



Uppdragsanalys, 2017-06-02

ANALYSGUIDEN

Peptonic Medical

PEPTONIC
m e d i c a l

Tredje gången gillt för gel?

Peptonics misslyckade fas II-studier ger stöd åt lansering av en receptfri egenvårdsprodukt mot vaginal atrofi. Vägen till marknaden är kortare och mindre riskfylld. En lansering kan bli av redan 2018. Vi rekommenderar Teckna.

Peptonic tar sikte på den receptfria marknaden för egenvård av vaginal atrofi. Beslutet att avbryta utvecklingen av läkemedelskandidaten Vagitocin® fattades efter att bolagets kliniska fas IIb-studie visade ett oväntat resultat: Både kandidaten med aktiv substans oxytocin och placebo (utan oxytocin) påvisade effekt på de mest besvärande symptomen. Då resultatet påvisar effekt med placebo öppnas istället möjligheter att slå sig in på den receptfria marknaden som vi uppskattar till cirka 790 miljoner kronor per år i Norden.

Innan en lansering kan ske i Europa måste produkten som kallas VagiVital® erhålla CE-märkning. Relativt läkemedelsutveckling är detta en avsevärt mindre krävande process och vår bedömning är att risken för att CE-märkning inte erhålls är liten. En lansering i Europa kan bli aktuell redan under andra halvan av 2018. För att börja sälja i USA, som är den största marknaden, behövs ett 510k-godkännande.

Risken ligger snarare i osäkerhet rörande produktens kommers-

iella förmåga och vägen till marknaden. Dock skapar den gedigna kliniska dokumentationen som påvisar VagiVitals effekt en värdefull konkurrensfördel samtidigt som patienter blir mer varse om nackdelar med östrogenbaserade produkter.

Planen är att nyttja partners för en lansering av VagiVital® på marknaden med start i Norden. Genom ett potentiellt samarbetsavtal kan dyra marknadsföringskostnader reduceras till en kostnad av att intäkterna delas. Ett samarbetsavtal reducerar den kommersiella risken. I dag finns inget avtal tecknat men de uppenbara konkurrensfördelarna bör rimligtvis vara tilltalande för potentiella samarbetspartners.

För att finansiera arbetet fram till en potentiell lansering genomförs en företrädesemission. Vid full teckning stärks kassan med 10,8 miljoner kronor. I antaget bas-scenario beräknar vi ett motiverat pris per aktie till 1,45 kronor efter utspädning. Emissionen sker till en kurs under det motiverade priset per aktie och vi rekommenderar således att Teckna emissionen. ■

NYCKELTAL

(mnkr)	2016	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P
Nettoomsättning	0	0,0	0,8	15,6	40,9	54,9
Rörelseresultat	-11,3	-13,7	-17,5	-1,6	9,6	22,2
Rörelsemarginal	-	-	-2110,8 %	-10,1 %	23,6 %	40,5 %
Implicit P/S	-	-	72,1	3,8	1,5	1,1

Basscenario. Alla värden är riskjusterade. Källa: Jarl Securities

Riktkurs: 1,45 kronor efter utspädning, TECKNA

Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Johan Inbarr

Styrelseordförande: Hans von Celsing

Största ägare: Movestic Livförsäkring AB

Börsvärde, mnkr: 20

Lista: Aktietorget

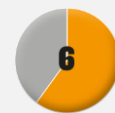
Aktuell börskurs, kronor: 0,98

BÖRSTEMPERATUR



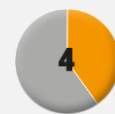
Ledning

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



Ägare

Movestic Livförsäkring AB är bolagets största ägare med en position motsvarande 8,1 procent av kapitalet. Movestics har haft ett ägandeskap i Peptonic sedan 2014 och är förhoppningsvis med på nyemissionen.



Finansiell ställning

Bolaget saknar i dag intäkter. Tecknas emissionen till fullo bedömer vi att kassan bör räcka till i början på 2018. Vid detta tillfälle uppskattar vi att ytterligare kapital kommer behövas för att täcka rörelsen.



Potential

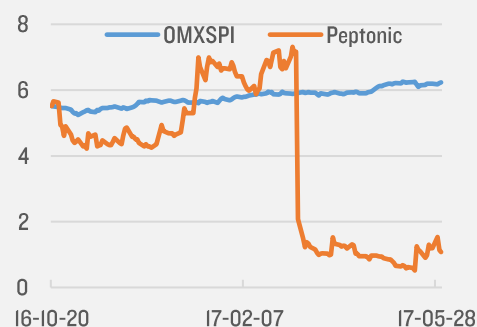
Marknaden växer med en åldrande befolkning. Bolaget har en produkt med tydliga konkurrensfördelar. Ett CE-godkännande bör vara på plats runt årsskiftet. Dock finns flertalet osäkerhetsmoment. Om bolaget lyckas är uppsidan stor.



Risk

Utvecklingsrisken är kraftigt reducerad samtidigt som den kommersiella risken fortfarande kvarstår. Till detta är bolagets produktportfölj tunn vilket är ytterligare en riskfaktor att beakta.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (I–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 (I–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 (I–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 (I–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 (I–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.

Investment case

Vaginal atrofi

Vaginal atrofi är ett tillstånd som drabbar cirka 50 procent av alla kvinnor som genomgått menopaus. Symptomen hämmar den drabbade i vardagen och inkluderar bland annat torrhet och klåda i underlivet liksom smärta vid samlag. I dag behandlas tillståndet främst med hormonbaserade substanser. Dessa läkemedel är dock mindre lämpade för många i patientpopulationen. Därför efterfrågas icke-farmakologiska alternativ som kliniskt påvisats säkra och effektiva. Det är här Peptonic (bolaget) och VagiVital® kommer in i bilden.

Ny plan

Efter flera års arbete med att utveckla ett läkemedel för behandling av vaginal atrofi har Peptonic valt att avbryta denna utveckling. Detta efter att en andra klinisk fas IIb-studie inte nått uppsatta effektmål: Effekten jämfört med placebo kunde inte med säkerhet säkerställas för den aktiva substansen oxytocin, då effekten även var statistiskt signifikant för placebo. Resultatet var betungande samtidigt som möjligheter öppnas för placebo substansen på marknaden för receptfria substanser (OTC).

Innan en lansering i Europa krävs att placebo substansen, som fått namnet VagiVital®, CE-märks som medicinteknisk produkt. Antaget erhållen CE-märkning avser bolaget att redan under 2018 påbörja försäljningen med start i Sverige för att sedan expandera inom Norden. En lansering i Kontinentaleuropa kan bli aktuellt under 2019. Till detta avser bolaget ansöka om godkännande för försäljning i USA liksom i Kina.

Marknaden i Norden för receptfria alternativ för behandling/lindring av symptom tillhörande vaginal atrofi uppskattar vi i dag till cirka 790 miljoner per år. Marknaden växer rimligtvis med en åldrande befolkning liksom med att risker tillhörande östrogenbaserade behandlingsalternativ får allt mer utrymme. Med en större folkmängd växer rimligtvis marknaden.

Vägen till marknaden och risker

För CE-märkning är kraven på dokumentation kring substansens säkerhet och effekt mindre omfattande än de som ställs på nya läkemedel. Mycket av den dokumentation som krävs redan på plats eftersom bolaget genomfört större kliniska studier där placebo substansen användes. Dock krävs fortfarande dokumentation på interna system och processer för att säkerställa produktens kvalitet. Detta är något som bolaget avser ta fram under de kommande kvartalen. Bolagets mål är att CE-märkning skall vara på plats under första kvartalet 2018. Målet är rimligt antaget att finansiering säkras.

Konkurrensfördel – kliniska studier

För majoriteten av de befintliga egenvårdsprodukterna saknas dokumentation från studier i människa att substanserna faktiskt är säkra och har effekt. Därför finns också många frågetecken rörande just egenvårdsprodukters effekt. Peptonic har gedigen kliniska data på plats som faktiskt påvisar VagiVitals säkerhet liksom effekt både på de mest besvärande symptomen, men även på objektiva parametrar som pH och andelen ytceller i vaginalslemhinnan. Med hänsyn tagen till att studierna även visar effekt på dessa objektiva parametrar så ter sig effekten på mest

besvärande symtom som högst verklig. Den kliniska dokumentationen som redan genererats skapar en tydlig konkurrensfördel.

Strategi för sälj

Bolaget avser att antingen ingå samarbetsavtal eller genomföra lanseringen i Norden i egen regi, medan man avser ingå samarbetsavtal utanför Norden. Vi bedömer att ett samarbetsavtal är mest lämpligt, dels då bolaget får tillgång till expertis, dels så kan kostnader hållas nere. Bolaget behöver sluta avtal med en lämplig dedikerad samarbetspartner relativt omgående som är villig/har möjlighet att ta på sig marknadsföringskostnader. Annars finns risk för förseningar i intäktsflödena och ytterligare en finansierings-runda för att täcka marknadsföringskostnader. Vidare finns den kommersiella risken, det vill säga att VagiVital® faktiskt säljer. Antaget att en samarbetspartner tar på sig marknadsföringskostnader reduceras finansieringsbehovet och den kommersiella risken kommer således ner.

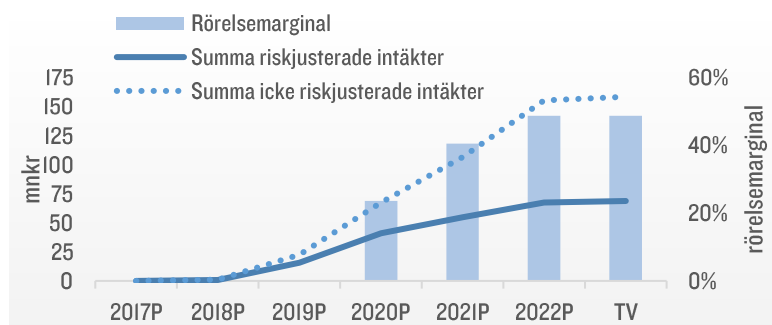
Basscenario - Värdering och rekommendation

För att finansiera kommande arbete inför en lansering genomför bolaget en emission som vid full teckning stärker kassan med cirka 10,8 miljoner kronor. För att uppskatta ett motiverat pris per aktie har vi utgått från ett riskjusterat bull-scenario. I scenariot tecknas emissionen till fullo och VagiVital® lanseras mot slutet av 2018 i, tillsammans med en partner som står för marknadsföringskostnader. Peptonic erhåller 40 procent av försäljningsintäkterna. En lansering i Europa sker under 2019, i USA under 2020 och i Kina 2021.

Nyemission

Som nämns ovan genomför bolaget en nyemission som avser finansiera arbetet för att erhålla CE-märkning. Vid full teckning stärks kassan med cirka 10,8 miljoner kronor efter kostnader. En aktie ger en teckningsrätt som ger möjligheten att teckna en ny aktie till ett pris om 0,6 kronor. Sista teckningsdag är den 13 juni. De som väljer att avstå från att teckna blir utspädda med 50 procent.

Nedan visas scenariots riskjusterade intäkter tillsammans med rörelsemarginaler och icke riskjusterade intäkter. Riskjusterade intäkter toppar under den prognostiserade perioden, 2017P till 2022P, drygt 67 miljoner kronor. Rörelsemarginalen uppgår då till 33 miljoner kronor.



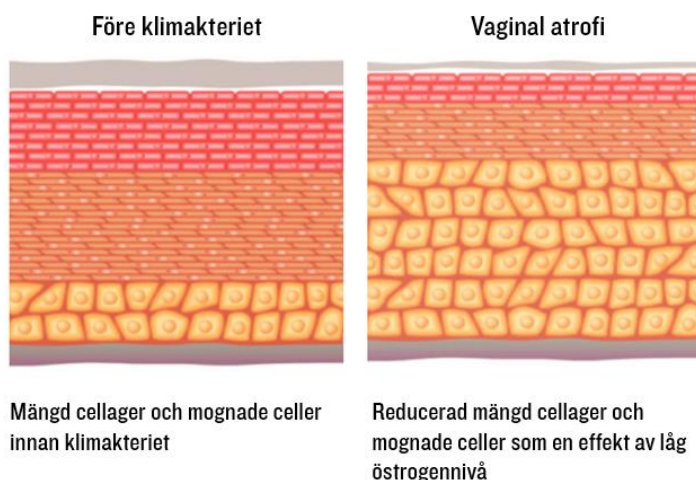
Genom att nuvärdesberäknat riskjusterade kassaflöden beräknas, i scenario ovan, ett motiverat pris per aktie *efter emission* till 1,45 kronor. Emissionen görs till 0,6 kronor per aktie och vi rekommenderar således att Teckna.

Scenario ovan är rimligt och riskjusterat. I ett bull-scenario där intäkterna och EBIT-resultatet under den prognostiserade perioden toppar på 90 miljoner kronor respektive 58 miljoner kronor beräknas riktkursen till 3,9 kronor efter utspädning. I ett bear-scenario intäkterna toppar på drygt 21 miljoner kronor till ett EBIT-resultat cirka 3,5 miljoner kronor beräknas det motiverade priset per aktie till 0 kronor.

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 medan underlivsbesvär tenderar att kvarstå.

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



Befintliga behandling

I dag behandlas vaginal atrofi främst 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. 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.

Som alternativ finns en rad olika receptfria vitamin- och vattenbaserade hormonfria smörjande och fuktgivande krämer som lindrar symtom. Dessa krämer har dock, enligt bland annat Risa Kagan, läkare och klinisk professor på avdelningen för obstetrik, gynekologi och fortplantnings-

studier vid University of California, låg påvisad effektivitet rörande behandling av vaginal atrofi. Således efterfrågas kliniskt dokumenterade effektiva icke-farmakologiska alternativ.

Vagitocin® blir VagiVital® utan oxytocin

Peptonic Medical AB grundades 2009 och har under flera år arbetat med att utveckla läkemedelkandidaten Vagitocin®. Kandidaten som kommer i form av en gel baserat på det kroppsegna hormonet oxytocin utvecklades för att behandla vaginal atrofi. Utvecklingen med oxytocin fortlöpte fram till och med klinisk fas IIb.

Misslyckande i fas IIb

Med start under 2014 genomförde Peptonic en större fas IIb-studie som inkluderade totalt 227 patienter. Studien var dubbelblind och placebokontrollerad med syftet att säkerställa effekten av oxytocin. För studien förvarades Vagitocin® för första gången i en aluminiumtub. Studien avslutades 2015 och resultatet visade på en statistik signifikant förbättring i subjektiva liksom objektiva parametrar (mest besvärande symptom respektive tjocklek slemhinna), för Vagitocin® men också för placebo. Således nådde inte resultatet upp till de uppsatta kliniska målen.

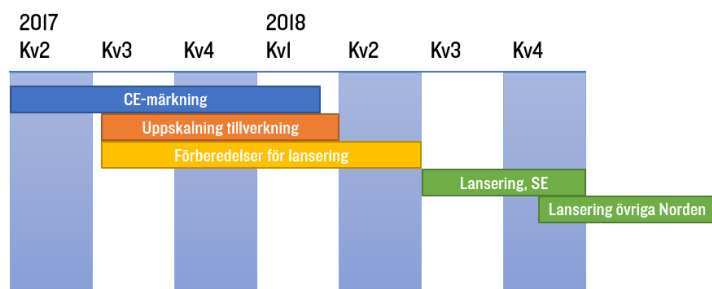
Omständigheterna talade för att det var aluminiumtuben låg bakom misslyckandet och Vagitocin® fick en andra chans. I den senaste fas IIb-studien ingick totalt 160 patienter. Efter att samtliga patienter behandlats visade resultatet att både Vagitocin® och placebosubstansen (Vagitocin® fast utan aktiva substansen oxytocin) gav en signifikant effekt/lindring på de mest besvärande symptomen. Då effekt trots två försök inte kunde påvisas för oxytocin var resultatet negativt och inte i linje med förväntningarna.

Parallellt med huvudstudien gick en parallell explorativ studie. I denna förvarades gelen i en nyutvecklad laminattub. Baserat på studien kunde effekt åter påvisas för de både Vagitocin® och placebo med den nya tuben. Den sistnämnda indikerar alltså att bolaget hittat en kommersiellt gångbar förvaringstube.

Sammantaget kunde effekt (med subjektiva liksom objektiva mått mätt) inte med säkerhet påvisas för oxytocin, då effekt även var statistiskt signifikant för placebo. Baserat på denna information beslöt bolaget att avbryta utvecklingen med oxytocin och gå vidare med placebogelen med namnet VagiVital® som receptfri egenvårdsprodukt. Bolagets inriktning ligger således kvar på kvinnohälsa med fokus på vaginal atrofi/vaginal torrhet.

Tidsplan, utveckling och lansering

Nedan följer en tidslinje på vad som ligger på bolagets agenda.



CE-märkning

Då VagiVital® avser lindra tillståndet/sjukdomen vaginal atrofi krävs en CE-märkning för att sälja produkten inom EU plus Norge, Lichtenstein och Island (EES). En märkning innebär att Peptonic garanterar att produkten möter av EU:s uppsatta krav rörande exempelvis säkerhet. Detta via ett så kallat 'Technical File' som beskriver produkten inkluderat tillverkning och påvisar att produkten med tillhörande processer är utvecklad i linje med direktiven. Vidare skall ett kvalitetssystem sättas upp som genomsyrar hela organisationen.

Varken kvalitetssystemet eller de tekniska filerna har en förutbestämd struktur. Det är därför viktigt att Peptonic utformar dessa så att de kan implementeras och efterlevas på ett effektivt sätt. Den tekniska filen liksom kvalitetssystemen skall kontinuerligt uppdateras för att avspegla den nuvarande situationen.

Till skillnad från läkemedelsutveckling är det ingen myndighet som kontrollerar och bedömer dokumentationen utan detta görs av en ackrediterad så kallad Notified Body (anmält organ). Det finns ett antal stora Notified Bodies runt om i Europa som har olika inriktningar.

Peptonic har sedan tidigare påbörjat arbetsprocessen med att erhålla CE-märkning. Som en del av denna arbetsprocess kan bolaget behöva genomföra mindre laborietester (till exempel biokompatibilitetsstudier). Dessa tester är korta och görs enligt standardprotokoll. Ledningen har som mål att ha en CE-märkning kan vara på plats under första kvartalet 2018. Vi bedömer målet som rimligt samtidigt som det är viktigt att Peptonic tar hjälp av kompetenta konsulter.

Godkännande potentiell lansering i USA och Kina

För en lansering i USA krävs ett så kallat 510(k)-godkännande. Processen och kraven som ställs är liknande de som ställs för en CE-märkning. I Kina krävs också ett lokalt godkännande. Mycket av den dokumentation som sedan tidigare finns på plats kan återanvändas och ansökningsprocessernas tidsåtgång (och därmed kostnader) underlättas således.

Tillverkning och uppskalning av produktion

I samband med utvecklingen av Vagitocin® har Peptonic genomfört en uppskalning av produktionen hos två kontraktstillverkare. Bolaget kommer gå vidare med en av dessa för produktion av VagiVital®. Kvalité och pris utgör beslutsunderlag. Med andra ord är tillverkning samt uppskalning av denna mer eller mindre på plats sedan tidigare och vi är av uppfattningen att osäkerhet kring detta är begränsad.

Inför lansering – distributörssamarbete

Bolagets avsikt är att använda apotek som den primära kanalen ut mot slutkund. För komma in i apotekens sortiment krävs inte bara en väldokumenterad produkt och goda marginaler utan apoteken kräver även en genomtänkt lanseringsplan med tillhörande marknadsföringsstrategi. För genomförandet av den sistnämnda måste flertalet miljoner budgeteras.

Peptonic kan antingen sälja till apoteken på egen hand eller via en samarbetspartner/distributör. Vilket av de två alternativen som Peptonic kommer välja är ännu oklart och utgör således ett överhängande osäkerhetsmoment. Går bolaget genom en distributör är det mest sannolikt att partnern står för alla kostnader relaterade till marknadsföring. Väljer bolaget att på egen hand sälja mot apoteken krävs ytterligare finansiella medel som inte är budgeterade för i bolagets emission och tidsplan.

Att hitta en lämplig samarbetspartner kan ta tid då villkor måste formuleras och godtas av båda parter. Samtidigt är bolagets produkt unik på marknaden med den gedigna kliniska dokumentationen som finns på plats, vilket är en fördel även i sökandet efter lämplig samarbetspartner. För att tidsplanen rörande en lansering i Sverige som är planerad att ske under tredje kvartalet 2018 måste bolaget teckna avtal relativt omgående. Detta så att en genomtänkt marknadsföringsstrategi kan sättas upp, inkluderat uppbokning av reklamutrymme i medier som TV, radio och sociala medier. Nyheter om samarbetspartner med en distributör är således en potentiell trigger som får risken att komma ner aningen.

För att den potentiella samarbetspartnern skall vara villig att ta på sig risken tillhörande investeringar i marknadsföring och andra säljinsatser erhåller samarbetspartnern rimligtvis en del av försäljningsintäkterna. Vi har antagit en 40/60 fördelning – Alltså 40 procent av försäljningsintäkterna går till Peptonic, resterande 60 procent stannar hos distributören. På de större marknaderna i Europa liksom i USA och Kina är det inte omöjligt att bolaget även erhåller milestone-betalningar vid uppnådda försäljningsmål.

Marknad och Konkurrens

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 USD. 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.

Konkurrens och prissättning mot slutkund

Som nämnts tidigare kan vaginal atrofi i dag behandlas med östrogenbaserade läkemedel eller med preparat som aktiverar kroppens östrogenproduktion. OTC står för over-the-counter och inkluderar receptfria läkemedel och egenvårdsprodukter. Konkurrenten på OTC-marknaden är stor och består både av hormonbaserade och hormonfria substanser.

Egenvårdsprodukter mot besvär med torra slemhinnor i underlivet som inte är hormonbaserade inkluderar bland annat Azantas Repadina, Erols Gynomunal och Dr Wolffs Vagisan. En årsförbrukning av Repadina eller Vagisan kostar mellan cirka 3 500 och 3 650 kronor för användaren. Motsvarande kostnad för Gynomunal är cirka 1 375 kronor.

Replens är en fjärde egenvårdsprodukt med en kostnad om cirka 4 000 kronor för en årsförbrukning. Två mindre kliniska studier (15 + 39 patienter) med Replens är genomförda med positiva resultat. Substansen ingår i läkemedelsförmånen för kvinnor som är kontraindicerad andra receptbelagda hormonbaserade produkter för behandling av vaginal atrofi och som behandlas med aromatashämmare. Vår bedömning är att Replens är en av de största konkurrenterna till VagiVital®. Samtidigt är det inte orimligt att även VagiVital® kommer ingå i läkemedelsförmånen.

Bland de produkter som är hormonbaserade eller påverkar hormonbalansen finns bland annat Vagifem som tillverkas av Novo Nordisk. Vagifem är ett receptfritt läkemedel och en årsförbrukning kostar drygt 2 300 kronor. Liksom Vagifem är MDS:s Ovesterin i tablettform ett receptfritt läkemedel. En årsförbrukning kostar cirka 600 kronor. Ovesterin som gel kostar cirka 750 kronor för en årsförbrukning. Estrokad och Blissel är ytterligare två receptfria läkemedel. Kostanden för en årsförbrukning ligger på cirka 600 kronor respektive 850 kronor.

Sammantaget är egenvårdsprodukterna som inte är hormonbaserade dyrare än hormonbaserade receptfria läkemedel. Den genomsnittliga kostnaden för den förstnämnda gruppen drygt 3 000 kronor per år. För den sistnämnda ligger genomsnittet på cirka 1 000 kronor per år.

Adresserbar marknad, Norden

För att uppskatta den adresserbara marknaden i Norden för VagiVital® har vi utgått från den totala folkmängden. Av denna totala populationen har vi antagit att cirka 20 procent är kvinnor som genomgått menopaus. Av dessa lider 50 procent av vaginal atrofi. Vidare uppskattas att cirka 30 procent av kvinnor med vaginal atrofi faktiskt behandlas. Det innebär VagiVital® kan bli ett alternativ för cirka 0,8 miljoner kvinnor i Norden.

Baserat på konkurrerande egenvårdsprodukter och receptbelagda produkter genomsnittliga kostnad mot slutkund har vi antagit att grossistpriset för årsförbrukning i snitt ligger på 1 000 kronor. Således uppskattas marknaden i Sverige, Norge, Danmark och Finland till cirka 790 miljoner kronor per år. Med detta sagt är det inte svårt att förstå att den potentiella globala marknaden är mycket stor.

Kliniska data – en konkurrensfördel

Kliniska studier för läkemedelsutveckling följer fördefinierade protokoll sammansatta tillsammans med relevant myndighet. Således är de studier som Peptonic genomfört med VagiVital® av en annan kvalitet och resultaten har rimligtvis även en hög tillförlitlighet.

Med hänsyn tagen till den kliniska dokumentationen som finns på VagiVital®, som de konkurrerande produkterna saknar, är det rimligt att pris ut mot konsument är högre än den genomsnittliga kostnaden.

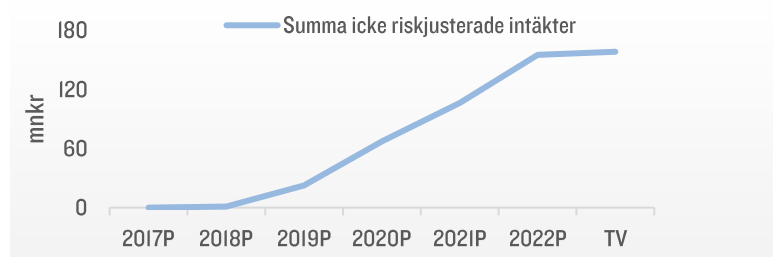
Patentsituation

Bolaget har sökt patent för VagiVital® med sikte på alla större marknader. Det är givetvis viktigt att dessa godkänns.

Prognoser och värdering

Prognostiserade intäkter

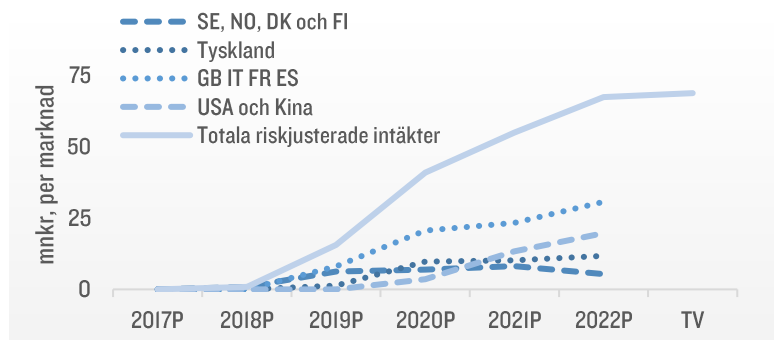
För att uppskatta ett motiverat pris per aktie har vi utgått från ett scenario där lansering sker i Sverige mot slutet av 2018. Under 2019 lanseras produkten i Norden och i ett antal andra större marknader i Europa. I scenariot har vi begränsat Europa till Frankrike, Italien, Spanien, Tyskland och Storbritannien. Vidare har vi inkluderat en lansering i USA som sker under 2020 och en lansering i Kina som sker under 2021. Nedan följer en graf över scenariots antagna intäkter för Peptonic. Intäkterna (icke-riskjusterade) toppar på 155 miljoner kronor år 2022, sista året av den prognostiserade perioden.



Att försäljning skall påbörjas under 2018 är villkorade till ett antal händelser. Den första är att VagiVital® måste erhålla CE-märkning. Denna händelse är i sin tur villkorad till att emissionen tecknas till minst 73 procent. Vidare måste bolaget besluta en plan för hur bolaget väljer att lansera VagiVital® (på egen hand eller via partner). Med rådande osäkerhetsmoment så riskjusterar de antagna intäktsflödena med sannolikheter.

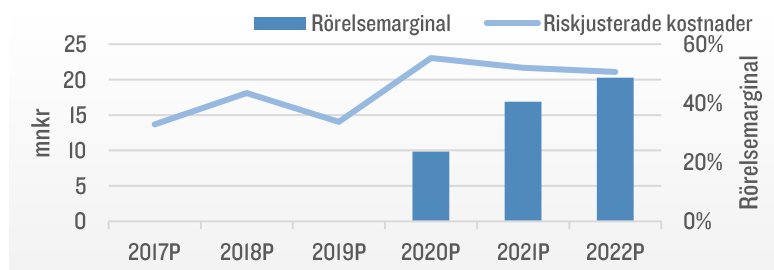
Riskjusterade intäkter

Händelsen om att en lansering i Sverige sker under andra halvan av 2018 riskjusteras med en sannolikhet om 75 procent. En lansering i Tyskland och Storbritannien är rimligtvis villkorad till att VagiVital® säljer i Norden. Därför har vi riskjusterat prognostiserad försäljning på dessa marknader med en sannolikhet om 70 procent. Antagen försäljning i USA är justerade med en sannolikhet om 55 procent. Intäkter från Kina är riskjusterade med en sannolikhet om 25 procent. Ju längre bort i framtiden de prognostiserade intäkterna ligger desto högre är riskjusteringen (lägre sannolikheter). Nedan visas riskjusterade intäkter.



Prognos kostnader och marginaler

Bolaget uppskattar att kostnader tillhörande arbetet med CE-märkning, förberedelser för tillverkning och lansering kommer kosta 10 miljoner kronor. I denna kostnad är konsultkostnader liksom eventuella studiekostnader med mera inkluderade. För helåret 2017P modellerar vi med kostnader om nästan 14 miljoner kronor. Nästkommande år 2018P kommer kostnaderna ner främst då en stor del av kostnader relaterade till CE-märkningen i scenariot är tagna under 2017. Under 2019P och 2020P stiger kostnaderna. Dels som en effekt av att bolaget anställer och att arbetet med att erhålla ett 510(k) godkännande och godkännande i Kina. Notera att dessa kostnader är riskjusterade med samma sannolikhet som intäkterna. Åren därefter faller kostnaderna tillbaka. Nedan visas uppskattade kostnader och rörelsemarginaler.



Vi modellerar med långsiktiga bruttomarginaler om 80 procent och rörelsemarginaler om cirka 50 procent.

Kassa

Per den sista mars 2017 hade Peptonic 7,4 miljoner kronor i kassan. Antaget att konsultkostnaderna har kommit ner aningen uppskattar vi att kassan i skrivande stund uppgår till cirka 4,9 miljoner kronor. I vårt scenario har vi utgått från att emissionen tecknas till fullo. Således beräknas kassan till cirka 15,7 miljoner kronor efter emissionen.

Motiverat pris per aktie

Genom att nuvärdesberäkna prognostiserade och riskjusterade kassaflöden beräknar vi det motiverade priset per aktie till 1,45 kronor efter utspädning. Diskonteringsräntan är satt till 10,8 procent. Den till synes låga diskonteringsräntan baseras på att risken tas hänsyn till i riskjusteringen av intäkter och kostnader. Den långsiktiga tillväxten är satt till 2 procent.

VÄRDERING						
(mnkr)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Nettoomsättning	0,0	0,8	15,6	40,9	54,9	67,4
EBITDA-resultat	-13,6	-17,4	-1,5	9,7	22,3	32,9
Investeringar	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Delta rörelsekapital	0,0	-0,1	-2,3	-6,1	-8,2	-10,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	-2,1	-4,9	-7,2
FKF	-13,9	-17,7	-3,9	1,4	9,1	15,5
Nuvärde (FKF)	-10,1	-15,1	-3,0	1,0	5,7	8,8
Summa, FKF*	-12,8					
Nuvärde, restvärde	57,1					
	44,3					
Kassa efter emission (full teckning)	15,6					
	59,8					
Antal utestående aktier efter utspädning	41,2					
Motiverat pris per aktie	1,45					

Värderingen är baktung då det nuvärdesberäknade restvärdet står för hela rörelsevärdet. Ett pris per aktie om 1,45 motsvarar ett P/S-tal om 3,4 på nuvärdesberäknade intäkter år 2019P. Ellen handlas på P/S 4,8 rullande 12 månader.

Alternativa scenario

Nedan följer en tabell med riskjusterade intäkter liksom rörelseresultat för våra tre scenarios (inkluderat basscenario). I Bear-scenariot toppar de riskjusterade intäkterna på cirka 22 miljoner kronor. Det motiverade priset per aktie beräknas till 0 kronor. I Bull-scenariot toppar riskjusterade intäkter på 91,6 och det motiverade priset per aktie beräknas till 3,9 kronor.

TRE SCENARIOS							
(mnkr)	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	TV
Bear, Intäkter	0,0	0,8	1,1	4,1	13,0	21,4	21,8
Bear, rörelseresultat	-13,7	-11,8	-10,2	-8,9	-3,3	3,5	3,6
Basscenario, Intäkter	0,0	0,8	15,6	40,9	54,9	67,4	68,7
Basscenario, rörelseresultat	-13,7	-17,5	-1,6	9,6	22,2	32,8	33,5
Bull, Intäkter	0,0	0,8	11,9	59,9	83,0	89,8	91,6
Bull, rörelseresultat	-13,7	-11,8	-1,6	35,7	52,7	58,2	59,4

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 AstaCarotene 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.

Hans Von Celsing valdes in i styrelsen som styrelseordförande vid årsstämman den 1 maj 2016. Hans är Executive Director på Gelexir Healthcare Ltd och sitter som styrelseordförande i CLS AB. Tidigare har Hans har tidigare arbetat bland annat som Executive Vice President på Elekta. Hans har ett stort internationellt kontaktnät.

Ägarstruktur

Tabell nedan visar de tio största ägarna per den sista mars 2017.

DE TIO STÖRSTA ÄGARNA	
Ägare	% kapital
Movestic Livförsäkring AB	8,1
Christian Klingspor	5,5
Maria Klingspor	5,5
Thord Wilkne	5,4
Avanza Pension	4,5
Kerstin Uvnäs Moberg	4,1
Lennart Österlund	3,1
Nordnet Pensionsförsäkring	2,8
Anders Granström	2,7
Arne Ryberg	2,3

Källa: Holdings.se

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB www.jarlsecurities.se 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.