



Uppdragsanalys 2016-03-08

ANALYSGUIDEN

Peptonic Medical

PEPTONIC
m e d i c a l

Peptonic har lagt fram en plan

Men en starkt kassa avser Peptonic att åter en gång ta sin läkemedelskandidat Vagitocin® till klinikerna. Bolaget har presenterat en agenda för studien med ett uppskattat tidsschema.

Oxytocin är ett hormon som frisätts vid bland annat beröring, amning, förlossning samt vid sex och kallas för må-bra-hormonet.

Uvnäs Moberg har med sin forskning på hormonet lagt grunden för Peptonics verksamhet. Bolagets läkemedelskandidat, Vagitocin®, är baserad på oxytocin och avser behandla vaginal atrofi.

Tillståndet drabbar oftast kvinnor efter klimakteriet och kan orsaka torrhet, klåda och sveda i underlivet. I september 2015 meddelande bolaget att en klinisk fas IIb-studie misslyckats.

Bolagets analys pekar på gelens förvaringstid. Mot bakgrund av detta har bolaget beslutat att ge Vagitocin® en andra chans.

Peptonic planerar genomföra en andra klinisk fas IIb-studie. För att finansiera denna stärkte bolaget

kassan med cirka 27,7 miljoner kronor (före omkostnader) genom en nyemission och en riktad emission i december 2015.

Ett tillstånd från Läkemedelsverket för att genomföra studien antas vara på plats i mars och bolaget uppskattar att studieresultat kan presentera redan vid årets slut. Att bolaget är transparent med sina tidsuppskattningar är förtroendeingivande.

Genom att nuvärdesberäkna framtida riskjusterade förväntade kassaflöden från ett utlicensieringsavtal beräknar vi ett motiverat pris per aktie om 9 kronor.

Vår rekommendation är således köp. Med hänseende till Peptonics tunna utvecklingsportfölj vill vi också flagga för att investeringens utfall är förhållandevis binär, beroende av kommande studieresultat. Det innebär hög risk. ■

NYCKELTALSINFORMATION

(Mnkr)	2014	2015	P 2016	P 2017
Läkemedelskandidat, Vagitocin			Andra Fas IIb studie påbörjas	Fas III förbereds, Avtal tecknas
Omsättning, riskjusterade nuvärden	0,0	0,0	0,0	8,1
Rörelseresultat	-10,4	-14,0	-20,6	-15,9
Kassa	0,1	28,4	9,7	9,2

Riktkurs:

9 kronor

Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Johan Inborr

Styrelseordförande: Ron Long

Största ägare: Klingspor Christian och Klingspor Maria (vardera 5,94 %)

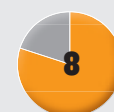
Börsvärde, mnkr: 101

Lista: Aktietorget

Aktuell börskurs, kr: 5,25

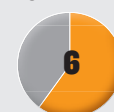
BÖRSTEMPERATUR

Ledning



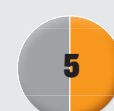
Johan Inborr har en bakgrund inom affärsutveckling och en omfattande meritlista av genomförda affärer. Johan kommer senast från Medivir där han var chef för affärsutvecklingen.

Ägare



Grundare och CSO Kerstin Uvnäs Moberg är bolagets största ägare, vilket ökar hennes incitament att agera i aktieägarnas intresse. Hennes förmåga att bidra med finansiella medel är för oss okänt.

Finansiell ställning



Bolaget saknar intäkter. En betydande intäkt blir aktuell först när avtal tecknats vilket innebär att processen inte får dröja för länge. Samtidigt drivs bolaget kostnadseffektivt.

Potential



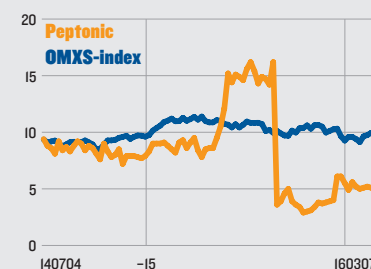
Vi ser stor potential i bolaget och i oxytocin som har flera intressanta potentiella behandlingsområden. Marknaden för vaginal atrofi växer och konkurrensen är begränsad. Med dagens kurs på 5,25 kronor är uppsidan i aktien är stor.

Risk



En investering i läkemedelsutveckling är mycket riskfylld. Ytterligare bakslag rörande pågående utvecklingsprojekt vore förödande. Dessutom är Peptonics befintliga utvecklingsportfölj tunn.

AKTIEKURS



MARS 2016

ANALYSGUIDEN

Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

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

Ägare (1-10)

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

Finansiell ställning (1-10)

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

Potential (1-10)

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

Risk (1-10)

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

Bakgrund

Oxytocin är ett kroppseget hormon som produceras i hypotalamus i hjärnan och frisätts vid förlossning, amning eller vid beröring. Hormonet ger lugn och fysisk avkoppling. Hormonet lindrar även smärta samt påskyndar läkningsprocessen. Dessutom påvisar forskning att oxytocin har betydelse för känslan av kärlek och den sexuella lusten. Dess många funktioner har gett upphov till flera smeknamn, däribland människans "kärlekshormon" eller "må-bra-hormon".

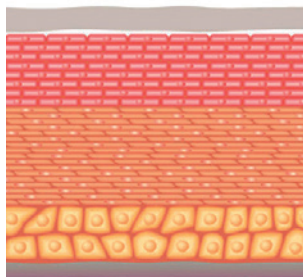
Peptonic Medical AB:s (Peptonic/bolaget) grundades 2009 och har idag två anställda vid kontoret i Bromma utanför Stockholm. Bolagets verksamhet bygger på att utveckla och kommersialisera oxytocinbaserade läkemedel. Peptonic äger patent för behandling med oxytocin inom flertalet områden, däribland sårläggning, men idag ligger fokus på kvinnohälsa. Bolagets läkemedelskandidat, Vagitocin®, befinner sig i klinisk fas II och avser att behandla vaginal atrofi.

Vaginal atrofi

Östrogen är ett hormon som finns hos både kvinnor och män. Dock betraktas det främst som det kvinnliga könshormonet. Östrogenproduktionen avtar när kvinnan når klimakteriet vilket kan orsaka övergångsbesvär i form av svettningar, humörsvägningar, energibrist och underlivsbesvär. Övergångsbesvären tenderar dock att vara temporära. Detta till skillnad från de underlivsbesvär som låg östrogennivå kan orsaka.

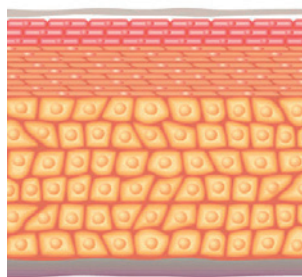
Låg nivå av östrogen kan orsaka att antalet celler liksom antalet yttliga celler i vaginan minskar. Detta leder till att vaginalslemhinnan förtunnas. Se bild nedan. Tillståndet benämns Vaginal atrofi och symptom är torrhet, klåda och sveda i slidan. Därutöver ökar infektionsrisken och slemhinnan blir mindre elastisk och mer ömtålig, vilket ofta orsakar smärta vid samlag.

Före klimakteriet



Mängd celler och mogna celler innan klimakteriet

Vaginal atrofi



Reducerad mängd celler och mogna celler som en effekt av låg östrogennivå

Ny fas IIb-studie planeras under 2016.

Oxytocin i medicin och Vagitocin®

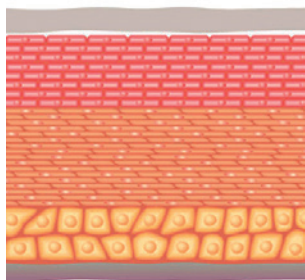
Idag används oxytocin för att sätta igång förlossning och stimulera värkprocessen i fall av långsam eller avstannad förlossning. Oxytocin används även för att dra ihop livmodern efter födsel. Hormonet finns dessutom i nässpray för att hjälpa mjölkutdrivningen vid amning. Oxytocin är alltså en väl beprövad substans och har därmed en känd riskprofil.

Exempel på förekommande biverkningar vid intravenös användning är illamående, förändrad hjärtrytm eller allergisk reaktion med yrsel. En för hög dos oxytocin kan leda till kramper eller låga nivåer natrium som kan leda till koma. Det är därför viktigt att patienten doseras rätt mängd oxytocin vid intravenös administration. I kliniska studier med Vagitocin® har inga allvarliga oxytocinrelaterade biverkningar rapporterats.

Vagitocin® är bolagets första läkemedelskandidat och är en oxytocinbaserad gel avsedd att lokalt behandla vaginal atrofi. Gelen administreras lokalt i vagina med hjälp av en applikator för att säkerställa korrekt dosering.

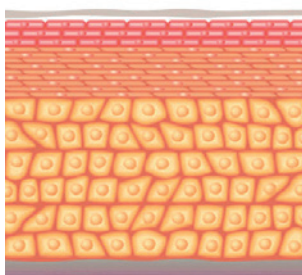
I studier har det påvisats att Vagitocin® ökar antalet cellager liksom antalet ytliga celler. Med detta återfår livmoderslemhinnan sin tjocklek och symptomen av vaginal atrofi reduceras.

Före klimakteriet



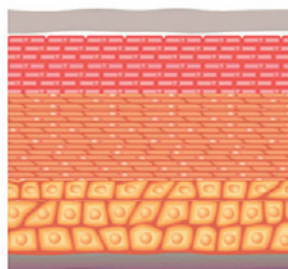
Mängd cellager och mognade celler innan klimakteriet

Vaginal atrofi



Reducerad mängd cellager och mognade celler som en effekt av låg östrogennivå

Efter behandling med Vagitocin



Ökad mängd cellager och mognade celler som en möjlig effekt av behandling med Vagitocin

Vagitocin® skyddas av två olika patent. Det första gäller användning av oxytocin för behandling av klimakteriebesvär och löper till 2021. Det andra gäller gelformuleringen innehållande oxytocin och godkändes 2014 i Europa. I mars 2015 godkändes formuleringspatentet i USA och löper ut 2032. Patentansökan är lagd i ytterligare femton länder.

Marknad

Uppskattningsvis drabbas 45 procent av alla kvinnor av vaginal atrofi inom en femårsperiod efter menopaus, som betecknar den sista menstruationsblödningen. Analysbolaget Research and Markets värderar den sammanlagda marknaden för vaginal atrofi i länderna USA, Frankrike, Tyskland, Italien, Spanien, Storbritannien och Japan till 1,2 miljarder dollar. Den årliga genomsnittliga tillväxten uppskattas till drygt sex procent för de kommande sex åren. Tillväxten drivs av ökad förståelse för tillståndet, förbättrade produkter och en åldrande befolkning.



Bild: THINKSTOCK

USA är den enskilt största marknaden och utgör ungefär 70 procent av den globala marknaden. Vi bedömer Research and Markets uppskattning av marknaden som återhållsam och den avspeglar inte heller hela den globala marknaden.

Investerare ger Peptonic en andra chans

I samband med listning på Aktietorget 2014 genomförde Peptonic en ny-emission som inbringade 20 miljoner kronor. Pengarna avsattes för att finansiera en klinisk fas IIb studie innehållande totalt 227 patienter. För att slutföra studien genomfördes ytterligare en emission om knappt 14,5 miljoner kronor i mars 2015. I september 2015 meddelade bolaget att samtliga behandlingsgrupper, inklusive placebogruppen, uppvisade samma statistiskt signifikanta förbättring beträffande både subjektiva och objektiva studieparametrar. Studien nådde därmed inte upp till uppsatta kliniska mål.

Efter en genomgående analys meddelandes i oktober 2015 att studiens bakslag mest sannolikt orsakats av gelens förvaringstid i kombination med förvar i rumstemperatur

Förvaringstid sannolik orsak till misslyckad studie

Peptonic för ett logiskt och övertygande resonemang kring varför en ny förvaringstid kan generera positiva studieresultat. Under tiden som den misslyckade studien pågick observerades ett problem, att gelen blivit mer flytande. Den rinniga gelen flöt ut ur slidan eller fäste endast på några få platser i vaginan, vilket innebar en underdosering av oxytocinet. Dock upptäcktes detta under studiens gång och totalt 76 patienter ombads att förvara gelen i kylskåp. Åtgärden bevarade gelens konsistens och när resultatet från denna grupp analyserats framgick en signifikant minskning av mest besvärande symptom, jämfört med placebo.

Med övertygande studieresultat fram till ovannämnda bakslag har bolaget beslutat att åter pröva Vagitocin®. Sedan misslyckandet har Peptonic tagit fram en ny förvaringstub som upprätthåller gelens konsistens även i rumstemperatur och försöksledare liksom bolagets ledning och styrelse är övertygade om att en ny studie med den nya förvaringstuben kommer uppnå tidigare utsatta kliniska mål.

Vi, liksom investerare har ett fortsatt förtroende för bolaget och Vagitocin®. Detta påvisas av den genomförda nyemissionen som stärkte bolagets kassa med cirka 27,7 miljoner kronor (före omkostnader). Pengarna är avsedda att finansiera den kommande studien som uppskattas kunna rulla igång under våren 2016.

Ett andra försök

I januari ansökte Peptonic om tillstånd från bland annat Läke- medelsverket för att på nytt genomföra en klinisk fas IIb-studie. Bolaget uppskattar att ett godkännande kan vara på plats i mars så att den första patienten kan påbörja behandling i maj. Studien kommer genomföras på tre kliniker och är randomiserad, dubbelblind och place- bokontrollerad.

Totalt och kommer totalt 200 patienter inkluderas i studien. Av dessa kommer 160 patienter slumpmäs- sigt behandlas med Vagitocin® alternativt placebo. Substanserna kommer att förvaras i en applikatorer i glas för att säkerställa att gelens konsistens be- varas. Resterande 40 patienter kommer samtliga behandlas med Vagitocin® som förvaras i de nyutvecklade laminattuberna. I båda delstudier kommer deltagande patienter att noggrant instru- eras om förvaring i kylskåp.



Peptonic uppskattar att sista patienten är behandlad i december och att re- sultat kan presenteras i slutet på innevarande år. Antaget goda resultat från ovannämnda studie avser bolaget att ingå licensavtal med en eller flera större läkemedelsbolag för kommande fas III-studier. Vår bedöm- ning är att studien är väl upplagd. Genom en isolerad sidostudie med la- minattuberna kan bolaget även visa för potentiella partners att den nya tuben fungerar som den ska. Baserat på föregående fas IIb-studien anser vi att bolagets tidsplan för genomförandet av den kommande studien är mycket snäv men inte orimlig. Den förra studien tog cirka 11 månader från det att den första patienten behandlades till att resultat kunde presenteras. Den nya studien inkluderar förvisso färre patienter men inte i proportion till den uppskattade tidsperioden.

Tidigare genomförda kliniska studier

Mellan år 2000 och 2015 har bolaget genomfört sammanlagt fem kliniska studier, däribland en klinisk konceptvalideringsstudie, alltså proof of con- cept (POC). Därpå följande kliniska fas II- och fas IIa-studier var båda dubbelblinda placebokontrollerade multicenter studier som båda genere- rade tillfredsställande resultat.

Vidare genomfördes en första fas IIb-studie med 64 patienter. Patien- terna erhöll daglig behandling med Vagitocin® alternativt placebo-gel un-



Bild: COLOURBOX

der sju veckor. Resultatet från studien visar en signifikant ökning av antal cellager och ytliga celler hos gruppen kvinnor som behandlats med Vagitocin®. Samtidigt visades statistiskt signifikant reducering av mest besvärande symptom hos denna grupp, jämfört med placebogruppen. Bolaget har även genomfört en klinisk PK-studie, alltså farmakokinetiska studier för att studera oxytocinets upptag i blodbanan och omsättning i kroppen.

Sammantaget menar bolaget att det påvisats att behandling med Vagitocin® i sju veckor är likvärdig med tolv veckors behandling med östrogenbaserade läkemedel avseende mest besvärande symptom. Resultaten från genomförda kliniska studier ovan utgör en bra grund för att gå vidare med läkemedelskandidaten.

Vagitocin® har en naturlig plats på marknaden

Idag behandlas vaginal atrofi med östrogenbaserade läkemedel eller med preparat som aktiverar kroppens östrogenproduktion. Förskrivning av dessa typer av läkemedel har kraftigt minskat, främst i USA, efter att östrogen påvisats öka risken för blodpropp, bröst- och äggstockscancer samt hjärt- och kärlsjukdomar. Vidare finns även en rad olika receptfria hormonfria salvor som avser att lindra symptom och återge slemhinnans elasticitet.

Som tidigare nämnts medför befintliga östrogenbaserade behandlingsmetoder en ökad risk för blodpropp, cancer samt hjärt- och kärlsjukdomar. Mot denna bakgrund har USA:s livsmedels- och läkemedelsmyndighet, FDA, beslutat att märka östrogenbaserade substanser mot vaginal atrofi med en så kallad "black box warning". Märkning är FDA:s mest resoluta varning för allvarliga eller livshotande möjliga bieffekter.

Osphena är ett FDA-godkänt läkemedel utan östrogenhormoner. Den aktiva substansen är ospemifene som binder till östrogenreceptorer och fram-

kallar därmed östrogenliknande effekter. Ospemifene tas i tablettform, vilket många kvinnor föredrar över lokal behandling, trots att den lokala behandlingen i sig kan ge positiva effekter. Substansen har inte påvisats öka risken för blodpropp, men saknar studiedokumentation rörande substansens effekt på det normala kvinnobröstet. Därför är även Osphena black box-märkt.

De befintliga läkemedlen skrivs därför inte ut till kvinnor med känd eller misstänkt historik av bröstcancer.

Peptonic arbetar med oxytocin som är en väl beprövad substans. Substansen har inte påvisats bidra till ökad risk för varken cancer, blodpropp eller hjärt- och kärlsjukdomar. Därför har alternativ till dagens hormonersättande läkemedel, så som Vagitocin®, en naturlig plats på marknaden där konkurrensen är begränsad.

Icke-farmakologiska alternativ

Det finns en rad olika receptfria vitamin- och vattenbaserade hormonfria smörjande och fuktgivande krämer som lindrar symtom. Dessa krämer har dock, enligt Risa Kagan, läkare och klinisk professor på avdelningen för obstetrik, gynekologi och fortplantningsstudier vid University of California, låg påvisad effektivitet rörande behandling av vaginal atrofi.

Ledning, styrelse och ägarstruktur

Efter en tid som extern konsult tillträdde **Johan Inbarr** vd-posten i september 2014. Han har även haft ledande roller på fler internationella bolag som Finnfeeds International Ltd., Finnsugar GmbH och som vd på Asta-Carotene AB. Johan har en doktorsexamen i biokemi och kommer senast från Medivir där han ansvarade för affärsutveckling. **Dan Markusson** är Peptonics operativa chef (COO) och medgrundare. Under perioden 2009 till 2014 var Dan bolagets vd. Tidigare var Dan verksam för CerBio Tech och styrelsemedlem i Doxa.

Kerstin Uvnäs Moberg är forskningschef (CSO) och en av bolagets grundare. Hon är forskare, läkare och har en doktorsexamen i farmakologi vid Karolinska institutet. Kerstin är även professor vid Sveriges lantbruksuniversitet och har forskat på oxytocin i 30 år.

Styrelseordförande, **Ron Long**, är bolagets tredje medgrundare och tidigare vd för bland annat Amersham Pharmacia Biotech, Medivir och Procognia Ltd, där han också var styrelseordförande. Ron har även varit verksam i Wellcome Biotechnology Ltd. och Coopers Animal Health Ltd. Utöver Kerstin Uvnäs Moberg, finns **Nadia Whittle**, och **Andris Kreichbergs** bland styrelsens övriga medlemmar. Nadia är partner och managing director på konsultfirman Tefen. Tidigare var Nadia vd på Alium Medical Ltd.. Andris Kreichbergs är emeritus professor i ortopedi vid Karolinska institutet och är medgrundare till Esperion Inc samt grundare till Time Care AB.

Ägarstruktur

Maria Klingspor och Christian Klingspor är de två största privata ägarna med ägarandel om 5,9 procent vardera. Kerstin Uvnäs Moberg har efter den senaste nyemissionen reducerat sin ägarandel från nio procent till 5,6 procent. Kerstin innehav är dock fortfarande betydande och hennes finansiella incitament att agera i linje med aktieägarnas intresse kvarstår.

DE TIO STÖRSTA ÄGARNA

Ägare	Kapital, %
Movestic livförsäkring AB	11,2
Klingspor, Christian	5,9
Klingspor, Maria	5,9
Wilkne, Thord	5,8
Uvnäs Moberg, Kerstin	5,6
Försäkringsaktiebolaget, Avanza pension	5,6
Rasjö, Staffan	4,5
Österlund, Lennart	3,7
Ib clients safe custody (UK trades)	3,5
Lmk forward AB	2,9

Källa: Miris Holding 2016-03-07

Investerare ger Peptonic en andra chans

I samband med att Peptonic presenterade resultaten för den misslyckade studien föll aktiekursen från 17,5 kronor till 4,5 kronor. Skulle den kommande studien generera tillfredsställande resultat är uppsidan i aktien från befintligt pris sannolikt stor. De tillfredsställande resultaten för gruppen som förvarade gelen i kylskåp signalerar att Vagitocin® med rätt dosering fyller en behandlande funktion på människa. Även om bolaget har en bred patentportfölj är det svårt att frångå det faktum att Peptonics utvecklingsportfölj är så gott som tom om bolagets kommande studie inte genererar tillfredsställande resultat. En investering i Peptonic är således förhållandevis binär och villkorad till kommande studieresultat.

Även den kommande studien är binär i den meningen att antingen genereras tillfredsställande resultat, eller så lever resultatet inte upp till utsatta mål. För att hantera detta beräknar vi ett motiverat pris per aktie genom att nuvärdesberäkna framtida riskjusterade förväntade kassaflöden från ett utlicensieringsavtal.

Vi beräknar det motiverat priset per aktie till 9 kronor. I skrivande stund handlas aktien till 5,25 kronor. Vi behåller därför vår köprekommendation.



Bild: THINKSTOCK

Värdering

Vi uppskattar värdet på en utlicensieringsaffär till 400 miljoner kronor och royaltyintäkter om tio procent av den årliga försäljningen. Vi motiverar diskonteringsräntan om femton procent med bolagets tunna portfölj.

Riskjusterat nuvärde på ett utlicensieringsavtal

Trots att tuben är ersatt kvarstår risken att även det andra försöket misslyckas. Baserat på bolagets tidsplan antar vi att den kommande studien påbörjas i maj. Vi är mer konservativa i vårt bedömande rörande studieperiodens längd och modellerar därför med att resultat finns på plats knappt ett år efter startdatumet i maj.

Diskussioner med potentiella samarbetspartner pågår. Vi uppskattar sannolikheten att avtal tecknas inom sex månader efter avslutade fas IIb-studier till 55 procent. Vi uppskattar den initiala utbetalningen till konservativa 20 miljoner kronor som betalas ut vid samma tidpunkt som när avtalet ingås.

Enligt en studie som presenteras i artikeln, "Clinical development success rates for investigational drugs" (M. Hay et al.) erhåller en av två kandidater som påbörjar klinisk fas III marknadsgodkännande från FDA. Vi har därför riskjusterat händelsen om att Vagitocin genererar tillfredställande studieresultat för klinisk fas III och erhåller marknadsgodkännande med 50 procent.

SANNOLIKHETER FORTSKRIDANDE, KLINISK FAS

	Fas 1 till 2	MG	Fas 2 till 3	MG	Fas 3 till NDA	MG	NDA till Market approval
Population, %	64,50	10,40	32,40	16,20	60,10	50,00	83,50

MG = Marknadsgodkännande. NDA = New Drug Application

Rörande milstolpebetalningar om totalt 380 miljoner kronor är dessa fördelade på två tillfällen: Den första betalningen inkasseras efter avklarad fas III och den andra efter marknadsgodkännande erhållits.

Med ovanstående antaganden beräknar vi ett riskjusterat nuvärde på ett utlicensieringsavtal, inkluderat initial engångsutbetalning och milstolpebetalningar, till drygt 68,9 miljoner kronor.

Marknad, marknadsandelar och royaltyintäkter

Med våra antaganden introduceras Vagitocin® på marknaden under andra halvan av 2021. Vid tillfället uppskattar vi marknadens värde till 14,4 miljarder kronor och den växer under den prognostiserade perioden med ungefär åtta procent. Under introduktionsåret uppnår Vagitocin® en marknadsandel om fem procent. Marknadsandelen tilltar de kommande fyra åren och toppar på femton procent där den förblir de kommande tre åren. Antaget ökad konkurrens från alternativ reduceras marknadsandelen med 2,5 procent per år till fem procent år 2032 då patentet löper ut.

Som tidigare nämnts har vi antagit att royaltyintäkterna består av tio procent av Vagitocins försäljning. Royaltyintäkterna är riskjusterade baserat på ovannämnda antaganden. Den nuvärdesberäknade summan av royaltyintäkterna uppgår till ungefär 118 miljoner kronor.

Kostnader, kassa och skulder

Bolaget uppskattar kostnaderna för att genomföra fas IIb-studien till 20 miljoner kronor. Av dessa har vi hänfört 15 miljoner till år 2016 och resterande andel till år 2017. Vidare har bolaget för avsikt att ingå avtal där en samarbetspartner står för kostnaderna relaterade till kommande fas III-studier. Vi har dock modellerat för kostnader om tio miljoner för bolaget för dessa studier. Kostnader relaterade till fas III-studierna är riskjusterade med samma antaganden som intäkterna. Sammantaget beräknar vi nuvärdet av kostnaderna till knappt 35 miljoner kronor, inkluderat kostnader för den löpande verksamheten fram till fas III.

Bolagets kassa uppgick till 28,4 miljoner kronor per den 31 december 2015. Efter upptagna kostnader från årsskiftet till dagens datum uppskattas bolagets nettokassa till cirka 20,7 miljoner kronor. Bolaget har inga utestående räntebärande skulder.

Motiverat pris per aktie

Med angivna antaganden uppskattar vi ett motiverat pris per aktie på 9 kronor på tidshorisonten ett år. Nyheter rörande samtliga riskjusterade händelser är kursdrivande, upp eller ner.

VÄRDERING, MNKR	
Riskjusterat nuvärde avtal	68,9
Riskjusterat nuvärde royaltyintäkter	118,0
	186,9
Nuvärde, relaterade utvecklingskostnader	-34,9
Nettokassa	20,7
Aktier, efter fulltecknad emission (miljoner)	19,2
Pris per aktie, kronor	9,0

Birger Jarl Securities AB, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Jarl Securities 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.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.