InDex Pharmaceuticals

Sektor: Biotech

Slutspurt i CONDUCT

Positiva data i ryggen ger goda förutsättningar i CONDUCT

Under Q2 förväntas studiedata från den pågående fas IIb studien CONDUCT att kunna presenteras. Tio procents delta är något av en magisk gräns inom ulcerös kolit och för att nå ett attraktivt partneravtal antar vi att cobitolimod behöver överträffa detta. Mot bakgrund av tidigare studiedata anser vi att man har goda förutsättningar att lyckas.

Ulcerös kolit-marknaden har en attraktiv och växande kommersiell potential

Den globala marknaden för läkemedel mot ulcerös kolit är värd cirka 6,5 miljarder USD, varav cirka 4,5 miljarder USD i USA, och förväntas växa till 8 miljarder USD år 2025. Med tanke på den kroniska behandlingen och stora patientpopulationen så är detta en attraktiv marknad med stor potential för effektfulla och säkra läkemedel. Det har gjort att flera stora partneravtal skrivits inom fältet och vid positiva resultat så ser vi goda förutsättningar till att cobitolimod licensieras ut till en större spelare.

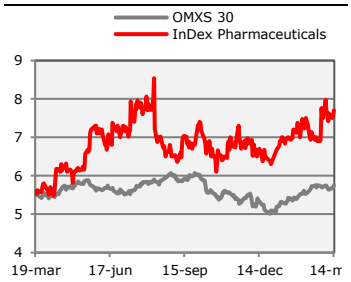
Attraktiv risk/reward där de stora katalysatorerna ligger nära i tid

Med studiedata i mitten av 2019 så antar vi att gapet mellan dagens värdering och vårat Base Case, 14 kr per aktie, kommer att kunna stängas. Det erbjuder en uppsida på cirka 80 procent från dagens nivåer. Därtill så förväntar vi oss att positiva data kan leda till ett attraktivt partneravtal, vilket ger ytterligare en stor potentiell katalysator. Vårt Bull och Bear Case står kvar på 24 kr respektive 4 kr per aktie, vilket innefattar en mer positiv respektive negativ syn på framtiden.

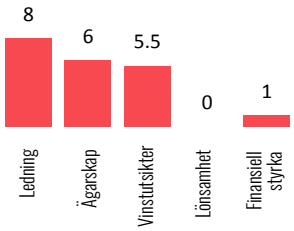
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
4.0	**14.0**	24.0

INDEX.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	INDEX.ST
Lista	First North
Aktiekurs (SEK)	7.8
Börsvärde (MSEK)	530
Nettoskuld 19E (MSEK)	-22
Free Float	48 %
Dagl oms. ('000)	0

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	0	0	0	360	0	0
EBITDA	-73	-82	-58	324	-32	-26
EBIT	-73	-82	-58	324	-32	-26
EPS (adj.)	-1.2	-1.3	-0.8	3.7	-0.5	-0.4
EV/Sales	n.m.	n.m.	n.m.	0.7	n.m.	n.m.
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	0.8	n.m.	n.m.
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	0.8	n.m.	n.m.
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	2.1	n.m.	n.m.

ANALYTIKER

Mathias Spinnars
mathias.spinnars@redeye.se
Jakob Svensson
jakob.svensson@redeye.se
Arvid Necander
arvid.necander@redeye.se

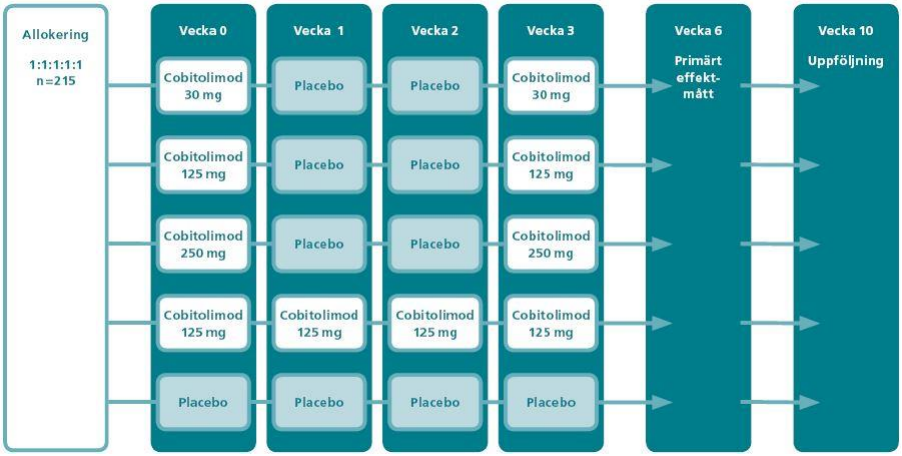
Important information: All information regarding limitation of liability and potential conflicts of interest can be found at the end of the report
Redeye, Mäster Samuelsgatan 42, 10tr, Box 7141, 103 87 Stockholm. Tel. +46 8-545 013 30, E-post: info@redeye.se

CONDUCT: Förutsättningar och förväntningar

CONDUCT är en randomiserad, dubbelblind och placebo-kontrollerad fas IIb studie som kommer att inkludera 215 patienter med vänstersidig måttlig-till-svår aktiv ulcerös kolit. Målet med studien är att utvärdera cobitolimods effektivitet och säkerhetsprofil gentemot placebo för att optimera behandlingen och uppnå bättre effekt. Patienterna randomiseras till en av fem armar (1:1:1:1:1), varav en placeboarm och fyra armar cobitolimod (doserna 31mg x 2, 125 mg x 2, 250 mg x 2 och 125 mg x 4).

Det primära effektmåttet är klinisk remission vid vecka sex, vilket baseras på en så kallad modifierad Mayo score. Effektmåttet som används i CONDUCT inkluderar tre variabler, där avföringsfrekvens och blod i avföringen rapporteras av patienten och läkning av tarmslemhinnan utvärderas genom endoskopiavläsning av en läkare. Endoskopiavläsningen sker via central avläsning, vilket eliminerar risken för differentierad tolkning av data från läkare inkluderade i studien.

CONDUCT studiedesign



Källa: InDex Pharmaceuticals

Inklusions- och exklusionskriterier för studien är liknande andra studier som genomförs inom måttlig-till-svår ulcerös kolit. En skillnad är att CONDUCT-studien endast inkluderar vänstersidig ulcerös kolit, vilket beror på den rektala administreringens begränsning. Cirka 70-80 procent av patienterna diagnostiseras med vänstersidig ulcerös kolit så detta bör i praktiken inte begränsa rekryteringen i någon stor grad. Vi har trots det sett fördröjningar i rekryteringstakten, vilket vi främst härleder till en stor konkurrens att rekrytera patienter då flertalet stora studier pågår samtidigt. CONDUCT har även en konkurrensnackdel då det är en tioveckorsstudie, att jämföra med fas III program som ofta inkluderar minst ett års behandling.

Rationell målsättning och goda förutsättningar att lyckas

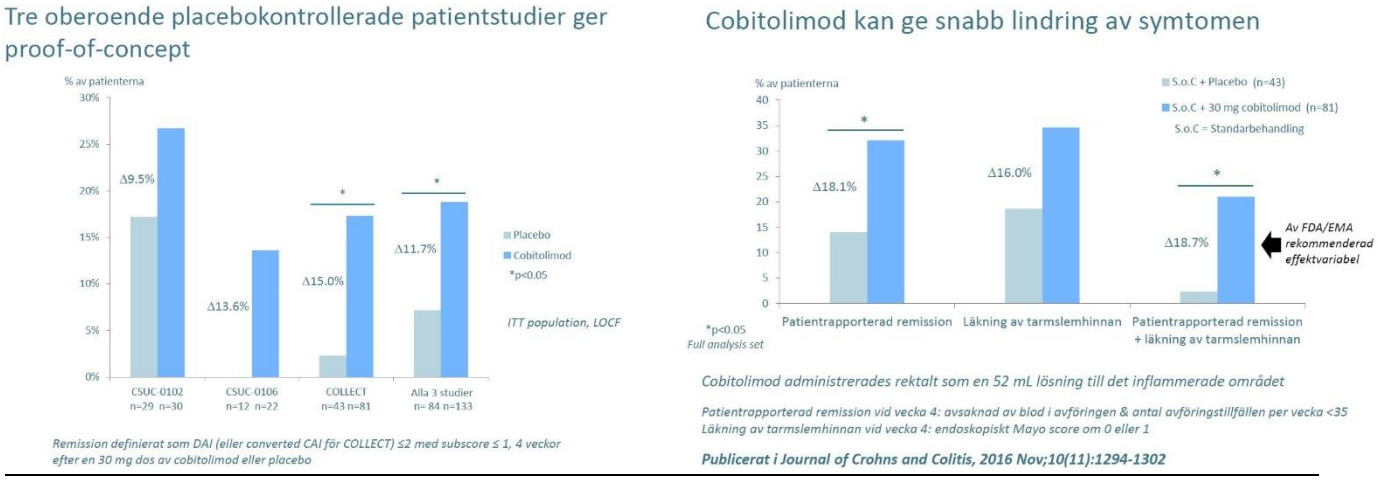
I en av INDEX tidigare kliniska studier så har man gjort observationen att högre dosering potentiellt kan generera en bättre effekt. I sken av detta har man därför valt att utvärdera doser som är flera gånger högre än i tidigare studier (högsta dos i CONDUCT är 250mg, jämfört med COLLECT där 30mg användes) samt en ökad doseringsfrekvens (max 4 x 125mg i CONDUCT jämfört med 2 x 30mg i COLLECT).

Målsättningen i CONDUCT är att hitta den optimala dosen inför en fas III. Med en optimerad dos så tror INDEX att man kan uppnå högre effekt jämfört med både tidigare genomförda studier samt konkurrerande läkemedel, samtidigt som man bibehåller den goda säkerhetsprofilen. Med

cobitolimods lokala applicering och generellt goda säkerhetsprofil så anser vi att det finns en god rational att visa på konkurrenskraftiga kliniska data i CONDUCT.

Ser vi till tidigare studiedata så har cobitolimod, i en meta-analys av tre tidigare genomförda studier, uppnått ett delta (skillnad mellan behandlingsarm och placebo) på 11,7 procent. Meta-analyser kan vara analytiskt svåra att väga in för mycket då det kan bli en ”äpplen och päron”-analys, men här anser vi att det ger en god signal till att cobitolimod har en effekt och att ingen av de enskilda studierna var en slump. Om vi endast ser till den misslyckade fas III-studien COLLECT så ger även den en fingervisning i effekten som kan nås. Studien, som vi tidigare gått igenom i detalj, led av designmisstag och kunde inte ge de svar som krävdes för ett godkännande. Men resultaten är ändock informationsgivande i att de sekundära effektmåtten som användes i COLLECT är de i dag EMA/FDA-rekommenderade effektvariablerna för fas III-studier inom ulcerös kolit. I dessa variabler visade cobitolimod på en statistiskt signifikant effekt med ett delta på 18,7 procent.

Meta-analys (vänster) och sekundära variabler (höger) visar att cobitolimod tycks ha god effekt



Källa: INDEX

I den pågående fas IIb-studien (CONDUCT) så har man rättat till designmisstagen och använder sig av det av EMA/FDA rekommenderade primära effektmåttet för fas III-studier inom ulcerös kolit. En högre dos, mer frekvent dosering och en avläsning tidigare inpå sista dosering ger goda förutsättningar att visa på god effekt. Vi räknar med en 80 procent sannolikhet att resultaten är goda nog för att hitta en partner och gå vidare i fas III. Detta är långt över snittet runt 40-50 procent[1], men väldigt få projekt går in i en fas IIb med så pass mycket data som INDEX genererat.

Patientrekrytering i fokus – sista-patienten-in inom kort

I Q4 rapporten så fick vi en uppdatering beträffande dels rekryteringstakten, som uppgick till över 85 procent som rekryterats in, och att över 150 patienter har genomgått hela studieprogrammet utan att uppvisa några säkerhetsproblem, vilket är positivt och i linje med förväntan. Matematiskt borde detta innebära att cirka 30 patienter har genomfört studien med den högsta dosen, 250 mg x 2, vilket ska jämföras med dosen i den tidigare studien, COLLECT, som uppgick till 30 mg x 2. Den slutsatsen vi kan dra hittills av studien är därmed att en nästan tiofaldigad dosering gentemot tidigare studier inte ger några stora säkerhetsproblem. Det stärker bilden av cobitolimod som en kandidat med mycket god säkerhetsprofil och vi anser att kombinationen hög effekt och en god säkerhetsprofil kommer vara det som skapar intresse in industrin och hos potentiella partners.

Vi förväntar oss att sista patienten inkluderas inom de kommande månaderna, vilket gör att resultat kan presenteras mot slutet av Q2.

[1] Hay et al 2014 rapporterar en historisk sannolikhet att gå från fas II till fas III om ~40%, Lo et al 2018 rapporterar ~50%.

Vad krävs för ett lyckosamt utfall?

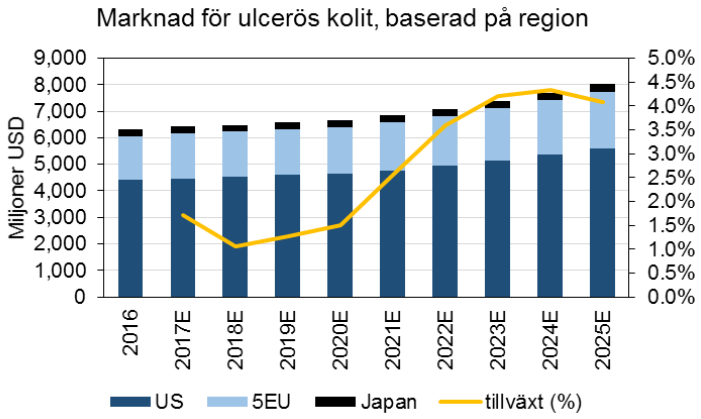
För ett lyckat utfall i CONDUCT så krävs att cobitolimod uppnår det primära effektmåttet i studien, men då det finns flertalet kandidater på marknaden och under utveckling med acceptabel effekt, så antar vi att cobitolimod behöver visa på ett delta runt 15-20 procent eller högre, över snittet på cirka 10-15 procent, för att skapa ett stort intresse från industrispelare. Kan man uppnå ett högre delta än snittet med bibehållen säkerhetsprofil så tror vi att man kommer attrahera intresse från flertalet potentiella partners. Vi har sett flertalet stora affärer inom fältet den senaste tiden (se tabell nedan) och bedömer att en potentiell affär efter CONDUCT-data skulle kunna vara värd 400 miljoner USD, varav 50 miljoner USD i kontantersättning och en royaltysats om 15 procent.

Skulle man, å andra sidan, uppnå ett delta runt 10-15 procent, det vill säga i linje med konkurrenterna, så tror vi dock fortfarande att produkten kan nå marknaden men premisserna är troligtvis inte lika gynnsamma. Key opinion leaders har däremot menat på att en mycket bättre säkerhetsprofil med snarlik effekt är en vinning i sig, vilket patienter sannolikt skulle uppskatta. Det är dock inte lika säkert att en bättre säkerhetsprofil är tillräckligt för att ta en väsentlig marknadsandel, speciellt med tanke på att administreringen är rektal, vilket dessa patienter i och för sig är vana med men som vi tror kan bli svårsåld gentemot en tablett eller injektionsbaserad administration i det fallet.

Men det finns även en möjlighet att använda cobitolimod som kombinationsterapi, som den kan komma att visa sig väl lämpad för med tanke på den goda säkerhetsprofilen, en ny mekanism och en topikal administrering. Det kan därför komma att vara en differentiering i sig som är välkommen inom industrin. Möjligheten att vidareutveckla detta med en oral formulering ger också en mycket intressant möjlighet och kan komma att ge ytterligare intresse kring projektet i det fall data är bra, men detta är inget vi räknar med i dagsläget. I närtid så är det därför en differentiering från konkurrenterna med både högre effekt och bättre säkerhetsprofil som kommer att krävas för att få ett stort partnerintresse efter CONDUCT. Vi ser sannolikheten som god och anser, som uttryckt ovan, att nedsidan är begränsad då cobitolimod är säker och tycks ha en effekt, frågan är mer hur stor denna visar sig vara.

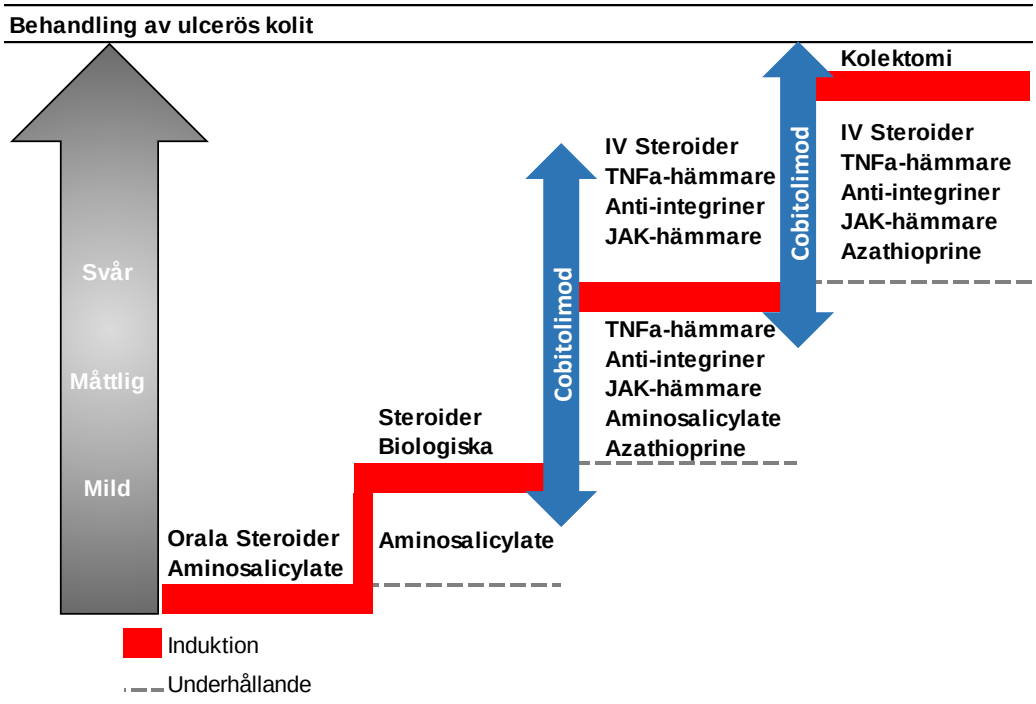
Marknaden för ulcerös kolit: Stor potential och högt intresse

Över 5 miljoner människor uppskattas lida av inflammatorisk tarmsjukdom globalt. Cirka 1.8 miljoner av dessa uppskattas ha ulcerös kolit i USA, 5EU och Japan. Marknaden för dessa marknader är cirka 6,5 miljarder USD, varav cirka 4,5 miljarder USD bara i USA. Ulcerös kolit är en kronisk tarmsjukdom och patienter tenderar att genomgå perioder av högre och lägre aktivitet av sjukdomen och då det ännu inte finns några botande läkemedel bidrar det till en kontinuerligt hög läkemedelskonsumtion.



Källa: DataMonitor

Behandlingen av ulcerös kolit baseras på svårigheten och stadiet av sjukdomen. Paradigmen är generellt sett en stegringstrappa, men har på senaste tiden visats gå snabbare in på de mer effektiva men kostsamma behandlingarna, vilket gjort att alla patienter inte går igenom samtliga steg i en direkt linje. INDEX mål är att bli en induktions- och underhållningsbehandling för patienter med måttligt-till-svår ulcerös kolit. där konkurrensen främst består av biologiska terapier så som TNF-a hämmare och anti-integriner, men även småmolekylära JAK-hämmare.



Källa: Abreu, M.T. & Lichtenstein, G.R. (2013), Redeye Research

Den första selektiva terapin som godkändes för patienter med måttlig-till-svår ulcerös kolit var Johnson & Johnsons Remicade (infliximab), en anti-TNF-a antikropp som visade på starka kliniska data i fas III. Detta sågs som ett stort framsteg i behandlingen och följdes av AbbVies Humira (adalimumab), den andra TNF-a hämmaren på marknaden, samt Johnson & Johnsons Simponi, en tredje TNF-a hämmare. Takedas anti-integrin Entyvio (vedolizumab) ansågs vara en stark addering till arsenalen av ulcerös kolit-läkemedel i och med dess nya mekanism, och produkten har haft en bra utveckling på marknaden. Det senaste tillskottet är Pfizers Xeljanz (tofacitinib), en JAK-hämmare som uppvisat vissa säkerhetsproblem men som används sedan 2012 inom RA. Som den första småmolekylen inom måttlig-till-svår UC så kan den komma att påverka dynamiken på marknaden, men vi ser säkerhetsriskerna som för stora för att kunna bli en storspelare. FDA utfärdade nyligen en varning om användning av Xeljanz i doserna 10 mg två gånger dagligen i patienter med RA då man sett en ökad risk för blodproppar i lungorna, vilket kan vara dödligt (se FDAs utskick). Doseringen används för närvarande endast som off-label inom RA, men är den dos som är godkänd inom ulcerös kolit. Sammantaget ser det därför svårt ut för Pfizer att få något stort upptag av produkten i närtid, tills mer klarhet kring detta framkommit.

Med tanke på marknadsstorleken och den kroniska natur som ulcerös kolit har, så har också intresset ökat för att utveckla nya projekt. Flertalet projekt är i sen klinisk fas, vilket kan hjälpa till att öppna upp landskapet och öka möjligheterna till att få läkare och patienter att bli mindre konservativa. Vad vi fortsätter se i klinisk fas är dock att runt 10 procent i delta tycks vara någon sorts gräns för vad som kan nås i dessa patienter, även om några projekt lyckats övertyga i fas II (t.ex. etrasimod). Svårigheterna kan bero på mekanismerna som används eller att systemiska terapier, på grund av säkerhetsrisker, inte kan nå de dosnivåerna som krävs för bättre effekt, men det kan också peka mot att nya metoder behövs för att bryta barriären, så som kombinationsbehandlingar.

Products approved for the treatment of moderate-to-severe ulcerative colitis

drug	company	target	drug type	comment	phase III data - clinical remission
Remicade (infliximab)	Johnson & Johnson	tumor necrosis factor-alpha (TNF-a)	mAb	First TNF-a antibody on the market. Approved in US Sept. 2005 and EU Mar 2006 based on results from ACT I and ACT II clinical trials. High response rates, much due to treating patients with no prior biologics (esp. TNF-a) exposure, something newer therapies will have to handle.	17-28% delta in the induction stage (week 8) 17% delta in maintenance setting (week 54) * Note that Remicade was the first TNF-a inhibitor to be tested, thus all patients were untreated with biologics, which generally improves the remission rates.
Humira (adalimumab)	AbbVie	TNF-a	mAb	Second TNF-a antibody on the market. Approved apr 2012 in EU and sep 2012 in the US. Concerns from the PhIII included questions regarding long-term duration and durability of response at w52 with study-doses, as well as concerns over missing data captured retrospectively. However, they condisered the overall clinical remission benefits to outweigh the risks, despite a lack of robust efficacy demonstrated at w52.	7.2-9.3% delta in the induction stage (week 8) 4.4% delta in maintenance setting (week 52)
Simponi (golimumab)	Johnson & Johnson	TNF-a	mAb	Approvec may 2013 in the US and sep 2013 in EU for patients with corticosteroid dependence or patients with inadequate 1L therapy response.	11% delta in the induction stage (week 6) 12% delta in maintenance setting (week 54)
Entyvio (vedolizumab)	Takeda	integrin alpha-4 beta-7	mAb	Approved in may 2014 in the US for patients resistant to TNF blocker therapy/corticosteroids or dependent on corticosteroids. Have shown a relatively solid efficacy and lack of adverse events. The presumed gut-selectivity is also a potential benefit. Often seen as more effective in UC than CD.	11.5% delta in the induction stage (week 6) 26-29% delta in maintenance setting (week 52)
Xeljanz (tofacitinib)	Pfizer	JAK/STAT	small molecule	Approved for RA since 2012 and PsA since 2017. FDA-panel voted in favor of approving in March 2018 based on the OCTAVE and SUSTAIN phase III program, and Xeljanz subsequently approved in May 2018 (Aug 2018 by the EMA). Has been tainted with safety issues but could have some impact on the UC field due to being the only marketed orally administered drug for the moderate-to-severe UC patients.	10-13% delta in the induction stage (8 weeks) 23-30% delta in maintenance setting (52 weeks)

Ulcerös kolit: Utvalda projekt i sen klinisk fas								
Läkemedel	**Bolag**	**Target**	**Struktur**	**Effekt**	**Säkerhet**	**Fas**	**Förväntad uppdatering**	**clinicaltrials.gov**
Stelara (ustekinumab)	Johnson & Johnson	IL-12/23	antikropp	**Fas III:** Klinisk remission vid v.8 var 15.5-15.6% för Stelara vs 5.3% placebo (delta=10.2-10.3%, p<0.001). Maintenance-delen visade klinisk remission i 43,8% för Stelara vs 24,0% placebo (delta=19,8%, p<0.001).	Generellt god säkerhet rapporterad.	NDA	YE-2019	NCT02407236
filgotinib	Galapagos / Gilead	JAK/STAT	småmolekyl	Endast resultat för Crohn's finns tillgängliga, vilka visat på effekt.	Acceptabel säkerhet/tolerabilitet rapporterad för Crohn's-patienter, men en systemisk JAK-hämmare kan visa upp problem i längden. Dock mer selektiv än Xeljanz.	IIb/III	YE-2019	NCT02914522 (induction+maintenance) NCT02914535 (long-term extension)
etrolizumab	Roche	integrin a4b7 / LPAM	antikropp	**Fas II-resultat** från ECCO 2017: Klinisk remission vid v10 visade 10-20.5% etro vs 0% placebo; respons på etro i TNF-naïva patienter 25-43.8% vs TNF-erfarna 4-4.5%. **Initiala fas III-resultat** från UEGW 2017: Klinisk remission vid v.14 med etro var 12.3% och klinisk respons 50.8% (inte placebokontrollerad).	Relativ god säkerhet och tolerabilitet rapporterad i tidigare studier.	III	Mid-2020	NCT02165215 (TNF-naïve, maintenance) NCT02136069 (infliximab head-to-head) NCT02100696 (TNF-experienced) NCT02163759 (etro+adalimumab #1) NCT02171429 (etro+adalimumab #2) NCT02118584 (long-term maintenance)
ozanimod	Celgene	S1P1R	småmolekyl	**Fas II**: Klinisk remission vid v8 var 13.8% (0.5mg, p>0.05), 16.4% (1mg, p<0.05) och 6.2% (placebo) av patienterna. Klinisk respons var 58.2% (1mg) vs 36.9% placebo. Vid v.32 så var klinisk remission 21% (1mg) och 26% (0.5mg) vs placebo 6% (p<0.05).	God säkerhet rapporterad.	III	Mid-2020	NCT02435992 (induction+maintenance) NCT02531126 (open-label extension)
SHP-647 (PF-00547659)	Shire	MAdCAM-1	antikropp	**Fas II:** Klinisk remission var 5.7-16.7% i aktiv arm vs 2.7% placebo. Klinisk respons var 38.0-54.2% i aktiv vs 28.8% placebo och läkning av tarmslemhinnan 13.3-27.8% i aktiv vs 8.2% placebo. Vidare så var responsen 10.0-25.8% av TNF-naïva patienter och 2.5-9.8% i TNF-erfarna. Delta för remission i bästa dosen (22.5mg) var 14.0%.	Inga detaljerade data rapporterade.	III	H2-2020	NCT03259334 (induction) NCT03259308 (induction) NCT03290781 (extension maintenance)
LY3074828 (mirikizumab)	Eli Lilly	IL-23	antikropp	**Fas II:** Klinisk remission vid v.12 var 11.5% och 22.6% för miri vs 4.8% placebo. Klinisk respons 41.3-59.7% vs 20.6% placebo. Läkning av tarmslemhinnan var 13.1-30.6% vs 6.3% placebo.	Inga stora skillnader rapporterade vs placebo	III	Mid-2020	NCT03518086 (induction) NCT03524092 (maintenance) NCT03519945 (long-term extension)
upadacitinib (ABT-494)	AbbVie	JAK/STAT	småmolekyl	**Fas II:** primärt effektmått var klinisk remission vid v8. I adapted Mayo Score var resultaten 9-20% för upa vs 0% för placebo (delta 9-20%). I Full Mayo Score var resultaten 0-20% delta för upa vs 0% placebo.	Överlag god säkerhet rapporterad men oroande SAEs rapporterade inom RA vid högre doser.	III	1H-2021	NCT02819635 NCT03653026
TD-1473	Theravance / JNJ	JAK/STAT	småmolekyl	Inga detaljerade resultat presenterade, kommer på en framtida medicinsk kongress. Går direkt från fas I till IIb/III.	God säkerhet och tolerabilitet rapporterad över all doser. Låga nivåer av TD-1473 i plasma.	IIb/III	Start av fas III YE-2018	NCT03758443
Otezla (apremilast)	Celgene	PDE4	småmolekyl	**Fas II** från ECCO 2018: Klinisk remission (TMS) vid v.12 var 21.8% (40mg) och 31.6% (30mg) vs 13.8% placebo. Delta var 8% (40mg, p=NS) respektive 17.8% (30mg, p<0.05).	Relativt god säkerhet och tolerabilitet rapporterad över tid. Godkänd inom PsO, PsA.	III	Osäkert om utveckling kommer att fortsätta.	
etrasimod (APD334)	Arena	S1P1R	småmolekyl	**Fas II** (OASIS): Klinisk remission (3-pt Mayo) 33.0% (etra 2mg) vs 8.1% placebo (p<0.001). Klinisk remission (4-pt Mayo) var 24.5% för etra vs 6.0% placebo (p=0.004).	God säkerhet, färre SAEs vs placebo	III	Fas III kan påbörjas 2019	
mongersen (GED-0301)	Celgene	Smad7 mRNA	antisense oligonucleotide	**Fas II:** Primärt effektmått var andel patienter som uppnådde klinisk remission i Modified Mayo Score vid v.8. Av 41 analyserade patienter så nådde 17.1% klinisk remission. Studien var inte placebokontrollerad.	Inga stora problem rapporterade.	II	Projektet avvecklades inom CD och det är inte troligt att man vill gå vidare i UC.	NCT02601300

Källa: Bolagssidor, Clinicaltrials.gov, Redeye Research

Intresset för kombinationsbehandlingar har ökat den senaste tiden i och med att nya mekanismer når marknaden. Även om kombinationer med en biologisk och en immunsuppressiv terapi används i praktiken (t.ex. infliximab + azathioprine) så är en potentiell kombination av två nya, komplexa målinriktade terapier en attraktiv möjlighet då behandlingsregimen för måttlig-till-svår UC nu består av mer än bara TNF-a hämmare. Till exempel så genomför JNJ för närvarande en fas II-studie med guselkumab (Tremfya) och golimumab (Simponi) i patienter som misslyckats med konventionell behandling. Kombinationer kan troligen komma att bli etablerade först i patienter som är refraktära mot monoterapi, mycket på grund av den ökande säkerhetsrisken. Om man kan kombinera en kandidat som är säker med en väletablerad effektiv behandling så skulle det dock vara av stort intresse. Där tror vi att cobitolimod har en god möjlighet att bli en intressant del, tack vare sin lokala administration och hittills mycket goda säkerhetsprofil.

På grund av marknadsstorleken och behovet av nya läkemedel inom ulcerös kolit så har det varit en god aktivitet i form av uppköp och licensieringsavtal (se lista över utvalda avtal nedan). Majoriteten av produkterna som ingår i avtal är en oral formulering eller antikropp, vilket anses vara mer attraktivt i ett kommersiellt perspektiv då de ofta kan breddas till Crohn's disease eller andra inflammatoriska sjukdomar. Av de senaste IBD-specifika avtalen så har vi sett en upfront på mellan 50-250 miljoner USD, med ett totalt avtalsvärde om 165-1520 miljoner USD plus royalties på framtida försäljning. Det enda projekt som utlicensierades med goda data inom UC var SHP-647/PF-00547659 vilken visade en klinisk remission om cirka 14 procent vid vecka 12 för den hösta dosen i fas II. Vi anser att det visar på det stora intresse som finns i industrin och ger INDEX goda förutsättningar till att nå ett attraktivt avtal efter CONDUCT-studien, givet att resultaten är bra.

Relevanta licensavtal och transaktioner inom IBD

År	Target	Köpare	Läkemedel	Indikationer	Stadie	Upfront	Total deal value	Royalty	Kommentar
2014	Nogra Pharma	Celgene	mongersen (GED-0301)	CD, UC	Fas II	710	2610	SD	Mongersen är en oligonukleotid som hindrar proteinet SMAD7 från att bildas. Var i fas II för CD.
2015	Galapagos NV	Gilead	filgotinib	RA, CD, UC	Fas III	725	2075	>20%	Utvecklas inom flera inflammatoriska indikationer men det stora värdet anses vara inom RA, vilket också är huvudindikationen.
2016	Pfizer	Shire	SHP-647/PF-00547659	CD, UC	Fas II	90	165-550	LDD	En antikropp mot MAdCAM-1, vilket binder till integrinen a4b7 på lymfocyter. Hade slutfört fas II-studier inom UC/CD.
2016	AstraZeneca/ MedImmune	Allergan	MEDI2070	CD, UC	Fas IIb	250	1520	Tiered royalties	Antikropp mot IL-12/23. Var i fas IIb för CD och fas II för UC.
2017	Protagonist Therapeutics	Johnson & Johnson	PTG-200	CD, UC	IND	50	940	Yes	Oral IL-23R antagonist som var i prekliniska studier
2018	Theravance Biopharma	Johnson & Johnson	TD-1473	CD, UC	Fas I	100	1000	Profit-sharing i USA, DDR ex-USA	En tarmsspecifik JAK-hämmande småmolekyl som visat resultat från en fas I-studie i UC.

* IBD = inflammatory bowel disease, UC = ulcerative colitis, CD = crohn's disease, RA = rheumatoid arthritis, SD = single digit, LDD = low double digit, DD = double digit

Värdering och scenarioanalys

Vi förväntar oss att sista patienten rekryteras under mars/april och att topline data sedan kan presenteras under Q2. Bolaget har börjat kratta manegen för att kunna producera den slutgiltiga analysen av data snabbare än tidigare kommunicerat, varför data kommer kunna presenteras under Q2 även om sista patienten skulle rekryteras något senare än sista mars. Vidare ser vi god sannolikhet att INDEX kommer att kunna presentera positiv data i CONDUCT, där ett potentiellt partneravtal till stor del kommer att bero på hur stor delta som uppnås.

Sammantaget ser vi ett intressant case i INDEX framöver och har ett Base Case på 14 kr per aktie och ett Bull Case samt Bear Case på respektive 24 och 4 kr per aktie.

Base Case Scenario

- Klinisk data visar på konkurrenskraftig effekt och god säkerhet
- Partneravtal värt 400 miljoner USD varav 50 miljoner USD i kontantersättning och en royaltysats på 15 procent
- Positionerad för att konkurrera med de biologiska produkterna
- Marknadsandel på upp till 15 procent i både induktions- och underhållsbehandling
- Toppförsäljning på cirka 1 miljard USD
- Motiverat värde på **14 kronor per aktie**

Bull Case Scenario

- Cobitolimod visar på överlägsen effekt och säkerhet i CONDUCT
- På grund av de goda resultaten så blir intresset högt och ett attraktivt avtal nås; 100 miljoner USD i kontantersättning för ett totalt värde på 600 miljoner USD och en royaltysats på 18 procent
- 20 procents marknadsandel i induktions- och underhållsbehandling
- Toppförsäljning på cirka 1,4 miljarder USD
- Motiverat värde på **24 kronor per aktie**

Bear Case Scenario

- Kliniska resultat tyder på sämre effekt men god säkerhet
- Ett lukrativt avtal är svårt att få till och med stora utvecklingskostnader i en fas III så blir det troligtvis en baktung avtalsstruktur. Totalt deal-värde på 240 miljoner USD, varav 20 miljoner USD kontant och en 12 procent royaltysats.
- Tar 15 procent andel av återfallspatienter – ett mindre segment med svårare sjuka patienter vilket ger begränsad marknadspotential.
- Toppförsäljning på cirka 350 miljoner USD
- Vårt Bear Case ger ett motiverat värde på **4 kronor per aktie**

Investment Case

- Läkemedelskandidat med en brokig historia men lovande framtid
- Behandlingsparadigm visar tecken på förändring i cobitolimods favör - kommersiella medvindar kan ge extra lyft
- Hög sannolikhet till goda resultat och överdriven oro över tidigare misslyckanden - värdering visar på betydande uppsida

InDex har en brokig historia men en lovande framtid. Bolaget kommer från en misslyckad fas III-studie (COLLECT) och tar nu ett steg tillbaka för att optimera doseringen av cobitolimod i en fas IIb-studie (CONDUCT) och visa på förbättrad effekt. Ett missförstånd bland investerare är att bakslaget betyder att cobitolimod inte fungerar. Vi anser dock att de dåliga resultaten i COLLECT inte är läkemedelsrelaterade utan berodde på brister i studiedesignen. COLLECT var designad utifrån en enarmad, öppen singelcenterstudie i 14 patienter och använde ett löst definierat primärt effektmått baserat på CAI–där flera variabler som inte längre anses relevanta. Tidpunkten för avläsning var vid vecka 12, åtta veckor efter den sista dosen, vilket gav sjukdomen möjlighet att avta av sig själv. Det långa tidsintervallet i kombination med ett löst definerat effektmått resulterade i en överraskande hög placeboeffekt. Med ny ledning och lärdomar från tidigare misslyckanden så har InDex designat CONDUCT-studien baserat på de rekommendationer som FDA och EMA gav ut 2016. Effektmåttet är ett mer strikt definierat poängsystem kallat modifierad Mayo-score. De nya primära måtten var sekundära mått i COLLECT, för vilka cobitolimod visade statistisk signifikant effekt. Avläsningen sker nu närmare sista dosen och man kommer samtidigt öka både frekvens och dosering av cobitolimod, vilket ökar chansen till god effekt. Med den förbättrade studiedesignen, en god säkerhetsprofil och tidigare klinisk effektdata, anser vi att InDex har en mycket god sannolikhet att lyckas i fas IIb. CONDUCT-studien inleddes under andra kvartalet av 2017 och vi räknar med resultat under H1-2019.

Utvecklingen av cobitolimod sker i medvind då behandlingsparadigmen visar tendenser till ett ökat fokus på läkemedel som kan ge en snabb och ihållande remission med lågt systemisk upptag – i linje med cobitolimods läkemedelsprofil och utom räckhåll för flera nuvarande behandlingar som lämnar mer att önska. Med goda data i ryggen så är cobitolimods eventuella framgång inte en fråga om produkten har en terapeutisk effekt eller inte, utan snarare om effekten är konkurrenskraftig nog för att ta en stor marknadsandel. Konkurrensen på marknaden är nämligen tuff och vi anser att cobitolimod kan behöva visa ett delta på över 20 procent i CONDUCT, att jämföra med nuvarande biologiska terapier som visat på delta runt 10-20 procent. Investerare har, utöver fas III-studien, även visat oro över det avslutade samarbetsavtalet med spanska Almirall där InDex återfick alla rättigheter under 2015. Vi argumenterar för att oron är överdriven. Det avbrutna samarbetet berodde på en strategisk omläggning där Almirall genomförde en ompositionering med fokus på dermatologi. Vår uppfattning är att värdet på affären inte heller är speciellt informationsgivande då cobitolimod i princip var ett annat projekt vid den tidpunkten. Produkten utvecklades som en sista linjens behandling för patienter som väntade på kolektomi, vilket gav begränsad försäljningspotential. I dag riktas cobitolimod mot en bredare patientgrupp och där försäljningspotential kan vara upp till 1,5 miljarder USD. Avbrutna partneravtal är mer regel än undantag i läkemedelsutveckling. Det uppskattas att cirka tio procent av alla avslutade avtal för substanser ingår nya partneravtal för att senare nå blockbuster-framgång. Vid ett positivt utfall i CONDUCT så anser vi att InDex har god chans att åter igen licensiera ut cobitolimod inför fas III.

En investering i InDex erbjuder stor potentiell uppsida. Med en god säkerhetsprofil och konkurrenskraftig effekt så bedömer vi att cobitolimod kan bli en attraktiv tillgång inom ulcerös kolit-fältet. Vi ser en hög sannolikhet till positiva data i CONDUCT och värderar INDEX i vårt Base Case till 14 kronor per aktie. I ett mer optimistiskt scenario med mycket stark effektivitet i fas IIb så ser vi en stor uppsida till 24 kronor per aktie, medan ett mer pessimistiskt scenario med tvetydig effekt ger ett Bear Case om 4 kronor per aktie.

Vi anser dock att alla investeringar inkluderar sämre sidor och vill därför peka på de tre viktigaste punkterna som investerare bör tänka på. För det första så är storleken på studiearmarna relativt liten – 215 patienter delat på 5 studiegrupper där varje patient representerar 2,5 procent – vilket vid några misslyckade behandlingar, trots bra övriga resultat, kan leda till att studiens statistiska styrka blir för svag. För det andra så saknar InDex katalysatorer i närtid och aktien kan lida fram till studiedata närmar sig. Sist så vill vi peka på att konkurrensen kring rekrytering av patienter är stor och att en snabb process inte kan räknas med. Bolaget kan därför riskera fördröjningar eller till och med misslyckas att få en fullt rekryterad studie.

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.

Ledning: 8.0

VD Zerhouni har erfarenhet från börsnoterade bioteknikföretag. Bolaget har hanterat misslyckanden väl och tagit till sig viktiga lärdomar för att växa sig starkare. Ledningsgruppen stöds av en erfaren styrelse och vetenskapligt råd.

Ägarskap: 6.0

Över 50 procent av aktierna ägs av tre institutionella investerare med specialiserad kompetens inom Life Science. I styrelsen ingår representanter från långtidsägarna SEB Venture Capital och Industrifonden. Aktieägande i ledningen är lågt.

Vinstutsikter: 5.5

Marknaden erbjuder stor tillväxtpotential och lönsamhet för produkter till patienter utan tillräckligt bra behandlingsalternativ. Behandlingsparadigmen genomgår förändringar till förmån för cobitolimods läkemedelsprofil och INDEX är väl positionerat för att dra nytta av situationen.

Lönsamhet: 0.0

INDEX är i utvecklingsstadiet och bolaget har flera år innan lönsamhet kan uppnås. Intäkterna från DiBiCol utgör inte någon betydande inkomstkälla.

Finansiell styrka: 1.0

Bolaget reste netto 200 miljoner kronor i en IPO under hösten 2016 och kompletterade detta med en riktad emission om 37,5 miljoner under Q4-18. Vid årsslutet 2018 hade bolaget cirka 80 miljoner kronor i kassan, vilket bör räcka för att syna korten i fas IIb och genomföra förberedelser inför fas III samt partnerförhandlingar.

RESULTATRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	0	0	0	360	0
Summa rörelsekostnader	-73	-82	-58	-36	-32
EBITDA	-73	-82	-58	324	-32
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-73	-82	-58	324	-32
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	1	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-73	-82	-58	324	-32
Skatt	0	0	0	-71	0
Nettoresultat	-73	-82	-58	253	-32

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
Omsättningstillångar					
Kassa och bank	125	83	22	275	243
Kundfordringar	0	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	2	2	2	2	2
Summa omsättn.	127	85	24	277	245
Anläggningstillgångar					
Materialla anl. tillg.	0	0	0	0	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	0	0	0	0
Summa anlägg.	0	0	0	0	0
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	127	85	24	277	245
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Levantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	7	4	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	16	22	22	22	22
Summa kort. skuld	22	25	22	22	22
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	22	25	22	22	22
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	105	60	2	255	224
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	105	60	2	255	224
Summa skulder och E. Kap.	127	85	24	277	245

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	0	0	0	360	0
Sum. Rörelsekostnader	-73	-82	-58	-36	-32
Avskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-73	-82	-58	324	-32
Skatt på EBIT	0	0	0	-71	0
NOPLAT	-73	-82	-58	253	-32
Avskrivningar	0	0	0	0	0
Bruttokassaflöde	-73	-82	-58	253	-32
Förand. I rörelseskap	5	3	-4	0	0
Investeringar	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-69	-80	-61	253	-32

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	83%	70%	10%	92%	91%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-125	-83	-22	-275	-243
Sysselsatt kapital	-20	-23	-20	-20	-20
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.0	1.3	0.0

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningstillväxt	-36%	14%	-92%	3,600,0	-100%
VPA tillväxt (just.)	76%	13%	-36%	-539%	-112%

DCF VÄRDERING	
WACC (%)	16.0 %
Motiverat värde per aktie, SEK	14.0
Aktiekurs, SEK	7.8

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	10.6 %	Omsättning	-70.3 %
3 mån	20.7 %	Rörelseresultat, just.	-11.4 %
12 mån	33.2 %	V/A, just	-15.2 %
Årets början	22.2 %	EK	-85.2 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
SEB Venture Capital	21.3 %	21.3 %
Stiftelsen Industrifonden	18.8 %	18.8 %
NeoMed/N5	10.0 %	10.0 %
Staffan Rasjö	4.5 %	4.5 %
Linc AB	4.2 %	4.2 %
SEB Stiftelsen	2.6 %	2.6 %
SEB Life International	2.1 %	2.1 %
Skandinaviska Enskilda Banken S.A.	2.1 %	2.1 %
Ponderus Securities	2.0 %	2.0 %
Rune Pettersson	1.4 %	1.4 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	INDEX.ST
Lista	First North
Kurs	7.7
Antal aktier, milj.	68.8
Börsvärde, MSEK	529.6

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Peter Zerhouni
CFO	Johan Giléus
IR	
Ordf	Wenche Rolfsen

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q1 report	May 06, 2019
Q2 report	August 22, 2019
Q3 report	November 27, 2019

ANALYTIKER	Redeye AB
Mathias Spinnars	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
mathias.spinnars@redeye.se	111 57 Stockholm

Arvid Necander
arvid.necander@redeye.se

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.

.

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 (2019-03-25)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinstutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	49	47	20	11	20
3,5p - 7,0p	90	88	120	42	55
0,0p - 3,0p	13	17	12	99	77
Antal bolag	152	152	152	152	152

Mångfaldigande och spridning

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

Intressekonflikter
Mathias Spinnars äger aktier i bolaget: Ja
Jakob Svensson äger aktier i bolaget: Ja
Arvid Necander äger aktier i bolaget: Nej
Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.