (SCALA-studien) 5,9%, placebo 2%, efter 56 veckor	Godkänd. Fas III-data på mer än 5 000 patienter
Contrave (buprion+ naltrexone, Takeda/Orexigen)	återupptagshämmare, noradrenalin, dopamin, samt opioidantagonist	viktningskning (COR-I studien) 5,4%, placebo 1,3%, efter 56 veckor	Godkänd. Fas III-data på ca 5 000 patienter, pågående säkerhetsstudie 9000 patienter
Belviq (lorcaserin, Eisai/Arena)	serotonin receptor agonist	viktningskning efter 52 veckor, 5,8%, jämfört med 2,5% för placebo	Godkänd, baserat på fas III studier på mer än 6000 patienter
Qsymia (phentermine+ topiramate, Vivus)	psykostimulerande, anti-epileptiska substanser	viktningskning efter 52 veckor, 10,9-5,1%, jämfört med 1,6% för placebo	Godkänt baserat på fas III-studier inkluderande 3500 patienter

US prescription information

Enorm underliggande marknad kommer att stimulera fortsatta F&U-satsningar

Marknadspotentialen för en säker behandling mot övervikt fortsätter att locka aktörer. Enligt Datamonitor uppgår antalet patienter med fetma till 175 miljoner personer endast i USA, Japan och de fem största EU-länderna (Frankrike, Tyskland, UK, Spanien och Italien). Utöver dessa individer uppger Datamonitor att det finns 198 miljoner personer med övervikt på dessa marknader.

Förskrivning av läkemedel mot övervikt handhas till stor del av allmänläkare (general practitioners), vilket innebär att det är en relativt resurskrävande process. Det är därför nödvändigt att hitta en samarbetspartner som har en säljstyrka i USA i storleksordningen 500-800 säljare inriktade på denna typ av läkemedel. En potentiell partner till Saniona bör därför ha en väl utbyggd säljstyrka inom öppenvård.

Viktiga frågetecken kvarstår kring tesofensine

Trots de stora möjligheterna för viktningskningssubstanser kvarstår att vi ser ett par avgörande utmaningar för Saniona i arbetet med att vidareutveckla tesofensine:

- Myndigheterna kommer att ställa krav på omfattande säkerhetsstudier i fas III, vilket kommer att ställa krav på en stark finansiär och partner;
 - Contraves fas III-program inkluderade 8 900 patienter, vilket kan vara ett riktmärke för tesofensine
- TIPO-1 studien fick motta kritik i the Lancet för att en av de fem klinikerna som ingick i studien inte rapporterat alla biverkningar,
- Konceptet att neutralisera tesofensines biverkningar genom att tillsätta en blodtryckssänkande substans återstår att etablera bland läkare och patienter;

- Den trefaldiga signalvägen, återupptagshämning av neurotransmittorna (monoaminerna) dopamin, noradrenalin och serotonin;
 - En liknande verkningsmekanisk låg bakom Reductil (sibutramin), som drogs tillbaka från marknaden på grund av en lång rad biverkningar, både på CNS- och hjärtområdet
- Den prekliniska datan är lovande men sannolikt otillräcklig för att ensam övertyga en licenstagare
 - Vi räknar med att företaget behöver själva initiera en mindre proof-of-concept studie

Värdering av tesofensine-affären och Saniona

För att förstå affärens förmånliga upplägg för Saniona tror vi att den pågående nedmonteringen av Neurosearch spelar in. Neurosearch har i dagsläget två anställda och är knappast i stånd att längre förhandla med andra aktörer i industrin. Ytterligare en faktor som spelar in i värderingen av tesofensine-projektet kan vara de krav på säkerhet som kommer att ställas på ett framtida fas III-program.

Det kan också tyckas att affären kommer oväntat, med tanke på att bolaget redan har två projekt som närmare sig kliniska studier och att ledningen betonar vikten av en låg kassaförbrukning. En positiv tolkning är att Saniona-ledningen har intressanta uppslag till affärsutveckling, som Neurosearch inte mäktat med att realisera samtidigt som bolaget är under avveckling.

I vår värdering av tesofensine-projektet utgår vi från sannolikheten att Saniona ska kunna träffa ett avtal inför en fas IIb-studie. I vårt base case sätter vi 20 procents chans för Saniona att teckna ett avtal för tesofensine inför en fas IIb-studie. I denna kalkyl har vi antagit att Saniona måste investera 8-10 miljoner kronor i en mindre fas IIa-studie på ett 40-tal patienter.

Vi räknar med att produkten kan nå en försäljning på 1 miljard dollar med inriktning på kraftigt överviktiga patienter. Med ett pris på 2 500 dollar per behandling skulle det innebära att ca 400 000 patienter behandlas med tesofensine-kombinationen under de år då produkten når toppförsäljning, en konservativ kalkyl med tanke på den underliggande marknaden.

Med tanke på de svårigheter som projektet står inför hamnar vi på en låg nivå av sannolikhet för lyckosam utgång. Nedan listar vi de ingående sannolikhetstalen som tillsammans producerar en 'success rate' på endast 5 procent. Den stora fas III-studien som vi tror fordras gör att betydelsen för ett avtal med en stark aktör hamna i fokus. Vi ser 20 procents sannolikhet att det lyckas efter en liten fas IIa-studie. Värdet på projektet blir då SEK

2,5/aktie, varav Saniona äger 80 procent, resten tillfaller Neurosearchs aktieägare.

Tidslinje och 'success rates' för tesofensine, base case								
2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Partneravtal		Fas II/patent		Fas III		Ansökan/lans.		Total
20%		55%		55%		75%		5%

Med tanke på det omfattande arbete för att säkerställa produktens säkerhet som kommer att krävas så hamnar sannolikheten för ett slutligt godkännande fortfarande på låga ensiffriga nivåer. Affären med Neurosearch är i så fall värd 2 kronor/aktie. I ett 'bull case' sätter vi ett högre sannolikhetstal på att Saniona lyckas sluta ett avtal, delvis som en följd av ökad uppmärksamhet kring obesitas-området men också tack vare starka initiala fas II-data från bolagets egen studie. Värdet på den "option" som Saniona tagit över från Neurosearch skulle i så fall stiga till 6,3 kronor/aktie.

Vi höjer vårt motiverade värde i Saniona med SEK 2 till SEK 19 (17)

I vår nya Sum-Of-The-Parts värdering hamnar då det motiverade värdet för aktien på 19 kronor, jämfört med vår tidigare värdering på 17 kronor. I ett 'bull case' drar vi upp vårt motiverade värde med 7 kronor till 30 kronor/aktier, i första hand som en följd av tesofensine (6 kr) men även med hjälp av det intressanta Ataxion-innehavet, som vi höjer med 0,7 kronor/aktie.

Sammanställning av Sum of the Parts

Projekt	Base case, SEK/aktie	Bull case, SEK/aktie	Bear case, SEK/aktie
AN363	5,3	5,3	5,3
AN346	5,1	8,1	0,0
tesofensine	2,1	6,3	0,0
Nikotinprogram	0,8	3,3	0,0
Pfizer-avtal	2,3	2,3	2,3
Janssen-avtal	3,0	3,0	3,0
Ataxion-avtal	0,9	1,4	0,7
Sum of the parts	19,5	29,6	11,2

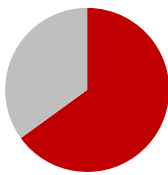
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

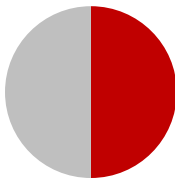
Här kommenterar vi manuellt förändringarna av värderingsnycklarna. Max 3 rader

Ledning 6,5p



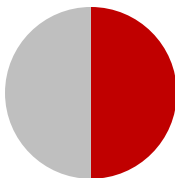
I våra ögon har vi att göra med en kunnig och erfaren ledningsgrupp, som höjer sig över genomsnittet i branschen. VD har en god insyn i konkurrensen inom jonkanalsområdet och bör kunna driva strategiska frågor med kraft, inte minst med stöd från den omfattande erfarenheten hos styrelsen. Stort delägande och integritet i ersättningsfrågor hos både ledning och styrelse är andra plusposter. Genom den senaste nyemission har bolaget framgångsrikt lyckats bredda sitt ägande, vilket kan visa sig vara en nyckelfaktor vid framtida finansieringsrundor. Vi menar också att transparensen i bolagets huvudprojekt och kommunikationen kring verksamheten lätt kan förbättras från nuvarande nivå.

Ägarskap 5,0p



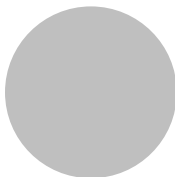
Sanionas ledning och styrelse äger efter årets börsnotering 52 procent av aktierna i bolaget, vilket återigen gör att Saniona utmärker sig positivt i förhållande till många andra bolag i branschen. Ytterligare knappt 30 procent av aktierna finns hos närstående, medgrundare och anställda i bolaget. Ledning och styrelse lever därmed med råge upp till de krav som vi sätter på finansiellt engagemang. Noteras kan att dessa personer endast i marginell omfattning deltog i den IPO som gjordes i april och detta mönster bör hålla i sig i kommande kapitalanskaffningar. Frånvaron av just starka institutionella ägare kan utpekas som en utmaning för ledning och styrelse under det kommande 12- till 18-månadersperioden.

Tillväxtutsikter 5,0p



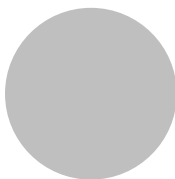
Saniona lider i mindre utsträckning än många andra liknande bolag av ett stort beroende av få partner, men det betyder inte att sådant beroende saknas. Affärsmodellen för små bioteknikbolag har denna inneboende svaghet. Vi tror också att bolagets marknadsposition möter konkurrens från flera håll även om patenten erbjuder ett bra skydd tills vidare. Det verkliga genombrottet för Sanionas tillväxtpotential kommer när kliniska data finns tillgängliga och det kommer att dröja ytterligare ett par år.

Lönsamhet 0,0p



Bolaget befinner sig flera år från punkten där uthållig lönsamhet uppnås. Inte sällan köps denna typ av bolag upp strax innan denna punkt passerar. Liksom de flesta andra bolag i denna utvecklingsfas finns ingen historik av lönsamhet och det driver upp avkastningskravet som investerare ställer.

Finansiell styrka 0,0p



Vi räknar med att nuvarande kassa räcker till slutet av nästa år, vilket placerar den idealiska tidpunkten för en emission på denna sidan av årsskiftet. Vår uppskattning är att aktieägarna behöver skjuta till ytterligare 50 miljoner kronor i två vändor under den kommande 24-månadersperioden för att finansiera bolagets planer på utveckling av interna projekt. Med dessa förutsättningar betecknar vi bolagets finansiella styrka som otillräcklig.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	8	13	19	21	42
Summa rörelsekostnader	-10	-15	-28	-41	-51
EBITDA	-2	-2	-9	-20	-8

Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-2	-2	-8	-21	-9

Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-2	-2	-8	-21	-9

Skatt	1	0	0	0	0
Net earnings	-2	-1	-8	-21	-9

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
---------------	------	------	-------	-------	-------

Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	0	1	13	0	0
Kundfordringar	0	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	0	1	1	1	1
Summa omsättn.	0	2	14	1	1

<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	1	2	2	0
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.	0	0	0	0	0
Övr. anlägg. tillg.	0	1	2	2	2
Summa anlägg.	0	2	4	4	2
Uppsk. skatteford.	0	0	1	1	1

Summa tillgångar	0	4	19	6	4
-------------------------	----------	----------	-----------	----------	----------

Skulder

<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	0	2	2	2	0
Kortfristiga skulder	0	5	3	10	19
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	0	6	5	12	19

Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	0	6	5	12	19

Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	0	-3	14	-6	-15
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	0	-3	14	-6	-15

Summa skulder och E. Kap.	0	4	19	6	4
----------------------------------	----------	----------	-----------	----------	----------

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
------------------	------	------	-------	-------	-------

Omsättning	8	13	19	21	42
Sum rörelsekost.	-10	-15	-28	-41	-51
Avskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-2	-2	-8	-21	-9
Skatt på EBIT	1	0	0	0	0
NOPLAT	-2	-1	-8	-21	-9

Avskrivningar	0	0	0	0	0
Bruttokassaflöde	-2	-2	-9	-20	-8
Föränd. i rörelsekap	0	1	1	0	-2
Investeringar	0	-2	-2	0	1

Fritt kassaflöde	-2	-3	-10	-20	-9
-------------------------	-----------	-----------	------------	------------	-----------

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
-----------------	------	------	-------	-------	-------

Soliditet	0%	-66%	73%	-109%	-377%
Skuldsättningsgrad	0%	-181%	21%	-155%	-125%
Nettoskuld	0	4	-10	10	19
Sysselsatt kapital	0	1	4	3	4
Kapit. oms. hastighet	0.0	3.3	1.0	3.6	10.6

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
----------	------	------	-------	-------	-------

Försäljningstillväxt	0%	69%	45%	9%	101%
VPA-tillväxt (just)	0%	0%	370%	153%	-58%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
---------------	--	-------------------	--

WACC	17,9 %	NPV FCF (2013-2015)	-33
		NPV FCF (2016-2022)	53
		NPV FCF (2023-)	248
		Rörelsefrämjade tillgångar	1
		Räntebärande skulder	-5
		Motiverat värde MSEK	264

Antaganden 2015-2021		Motiverat värde per aktie, SEK	19,0
Genomsn. förs. tillv.	14,1 %	Börskurs, SEK	11,2
EBIT-marginal	57,5 %		

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
-----------	------	------	-------	-------	-------

ROE	0%	0%	0%	0%	0%
ROCE	0%	-158%	-84%	-199%	-241%
ROIC	0%	0%	-648%	-548%	-250%
EBITDA-marginal	-28%	-16%	-44%	-96%	-20%
EBIT-marginal	-28%	-13%	-42%	-98%	-21%
Netto-marginal	-21%	-10%	-42%	-98%	-21%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
----------------	------	------	-------	-------	-------

VPA	0,00	-0,12	-0,58	-1,48	-0,63
VPA just	0,00	-0,12	-0,58	-1,48	-0,63
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,00	0,37	-0,75	0,71	1,35
Antal aktier	0,00	10,48	13,88	13,88	13,88

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
-----------	------	------	-------	-------	-------

Enterprise Value	0,0	3,9	144,4	164,6	173,6
P/E	0,0	0,0	-19,1	-7,6	-17,8
P/S	0,0	0,0	8,0	7,4	3,7
EV/S	0,0	0,3	7,5	7,8	4,1
EV/EBITDA	0,0	-1,9	-17,0	-8,2	-20,8
EV/EBIT	0,0	-2,3	-17,8	-8,0	-20,0
P/BV	0,0	0,0	11,0	-24,3	-10,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	12/14e
--------------------	--	-------------	--------

1 mån	16,2 %	Omsättning	56,7 %
3 mån	-0,5 %	Rörelseresultat, just	91,88 %
12 mån	-	V/A, just	0,0 %
Årets Början	-	EK	0,0 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
-----------------	--------	---------

Jørgen Drejer	16,6 %	16,6 %
Thomas Feldthus	13,0 %	13,0 %
Palle Christophersen	5,9 %	5,9 %
Claus Braestrup	5,0 %	5,0 %
Anker Lundemose	5,0 %	5,0 %
Naheed Rohman Mirza	3,6 %	3,6 %
Janus Schreiber Larsen	3,6 %	3,6 %
Leif Andersson	3,5 %	3,5 %
Avanza Pension Försäkring	3,3 %	3,3 %

Aktien	
--------	--

Reuterskod	
Lista	Aktietorget
Kurs, SEK	11,2
Antal aktier, milj	13,9
Börsvärde, MSEK	154,8

Bolagsledning & styrelse	
--------------------------	--

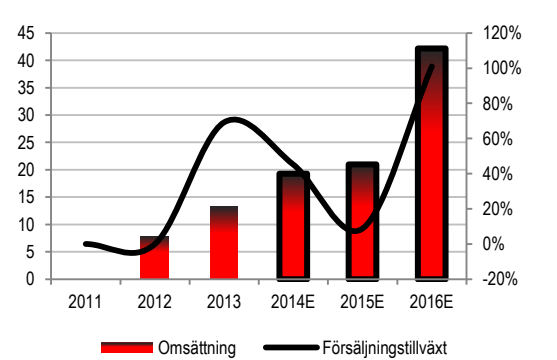
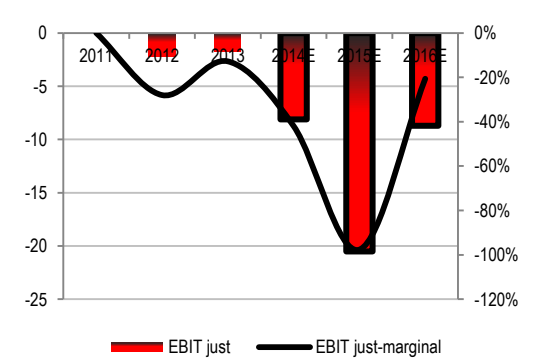
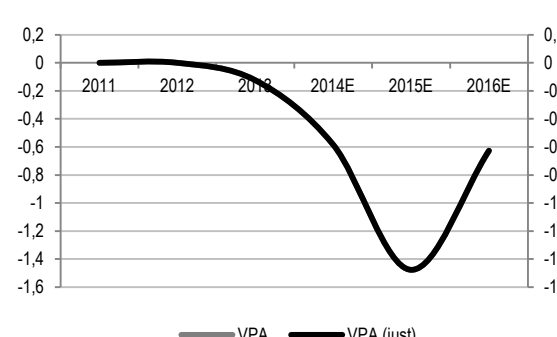
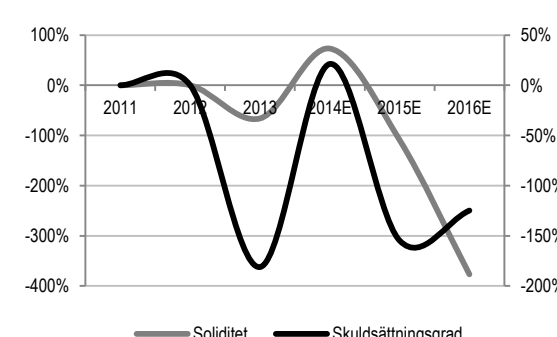
VD	Jørgen Drejer
CFO	Thomas Feldthus
IR	
Ordf	Claes Braestrup

Nästkommande rapportdatum	
---------------------------	--

Q3 report	November 21, 2014
FY 2014 Results	February 20, 2015

Analytiker	Redeye AB
------------	-----------

Sten Westerberg	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
sten.westerberg@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p> ■ Omsättning — Försäljningstillväxt </p>	 <p> ■ EBIT just — EBIT just-marginal </p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p> — VPA — VPA (just) </p>	 <p> — Soliditet — Skuldsättningsgrad </p>
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Sten Westerberg äger aktier i bolaget: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Saniona är ett forskningsbolag som specialiserat sig på cellernas jonkanaler, ett fysiologiskt område med betydelse för en rad olika sjukdomar. Bolaget driver dels flera interna projekt i preklinisk fas dels tre externa projekt med aktörer inom läkemedelsindustrin. Bolaget grundades 2012 efter en överlåtelse av jonkanalforskningen inom det danska forskningsbolaget Neurosearch</p>

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. 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, utarbete, 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, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, 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 gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- 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. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
Antal bolag	66	66	66	66	66

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

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.