



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS
13 juni 2019

SANIONA

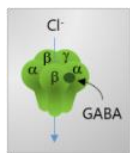
LADDAR KASSAN FÖR STUDIER

Innehåll

| | |
|---|----|
| Laddar kassan för studier | 2 |
| Temperatur | 3 |
| Ledning och styrelse..... | 3 |
| Ägare..... | 3 |
| Finansiell ställning..... | 3 |
| Potential..... | 3 |
| Risk | 3 |
| Laddar kassan för studier | 4 |
| Emission ersätter finansieringsavtal | 4 |
| Prader-Willi-studie slutförs i sommar..... | 4 |
| Högre dos tycks väl tolererad..... | 4 |
| Förberedelser inför vidare klinisk utveckling | 5 |
| Studie i hypotalamisk fetma viktig värdedrivare | 5 |
| Emission brygga till nya partnerintäkter? | 6 |
| SAN711 verkar moget för utlicensiering..... | 6 |
| Bra förutsättningar för större intäkter från befintliga samarbeten nästa år | 7 |
| Finansiering borde räcka t.o.m. kv1 2020 utan större intäkter..... | 7 |
| Värderingsansats | 8 |
| Nedjustering efter emission och högre kostnader | 8 |
| Disclaimer..... | 11 |

Laddar kassan för studier

Saniona gör en företrädesemission för att slutföra pågående kliniska prövningar i sällsynta ätstörningar. Innan resultaten är på bordet föreligger viss risk, men tidiga säkerhetsobservationer bådar gott. Möjlighet till större intäkter under nästa år ger stöd.



Saniona genomför en företrädesemission på 78 MSEK före kostnader för att slutföra pågående kliniska prövningar med flaggskeppsprojektet Tesomet i ätstörningssjukdomarna Prader Willi och hypotalamisk fetma. Emissionen görs till kurs 18 kronor och 11 gamla aktier ger rätt att teckna två nya aktier. Det omdebatterade finansieringsavtalet med Nice & Green avslutas

samtidigt. Det minskar utspädningsrisk för befintliga aktieägare samtidigt som vi bedömer att finansieringsfrågan klarnar. Även om emissionen i våra ögon är relativt snålt tilltagen, kan den ge en finansiell brygga till nästa år då vi ser bra möjligheter till nya större partnerintäkter. Detta i första hand från samarbetena med Boehringer-Ingelheim och Medix. Givet Sanionas breda portfölj finns det även chans att träffa nya intäktsgenererande samarbeten.

Inom kort väntas den pågående dosbestämningsstudien i Prader Willi (PWS) slutföras där en högre dos (0,25 mg per dag) studeras i tonåriga patienter. Saniona har meddelat att dosen hittills varit väl tolererad, vilket är ett gott tecken mot bakgrund av tolerabilitetsproblem i en tidigare studie i vuxna patienter (med dos 0,5 mg per dag). Studien är liten men om bra säkerhetsresultat kan kombineras med indikationer på klinisk effekt på omättlig hunger (det svåraste symptomet i PWS), bör det tolkas tydligt positivt. Parallellt pågår en fas IIa-studie i hypotalamisk fetma där de första resultaten väntas släppas kring årsskiftet. Denna patientgrupp är troligen enklare att behandla vilket allt annat lika talar för lättare förutsättningar.

Framst som en följd av emissionen justerar vi ned riskjusterat motiverat värde till 61 kronor per aktie (tidigare 74). En avvaktande inställning innan exempelvis PWS-studien är avrapporterad kan vara en delförklaring till att aktien handlas på flerårslägst trots goda kliniska och prekliniska framsteg det senaste året. Vi bedömer att det återspeglar en alltför dyster syn på projektportföljen i stort.

Utfall och prognoser, basscenario

| MSEK | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P* |
|-----------------|------|------|-------|--------|
| Nettoomsättning | 20,7 | 55 | 8 | 63 |
| Rörelseresultat | -57 | -54 | -95 | -79 |
| VPA, kronor | neg. | neg. | neg. | neg. |
| Nettokassa | 28 | 49 | 15 | -54 |

Källa: Saniona (utfall) och Carlsquare (prognoser). *Riskjusterade intäkter och kostnader.

Datum: 13 juni 2019
Analytiker: Niklas Elmhammer, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Saniona AB
Lista: Nasdaq Stockholm Small Cap
Vd: Jörgen Drejer
Styrelseordförande: J. Donald deBethizy
Marknadsvärde: 450 MSEK (före emission)
Senast: 18,8 SEK
Kort om Saniona: Saniona utvecklar läkemedel med fokus på sjukdomar i centrala nervsystemet, autoimmuna sjukdomar, metaboliska sjukdomar och smärtlindring. Större delen av forskningen är inriktad på jonkanaler, en proteinklass som kontrollerar passagen av laddade joner genom cellernas membran och därmed aktiviteten hos muskler och nerver. Bolaget har flera program i klinisk utveckling och ett i registreringsfas. Saniona samarbetar för närvarande med läkemedelsbolagen Boehringer Ingelheim och Medix.

Möjligheter och styrkor: Sanionas forskning inom jonkanaler och neurovetenskap håller hög internationell klass.

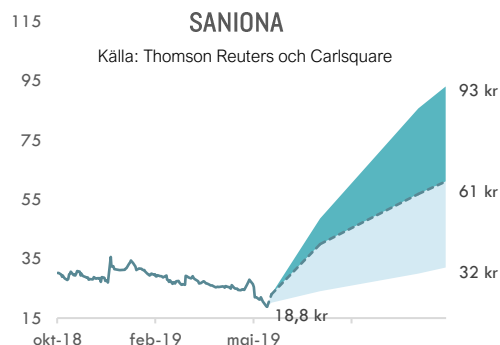
Bolaget har en bred pipeline av projekt varav en stor del finansieras genom samarbeten med större läkemedelsbolag, forskningsanslag eller licensavtal.

Ledningen har en stark meritlista att träffa samarbeten med större läkemedelsbolag.

Risker och svagheter: Flaggskeppsprojektet Tesomet kräver ytterligare finansiering för potentiellt registreringsgrundande studier i sällsynta ätstörningar.

Saniona har ännu ingen produkt på marknaden och är därför beroende av framgångar i kliniska studier för en positiv värdeutveckling.

Värdering: Bear 32 kr Bas 61 kr Bull 93 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Ledningen har lång erfarenhet såväl av läkemedelsutveckling som affärsutveckling. Saniona har visat prov på förmåga att knyta samarbeten med större partners redan i tidig fas.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Insynspersoner har stort ägande, i övrigt är ägandet spritt. Inga institutionella ägare finns bland de tio största ägarna.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Vi bedömer att den pågående emissionen finansierar verksamheten inklusive klinisk utveckling av Tesomet till första halvåret 2020. Möjliga intäkter från befintliga och nya samarbeten under nästa år kan minska behovet av nytt kapital.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Saniona utvecklar behandlingar för såväl stora patientgrupper som sällsynta sjukdomar. Flera av marknaderna bolaget siktar på är relativt outvecklade vilket försvårar bedömning av potential.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Läkemedelsutveckling är alltid förknippat med hög klinisk risk. En bred portfölj och externa samarbeten ger viss riskspridning.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Laddar kassan för studier

Emission ersätter finansieringsavtal

Saniona gör en företrädesemission på 78 MSEK före kostnader för att slutföra pågående kliniska studier med Tesomet som behandling av ätstörnings-sjukdomarna Prader Willi och hypotalamisk fetma. Med emissionen avser styrelsen även att ersätta finansieringsavtalet med Nice & Green. Elva gamla aktier ger rätt att teckna två nya till emissionskurs 18 kronor per aktie. Emissionen är garanterad till 85 procent.

Den främsta fördelen är att aktieägarna slipper framtida utspädning från aktieemissioner till Nice & Green. Nice & Green har som befarat inte heller visat sig vara en långsiktig ägare i Saniona och avtalet har därmed skapat ett överhäng vilket tidvis kan ha haft en dämpande effekt på aktiekursen. Ett aber är den relativt låga emissionskursen (26 procent rabatt på kursen innan emissionen tillkännagavs). I teorin spelar inte emissionskursen någon roll för befintliga aktieägare (som avser att teckna sin andel) men i praktiken påverkas aktiens prissättning på kort sikt.

Av den beräknade nettolikviden på 64 MSEK är nästan tre fjärdedelar eller 47 MSEK örönmärkta för Tesomet. Syftet är att slutföra dels dosbestämningsstudien i tonåriga Prader Willi-patienter (PWS), dels en Fas IIa-studie i upp till 25 patienter med hypotalamisk fetma. Om studierna är framgångsrika ska emissionen även finansiera förberedelser inför fas II/fas III studier i en eller båda indikationerna.

Prader-Willi-studie slutförs i sommar

Högre dos tycks väl tolererad

Saniona uppger att den pågående PWS-studien beräknas vara genomförd i juli. Fyra patienter har valt att delta i en tre månaders förlängningsstudie med den högre dosen 0,25 mg per dag. I delårsrapporten för det första kvartalet uppgav Saniona att denna dos verkar ha tolererats väl baserat på tre patienter som hade behandlats i en månad. En liten viktnedgång hade uppmätts hos två patienter.

Vi bedömer att det är ett lovande besked att dosen 0,25 mg verkar väl tolererad. Den viktigaste effektmålsättningen för behandling av PWS är

nedgång i omåttlig hunger (hyperfagi). Tidigare kliniska studier med Tesomet och den aktiva substansen Tesofensine tyder starkt på att den dubbla dosen, dvs 0,5 mg per dag, är effektiv för att påtagligt mildra hyperfagi. Utmaningen är att PWS-patienter har en onormalt låg ämnesomsättning och att Sanionas tidigare studier tyder på att 0,5 mg per dag därför generellt inte tolereras särskilt väl i denna patientgrupp (beteendestörningar förstärks). Samtidigt tycks Saniona ha en klar bild om vilken plasmanivå av Tesofensine som är terapeutiskt relevant och det tyder på att det "bara" handlar om vilket dosering som ger denna plasmanivå. Sanionas hypotes, baserat på de tidigare kliniska studierna, är att denna plasmanivå ska kunna nås med en dosering på mellan 0,25 och 0,5 mg per dag. Det kan poängteras att PWS-patienter oftast får lägre än normal dos även av andra läkemedel, således är problematiken inte unik för Tesofensine.

Förlängningsstudien är relativt kort och mycket liten vilket kommer att göra det svårt att dra slutsatser om effekt. Om studieresultaten visar på en tydlig nedgång i hyperfagi vore det enligt vår bedömning ett positivt besked.

Förberedelser inför vidare klinisk utveckling

Parallellt har Saniona börjat förberedelser för den vidare kliniska utvecklingen. Ett vetenskapligt råd har bildats där ledande kliniker och opinionsbildare ingår som också representerar större patient- och anhängigorganisationer inom Prader-Willis sjukdom. De ska granska och ge rådgivning rörande Sanionas kliniska planer. Saniona ska även under året ha möten med de amerikanska och europeiska läkemedelsverken för att diskutera upplägget av kommande fas IIb- och fas III-studier. Det är av stort vikt att inkludera amerikanska kliniker i kommande studier, vilket formellt förutsätter att en IND-ansökan lämnas in till och godkänns av amerikanska FDA. Som vi beskrivit ovan är doseringen i Prader-Willi-patienter en utmaning och Saniona antyder att man avser att föreslå att grupp(er) som får flexibel dosering inkluderas i kommande kliniska studier. Utfallet i diskussioner med läkemedelsmyndigheterna kommer sammantaget att ge viktig vägledning om tid och kostnad för den återstående kliniska utvecklingen. Det kommer i sin tur att påverka bedömd risk och värde för projektet.

Studie i hypotalamisk fetma viktig värde drivare

I början av året inleddes en studie med Tesomet som behandling av hypotalamisk fetma. Upp till 25 patienter ska rekryteras för behandling i en sex månaders dubbelblindad, randomiserad och placebokontrollerad studie. Därefter ska studien avblindas och samtliga patienter erbjudas förlängd behandling i ytterligare sex månader. Behandling sker med Tesomet (dosering 0,5 mg Tesofensine per dag). Prevalensen av hypotalamisk fetma är cirka 1 på 100 000 och utgör således en mindre marknad än Prader Willi, men är likväl klart intressant ur en kommersiell synvinkel då den utgör en sällsynt läkemedelsindikation.

Den första blindade delen av studien väntas slutföras kring årsskiftet. Givet att dessa patienter ges samma dos som i fetmapatienter visat sig vara effektiv så ser förutsättningarna goda ut för att visa effekt (brasklappen är att betablockeraren metoprolol nu ingår i behandlingen). Avläsningen utgör därför en mycket intressant värde drivande händelse på drygt sex månaders sikt. Den primära målsättningen med studien är dock säkerhet.

Tänkt klinisk utveckling för Tesomet



Källa: Saniona

Givet att den fortsatta kliniska utvecklingen går enligt plan är det Sanionas förhoppning att lansering av Tesomet för någon eller båda indikationerna (Prader Willi och hypotalamisk fetma) kan äga rum 2022 till 2023. Vi använder tills vidare något mer konservativa antaganden och räknar med lansering 2024 i vår värderingsmodell.

Emission brygga till nya partnerintäkter?

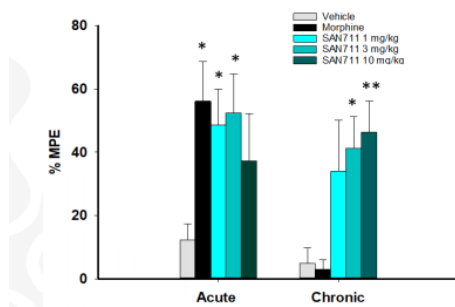
Den pågående finansieringen ger enligt vår bedömning ökad visibilitet. Det är emellertid en ganska liten emission vilket ger begränsat utrymme för satsningar vid sidan av Tesomet, åtminstone på kort sikt. Även om exempelvis SAN711 (klåda/smärta) är redo för kliniska studier, förefaller det därför mindre sannolikt att Saniona kommer att inleda en fas I-studie för det projektet på egen hand det närmaste året. En utlicensiering vore en framkomlig väg.

SAN711 verkar moget för utlicensiering

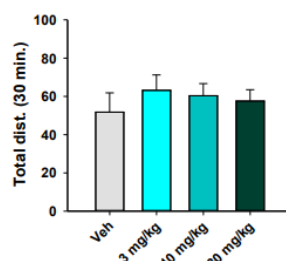
Då SAN711 förefaller vara ett unikt projekt (selektiv GABA_A-receptormodulator) och "långt framkört" finns det sannolikt goda förutsättningar för ett partnersamarbete. Prekliniska studier i modeller för neuropatisk smärta visar att behandlingen är mer effektiv än morfin vid kronisk behandling (se vänstra bilden nedan). En nackdel med morfin är att långtidsbehandling leder till tolerans och att smärtlindrande effekt därmed avtar. En selektiv verkan på önskade GABA_A-receptorer betyder även att SAN711 inte ger sederande biverkning (ett problem med bensodiazepiner/valium). Bilden till höger visar att behandling med SAN711 i råtta inte påverkar motorik jämfört med placebo (y-axeln visar hur långt råtten går under 30 minuter).

Lovande prekliniska effekt- och säkerhetsresultat för SAN711

SAN711 alleviate nerve-injury induced neuropathic pain in rats



SAN711 does not lead to sedation in rats



Källa: Saniona

Även i modeller för klåda har SAN711 visat lovande resultat.

Bra förutsättningar för större intäkter från befintliga samarbeten nästa år

Den relativt begränsade emissionen bör också ses mot bakgrund av att Sanionas två viktigaste befintliga samarbeten med god sannolikhet kan generera intäkter under 2020. Den framgångsrika fas III-studien torde bana vägen för ett marknadsgodkännande för fetmabehandlingen Tesofensine i Mexiko och därmed leda till att partnern Medix kan lansera behandlingen under nästa år. Därtill har närmar sig Boehringer-Ingelheim enligt Saniona start av en fas I-studie för det Schizofreniprojekt som licensierats in från Saniona. Denna händelse kommer i så fall utlösa en milstolpesättning.

En liten brasklapp är att Medix ännu inte verkar ha lämnat in någon ansökan om marknadsgodkännande vilket försvårar bedömningen av tidplan för lansering. Vi vet inte hur lång tid COFEPRIS (det mexikanska läkemedelsverket) behöver för att behandla en ansökan, men en process med amerikanska FDA kan ta ungefär ett år. Det håller tillbaka våra förväntningar på initiala royaltyersättningar till Saniona, vi antar omkring 15 MSEK i royaltyersättning till Saniona 2020 (före riskjustering). Det ska poängteras att Saniona verkar ha en mer optimistisk syn då de bedömer att Medix kan göra sin lansering redan under första halvåret 2020. I så fall kan vår bedömning vara försiktig.

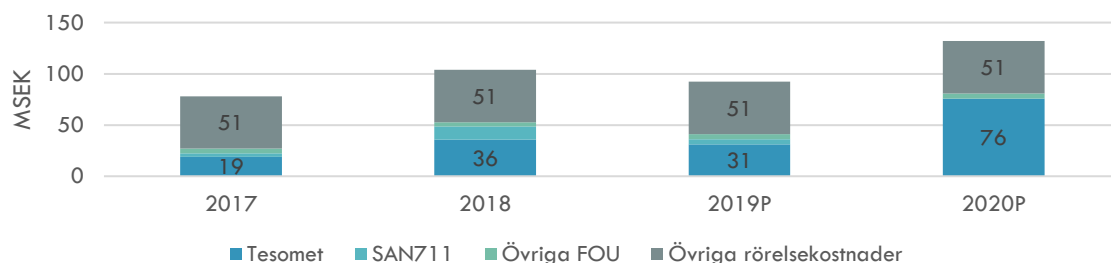
Finansiering borde räcka t.o.m. kv1 2020 utan större intäkter

Rörelseresultatet för första kvartalet försämrades till -29 MSEK (-15,7) till följd lägre intäkter och högre utvecklingskostnader. Kassan sjönk under perioden till 47 MSEK jämfört med 55 MSEK vid utgången av fjärde kvartalet. Rörelseförlusten uppvägdes i viss mån av finansiering på 17 MSEK via avtalet med Nice & Green och ett positivt bidrag från rörelsekapitalförändring.

Kostnadsutvecklingen under 2019 är abhängig klinisk aktivitet. Stora poster är den nyligen påbörjade studien i hypotalamisk fetma och en möjlig start av en fas I-

studie för SAN711. Då vi inte räknar med att några nya kliniska studier inleds under 2019 bedömer vi att utvecklingskostnaderna kommer ligga lägre jämfört med 2018. För 2020 antar vi preliminärt att nya kliniska studier kommer att inledas för Tesomet/Åtstörningar vilket drar upp kostnaderna tydligt.

Bedömt kostnadsutveckling för Saniona



Källa: Saniona (utfall), Carlsquare bedömning (prognoser)

Vi bedömer med att nyemissionen ger finansiering för verksamheten till och med kv1 2020. Möjliga intäkter från befintliga eller nya partnersamarbeten enligt ovan kan därutöver ge finansiering för nästa år. I den händelse att sådana intäkter fördröjs eller uteblir beräknar vi att ett kapitalbehov uppstår under H1 2020.

Värderingsansats

En investering i läkemedelsutveckling är mycket riskfylld och karakteriseras av dess binära natur, i den meningen att antingen erhåller läkemedelskandidaten ett godkännande, eller så gör den det inte. Vår föredragna metod är att värdera Saniona som summan av bedömda riskjusterade och diskonterade värden på projekten i portföljen. Vi utgår från scenarion där projekten når marknaden. Milstolpsbetalningarna och royaltointäkter riskjusteras för att avspegla sannolikheten att utveckling samt försäljning faktiskt blir som i antaget scenario. Vi modellerar med sannolikheter med utgångspunkt från historiska data från USA enligt *Biotechnology Innovation Organization (BIO)* (2016). Vi har generellt använt en diskonteringsränta på 12,8 procent (tidigare 11,9). Detta baserat på en riskfri ränta på 0,2 procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 9,7 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2019* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,8 procent och ett storleksbaserat tillägg på 2,9 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt Damodaran Online.

Nedjustering efter emission och högre kostnader

Nedan redovisas vår värdering av summan av delarna i Saniona baserat på riskjusterade motiverade projektvärden. De viktigaste förändringarna utgörs av

- Vi har sänkt värdet för indikationen Åtstörningar med cirka tre procent då vi nu räknar med högre utvecklingskostnader i närtid än tidigare
- Vi räknar med högre rörelsekostnader framöver vilket påverkar posten koncerngemensamt

- Vi har generellt höjt diskonteringsräntan från 11,9 till 12,8 procent. Det slår överlag negativt på värderingen av projektportföljen
- Nettokassan, inklusive upplupna kostnader för produktion av Tesofensine, har minskat snabbare än vad vi tidigare hade räknat med

Värdering av summan av delarna i Saniona

| Projekt | Indikation | Fas | Toppförsäljning (MUSD) | Värde, MSEK | Per aktie, kronor | Antagande |
|--|--------------------|--------|------------------------|-------------|-------------------|---|
| Tesofensine | Fetma | III | 85 | 263 | 11,0 | Mexiko och Argentina (Medix), 85 % chans t godk., 15,5 % royalty |
| Tesomet | Metabola sjukdomar | Ila | 250 | 135 | 5,6 | Latinamerika, 25 % chans t godk, 15,5 % royalty netto, 40 MUSD milstolpar |
| Tesomet | Åtstörningar | Ila | 1000 | 885 | 37,0 | 25 % chans t lansering, marknad 2024 |
| NS2359 | Kokainberoende | II | 400 | 155 | 6,5 | 15 % chans t godk., 16,5 procent royalties, 100 MUSD milstolpar |
| CAD-1883 | Ataxi | Ila | 750 | 74 | 3,1 | 17 % chans t godk., 5% royalties |
| BI-program | Schizofreni | Prekl. | 2000 | 124 | 5,2 | 6 % chans t godk., 7,5 % royalties, 81 MEUR milstolpar |
| IK-program | IBD | Prekl. | 1000 | 47 | 2,0 | 4 % chans t godk., 15 % royalty, 330 MUSD milst. |
| Kv7 | CNS | Prekl. | 1000 | 46 | 1,9 | 3 % chans t godk, 7,5 % royalty, 100 MUSD milst |
| SAN711 | Neuropatisk smärta | Prekl. | 1200 | 164 | 6,9 | 11 % chans t godk, 15 % royalty, 400 MUSD milst. |
| Nikotinerga α6 | Parkinson | Prekl. | 500 | 22 | 0,9 | 4 % chans t godk, 15 % royalty, 250 MUSD |
| Cadent Therapeutics ägande | | | | 24 | 1,0 | Andel 3,4 %, antagen värdering 76 MUSD |
| Scandion Oncology ägande | | | | 17 | 0,7 | 3,47 milj. aktier |
| Overhead | | | | -183 | -7,7 | 49 MSEK per år t o m 2023, diskonterat med 12,9 procent |
| Nettokassa | | | | -13 | -0,5 | 2019-06-30 (P) (inklusive vissa kortfristiga skulder) |
| Totalt | | | | 1760 | 73,6 | 23,9 miljoner aktier |
| Emission | | | | 64 | | Likvid efter kostnader |
| Totalt | | | | 1824 | 64,5 | 28,3 miljoner aktier |
| Möjligt kapitalbehov 2020 | | | | 37 | | 50% sannolikhet |
| Totalt efter antagen utspädning | | | | 1861 | 61,1 | 30,4 miljoner aktier |

Källa: Carlsquare

Baserat på antaganden vi redovisat ovan beräknar vi ett motiverat värde på 1,76 miljarder SEK för Saniona (tidigare 1,9), en sänkning med knappt nio procent.

Som vi beskrivit ovan bedömer vi att ett kapitalbehov kan uppstå under första halvåret nästa år om större partnerintäkter fördröjs eller uteblir. För att ta höjd för det scenariot modellerar vi för en antagen kapitalisering med samma villkor som pågående emission. Vi räknar med en sannolikhet på 50 procent att detta behov uppstår. Justerat för full utspädning från pågående emission, och även inkluderat en antagen ytterligare kapitalisering (riskjusterad med 50 procent) blir det motiverade värdet per aktie 61 kronor per aktie (tidigare 72,4).

- I ett optimistiskt scenario (BULL) på sex till nio månaders sikt modellerar vi med att pågående studier i sällsynta åtstörningar visar tydliga positiva resultat. Vi höjer sannolikhet till lansering. Tesofensine erhåller dessutom marknadsgodkännande i Mexico. Vi räknar med att en utlicensiering

sker av SAN711 sker med en förskottsbetalning på 10 MUSD. I det scenariot beräknar vi ett motiverat värde på omkring 2,6 miljarder kronor, motsvarande 93 kronor per aktie.

- I ett försiktigt scenario (BEAR) antar vi att vidare utveckling inom PWS läggs ned och att rekryteringen till studien i hypotalamisk fetma drar ut på tiden vilket försenar avläsning av viktiga resultat. Vi antar att Boehringer-Ingelheimprogrammet avslutas till följd av prekliniska motgångar. Processen med marknadsgodkännande i Mexiko pågår alltså. Vi antar en mer konservativ syn på den prekliniska portföljen och räknar där endast med SAN711-projektet. I det läget ser vi ett portföljvärde på cirka 970 MSEK. Vi räknar med att en ny kapitalisering med liknande villkor som i pågående emission. Justerat för full utspädning motsvarar det 32 kronor per aktie.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.