

Uppdatering: Kv 2021

DANCANN PHARMA A/S

VD: Jeppe Rasmussen

SO: Carsten Trads

www.dancann.com

Bloomberg: DANCAN:SS

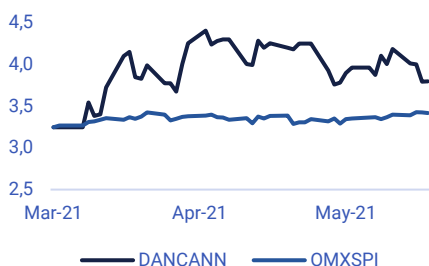
Refinitiv Eikon: DANCAN.ST

Handelsplats: Spotlight DK

Aktie, senast: DKK 3,8

Börsvärde: DKK 79m

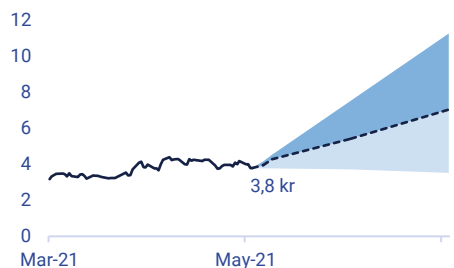
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling. (%)	15,2	17,7	21,1	-11,8

Källa: Refinitiv Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	3,5	7,0	11,3
Upp-/nedsida (%)	-7,3	85,5	196,8

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Carlsquare tar inte ställning i diskussionen om medicinsk cannabis ska göras laglig eller inte. Forskningsrapporten bygger på information från källor som Carlsquare anser vara tillförlitliga.

Jonatan Andersson

Equity Analyst

Markus Augustsson

Head of Equity Research

Richard Ramanius

Associate Equity Analyst

Bra nyhetsflöde höjer motiverat värde

DanCann presenterade investeringar över våra förväntningar under första kvartalet 2021. Detta innebär också att företaget är bättre förberett för att hantera marknaden. Lika viktiga var flera som händelser inträffade efter slutet av första kvartalet. BIOTECH PHARM1 inledde sin verksamhet, ett distributionsavtal tecknades med Tetra Pharma och pilotprogrammet förlängdes. Det positiva nyhetsflödet har minskat osäkerheten. Vi höjer vår syn på motiverat värde per aktie till DKK 7,0 (6,5) för de kommande 6-12 månaderna.

Finansiell utveckling

DanCann befinner sig fortfarande på ett pre-kommersiellt stadium och hade inga intäkter under första kvartalet 2021. Kostnaderna var något högre än väntat. EBITDA-resultatet uppgick till -2,5 Mkr. EBIT-resultatet var -2,6 miljoner DKK. Kassaflödet på DKK -8,6 miljoner var lägre än väntat främst på grund av högre investeringar i BIOTECH PHARM1 och i immateriella tillgångar. Mycket av hela årets behov av investeringar borde dock ha tagits.

På väg mot en marknadsintroduktion

Å andra sidan har nyhetsflödet varit bra. DanCann öppnade sin produktionsanläggning BIOTECH PHARM1 i april 2021. Testproduktion har inletts, vilket bör leda till en GMP-certifiering i slutet av detta år, varefter råmaterial kan börja säljas på en internationell marknad. Anläggningen kommer att fokusera på sällsynta cannabinoider, som bör erhålla ett högre pris än växter med högt innehåll av endast THC eller CBD. En annan viktig händelse var omvandlingen av LOI:et med Tetra Pharma till ett distributionsavtal. Detta avtal har stor potential eftersom det ger DanCann exklusiva distributionsrättigheter för Reduvo Adversa® och Qixleef™ på den nordiska marknaden liksom på den stora och förhållandevis väletablerade tyska marknaden.

Dessutom fattades ett viktigt beslut av den danska regeringen: att förlänga pilotprogrammet med fyra år och att tillåta cannabisproduktion permanent. Den regulatoriska risken för DanCann har följaktligen minskat drastiskt, eftersom det kommer att vara möjligt att upprätthålla produktionen i Danmark i framtiden oavsett vad pilotprogrammet kommer ha för resultat.

Värdering

Med tanke på den relativt höga osäkerhetsnivån har våra antagna försäljningskurvor (och associerade rörliga kostnader) från de olika affärsmodellerna riskjusterats med olika sannolikheter. Eftersom distributionsavtalet med Tetra Pharma nu är på plats har tidigare osäkerhet relaterat till detta eliminerats. Således har vi ökat sannolikheten för den antagna försäljningskurvan från samarbetet till 32 procent från tidigare 26 procent. Med tanke på DMA:s beslut har vi också minskat diskonteringsräntan marginellt. Men vi har också ökat framtida investeringar. Sammantaget höjer vi det riskjusterade motiverade värdet till DKK 7,0 (6,5) för de kommande 6-12 månaderna med hjälp av en multipelvärdering i kombination med en DCF-modell.

Nyckeltal (DKKm)

	2020*	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Riskjust. Nettoomsättning	0,0	0,8	10,0	23,2	41,6	80,8
Riskjust. EBITDA	-5,8	-10,1	-9,5	-7,8	-7,0	4,8
Riskjust. EBITDA	-5,9	-11,3	-11,5	-10,2	-9,6	2,0
Riskjust. Resultat	-4,7	-11,3	-11,4	-10,1	-10,6	0,8
Vinst per aktie	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	0,0
Tillväxt	NaN	NaN	1104,8%	132,0%	79,3%	94,2%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%
EV/Sales (Nuv.)	NaN	69,1x	5,7x	2,5x	1,4x	0,7x
EV/EBITDA (Nuv.)	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,0x

*Faktiska siffror. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

DanCann Pharma rapporterade ett EBITDA-resultat på -2,6 miljoner DKK och ett kassaflöde på -8,6 miljoner DKK under första kvartalet. Investeringarna var högre än vad vi förväntade oss. Efter rapportperioden förlängdes det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis med fyra år och tillståndet att odla medicinsk cannabis gjordes permanent. Detta var en viktig händelse för företaget såväl som den totala marknaden och minskar den totala risknivån. LOI:et med Tetra Pharma omvandlades också till ett distributionsavtal vilket eliminerar denna specifika risk. DanCann hade sedan tidigare avtal med Cannasure och MediPharm Labs. Importen av produkter från dessa tillverkare förväntas börja under andra halvåret 2021. DanCanns egna produktion av cannabisplantor påbörjades i april 2021 som förberedelse för ansökan om tillverkningsstillstånd enligt GMP.

Större investeringar än väntat men minska risk

DanCann är fortfarande ett utvecklingsbolag utan intäkter. Således rapporterades ingen nettoomsättning under det första kvartalet 2021. Företaget förbereder sig dock för att betjäna den växande marknaden för cannabisprodukter i Norden såväl som i Tyskland. EBITDA-resultatet uppgick till -2,5 miljoner DKK och EBIT-resultatet till -2,6 miljoner DKK.

De totala driftskostnaderna uppgick till -2,6 miljoner DKK varav övriga externa kostnader på 1,6 miljoner DKK utgjorde cirka 62 procent av den totala kostnadsbasen. Personalkostnaderna på 0,9 miljoner DKK utgjorde cirka 34 procent av kostnadsbasen medan de återstående nästan fyra procent bestod av avskrivningar på 0,1 miljoner DKK.

Finansiell ställning och utestående teckningsoptioner

Den 31 mars 2021 låg kassan på 12,7 miljoner DKK, en minskning från 21,3 miljoner DKK i december 2021. Kassaflödet var således -8,6 miljoner DKK (-0,3). Skillnaden mellan EBITDA och kassaflöde beror delvis på investeringar i materiella anläggningstillgångar samt i immateriella tillgångar under kvartalet och ett positivt bidrag från rörelsekapitalet.

Med tanke på den nuvarande kassapositionen, rörelsekostnader minus avskrivningar och förväntat investeringsbehov under de kommande kvartalen är de utestående teckningsoptionerna viktiga. Teckningsoptionerna har ett lösenpris på DKK 6,0 och kan utnyttjas under perioden 1-17 september 2021. Om alla utestående teckningsoptioner är fulltecknade kommer bolaget att öka sin kontantposition med cirka 16,0 miljoner DKK före relaterade kostnader.

Vårt motiverade värde är DKK 7,0. Således har vi antagit att teckningsoptionerna kommer att ha ett värde vid utgångsdagen. Men om teckningsoptionerna inte skulle vara "in-the-money" måste finansieringen säkras på något annat sätt. Denna finansiering är inte säkerställd.

Nyhetsflöde minskar osäkerhet kring förmåga att realisera potential

Avtal skrivet med Tetra

I maj 2021 undertecknade DanCann ett distributionsavtal med Tetra Bio-Pharma för distribution av tre cannabisbaserade medicinska produkter, efter att en avsiktsförklaring (LOI) hade undertecknats i mars samma år. DanCann får distributionsrättigheterna i Norden och Tyskland för Reduvo Adversa® och Qixleaf™. Affären är viktig för DanCann Pharma eftersom den utgör en extra inkomstkälla utöver försäljningen av egna produkter.

Qixleaf™ består av torkad cannabis och inhaleras. Det utvecklas som en läkemedelskandidat. Det är avsett att konkurrera med opioider för smärtlindring. Samma produkt säljs under varumärket ENJOUCA™ i juridiska regioner där kliniska prövningar inte krävs för att försäljning ska vara tillåten. I dessa jurisdiktioner klassificeras det som medicinsk cannabis snarare än som ett läkemedel. Qixleaf™ kommer att vara ett receptbelagt läkemedel.

Den tredje produkten, Reduvo Adversa®, är en förbättrad version av Dronabinol (ett läkemedel som används för vissa symtom hos hiv- och cancerpatienter). Tetra planerar att ansöka om ett godkännande i USA under 2022.

För närvarande pågår två kliniska studier i fas II i USA med produkter som omfattas av distributionsavtalet. Den första, PLENITUDE, en fyra veckor lång placebokontrollerad studie, kommer att undersöka hur QIXLEEF™ påverkar okontrollerad smärta hos cancerpatienter. Den andra, REBORN1, kommer att jämföra QIXLEEF™ med oralt morfinsulfat, som är en opioid, hos cancerpatienter med smärta. Vi förväntar oss att fas III-studier kommer att behöva genomföras innan läkemedlet kan godkännas.

Dancann Pharma kommer att betala en total ersättning på 6,25 miljoner DKK i förskott och milstenar. Företaget uppskattar en maximal försäljning på 340-410 miljoner DKK 2028 och en royalty på upp till 62,5 miljoner DKK motsvarande en royaltynivå på 15 procent. Detta är de kostnader som DanCann måste betala för att få exklusivitet på sina marknader. Som distributör måste Dancann Pharma också importera varorna, vilket är en kostnad. Företagets beräknade toppförsäljningssiffror antyder att produkterna har en bra potential.

I den inledande analysen hade vi riskjusterade intäcksströmmarna från detta samarbete med en sannolikhet på 26 procent. Med tanke på omvandlingen av LOI:et till ett faktiskt distributionsavtal har vi justerat sannolikheten till 36 procent.

Pilotprogrammet har dels förlängts, dels gjorts permanent

I maj beslutades det från politiskt håll att fortsätta med pilotprogrammet. Testprogrammet med medicinsk cannabis kommer att förlängas med fyra år från och med den 31 december i år vad gäller läkarnas möjlighet att ordinera medicinsk cannabis till patienter. Pilotprogrammet kommer att göras permanent vad gäller företagets möjlighet att odla cannabis för medicinskt bruk.

DanCann grundades strax efter det att det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis initierades i januari 2018. Detta resultat avlägsnar alla tvivel kring odlingen och hantlandet av medicinsk cannabis i Danmark för en internationell marknad. Teoretiskt sett skulle det kunna vara tillåtet att odla medicinsk cannabis i Danmark men inte att sälja det i landet. Detta anser vi dock osannolikt. Vi tror att detta innebär att det bara är en tidsfråga innan medicinsk cannabis blir permanent tillåtet i Danmark, även om de exakta förhållandena återstår att se. Trots att ingen förväntade sig att programmet skulle avslutas innebär det resultat som meddelades igår en viss riskminskning av affärsmodellen.

Denna händelse har minskat risken för bolaget och som en konsekvens har vi minskat diskonteringsräntan till 13,8 procent från föregående 15,1 procent.

Potentiella triggers på kort sikt

Produktionstillstånd – nästa trigger?!

DanCann ansökte om ett produktionstillstånd för import av medicinska cannabisprodukter i december 2020. Företaget förväntar sig att det kommer att vara på plats i slutet av andra kvartalet 2021. Med detta tillstånd på plats kan företaget ansöka om tillstånd att importera och sälja produkter från CannAssure eller MediPharm Labs, som DanCann har en överenskommelse med sedan 2020. DanCann förväntar sig att produkter registreras från dessa två företag och att försäljningen påbörjas under andra halvåret 2021. DMA:s godkännande av ett produktionstillstånd kan därmed vara nästa värdetrigger.

GMP certifiering, ännu en tigger innan året är slut?!

Den toppmoderna odlingsanläggningen BIOTECH FARM1 blev färdig och togs i drift och påbörjade sin förta odlingscykel i april. Anläggningen kommer att specialisera sig på sällsynta cannabinoider som kommer att säljas till andra bioteknikföretag. Idag produceras främst CBD och THC på marknaden, för vilket det finns en viss priskonkurrens. Det finns ännu lite forskning om sällsynta cannabinoider som inte heller används i större utsträckning. De kommer därför troligen att vara dyrare, förutsatt att det finns en efterfrågan.

Denna anläggning kommer att utgöra ett annat ben i DanCanns affärsmodell utöver import av tredjepartsprodukter. Företaget förväntar sig att ha en GMP-certifiering på plats i slutet av 2021. Därefter kan försäljningen påbörjas och en GMP-certifiering kan därmed vara en annan värdetrigger på kort sikt.

Investment case, prognoser och värdering

Danska DanCann Pharma A / S (DanCann, företaget eller DanCann Pharma) grundades 2018 med avsikt att förse den europeiska marknaden med medicinska cannabisprodukter. På andra sidan Atlanten har framgångsrika nordamerikanska företag sett en kraftig försäljningstillväxt under de senaste åren. Samtidigt har den underliggande marknaden mognat på grund av ökad legalisering, nya FDA-godkännanden, kliniska underlag och en ökad medvetenhet. Analytiker förväntar sig en liknande utveckling i Europa. De lokala företag som kommer att kunna navigera genom de olika regulatoriska systemen och uppfylla de kvalitetsstandarder som krävs tidigt kommer att kunna fånga en större del av marknaden innan konkurrensen börjar öka. DanCann arbetar nu med att få alla bitar på plats för att kunna förverkliga sina mål och vision. Delarna som saknas är viktiga. De innefattar erhållandet av licenser, EU GMP-godkännanden och produktgodkännanden. Dessa bitar som saknas utgör risker men är också värde triggers.

Investment case: Risker är potentiella värde triggers

Danmark är ett av tre länder i Europa som för närvarande bedriver ett pilotprogram för medicinsk cannabis. I Danmark tillåter pilotprogrammet läkare att skriva ut medicinska cannabisprodukter till patienter. Inom ramen för denna analys betyder medicinsk cannabis cannabinoidbaserade produkter, receptbaserade eller OTC, som används för att behandla ett medicinskt tillstånd.

Det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis öppnar dörarna till marknaden för medicinsk cannabis.

Det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis, som nyligen förlängdes med fyra år, är en möjlighet för patienter att testa medicinsk cannabis under säkra och kontrollerade förhållanden. Det är också en möjlighet för såväl företag som tillsynsmyndigheter att bygga upp kapacitet, att organisera sig och strukturera sig kring detta relativt nya och växande medicinska fält. Det nya avtalet innebär att odling av medicinsk cannabis kommer att legaliseras helt och inte bara tillfälligt.

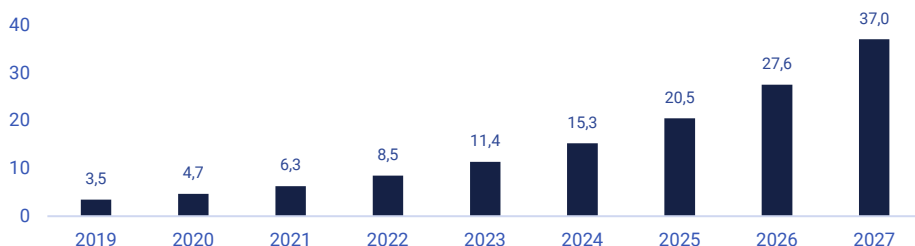
DanCann Pharma, grundat 2018 av dess nuvarande VD Jeppe Rasmussen, var ett av de första företagen som godkändes för att delta i pilotprogrammet enligt det så kallade utvecklingsschemat och väntar nu på licenser för att genomföra sin affärsmodell:

- Import och distribution av medicinska cannabisprodukter.
- Odling, bearbetning och export av medicinsk cannabisråvara och API: er utvunna från cannabisväxten.
- Identifiera, utveckla och kommersialisera IP-skyddade medicinska cannabisprodukter med fokus på kombinationsläkemedel.

Marknaden har lämnat startgroparna...

I USA har marknaden för medicinsk cannabis haft en stark tillväxt. År 2020 ökade försäljningen med 46 procent och uppnådde värde på 17,5 miljarder USD. De viktigaste drivkrafterna för marknaden har varit legaliseringen av medicinsk cannabis bland delstater i samband med viktiga FDA-godkännanden av cannabinoidbaserade läkemedel, kliniska studier samt en stark efterfrågan driven av medvetenhet och kliniska bevis på fördelar.

Europa: Marknaden för medicinsk cannabis, 2019-2027 (miljarder USD)



Källa: MarketsAndResearch och Carlsquare

Analytiker verkar vara överens om att Europa nu står inför en liknande framtid. Marknaden har redan börjat röra på sig. Nederländerna var först ute med att legalisera medicinsk

En stark tillväxt förväntas i Europa under de kommande åren.

cannabis i Europa och fler länder har beslutat att följa i deras fotspår. År 2019 värderades den europeiska marknaden för medicinska cannabisprodukter till 3,5 miljarder USD. Marknaden förväntas växa och uppgå till cirka 37 miljarder USD 2027. Detta motsvarar en hög genomsnittlig årlig tillväxttakt på strax över 34 procent för perioden 2020-2027.

Det som stora etablerade globala företag liksom lokala aktörer i ett tidigt skede emellertid kämpar med är de heterogena regulatoriska systemen och att uppnå höga krav på kvalitetsstandarder. De lokala företag som kan bryta igenom tidigt har också en god möjlighet att etablera sig lokalt för att sedan expandera över gränserna när marknaden utvecklas i en gynnsam riktning. Vi ser DanCann som ett av de lokala medicinska cannabisföretagen med potential att växa med den underliggande marknaden.

En tidig etablering på en växande marknad kan vara värdefull på lång sikt.

...DanCann gör sig redo i startgroparna

Trots att DanCann fortfarande är i ett tidigt skede och saknar de nödvändiga licenserna så har företaget lyckats ingå ett distributionsavtal med det israeliska företaget Cannassure Therapeutics Ltd och kanadensiska MediPharm Labs samt Tetra Bio-Pharma Inc.

Viktiga distributionsavtal är redan på plats.

Distributionsavtal med Cannassure och MediPharm Labs

Avtalet med Cannassure ger DanCann ensamrätt att distribuera Cannassures produktportfölj i Skandinavien samt Finland. Produkter i portföljen lanserades på den israeliska marknaden under början av 2020. Samma år erhöll Cannassure intäkter på cirka 1,0 miljoner USD.

Cannassure är noterat på Tel Avivs börs och har ett marknadsvärde på cirka 10 miljoner euro.

Innan import och distribution kan påbörjas i Danmark måste dock produkterna godkännas enligt pilotprogrammet (utöver licenserna). Vi tror alltså att det tar en viss tid innan intäkterna från detta samarbete kan nå meningsfulla nivåer.

Vi ser ändå en god långsiktig potential i samarbetet. Detta på grund av att avtalet också ger DanCann ensamrätt till Cannassures framtida produkter. En medicinsk cannabisprodukt är under utveckling med Lipidors lipidteknologi AKVANO® för behandling av hudinflammation, inklusive psoriasis. Detta är en stor indikation och i september 2020 slutfördes en genomförbarhetsstudie.

Lipidor är noterat på Nasdaq First North och har ett marknadsvärde på cirka 37 miljoner euro.

I september 2020 undertecknades ett leveransavtal med MediPharm Labs, vilket gav DanCann rätt att importera och distribuera MediPharms produkter inom det danska pilotprogrammet för medicinsk cannabis.

Distributionsavtalet med Tetra Biopharma

Distributionsavtalet med Tetra ger DanCann exklusiva distributionsrättigheter för två potentiella cannabinoidbaserade läkemedelsprodukter, Reduvo™ Adversa® och QIXLEEF™ i Danmark, Norge, Sverige, Finland och Tyskland.

Tetra Bio Pharma är noterat på Toronto Stock Exchange och har ett marknadsvärde på cirka 42 miljoner euro.

Reduvo™ Adversa® är baserad på THC med en ny beredningsmetod. Syntetisk THC är redan godkänt av FDA. Mot bakgrund av detta godkännande är Tetras avsikt att använda 505 (b) (2)-förfarandet för godkännandet och de förväntar sig en lansering under andra halvåret 2021.

QIXLEEF™ är en växtbaserad produkt bestående av torkade cannabisblommor förångas och inhaleras. Indikationen som den är avsedd för är cancersmärta och genombrottsmärta. Två fas II-studier pågår. Efter genomförda fas III-prövningar förväntas den första försäljningen äga rum under 2023. Avtalet inkluderar även ENJOUCA™, en OTC-version av QIXLEEF™ med samma API: er. Denna produkt kan alltså marknadsföras som en medicinsk cannabisprodukt vid ett tidigare tidfalle.

Reduvo™ Adversa® och QIXLEEF™ genomgår registreringar eller kliniska studier som kan lyckas eller misslyckas. De är receptbaserade och IP-skyddade, vilket innebär att "generiska läkemedel" inte är tillåtna. De är alltså ett komplement till vanliga GMP-medicinska cannabisprodukter som inte har testats i kliniska prövningar. I slutändan beror deras kommersiella värde på deras effekt, som ännu inte har fastställts.

Potentiella godkännanden av Reduvo™ Adversa® och QIXLEEF™ är värdegrundarna för DanCann.

Företaget förväntar sig att försäljningen av Tetra-produkter kommer att starta under andra halvåret 2021. DanCann Pharma kommer att betala en total ersättning på 6,25 miljoner DKK i förskott och milstolpar. Företaget uppskattar en toppförsäljning på DKK 340-410 miljoner 2028 och royalty på upp till 62,5 miljoner DKK motsvarande en royalty på 15 procent.

Intern produktion av råvaror och API för export

Den första produktionsanläggningen, BIOTECH PHARM1, har färdigställts och den första kommersiella testbatchen odlas. Anläggningen använder sig aeroponik, är helt automatiserad och ha nästan samma standard som ett renrum. För bearbetning och utvinning av API: er planerar företaget att bygga en andra produktionsanläggning, BIOTECH PHARM2. När EU: s GMP-godkännanden (liksom beviljande av licenser) är på plats kan företaget börja producera och exportera medicinsk cannabismassa och API: er. EU: s GMP-godkännande för BIOTECH PHARM 1 förväntas vara på plats i slutet av 2021 / början av 2022.

Försäljningen av råvarucannabis förväntas starta under första halvåret 2022. Tyskland är för närvarande den största marknaden i Europa. Det är också den mest intressanta exportmarknaden eftersom de nyligen började tillåta import. Detta beror på att den inhemska produktionen inte tillgodoser efterfrågan. DanCann förväntar sig en maximal försäljning på DKK 40 + miljoner från detta affärsområde.

Tyskland är en potentiell nyckelmarknad för export av råvarucannabis och API: er.

Risker är även värdetrigger

DanCann har en kort historia, vilket även den underliggande marknaden till stora delar har. Det finns alltså många nivåer av osäkerhet. Nedan följer de risker som i fall av ett positivt utfall kan bli potentiella värdedrivarer för DanCann.

- Som nämnts har en ansökan om licenser som behövs för att genomföra affärsmodellen lämnats in till DMA. Granskningsprocessen kan ta tid med tanke på de detaljerade och exakta kraven. Ett scenario med beviljade licenser skulle minska risken avsevärt och vara en värdetrigger för DanCann.
- Dessutom måste importerade produkter som säljs i Danmark tas upp av pilotprojektet. Återigen kan granskningsprocessen ta tid med tanke på de detaljerade och exakta krav som anges av DMA. Att ta med Cannassures produkter i det danska pilotprogrammet är ett steg närmare intäkter och därmed en värdetrigger för DanCann.
- Klinisk utveckling av Tetras produkter pågår och resultatet är inte givet. Positiva kliniska resultat och godkännanden är därför värdetrigger för DanCann.

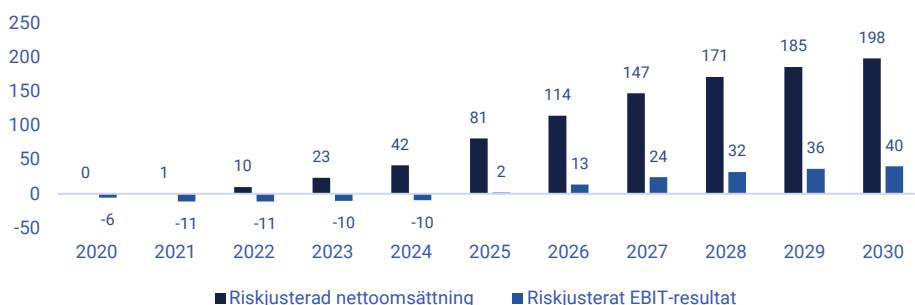
Stor potential med hög risk

Med tanke på att marknaden är ny och håller på att ta form, tillsammans med de många företagsspecifika osäkerheterna, är prognoser svåra att göra. Vi har gjort antaganden om intäkter samt kostnader baserade på uppskattningar som företaget offentliggjort. Våra antaganden baseras också på studier av historiska tillväxttakter för företag som verkar på marknaden i Nordamerika.

Riskjusteringar har gjorts av såväl försäljning som tillhörande kostnader för att ta hänsyn till risker. I vårt basfall är importförsäljning den största intäktskällan följt av export av råvaror och API: er. Med andra ord så inkluderar vi i denna fas inte intäkter från partnerskap och försäljning av egna IP-skyddade produkter.

Som framgår av diagrammet nedan når företaget ett nollresultat på en riskjusterad EBIT-nivå 2025 med riskjusterade intäktsnivåer på 81 miljoner DKK. Antagandet kan ses som konservativt. År 2030 modellerar vi med en rörelsemarginal på strax under 20,6 procent. Detta kan ses som ett relativt optimistiskt antagande.

Riskjusterad omsättning och rörelseresultat (DKKm)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Motiverat värde = 7,0 DKK per aktie

Vi värderar DanCann Pharma till 7,0 DKK per aktie (6,5) för de kommande 6-12 månaderna genom att kombinera en multipelvärdering baserad på uppskattad försäljning 2025 med en DCF-modell och tar genomsnittet från dessa. Detta motsvarar ett rörelsevärde (EV) på 133 miljoner DKK. Det finns många saker som måste hända och kan ses som både risker och potentiella värde triggers. Tilldelning av licenser och godkännanden är kortsiktiga triggerer / risker. Som nämnts har sektorkollegan STENOCARE beviljats en licens av DMA för import och distribution av cannabisprodukter och handlas för närvarande till en EV på 155 miljoner DKK. Mot bakgrund av detta anser vi att vår värdering av DanCann (EV DKK 133 miljoner) är i linje med en marknadsbaserad värdering.

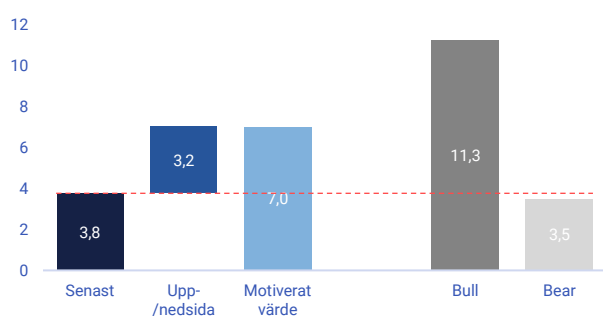
I ett mer optimistiskt bullscenari beräknar vi ett motiverat värde på 11,3 DKK. I ett mer konservativt Bear-scenari beräknas ett motiverat värde på DKK 3,5.

Värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
DCF-värdering	1,6	3,7	7,1
Multipelvärdering	5,5	10,4	15,4
Motiverat värde, tre scenarion	3,5	7,0	11,3
Potentiell upp-/nedsida (senast: 3,8 DKK)	-7,3%	85,5%	196,8%
Implicit EV/sales, 2025P	1,5x	1,6x	1,8x
Implicit EV/EBITDA, 2025P	25,1x	27,8x	30,7x

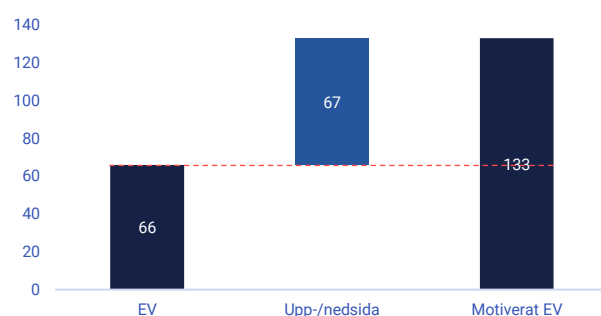
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Visualisering motiverat värde per aktie (DKK), basscenari



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering EV (MDKK), basscenari



Källa: Carlsquare prognoser

I vårt basscenari är den implicita EV/Sales-multipeln 13,3x på antagen och riskjusterad försäljning 2022 och 1,6x på antagen och riskjusterad försäljning 2025. Den implicita EV/EBITDA-multipeln på antaget och riskjusterat EBITDA-resultat år 2025 är 27,8x.

Implicita multiplar, basscenari

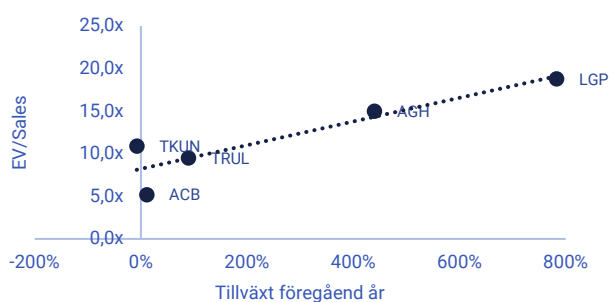
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EV/Sales	NaN	160,4x	13,3x	5,7x	3,2x	1,6x	1,2x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	27,8x	8,8x	5,3x	4,1x	3,6x	3,3x
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	160,4x	13,7x	7,3x	5,5x	4,8x	4,4x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

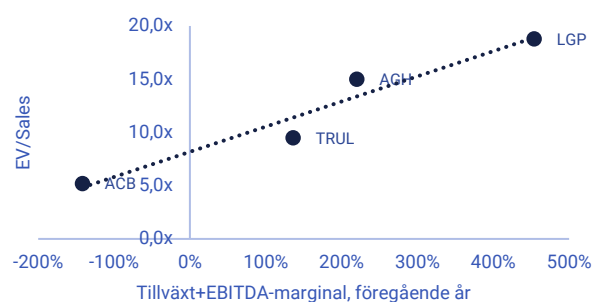
Multipelvärdering baserad på EV/Sales och förväntningar 2025P

Vi har studerat företag som har en affärsmodell som huvudsakligen består av odling av medicinska cannabisplantor och utvinning av API: er för försäljning och distribution till tillverkare av medicinska cannabislötprodukter samt delvis har forskning och utveckling. Företagen i referensgruppen är mer mogna än DanCann. Referensgruppen handlas för närvarande till en median EV/Sales-multipel på 11,8 gånger de senaste tolv månadernas försäljning.

Utöver att multipelvärderingen baseras på riskjusterade försäljningssiffror för DanCann, har vi satt en rabatt på 50 procent på referensgruppens median EV/Sales-multipel. Detta för att återspegla skillnaderna mellan företagen i referenskoncernen som är mer mogna, redan har intäkter och verkar på större marknader än DanCann.

EV/Sales (RTM) och tillväxt föregående år

 $R^2 = 0,8312$

RTM = Rullande 12 månader. Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

EV/Sales (RTM) och tillväxt + EBITDA-marg., föregående år

 $R^2 = 0,9409$

RTM = Rullande 12 månader. Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering, tre scenarion

	Mcap (EURm)	HQ	EV/Sales, RTM	EV/Sales, 2021P
Trulieve Cannabis Corp	3 913	CA	9,5x	5,4x
Aurora Cannabis Inc	1 638	CA	5,2x	10,2x
Little Green Pharma Ltd	58	AU	18,8x	NaN
Althea Group Holdings Ltd	58	AU	15,0x	NaN
Tikun Olam Cannbit Pharmaceuticals Ltd	55	IL	10,9x	NaN
Cann Global Ltd	20	AU	12,7x	NaN
Median	58		11,8x	7,8x
Average	957		12,0x	7,8x

Värdering, DanCann Pharma	Bear	Bas	Bull
EV/Sales, median	11,8x	11,8x	11,8x
Rabatt	-50%	-50%	-50%
Applicerad EV/Sales-multipel	5,9x	5,9x	5,9x
CSQ antagen omsättning, 2025P	40	81	121
Implicit EV	238	477	715
Nuvärde(Implicit EV)	132	263	395
Skuld	0	0	0
Kassa	13	13	13
Aktievärde	144	276	408
Utestående aktier efter framtida finansiering	26,5	26,5	26,5
Noterat värde per aktie, DKK	5,5	10,4	15,4

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår av tabellen ovan är medianen för referensgruppens EV/Sales-multipel för de senaste tolv månadernas försäljning 11,8x. Efter att ha tillämpat rabatten på 50 procent är den använda EV/Sales-multipeln 5,9x. I vårt basscenario genererade DanCann riskjusterade intäkter 2025 på DKK 81 miljoner. Detta ger ett implicit rörelsevärde (EV) på 477 miljoner DKK.

Vidare har vi diskonterat detta nummer till nuvärdet med en diskonteringsränta på 13,8 procent. Detta leder till en EV på 263 miljoner DKK. Till detta har vi lagt den antagna nettokassa vid årsskiftet 2021 på DKK 13m (inklusive fullt utnyttjande av utestående teckningsoptioner) som ger ett eget kapital på DKK 276m. Genom att dividera det totala antalet aktier som antas finnas efter utnyttjandet av teckningsoptionerna och ytterligare en nyemission beräknas ett värde per aktie till 10,4 DKK (9,4) i vårt basscenario.

I ett mer optimistiskt scenario har vi antagit riskjusterade intäkter på 121 miljoner DKK 2025. Detta ger ett värde per aktie på 15,4 DKK i Bull-scenariot. I ett mer konservativt scenario har vi antagit en riskjusterad intäkt på DKK 35 miljoner 2025. Detta ger ett värde per aktie på DKK 5,5 i Bear-scenariot.

Riskjusterat kassaflödesvärdering

Vi har använt samma diskonteringsränta på 13,8 procent i vår DCF-modell som i multipelvärderingen. I slutet av den beräknade perioden 2030 har vi antagit att antalet utestående aktier är 26,5 miljoner (antalet utestående nu är 20,7 miljoner). Detta är en ökning från 25,2 miljoner i den första analysrapporten eftersom vi har antagit ett ökat investeringsbehov.

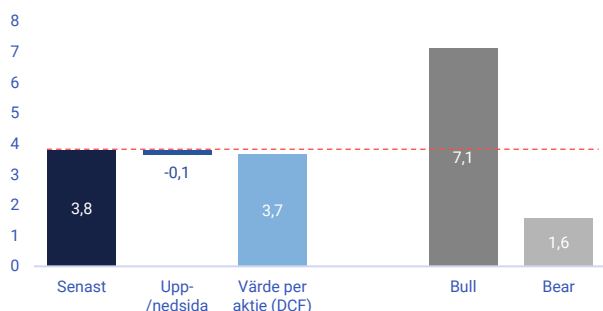
Genom att diskontera framtida antagna och riskjusterade kassaflöden beräknar vi ett värde per aktie på DKK 3,7 (3,6) i vårt basscenario. Det är alltså värderingsmetoden med multiplar som leder till ett högre motiverat värde per aktie.

Kassaflödesvärdering

DCF-värdering		Diskonteringsränta		Antaganden	
Nuvärde(UFCF)	-8,0	rf	0,3%	CAGR, 2021-2030	83,7%
Nuvärde(TV)	92	Marknadsriskpremie	7,7%	EBITDA-margin, 2030	20,6%
Rörelsevärde (EV)	84	Storlekspremie	4,6%	EBIT-margin, 2030	20,3%
Netokassa	13	Beta	1,1x	Skattesats	22,0%
Totalt aktievärde	97	Avkastningskraft EK	13,8%	Tillväxt, evighet (TV)	4,0%
				Disk.ränta, TV	13,8%
Utstående aktier	20,7	Skattejusterad räntekost.	5,5%		
Nya aktier	5,8	D/(D+E)	0,0%	Implicita multiplar	
Antaget antal utstående aktier, 2030P	26,5			EV/Sales, 2022E	8,4x
		WACC	13,8%	EV/Sales 2025E	1,0x
Värde per aktie	4,7	Bolagsspec. Premie	0,0%	EV/EBITDA 2022E	neg.
Värde per aktie efter utspädning	3,7	Disk.ränta	13,8%	EV/EBITDA, 20225E	17,5x

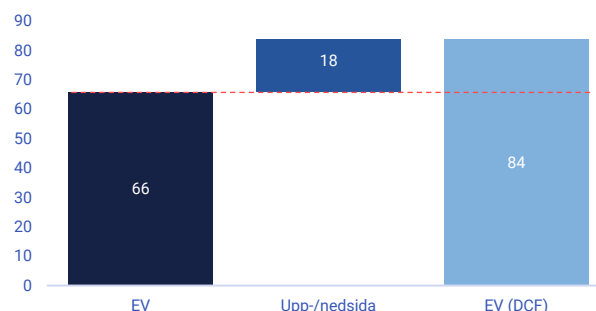
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Visualisering DCF-värdering (DKK), basscenario



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering EV (MDKK), basscenario



Källa: Carlsquare prognoser

Vår DCF-modell ger en EV/Sales-multipel på antagen och riskjusterad försäljning 2022 på 8,4x och 2025 på 1,0x. Den implicita EV / EBITDA-multipeln för prognosticerad och riskjusterad EBITDA samma år är 17,5x. Se tabellen nedan.

DCF: Implicita multiplar, basscenario

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EV/Sales	NaN	101,3x	8,4x	3,6x	2,0x	1,0x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17,5x	5,5x	3,3x	2,6x	2,3x	2,1x
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	127,0x	10,9x	5,8x	4,4x	3,8x	3,5x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I ett mer optimistiskt scenario har vi dragit den riskjusterade försäljningskurvan uppåt under hela den prognosticerade perioden för att erhålla en genomsnittlig årlig tillväxttakt under åren 2022-2030 på cirka 96 procent (i basscenario, cirka 84 procent). Detta motsvarar en försäljning på 358 miljoner DKK fram till 2030 (i basscenario, 198 miljoner DKK). Vi har också justerat upp den riskjusterade marginalkurvan under hela den beräknade perioden för att erhålla en EBIT-marginal på 22,7 procent 2030 (i basscenario, 20,3 procent). I detta scenario beräknas ett värde per aktie till 7,1 DKK.

I ett mer konservativt scenario har vi dragit den riskjusterade försäljningskurvan nedåt under hela den prognosticerade perioden för att erhålla en genomsnittlig årlig tillväxttakt under åren 2022-2030 på cirka 71 procent (i basscenario, cirka 84 procent). Detta motsvarar en försäljning på 105 miljoner DKK fram till 2030 (i basscenario, 198 miljoner DKK). Vi har också justerat den riskjusterade marginalkurvan nedåt under hela den beräknade perioden för att erhålla en EBIT-marginal på 18,3 procent 2030 (i basscenario, 20,3 procent). I detta scenario beräknas värdet per aktie till 1,6 DKK.

Kassaflödesvärdering: scenarioanalys, EBIT-marginal 2030 på x-axeln och CAGR 2021-2030 på y-axeln (DKK)

	18,3%	20,3%	22,3%
96,2%	5,7	6,4	7,1
83,7%	3,2	3,7	4,1
71,2%	1,6	1,8	2,1

Källa: Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Regulatoriska och politiska risker

Även om odling görs laglig permanent är DanCanns övriga affärsmodeller fortfarande beroende av det danska pilotprogrammet som är tidsbegränsat till ytterligare fyra år.

Den nuvarande regulatoriska miljön utvecklas till stor del för närvarande i en gynnsam riktning för DanCann. Det kan dock snabbt svänga åt andra hållet. Den regulatoriska risken är större för DanCann än för många andra företag som arbetar med traditionell läkemedelsutveckling.

I detta sammanhang innefattar regleringar också ersättning. Marknaden kanske inte utvecklas så gynnsamt som väntat om medicinska cannabisprodukter inte i större utsträckning ingår i de olika ersättningssystemen.

En annan aspekt är att den medicinska cannabisindustrin är kontroversiell. Det finns en risk att medicinsk cannabis kan associeras med den allmänna cannabisindustrin vilket kan leda till negativa konsekvenser.

Finansiering och andra risker

Företaget kommer sannolikt att behöva ytterligare finansiering. Denna finansiering är inte säkerställd. Extern finansiering är avgörande i ett scenario där intäkterna inte täcker kostnader.

Företaget har egentligen ingen finansiell historik. Detta gäller försäljning men också kostnader. Detta innebär att risken för att antagandena och kan skilja sig från verkligheten ökar.

Företaget är beroende av att behålla och attrahera nyckelpersoner. Marknaden för medicinska cannabisprodukter är relativt ny, vilket innebär att personal med värdefull erfarenhet är knappa.

Eftersom marknaden mognar på ett gynnsamt sätt kommer sannolikt konkurrensen att öka. Detta kan orsaka ett tryck nedåt på marginaler, särskilt på försäljning av cannabismaterial och API:er. När det gäller det sistnämnda är DanCanns avsikt att fokusera på sällsynta och nya API:er.

Analytiker förväntar sig en fortsatt stark tillväxt i takt med att nya produkter kommer in på marknaden och det kliniska underlaget ökar. Den framtida tillväxten på marknaden är dock osäker och möjligen inte så snabb som förväntat.

Räkenskaper och nyckeltal

Riskjusterad resultaträkning (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Per aktie											
Vinst per akite	-0,48	-0,51	-0,47	-0,39	-0,40	0,03	0,37	0,69	0,91	1,04	1,15
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	4,3	2,2	2,1	2,7	2,2	2,2	2,6	3,3	4,2	5,2	6,4
TBVPS	2,8	1,2	1,0	1,6	1,1	1,1	1,4	2,1	3,0	4,0	5,1
Värdering (nuvarande)											
P/E	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	94,8x	8,1x	4,3x	3,3x	2,9x	2,6x
P/B	0,9x	1,7x	1,8x	1,4x	1,7x	1,7x	1,5x	1,2x	0,9x	0,7x	0,6x
EV/Sales	NaN	69,1x	5,7x	2,5x	1,4x	0,7x	0,5x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	12,0x	3,8x	2,3x	1,8x	1,5x	1,4x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	53,9x	4,6x	2,5x	1,9x	1,6x	1,5x
Övrigt											
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-34,0%	-29,4%	-34,5%	-24,0%	-17,4%	-14,3%	-1,2%	9,3%	21,2%	28,5%	32,6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Riskjusterad resultaträkning (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Nettoomsättning	0	1	10	23	42	81	114	147	171	185	198
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala intäkter	0	1	10	23	42	81	114	147	171	185	198
Kostnad sålda varor	0	0	-6	-15	-27	-52	-74	-96	-111	-121	-129
Övriga externa kostnader	-5	-7	-8	-10	-15	-16	-16	-16	-17	-17	-17
Personalkostnader	-1	-4	-5	-7	-8	-8	-9	-10	-10	-10	-11
Av- och nedskrivningar	0	-1	-2	-2	-3	-3	-2	-1	-1	-1	-1
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala rörelsekostnader	-6	-12	-21	-33	-51	-79	-101	-123	-139	-149	-158
EBIT	-6	-11	-11	-10	-10	2	13	24	32	36	40
EBITDA	-6	-10	-10	-8	-7	5	15	25	33	37	41
Finansnetto	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBT	-6	-11	-11	-10	-11	1	12	23	31	35	39
Skatt	1	0	0	0	0	0	-3	-5	-7	-8	-9
Periodens resultat	-5	-11	-11	-10	-11	1	10	18	24	28	31
Earnings per share											
Genomsnitt, antal akiter	10,4	22,1	24,2	25,7	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5	26,5
Vinst per aktie	-0,48	-0,51	-0,47	-0,39	-0,40	0,03	0,37	0,69	0,91	1,04	1,15
Tillväxt											
Nettoomsättning	NaN	NaN	1104,8%	132,0%	79,3%	94,2%	41,3%	28,7%	16,2%	8,5%	6,8%
Totala intäkter	NaN	NaN	1104,8%	132,0%	79,3%	94,2%	41,3%	28,7%	16,2%	8,5%	6,8%
EBIT	-836,2%	-92,4%	-1,5%	11,3%	5,6%	121,3%	556,2%	81,1%	31,6%	13,9%	10,4%
EBITDA	-833,1%	-75,6%	6,2%	17,9%	9,9%	168,0%	217,0%	66,9%	29,0%	13,2%	9,9%
EBT	-836,8%	-89,1%	-1,1%	11,3%	-4,2%	110,1%	1067,1%	87,5%	32,9%	14,3%	10,7%
Periodens resultat	-848,2%	-138,8%	-1,1%	11,3%	-4,2%	107,8%	1067,1%	87,5%	32,9%	14,3%	10,7%
Marginaler											
Bruttomarginal	NaN	39,8%	38,4%	37,4%	36,2%	35,3%	35,1%	34,9%	34,9%	34,8%	34,8%
EBITDA-marginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	5,9%	13,3%	17,2%	19,2%	20,0%	20,6%
EBIT-marginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,5%	11,7%	16,5%	18,7%	19,6%	20,3%
EBT-marginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,3%	10,9%	15,8%	18,1%	19,1%	19,8%
Vinstmarginal	NaN	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%	8,5%	12,4%	14,1%	14,9%	15,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Tot. anläggningstillgångar	20	33	39	40	40	39	39	39	39	40	40
Likvida medel	21	13	0	9	15	4	3	10	27	49	75
Tot. omsättningstillgångar	30	21	20	38	55	59	69	90	114	143	174
Totala tillgångar	50	54	58	79	95	98	109	129	154	183	215
Eget kapital	44	48	52	69	58	59	69	87	111	139	169
Avsättningar	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Tot. långfristiga skulder	0	0	0	0	20	20	20	20	20	20	20
Tot. kortfristiga skulder	4	4	5	8	15	17	18	21	21	22	24
Totala skulder	4	4	5	8	35	37	38	41	41	42	44
Eget kapital och skulder	50	54	58	79	95	98	109	129	154	183	215
	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Current ratio	7,7	5,9	3,8	4,6	3,7	3,4	3,8	4,3	5,4	6,4	7,4
Cash ratio	5,5	3,6	0,0	1,1	1,0	0,2	0,2	0,5	1,3	2,2	3,2
	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
Net debt(-)/Net cash(+)	0,0	1,2	2,0	2,4	2,6	2,8	1,8	1,1	0,8	0,7	0,6
Net debt/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Net debt/Equity	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Dent/Equity	9%	7%	10%	12%	60%	63%	56%	47%	37%	30%	26%
Assets/Equity	89%	90%	88%	87%	62%	60%	63%	67%	72%	76%	79%
	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
ROA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROE	-54,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROIC	-95,5%	0,0%	0,0%	0,0%	2000,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (DKKm)

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
KF, löpande verksamhet	-8	-12	-19	-15	-12	-9	1	8	18	23	27
KF, investeringsverksamhet	-19	-11	-8	-4	-2	-2	-2	-1	-1	-1	-1
KF, finansieringsverksamhet	48	15	15	27	20	0	0	0	0	0	0
Periodens kassaflöde	21	-9	-13	9	6	-11	-1	7	17	22	26
Likvida medel, BaP	0	21	13	0	9	15	4	3	10	27	49
Likvida medel, SaP	21	13	0	9	15	4	3	10	27	49	75
Nyckeltal	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P
KF löpande verksamhet/omsättning	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0,9%	5,6%	10,3%	12,6%	13,5%
KF löpande verksamhet/tillgångar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0,9%	6,4%	11,5%	12,8%	12,4%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

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

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

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

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

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

Analytikerna Jonatan Andersson, Markus Augustsson, Richard Ramanius och Ulf Boberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.