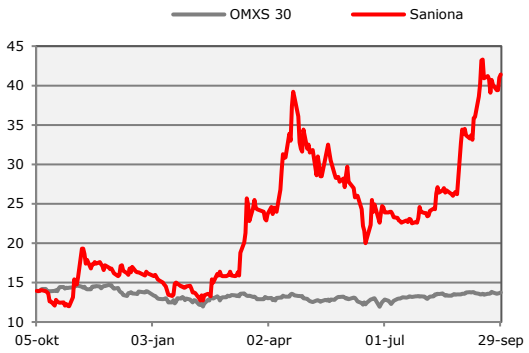
Sammanfattning

Saniona (Sanion.st)

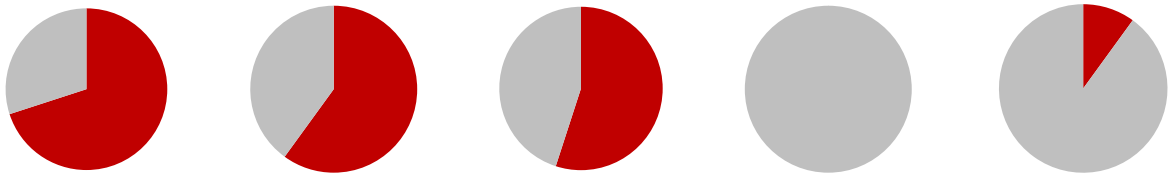
Viktiga data närmar sig

- Saniona har ett starkt 2016 i ryggen med tre kommersiella avtal i hamn och ett forskningssamarbete så här långt. Det senaste med Boehringer Ingelheim ger, utöver ännu en viktig validering av forskningsplattformen och ledningens styrka att leverera intäktsgenererande avtal, ett betydande finansiellt tillskott som tar bort närliggande behov av ytterligare kapitalanskaffningar.
- Avtalet med Boehringer Ingelheim slår positivt på värderingen av Saniona och vi höjer därför vårt motiverade värde, i basscenariot, till 50 (38).
- Den främsta värdedrivaren av Saniona-aktien är huvudprojektet Tesomet (diabetes/övervikt) där första data från pågående fas IIa-studie väntas i början av nästa år. Om data rakt igenom är bra skulle det ge ett höjt motiverat värde till 70 kronor per aktie medan ett bakslag sänker det till 34 kronor.

Lista:	First North
Börsvärde:	848 MSEK
Bransch:	Biotech
VD:	Jørgen Drejer
Styrelseordf:	Claes Braestrup



Redeye Rating (0 – 10 poäng)



Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning, MSEK	22	14	70	112	99
Tillväxt	*63%*	*-37%*	*416%*	*59%*	*-11%*
EBITDA	-8	-27	4	46	18
EBITDA-marginal	*Neg*	*Neg*	*6%*	*41%*	*18%*
EBIT	-8	-28	4	45	18
EBIT-marginal	*Neg*	*Neg*	*6%*	*40%*	*18%*
Resultat före skatt	-8	-29	4	45	18
Nettoresultat	-5	-23	3	29	14
Nettomarginal	*Neg*	*Neg*	*4%*	*26%*	*14%*
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VPA	-0.39	-1.10	0.13	1.39	0.67
P/E	Neg	Neg	244.7	23.3	48.2
EV/S	4.2	21.3	8.6	5.3	5.6
EV/EBITDA	Neg	Neg	141.3	12.9	31.2

Fakta	
Aktiekurs (SEK)	40.7
Antal aktier (milj)	20.8
Börsvärde (MSEK)	848
Nettoskuld (MSEK)	-72
Free float (%)	80 %
Dagl oms. ('000)	72

Analytiker:
Klas Palin
klas.palin@redeye.se

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 vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (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.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. 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 Vinstutsikter är; 1 – 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.

Stark utveckling 2016

Det nyligen annonserade samarbetsavtalet med Boehringer Ingelheim är årets tredje kommersiella avtal för Saniona, utöver det forskningssamarbete som tecknats med Michael J Fox Foundation. Avtalet innebär ytterligare en validering av bolagets affärsstrategi och forskningsplattform samt betydande finansiellt tillskott som ger bolaget en stabil finansiell situation.

Nytt samarbetsavtal på plats

Avtalet med Boehringer Ingelheim, som annonserades den 29 augusti, är årets höjdpunkt. Samarbetet riktar sig mot indikationsområdet Schizofreni och är troligen en fortsättning på den forskning som tidigare drevs av Janssen Pharmaceutical (dotterbolag till Johnson & Johnson) - AN470. Det innebär i så fall att samarbetet kretsar kring att utveckla selektiva $GABA_A\alpha5$ substanser. Vi uppfattar att det skett omfattande forskning genom åren i Janssens regi inom fältet och att det genererat flera intressanta kandidater som finns att utvärdera. Vi tror därför det kan vara en relativt snabb väg framåt till att kunna välja en läkemedelskandidat (CD), vilket ska kunna ske redan inom 12-24 månader och möjlighet att påbörja kliniska studier omkring ett år senare.

Avtalet ger Saniona en kontantbetalning från Boehringer på 5 miljoner euro (ca 47 miljoner kronor). Det finns möjlighet till ytterligare 50 miljoner euro (ca 480 miljoner kronor) i utvecklingsrelaterade och regulatoriska ersättningar. Därtill är Saniona berättigade till stegrande royalty från framtida försäljning (Redeye uppskattar till 5-7 procent) och försäljningsrelaterade ersättningar på upp till 35 miljoner euro (ca 340 miljoner kronor). I våra estimat för innevarande år hade vi inkluderat ett avtal för just AN470-programmet sedan tidigare, men villkoren slog vår förväntan som låg på 2 miljoner dollar i kontantersättning och ett totalt avtalspaket på 50 miljoner dollar.

Utdelning till aktieägarna närmar sig

Nästa steg i att bygga värden för ägarna är att dela ut bolagets ägande i nystartade Initiator Pharma till aktieägarna. En extra bolagsstämma för att ta beslut om detta ska hållas den 13 oktober i år och bifall av styrelsens förslag på stämma innebär det att sista dag för handel i Sanionas aktier, inklusive rätt till utdelning av aktier i Initiator Pharma, blir den 19 oktober. För varje aktie i Saniona som innehas erhålls en aktie i Initiator Pharma. Målet är sedan att notera Initiator Pharma i början av 2017 och i samband med det genomföra en nyemission på omkring 20 miljoner kronor för att finansiera den fortsatta verksamheten. Sanionas ägande uppgår till 60 procent av aktierna i Initiator Pharma.

Initiator Pharma är baserat i Århus i Danmark, grundat av Claus Olesen, Dan Peters, Ulf Simonsen och Mikael Thomsen. Grundarna, vilka alla är aktiva i bolaget och äger de övriga 40 procent av aktierna. Tre projekt har

förvärvats av Saniona mot ägande i bolaget, men det är projekt IPED2015 som är huvudprojektet och som resurserna fokuseras på inledningsvis. IPED2015 är en monoamin-återupptagningshämmare som utvecklas inom indikationen erektil dysfunktion. Erektil dysfunktion är oförmåga hos män att uppnå och bibehålla erektion. Det är ett stort globalt problem som kan drabba upp till 150 miljoner män. Etablerad behandling är läkemedel som hämmar PDE5 med produkter på marknaden som Cialis (tadalafil) från Eli Lilly, Viagra (sildenafil) från Pfizer och Levitra (vardenafil) från Bayer. En betydande del patienter (kanske upp mot 30-40 procent) svarar dock inte bra på denna typ av behandling och saknar i dagsläget effektiva alternativ. Det är denna grupp av patienter som Initiator siktar in sig på med IPED2015 och här finns lovande prekliniska resultat från djurmodeller enligt Saniona.

Den kapitalanskaffning på 20 miljoner kronor som planeras inför en notering på Aktietorget bedöms täcka kostnader för att driva utveckling fram till dess kliniska studier kan påbörjas, vilket vi uppskattar bör kunna ske inom ett till två år. Bolagets strategi är att driva IPED2015 genom fas I och fas II på egen hand för att visa effekt i människa och därefter söka en partner att ta projektet genom sista kliniska fasen och till marknad. För att nå dit finns ytterligare kapitalbehov. Vi har inte gjort någon värdering av Initiator Pharma och är därför inte heller är inkluderat i vår värdering av Saniona.

Studiedata för Tesomet närmar sig

Den riktigt stora värdedrivaren för Saniona-aktien är resultat från den pågående fas IIa-studien med Tesomet (tesofensine och metoprolol), där Tesomet studeras i överviktiga/feta patienter med typ 2-diabetes (T2D). Rekrytering av patienter till studien har gått snabbare än vi hade räknat med och full patientrekrytering (n=60) nåddes redan i början av augusti, varför första kliniska data från studien ska kunna presenteras i början av nästa år (2017).

Tesomet-studien är en dubbelblindad fas IIa-studie. Patienterna har fördelats i en aktiv arm som får Tesomet (0,5 mg tesofensine och 100 mg metoprolol) dagligen och i en arm som får placebo. Behandlingen sker över tre månader och därefter uppföljning ytterligare 20 dagar. Primär målvariabel är skillnad i hjärtfrekvens jämfört med ingångsvärdet mellan de två behandlingsarmarna, för att ta reda på om metroprolol neutraliserar förhöjd hjärtfrekvens som noterats i tidigare studier med tesofensine. Därtill studeras effekt på blodsockervärden, vikt och leverfett som sekundära målvariabler.

Vid ett tydligt positivt utfall där primärt mål nås och blodsockervärden visar på förbättring ökar vårt motiverade värde för Saniona till 70 kronor, medan ett bakslag som indikerar nedläggning av projektet ger ett motiverat värde på 34 kronor (tesofensine i Mexico fortsätter utvecklas). Givet de lovande

data som hittills presenterats kring projektet räknar vi med att fortsatt ökat intresse kring projektet i takt med att vi närmar oss studieresultat i första kvartalet 2017.

Finansiella prognoser

Som nämndes ovan hade vi sedan tidigare räknat med att Saniona skulle kunna leverera ett till avtal i år, där Schizofreni var den främsta kandidaten. De bättre villkoren än vad vi hade räknat med i avtalet innebär dock att vi behövt justera upp vår prognos för i år och räknar nu med att Saniona ska visa vinst för helåret 2016.

Prognoser				
	2015	**2016e**	**2017e**	**2018e**
Nettoomsättning	13,6	70,3	112,0	99,5
Summa intäkter	**13,6**	**70,3**	**112,0**	**99,5**
Råvaror och förnödenheter	-2,1	-1,0	-1,9	-2,0
Övriga externa kostnader	-23,9	-47,4	-45,7	-58,0
Personalkostnader	-15,0	-17,3	-18,9	-21,6
Avskrivningar	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3
Summa rörelsekostnader	**-41,7**	**-66,0**	**-66,8**	**-81,9**
EBITDA	**-27,3**	**4,6**	**45,5**	**17,9**
EBIT	**-28,1**	**4,3**	**45,2**	**17,6**
Finansnetto	-1,2	0,2	-1,3	0,0
Rörelseresultat före skatt	**-29,3**	**4,5**	**43,9**	**17,6**
Skatt	6,3	-1,6	-15,7	-3,9
Periodens resultat	**-22,9**	**2,9**	**28,2**	**13,7**

För nästa år förväntar vi oss att Sanionas intäkter kan fortsätta öka till 112 miljoner kronor. I denna siffra har vi inkluderat riskjusterad kontantersättning på 68 miljoner kronor från avtal kring Tesomet som motsvarar det 80 procentiga ägandet av projektet. Därtill har vi inkluderat en riskjusterad milstolpeersättning från Boehringer Ingelheim på 36 miljoner kronor, från val av läkemedelskandidat. I prognosen för 2018 har vi inkluderat riskjusterad engångspost på 83 miljoner kronor, vilket avser försäljning av ägande i Ataxion till Biogen Idec. Ovanstående intäkter är av binär karaktär och kan i slutändan komma att utebli och därmed innebära ett ordentligt svagare utfall än vad vi räknat med. Det bör även nämnas att Sanoina visat på flexibilitet och har möjlighet att vara mer återhållsamma på kostnadssidan, om det krävs, än i vårt basscenario ovan.

Efter avtalet med Boehringer Ingenheim är det finansiella läget bättre än någonsin med en kassa per sista juni på 34 miljoner kronor. Därtill fanns en skattefordran på 6 miljoner kronor som väntas betalas ut i november i år.

Även om vi räknar med att rörelsekostnaderna snabbt sjunker när Tesometstudien avslutas i första kvartalet nästa år har vi räknat med ökade kost-

nader nästa år, då vi förväntar oss att bolaget fortsätter investera i sina projekt med ökad aktivitet under andra halvåret 2017.

Värdering

Vår värdering av Saniona utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där varje enskilt projekt värderas över dess förväntade möjlighet att generera intäkter (SOTP). Till följd av affären med Boehringer Ingelheim har vi justerat upp förväntningarna på AN470. Därtill innebär det förbättrade finansiella läget och förväntad intjäning att betyget för vinstutsikter höjs med 0,5 poäng och för finansiell styrka med 1,0 poäng. Förändringarna ger sänkt avkastningskrav (wacc) som sänks till 16,0 procent från tidigare 17,3 procent.

Motiverat värde höjs till 50 (38) kronor

Förändringarna är anledning till höjt värdering som uppgår till 50 (38) kronor per aktie i vårt basscenario.

Saniona - kassaflödesvärdering

Projekt	Indikation	Lansering sannolikhet	Förväntad royalty	Toppförsäljn. (MUSD)	Tidigaste lanseringsår	Nuvärde (MSEK)*
Tesofensine/Tesomet	Fetma/Typ 2-diabetes	20%	13%	1300	2022	413
NS2359	Kokainberoende	12%	24%	500	2021	179
AN363-backup	Neuropatisk smärta	4%	14%	1500	2024	19
Ataxion-avtal**	Ataxi	10%	5%	1000	2024	51
AN346	IBD	8%	16%	1800	2024	135
AN470	Schizofreni	9%	7%	1300	2024	163
Upsher-Smith	Neurologiska sjukdomar	6%	5%	600	2025	35
Nic-a6	Parkinsons	4%	10%	1000	2026	44

Motiverat teknologivärde (MSEK)	**1 036**
Nettokassa (MSEK)	41
Ackumulerade förväntade administrativa kostnader (MSEK)	-40
Motiverat börsvärde (MSEK)	**1 038**
Antal aktier, full utspädning inklusive emission (milj.)	20,8
Motiverad aktiekurs (SEK)	**50**

* Nuvärdesberäkningen baseras på en SEK/USD-kurs på 8,5 och ett avkastningskrav på 16,0%

**Saniona har ett ägande på 14%

Relativvärdering

För att ge en känsla av hur värderingen av Saniona står sig mot liknande bolag har vi nedan sammanställt en tabell där vi jämför värderingen med ett antal svenska noterade forskningsbolag. Vi har koncentrerat tabellen till bolag med projekt i klinisk fas II och bolag noterade eller på väg att noteras på Nasdaq OMX. Undantaget är Gabather som finns med, då de är aktiva inom liknande forskningsområde. Det är framför allt teknologivärdet (EV) vi använder för att skapa oss en bild av relativvärderingen av Saniona.

Relativvärdering urval svenska forsknings- och utvecklingsbolag

(mSEK)	Börs-värde	Netto-kassa	Teknologi-värde (EV)	Egna projekt	Antal partners	Utvecklings-status
Bioinvent	693	224	469	5	6	Fas I-II
Gabather	202	33	169	1	0	Preklin
Hansa Medical	2.520	134	2.386	3	1	Fas II
Immunicum	696	146	550	3	0	Fas II
Saniona	**848**	**88***	**760**	**4**	**5**	**Fas II**
Wilson Therapeutics	1.370	436	934	1	0	Fas II

Källa: Redeye Research, *inkl. Upfront från Boehringer Ingelheim

Scenarioanalys

De närmaste två åren står Saniona inför flera kritiska händelser i sina projekt, vars utfall kommer att få ett stort genomslag på värderingen och aktien. För att åskådliggöra effekterna av dessa har vi skissar på två scenarier kring de främsta värdedrivarna av aktien; i ett optimistisk Bull case och i ett pessimistiskt scenario Bear case.

I vårt optimistiska **Bull Case-scenario** utgår vi ifrån var bolaget kan vara inom två år vid ett rimligt positivt utfall i utvecklingen av bolagets projekt:

- Pågående fas IIa-studien för Tesomet är framgångsrik och ger underlag för fortsatt utveckling
- Utvecklingen av Tesomet drivs vidare av partner och projektet avancerar till fas IIb
- Medix har inlett fas III-studie med tesofensine
- Pågående fas II-studien för NS2359 visar på lovande resultat
- Partnersamarbetet med Ataxion utvecklas positivt och projekten avancerar till fas I-studie
- Projektet med Boehringer Ingelheim har utvecklats bra och fas I-studie är påbörjad
- Samarbetet med Upsher-Smith går enligt plan och en första läkemedelskandidat har valts

Vårt optimistiska scenario ger ett värde på 115 kronor per aktie

Vårt motiverade värde i Bull Case-scenariot uppgår till **115 kronor**

I vårt pessimistiska **Bear Case-scenario** använder vi följande utgångspunkter:

- Fas IIa-studien för Tesomet når inte uppsatta mål och läggs ned
- Bakslaget för Tesomet ger ringar på vattnet och Medix stoppar fortsatt utveckling av tesofensine
- Fas II-studie för NS2359 visar inte tillräckligt bra resultat för att motivera fortsatt utveckling
- AN346 drivs framåt, men är fördröjt och har ännu inte avancerat till kliniska studier
- Boehringer Ingelheim fortsätter driva projektet vidare och läkemedelskandidat har valts, men projektet är ännu i preklinisk fas
- Samarbetet med Upsher-Smith löper vidare men inga läkemedelskandidater har ännu valts
- Samarbetet med Ataxion når inte uppsatta mål och projektet läggs ned

I vårt negativa scenario uppgår värderingen till 14 kronor

Vårt motiverade värde i Bear Case-scenariot uppgår till **14 kronor**

Bakgrund - Schizofreni

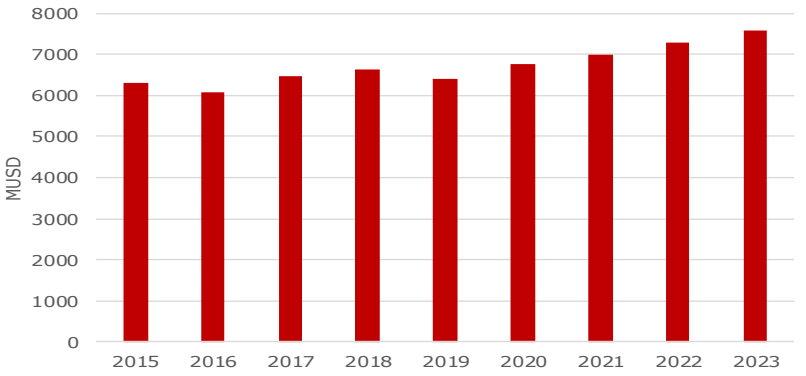
Schizofreni är en allvarlig psykiatrisk sjukdom som kan innebära hörselhallucinationer, vanföreställningar och förändrad verklighetsuppfattning. Sjukdomen är relativt vanligt förekommande och omkring 1 procent av befolkningen har diagnosen. Forskning visar på ett antal gener som bidrar till att öka risken för att få schizofreni. Den exakta orsaken till sjukdomen är dock oklar, men ärftlighet ses som den främsta riskfaktorn. Det är en sjukdom som även kan utlösas i samband med stora påfrestningar i livet.

Dagens behandlingar (antipsykotiska läkemedel) är inriktade på att behandla de positiva symtomen (tilläggssymtom) såsom hallucinationer och vanföreställningar. Dessa läkemedel ger biverkningar och har en negativ effekt på kognitiva symtom, svårigheter med inlärning, tankeförmåga och koncentration. Negativa sjukdomssymtom (bortfallssymtom) innebär att egenskaper fråntas såsom exempelvis att individen har svårt att uppleva njutning, svårt med relationer eller att finna motivation.

Antipsykotiska läkemedel har en begränsad effekt på sjukdomen, där knappt hälften av patienterna upplever komplett respons på behandlingen enligt Datamonitors kartläggning av psykiatriker, medan omkring en sjättedel inte upplever någon respons alls av behandlingen. Enligt samma undersökning behandlas knappt hälften av dessa individer.

Marknaden för läkemedel mot Schizofreni beräknas uppgå till drygt 6 miljarder dollar på de sju största läkemedelsmarknaderna enligt Datamonitor. Försäljningen av läkemedel inom området förväntas fortsätta växa närmaste åren för att överstiga 7 miljarder dollar 2023.

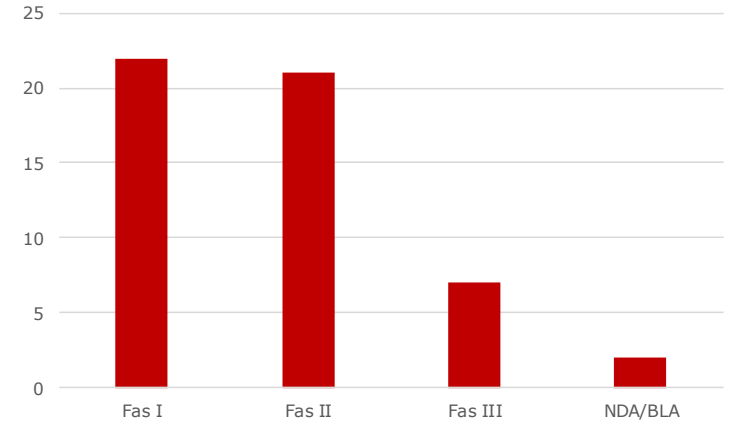
Prognos försäljning av schizofreniläkemedel på de sju största marknaderna, 2015-2023



Källa: Datamonitor

Den aktivitet som sker inom området med flera projekt i klinisk utveckling är inriktad på just kognitiva och negativa symtom. Utmaningen med att förstå de underliggande mekanismerna vid kognitiva förändringar bidrar till svårigheten till att få fram nya effektiva läkemedel.

Antal projekt under utveckling - Schizofreni



Källa: Biomedtracker

Urval kliniska projekt Schizofreni

Drug	Lead Company	Target	Drug Type	
Abilify/Proteus	Otsuka Holdings Co., ..	Alpha Adrenergic Receptors^ Dopa..	Small Molecule	NDA/BLA
Aristada (Two-Month)	Alkermes plc	Alpha Adrenergic Receptors^ Dopa..	Small Molecule	NDA/BLA
ALKS 3831	Alkermes plc	Alpha 1 Adrenergic Receptor^ Dopa..	Small Molecule	Phase III
EN-3342	Apple Tree Partners	Alpha 1 Adrenergic Receptor^ Alph..	Small Molecule	Phase III
Encenicline	FORUM Pharmaceuti..	Nicotinic Acetylcholine Receptor - a..	Small Molecule	Phase III
ITI-007	Intra-Cellular Therapi..	Dopamine^ Serotonin 5-HT2A rece..	Small Molecule	Phase III
Lu AF35700	H. Lundbeck A/S	Dopamine 1 (D1) Receptor^ Dopam..	Small Molecule	Phase III
Pomaglumetad methi..	Denovo Biopharma	Metabotropic Glutamate Receptor s..	Peptide	Phase III
RBP-7000	Indivior plc	Alpha 1 Adrenergic Receptor^ Alph..	Small Molecule	Phase III
APN1125	CoMentis, Inc.	Nicotinic Acetylcholine Receptors (n..	Small Molecule	Phase II
AQW-051	Vanda Pharmaceutica..	Nicotinic Acetylcholine Receptor - a..	Small Molecule	Phase II
AVN 211	Avineuro Pharmaceuti..	Serotonin 5-HT6 receptor	Small Molecule	Phase II
AVP-786	Otsuka Holdings Co., ..	NMDA Glutamate Receptor	Small Molecule	Phase II
BI 409306	Boehringer Ingelheim	Phosphodiesterase 9 (PDE 9)	Small Molecule	Phase II
BI-425809	Boehringer Ingelheim	Unknown	Not Specified	Phase II
Evenamide	Newron Pharmaceutic..	Sodium Channels	Small Molecule	Phase II
GWP42003	GW Pharmaceuticals ..	Cannabinoid-1 (CB1) receptor^ Can..	Not Specified	Phase II
Huperzine	Biomedisyn Corporati..	Cholinesterases	Small Molecule	Phase II
JNJ-40411813	Johnson & Johnson	Metabotropic Glutamate Receptor s..	Small Molecule	Phase II
Neboglamine	Mylan Inc.	NMDA Receptor - Glycine Site	Small Molecule	Phase II
Nuplazid	Acadia Pharmaceutic..	Serotonin 5-HT2A receptor	Small Molecule	Phase II
OMS824	Omeros Corporation	Phosphodiesterase 10a (PDE10a)	Small Molecule	Phase II
PNB02	PharmaNeuroBoost NV	Dopamine 4 (D4) Receptor^ Seroto..	Small Molecule	Phase II
Risperidone-ISM	Laboratorios Farmacé..	Alpha 1 Adrenergic Receptor^ Alph..	Small Molecule	Phase II
RP5063	Reviva Pharmaceutic..	Dopamine 2 (D2) Receptor^ Dopam..	Small Molecule	Phase II
SKL15508	SK Biopharmaceutical..	Unknown	Not Specified	Phase II
Syntocinon Nasal Sp..	Turing Pharmaceutica..	Oxytocin Receptor	Peptide	Phase II
TAK-063	Takeda Pharmaceutic..	Phosphodiesterase 10a (PDE10a)	Small Molecule	Phase II
Wakix	Grupo Ferrer Internaci..	Histamine H3 Receptor (HRH3)	Small Molecule	Phase II
ZY102	Zysis Ltd.	Alpha Adrenergic Receptors^ Dopa..	Small Molecule	Phase II
AMG 581	Amgen	Unknown	Small Molecule	Phase I
Aristada (Six-Week)	Alkermes plc	Alpha Adrenergic Receptors^ Dopa..	Small Molecule	Phase I
ASP-4345	Astellas Pharma, Inc.	Unknown	Small Molecule	Phase I
ATI-9242	Apple Tree Partners	Dopamine 2 (D2) Receptor^ Seroto..	Small Molecule	Phase I
AUT00206	Autifony Therapeutics..	Potassium channels	Not Specified	Phase I
AVL-3288	Anvyl LLC	Nicotinic Acetylcholine Receptor - a..	Small Molecule	Phase I
DSP-3748	Sumitomo Dainippon ..	Nicotinic Acetylcholine Receptor - a..	Small Molecule	Phase I
ENV8058	Takeda Pharmaceutic..	Serotonin 5-HT3 receptor	Small Molecule	Phase I
EVP-6308	FORUM Pharmaceuti..	Phosphodiesterase 10a (PDE10a)	Small Molecule	Phase I
ITI-002	Intra-Cellular Therapi..	Phosphodiesterase 1 (PDE1)	Small Molecule	Phase I
LY03004	Luye Pharma Group, ..	Alpha 1 Adrenergic Receptor^ Alph..	Small Molecule	Phase I
MK-8189	Merck & Co	Unknown	Small Molecule	Phase I
PF-04958242	Pfizer	AMPA-type glutamate receptor - all..	Small Molecule	Phase I
PF-06412562	Pfizer	Unknown	Small Molecule	Phase I
Relday	Zogenix, Inc.	Alpha 1 Adrenergic Receptor^ Alph..	Small Molecule	Phase I
RG7203	Roche	Phosphodiesterase 10a (PDE10a)	Small Molecule	Phase I
RO5545965	Roche	Unknown	Not Specified	Phase I
SEP-363856	Sumitomo Dainippon ..	Unknown	Small Molecule	Phase I
SUVN-502	Suven Life Sciences L..	Serotonin 5-HT6 receptor	Small Molecule	Phase I
TAK-041	Takeda Pharmaceutic..	GPR139	Small Molecule	Phase I
TAK-831	Takeda Pharmaceutic..	D-amino-acid oxidase (DAAO, DAO)	Small Molecule	Phase I
TAK-915	Takeda Pharmaceutic..	Phosphodiesterase 2 (PDE2)	Small Molecule	Phase I

Källa: Biomedtracker

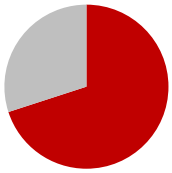
Sammanfattning Redeye Rating

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:

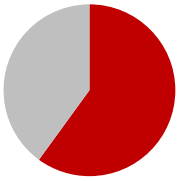
Höjt betyg för vinstutsikter med 0,5 poäng och finansiell stabilitet med 1 poäng

Ledning 7.0p



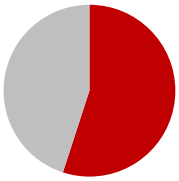
Bolaget har en kunnig och erfaren ledningsgrupp, som höjer sig över genomsnittet i branschen. VD har en god insyn i konkurrensen inom jonkanalsområdet och bör kunna driva strategiska frågor med kraft, inte minst med stöd från den omfattande erfarenheten hos styrelsen. Stort delägande och integritet i ersättningsfrågor hos både ledning och styrelse är andra plusposter.

Ägarskap 6.0p



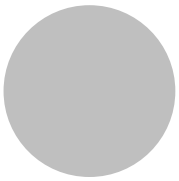
Sanionas ledning och styrelse har ett betydande ägande i bolaget, vilket utmärker bolaget positivt i förhållande till många andra i branschen. Ledning och styrelse lever därmed med upp till de krav vi sätter på finansiellt engagemang. Noteras kan att dessa personer endast i marginell omfattning deltagit i senaste årens kapitalanskaffningar och detta mönster bör hålla i sig i kommande kapitalanskaffningar. Frånvaron av starka institutionella ägare kan utpekas som en utmaning för ledning och styrelse.

Vinstutsikter 5.5p



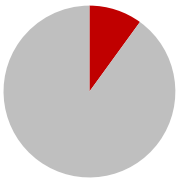
Saniona lider i mindre utsträckning än många andra liknande bolag av ett stort beroende av få partner, men det betyder inte att sådant beroende saknas. Affärsmodellen för små bioteknikbolag har denna inneboende svaghet. Vi tror också att bolagets marknadsposition möter konkurrens från flera håll även om patenten erbjuder ett bra skydd tills vidare.

Lönsamhet 0.0p



Bolaget befinner sig flera år från att uthållig lönsamhet uppnås. Liksom de flesta andra bolag i denna utvecklingsfas finns ingen historik av lönsamhet och det driver upp avkastningskravet som investerare ställer.

Finansiell styrka 1.0p



Bolagets finansiella situation har förbättrats avsevärt fjolårets nyemission och avtal med Boeheinger Ingelheim. Vi ser inget behov av ytterligare kapitalanskaffning i närtid för att kunna exekvera på uppsatta mål.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	22	14	70	112	99
Summa rörelsekostnader	-29	-41	-66	-66	-82
EBITDA	**-8**	**-27**	**4**	**46**	**18**
Avskrivningar materiella tillg	-1	-1	0	-1	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	**-8**	**-28**	**4**	**45**	**18**
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	1	-1	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	**-8**	**-29**	**4**	**45**	**18**
Skatt	2	6	-2	-16	-4
Nettoresultat	**-5**	**-23**	**3**	**29**	**14**

Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	10	47	72	87	119
Kundfordringar	1	0	4	6	3
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	1	2	0	0	0
Summa omsättn.	**11**	**49**	**76**	**93**	**122**
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	1	1	2	3	6
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.	1	2	1	1	1
Summa anlägg.	**2**	**2**	**3**	**4**	**7**
Uppsk. skatteford.	2	6	0	0	0
Summa tillgångar	**15**	**58**	**78**	**97**	**129**
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	4	5	13	12	30
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	0	0	0	0
Summa kort. skuld	**7**	**5**	**13**	**12**	**30**
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	10	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	**7**	**5**	**23**	**12**	**30**
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	**9**	**53**	**56**	**85**	**99**
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	**9**	**53**	**56**	**85**	**99**
Summa skulder och E. Kap.	**15**	**58**	**78**	**97**	**129**

Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	22	14	70	112	99
Sum rörelsekost.	-29	-41	-66	-66	-82
Avskrivningar	-1	-1	0	-1	0
EBIT	**-8**	**-28**	**4**	**45**	**18**
Skatt på EBIT	2	6	-1	-11	-4
NOPLAT	**-6**	**-22**	**3**	**35**	**14**
Avskrivningar	1	1	0	1	0
Bruttokassaflöde	**-5**	**-21**	**3**	**35**	**14**
Föränd. i rörelsekap	2	-9	7	-2	20
Investeringar	-1	-1	0	-2	-3
Fritt kassaflöde	**-4**	**-31**	**9**	**31**	**32**

Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	57%	92%	71%	87%	77%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-10	-47	-72	-87	-119
Sysselsatt kapital	-1	6	-16	-3	-20
Kapit. oms. hastighet	1.4	0.2	0.9	1.2	0.8

Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	63%	-37%	416%	59%	-11%
VPA-tillväxt (just)	216%	181%	-112%	948%	-52%

DCF värdering			
WACC	17.3 %	**Motiverat värde per aktie, SEK**	**50.0**

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	0%	-74%	5%	41%	15%
ROCE	-281%	-91%	8%	64%	19%
ROIC	152%	2422%	55%	-211%	-545%
EBITDA-marginal	-35%	-200%	6%	41%	18%
EBIT-marginal	-38%	-206%	6%	40%	18%
Netto-marginal	-25%	-168%	4%	26%	14%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0.39	-1.10	0.13	1.39	0.67
VPA just	-0.39	-1.10	0.13	1.39	0.67
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.70	-2.26	-3.46	-4.19	-5.70
Antal aktier	13.88	20.84	20.84	20.84	20.84

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	91.8	290.6	605.2	590.0	558.5
P/E	-18.7	-14.7	244.7	23.3	48.2
P/S	4.7	24.8	9.6	6.0	6.8
EV/S	4.2	21.3	8.6	5.3	5.6
EV/EBITDA	-12.1	-10.6	141.3	12.9	31.2
EV/EBIT	-11.1	-10.4	141.3	13.1	31.8
P/BV	11.6	6.4	12.2	8.0	6.9

Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Jørgen Drejer	11.4 %	11.4 %
Thomas Feldthus	9.0 %	9.0 %
Avanza Pension	7.7 %	5.4 %
Palle Christophersen	3.9 %	3.9 %
Claus Brästrup	3.5 %	3.5 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2.5 %	2.5 %
Janus Schreiber Larsen	2.1 %	2.1 %
Jörgen Philip Kiär Ahring	1.9 %	1.9 %
Karin Sandager Nielsen	1.7 %	1.7 %
Thomas Amos Jacobsen	1.4 %	1.4 %

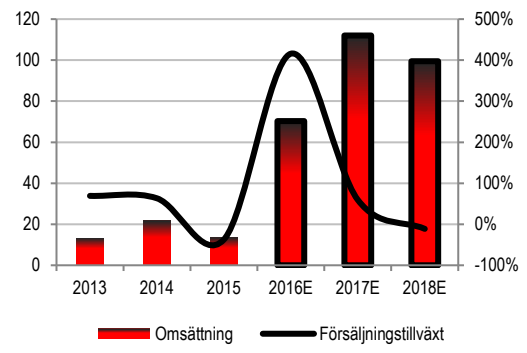
Aktien	
Reuterskod	Sanion.st
Lista	First North
Kurs, SEK	32.5
Antal aktier, milj	20.8
Börsvärde, MSEK	677.3

Bolagsledning & styrelse	
VD	Jørgen Drejer
CFO	Thomas Feldthus
IR	
Ordf	Claes Braestrup

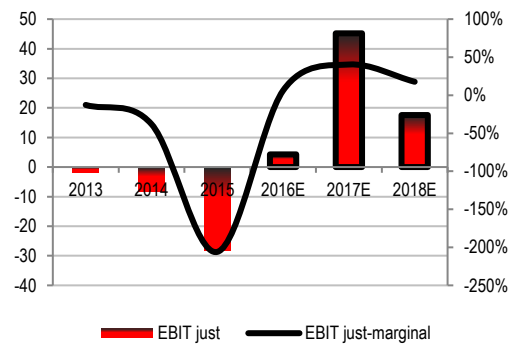
Nästkommande rapportdatum	
Q3 report	November 15, 2016
FY 2016 Results	February 21, 2017

Analytiker	Redeye AB
Klas Palin	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
klas.palin@redeye.se	114 35 Stockholm

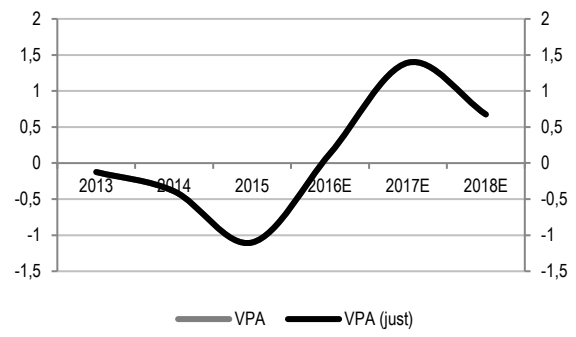
Omsättning & Tillväxt (%)



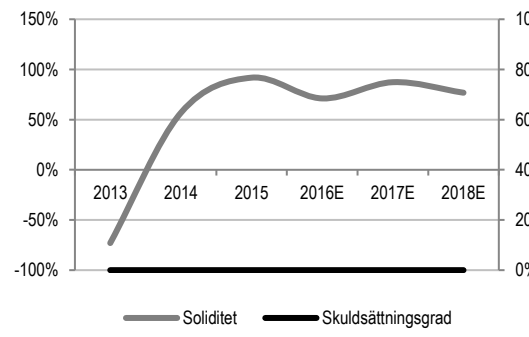
EBIT (justerad) & Marginal (%)



Vinst Per Aktie



Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)



Intressekonflikter

Klas Palin äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

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 investerarrelationer.. 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 frånsäger 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 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar 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 Redeys 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 (2016-10-04)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst-utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	41	43	20	7	17
3,5p - 7,0p	71	60	91	35	45
0,0p - 3,0p	6	15	7	76	56
Antal bolag	118	118	118	118	118

*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.