



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sweden | 13 October 2021

# Hansa Biopharma

## Den som väntar på något gott

### Vi skär ned patientupptaget mellan 2021-2023

Hansa Biopharma presenterade nyligen på vår särläkemedelsdag. Det är fortsatt tydligt att bolaget fokuserar på att behandla rätt patienter snarare än att maximera försäljningen på kort sikt - en strategi vi står bakom. Vi väljer dock att ta ned våra förväntningar på antal behandlade patienter mellan 2021–2023, och bedömer att den mer aggressiva försäljningstillväxten kommer att ta fart bortom 2023.

### Begränsad påverkan på vårt motiverade värde

Delårsrapporterna kommer att utgöra en kortsiktig risk för aktien i väntan på marknadens förståelse för att lanseringen inom njurtransplantation kommer att ta en viss tid. Vi betonar att vår syn är långsiktigt och i hög grad bygger på tillväxt utanför transplantationsområdet. Våra estimatförändringar har en begränsad effekt på vår värdering som nu uppgår till 320-330 kronor per aktie (350-360).

### 2022 - ett spännande år för bolagets pipeline

Vi anser att 2022 har potential att bjuda på den högsta aktiviteten, på många år, i bolagets pipeline, där vi ser möjliga nya genterapiavtal potentiella triggers för aktien. Dessutom bedömer vi att den låga värderingen kan spåda på intresset från aktörer som vill lägga beslag på Hansas enzymplattform och dess breda applikationsområden.

Kommande händelser		Prognos (SEK)				Risk och Avkastning	
		20	21	22	23	Motiverat värde	320.00 - 330.00
Q3-rapport	21 oktober 2021					Current price	SEK105.95
Q4-rapport	3 februari 2022					Riskenivå	Medium
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>		Sales,m	6	31	123	207	
		Sales Growth	81.3%	409.2%	295.7%	68.5%	
		EBITDA, m	(422.8)	(496.8)	(498.8)	(523.7)	
		EBIT, m	(422.8)	(496.8)	(498.8)	(523.7)	
		EPS, adj	-	-	-	-	
		EPS Growth	16.9%	18.2%	0.3%	5.0%	
		Equity/Share	27.9	16.7	5.5	16.2	
		Dividend	-	-	-	-	
		EBIT Marginal	(6,933.5)%	(1,600.0)%	(406.0)%	(253.0)%	
		ROE (%)	(0.3)%	(0.7)%	(1.6)%	(1.5)%	
		ROCE	(0.3)%	(0.6)%	(0.9)%	(0.9)%	
		EV/Sales	586.38x	115.16x	29.11x	17.27x	
		EV/EBITDA	(8.5)x	(7.2)x	(7.2)x	(6.8)x	
		EV/EBIT	(8.5)x	(7.2)x	(7.2)x	(6.8)x	
		P/E, adj	--x	--x	--x	--x	
		P/Equity	3.8x	6.3x	19.2x	6.5x	
		Dividend yield	-%	-%	-%	-%	
		FCF yield	-%	-%	-%	-%	
		Net Debt/EBITDA	3.3g	1.7g	0.7g	1.6g	

### Kursutveckling 12 mån



### Analytiker

Ludvig.svensson@penser.se



# Sammanfattning

## Den som väntar på något gott

### Investment Case

#### Attraktiv plattformspotential

Hansas ledande kandidat imlifidase (kommersiellt namn Idefirix) verkar genom att klyva mänskliga IgG-antikroppar till icke-detekterbara nivåer inom några timmar. IgG är den mest prevalenta av människans fem antikroppstyper och den primära drivaren bakom autoimmuna reaktioner där kroppen angriper sin egen vävnad. Genom sin verkningsmekanism har imlifidase därför terapeutisk potential inom sjukdomar och behandlingshinder som orsakas av en oönskad aktivering av immunförsvaret.

Under 2020 erhöll Idefirix villkorat godkännande i Europa som förbehandling till högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation. Samtidigt pågår studier inom ett brett spektrum av olika indikationer orsakade av patogena IgG-antikroppar. Vi estimerar att Idefirix vid en framgångsrik indikationsbreddning kommer att bli en blockbusterprodukt med en årlig försäljningspotential om +1 mdr USD. Det verkliga investeringscasen i Hansa ligger i plattformen och den terapeutiska potentialen i flertalet indikationer. Just denna plattform är något vi ser kan locka potentiella köpare av bolaget. Under 2020 köpte J&J upp plattformsbolaget Momenta Pharmaceuticals i en affär på USD 6,5 mdr. Momentas ledande kandidat, nipocalimab, är en antikropp med bred potential inom autoimmuna indikationer. Vi ser likheter mellan Momenta och Hansa just när det kommer till plattformen och de omfattande applikationsområdena för bolagens terapier.

#### Spännande exponering mot genterapi

Hansa är ett av få bolag i Norden genom vilket investerare kan få exponering mot det snabbväxande genterapiområdet. Under 2020 signerade bolaget ett avtal med Sarepta Therapeutics, en ledande spelare inom genterapier riktade mot muskelsjukdomar, för att undersöka möjligheten att använda imlifidase som förbehandling i patienter med neutraliserande antikroppar som försvårar genterapin. Hansa har uppgett att man är i diskussioner med ytterligare bolag, och vi ser att fler avtal med ledande spelare inom fältet kommer stärka valideringen av konceptet imlifidase som förbehandling till genterapi. Vår bedömning är att imlifidase sticker ut som en av de metoder som är mest lovande för att adressera problematiken med neutraliserande antikroppar – speciellt ur ett kommersiellt perspektiv.

#### Aktiemarknaden tänker kortsiktigt

Trots att Hansa erhållit ett villkorat godkännande att sälja imlifidase i Europa så antar vi att ett begränsat antal patienter kommer bli behandlade under 2021–2023. Detta är ett strategiskt val från Hansa som kommer prioritera patienter där imlifidase har bäst förutsättningar att skapa en positiv erfarenhet – vilket vi menar kommer vara långsiktigt gynnsamt för att nå kommersiell framgång. De nedtonade förväntningarna på lanseringen, i kombination med den breda nedgång vi sett generellt inom biotech, har enligt vår bedömning legat som en våt filt över aktiekursen. Vi ser en begränsad nedsida från dagens aktiekursnivåer. Viktiga faktorer för att driva fram ett positivt sentiment i aktien kommer enligt vår mening att vara:

- Ytterligare avtal inom genterapi med ledande aktörer inom fältet
- Positiva data inom autoimmuna indikationer samt AMR
- Initiering av kliniska studier inom NiceR-programmet



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sweden | 13 October 2021

# Sammanfattning

---

## Den som väntar på något gott

### Bolagsprofil

---

Hansa är ett svenskt biopharmabolag i kommersiellt skede som utvecklat en unik plattform fokuserad på en immunmodulerande enzymteknologi. Hansa sticker ut som ett av få svenska noterade forskningsbolag som tagit sin produkt hela vägen från preklinisk forskning till att erhålla marknadsgodkännande och lansera ett färdigt läkemedel. Bolagets främsta läkemedelskandidat, imlifidase (kommersiellt namn Idefirix), är ett enzym som klyver antikroppar av typen IgG. Idefirix erhöll under 2020 ett villkorat godkännande i Europa som förbehandling av högt sensitiserade patienter som ska genomgå en njurtransplantation.

### Värdering

---

I vår värdering av Hansa tillämpar vi en risk-justerad kassaflödesvärdering. Detta innebär att alla intäkter och kostnader är justerade för den bedömda sannolikheten att dessa inträffar. Vi värderar Hansa som ett biopharmabolag, där vi ser att den breda plattformen kommer möjliggöra långsiktig tillväxt för bolaget.

Vårt motiverade värde för Hansa är **320–330 kronor per aktie**.

## Tar ned våra förväntningar på närtida patientupptag

Hansa presenterade verksamheten på vår sÄrläkemedelsdag och framhÖll återigen tydligt att man prioriterar att behandla rätt patienter snarare än att maximera försäljningen pÅ kort sikt. ”Rätt patienter” är i Hansas fall de patienter med störst behov och där Idefirix har störst potential att skapa värde. Ledningen framhÖller vidare att man kommer att vara beredda att lansera Idefirix i ett bredare segment av patienter dÅ man ser att transplantationscentran kommer med upprepade beställningar – vilket blir ett viktigt kvitto pÅ att de gillar produkten.

Vår uppfattning är att många investerare har förväntat sig att försäljningen av Idefirix ska ta fart betydligt snabbare och gör tolkningen att ledningen har misslyckats med att sälja in produkten. Enligt oss är Hansa inte en aktie man ska äga baserat pÅ försäljningsutveckling inom njurtransplantation (Även om dessa intäkter givetvis ska ses som en kudde). Vår syn pÅ Hansa är i stället långsiktigt och bygger pÅ den unika verkningsmekanismen hos bolagets enzymer som har terapeutisk potential inom många olika sjukdomsområden.

Det finns flera faktorer som man som investerare bör vara införstådd med till varför försäljningen mest sannolikt kommer att vara begränsad i nÄrtid:

- Indikationen för Idefirix är för närvarande smal och innefattar ett begränsat antal patienter
- Idefirix är en innovativ produkt i en konservativ industri – förändring tar tid
- Vi har förstått att behandling med Idefirix initialt kommer att begränsas till en patient i taget per sjukhus – vilken sedan följs i upp till sex månader innan nästa patient behandlas

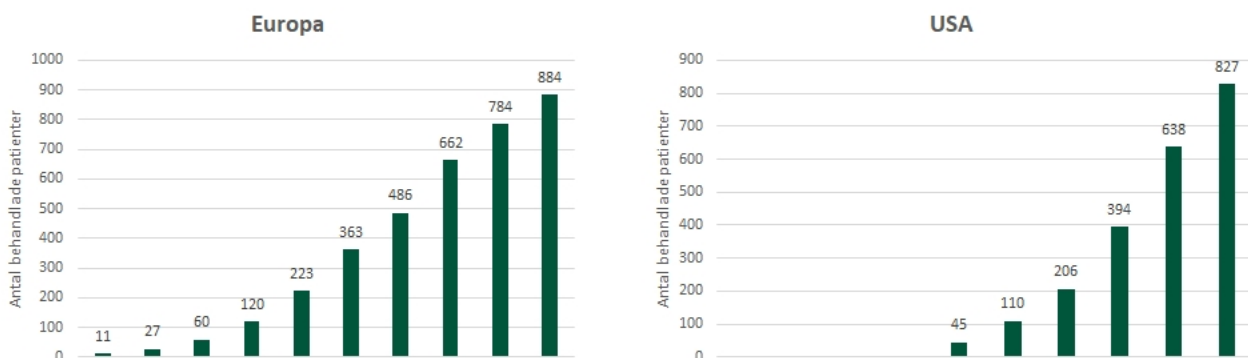
Viktiga drivare för försäljningen kommer att vara:

- Kostnadsersättningar i övriga europeiska länder
- Breddning av nuvarande indikation, till exempel levande donatorer
- Inkludering i kliniska riktlinjer för desensitisering
- Positiva data från fas III-studie i Europa

Vi tar ned våra förväntningar pÅ antal behandlade patienter mellan 2021–2023. Vi bedömer att tillväxten kommer att ta fart efter 2023 i takt med att kliniker fått erfarenhet och positiva upplevelser av Idefirix i flertalet patienter, och att man dÅ börjar använda produkten i en bredare grupp av patienter.

För den amerikanska marknaden förväntar vi oss fortsatt att se ett snabbare marknadsupptag, främst pÅ grund av 1) marknaden är mindre fragmenterad samt, 2) fas III-studien kommer att genomföras pÅ ledande transplantationscentran i USA, vilket kommer bidra till att öka kÄnnedomen om produkten redan innan ett potentiellt marknadsgodkÄnnande.

### Estimerat antal patienter behandlade inom njurtransplantation i USA och Europa



## Estimatförändringar

		2021E	2022E	2023E
<b>Antal behandlade patienter</b>	Nya	11	27	60
	Tidigare	17	40	80
<b>Försäljning</b>	Nya	31	123	207
	Tidigare	43	161	298
<b>Rörelseresultat</b>	Nya	-497	-499	-524
	Tidigare	-481	-476	-471

Erik Penser Bank

Våra estimatförändringar medför inga förändringar i vår syn på kapitalbehov - där vi antar att Hansa kommer att behöva ett kapitaltillskott under 2023. Vi ökar dock på den antagna kapitalanskaffningen under 2023 till 1000 SEKm (500), där vi gör antagandet att man kommer att göra emissionen på 150 kronor per aktie. Vi bedömer att aktien har potential att stå betydligt högre vid tidpunkten för en sannolik kapitalanskaffning.

### Spännande tider väntar i bolagets pipeline

Trots att vi har en försiktigare syn på Hansas försäljning inom njurtransplantation i närtid ser vi desto högre aktivitet i bolagets pipeline, där vi bedömer att 2022 kommer att bli ett spännande år. Vi ser bland annat fram emot:

- Fullrekryterade studier och eventuell datautläsning från studier inom GBS och AMR
- Ytterligare avtal inom genterapi
- Avancemang in i klinik med imlifidase + sareptas genterapier inom DMD och LGMD
- Avklarade toxicitetsstudier och initiering av kliniska studier inom NiceR-programmet
- Framsteg inom samarbetet med argenx (imlifidase + efgartigimod)

## Resultaträkning

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	6	31	123	207
Kostnad sålda varor	-1	-9	-18	-23
<b>Bruttovinst</b>	5	22	104	184
Forskning- och utvecklingskostnader	-227	-220	-286	-352
Försäljning- och marknadsföringskostnader	-203	-295	-313	-352
Övriga rörelsekostnader	2	-3	-4	-4
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-423</b>	<b>-497</b>	<b>-499</b>	<b>-524</b>
Finansiella poster	2	-1	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-421</b>	<b>-497</b>	<b>-499</b>	<b>-524</b>
Skatter	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-421</b>	<b>-497</b>	<b>-499</b>	<b>-524</b>

Erik Penser Bank

## Kassaflödesanalys

	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat (EBIT)	-423	-497	-499	-524
Icke kassaflödespåverkande poster	51	3	3	3
Betald/erhållen ränta	0	-1	0	0
Betald skatt	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten, före rörelsekapital</b>	<b>-371</b>	<b>-494</b>	<b>-496</b>	<b>-521</b>
Förändring i rörelsekapital	81	-25	-4	-2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-290</b>	<b>-519</b>	<b>-500</b>	<b>-522</b>
Kassaflöde från investeringsverksamheten	183	-3	-4	-5
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-108</b>	<b>-522</b>	<b>-504</b>	<b>-527</b>
Kassaflöde från finansiella verksamheten	1 066	0	0	1 000
<b>Kassaflöde</b>	<b>958</b>	<b>-522</b>	<b>-504</b>	<b>473</b>

Erik Penser Bank

## Balansräkning

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>				
Immateriella tillgångar	31	31	31	32
Materiella anläggningstillgångar	5	6	6	7
Leasingtillgångar	4	5	6	7
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>46</b>
Varulager	0	2	6	10
Kundfordringar	16	19	37	52
Likvida medel + kortsiktiga placeringar	1378	856	352	825
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1394</b>	<b>876</b>	<b>395</b>	<b>887</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1435</b>	<b>917</b>	<b>438</b>	<b>933</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>				
Eget Kapital	1242	744	246	722
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>1242</b>	<b>744</b>	<b>246</b>	<b>722</b>
Långfristiga skulder	78	104	99	100
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>78</b>	<b>104</b>	<b>99</b>	<b>100</b>
Leasingskulder	4	4	4	4
Leverantörsskulder	36	16	34	52
Förutbetalda intäkter	17	17	17	17
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	56	31	37	37
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>115</b>	<b>68</b>	<b>93</b>	<b>111</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>1434</b>	<b>917</b>	<b>438</b>	<b>933</b>

Erik Penser Bank

## Nyckeltalstabell

	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	81%	409%	296%	68%
EBITDA-tillväxt, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
EBIT-tillväxt, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
EPS-tillväxt, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
Bruttomarginal	84%	70%	85%	89%
EBITDA-marginal (justerad)	-6934%	-1600%	-406%	-253%
EBIT-marginal (justerad)	-6934%	-1600%	-406%	-253%
Skattesats	0%	0%	0%	0%
	2020	2021E	2022E	2023E
ROE, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
ROCE, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
ROIC	N/A	N/A	N/A	N/A
Investeringar/omsättning	N/A	N/A	N/A	N/A
Rörelsekapital/omsättning	N/A	N/A	N/A	N/A
Kapitalomsättningshastighet	N/A	N/A	N/A	N/A
	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	-1 378	-856	-352	-825
Soliditet	87%	81%	56%	77%
Nettoskuldsättningsgrad	N/A	N/A	N/A	N/A
Nettoskuld / EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A
	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	N/A	N/A	N/A	N/A
FCF per aktie	N/A	N/A	N/A	N/A
Utdelning per aktie	N/A	N/A	N/A	N/A
Eget kapital per aktie	N/A	N/A	N/A	N/A
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	45.9	45.9	45.9	51.2
	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	N/A	N/A	N/A	N/A
P/EK	N/A	N/A	N/A	N/A
P/FCF	N/A	N/A	N/A	N/A
FCF-yield	N/A	N/A	N/A	N/A
Direktavkastning	N/A	N/A	N/A	N/A
Utdelningsandel, justerad	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/Sales	1 603	110	28	16
EV/EBITDA	-23.1	-6.8	-6.8	-6.5
EV/EBIT, justerad	-23.1	-6.8	-6.8	-6.5
Aktiekurs, årets slut	240.4	N/A	N/A	N/A

Erik Penser Bank

## Känslighetsanalys

		WACC				
		12%	11%	10%	9%	8%
Terminal tillväxttakt (%)	2.0%	224	266	320	392	489

Erik Penser Bank

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)