



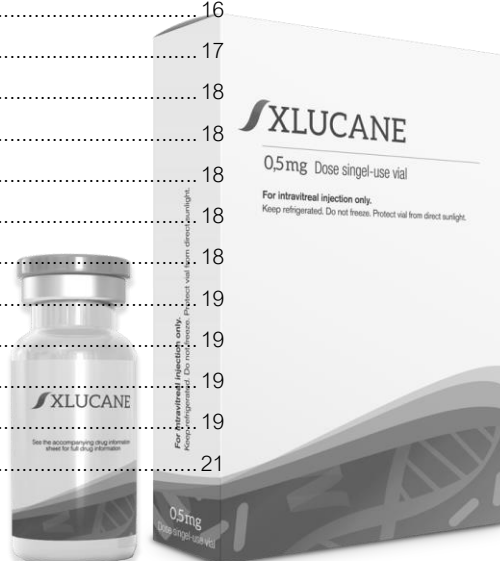
UPPDRAGSANALYS
4 april 2018

XBRANE BIOPHARMA

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Avtal signerat! Nu mot klinik	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Xbrane	4
Spherotide – med sikte på klinik	5
Xlucane	6
Lån och listbyte	7
Prognoser och värdering	7
Intäkter - Spherotide	7
Intäkter - Xlucane	9
Rörelsekostnader och lönsamhet	11
Motiverat värde per aktie	12
Generika på långtidsverkande läkemedel	14
Spherotide	14
Biosimilarer – nära men inte exakt	15
Xlucane	16
Xlucane – vägen till marknaden	16
Marknad generika och biosimilarer	16
Prissättning generika och biosimilarer	17
Marknad - Spherotide	18
Global försäljning triptorelin – marknad Spherotide	18
Konkurrens – Spherotide	18
Marknad – Xlucane	18
Global försäljning ranibizumab – marknad Xlucane	18
Konkurrens – Xlucane	19
Xbrane under huden	19
Ledning	19
Styrelse och Ägarstruktur	19
Disclaimer	21



Avtal signerat! Nu mot klinik

Xbrane började 2018 bra med att avtal signerades för distribution av Spherotide i Kina. Även fortsättningen på året blir intensivt med avsikten att starta registreringsgrundande fas III-studier för Spherotide. Xlucane kan vara på väg mot klinik i slutet av året.



Efter en lång väntan kunde avtalet signeras med CR Pharma för kommersialisering och distribution i Kina av Spherotide. Avtalets värde uppgår enligt pressmeddelandet till ett högt ensiffrigt miljonbelopp i USD. Den totala summan är uppdelad på en initial utbetalning samt ett antal förutbestämda milstolpar som måste uppnås för att betalning skall erhållas. Innan

en eventuell lansering kan bli av måste en lokal klinisk studie genomföras som CR Pharma finansierar. Vidare avser Xbrane påbörja registreringsgrundande fas III-studier med Spherotide (en-månadsformulering) för en eventuell lansering i Europa och USA. De planerade uppläggen på studierna som skall inkludera prostata-cancerpatienter och endometriospatienter har godkänts av både FDA i USA och Bfarm i Tyskland. För att genomföra studierna söker bolaget att utlicensiera projektet. För att tidsplanen skall hålla bör utlicensiering ske relativt omgående och skulle också vara en potentiell trigger i aktien.

CR Pharma är en stor distributör i Kina med fokus på bland annat oftalmologi (ögonsjukdomar) vilket kan vara en fördel när liknande affär skall göras med Xlucane. Arbetet med Xlucane fortlöper. Uppskalningen av GMP-producerade batcher är avklarad och ytterligare ett antal större batcher skall produceras för att kunna genomföra de sista prekliniska studierna. Bolaget avser även ta Xlucane in i klinik innan årets slut. Goda prekliniska resultat, utlicensiering och ett godkännande från relevanta myndigheter att påbörja fas I/III-studier är värde drivande.

En kreditfacilitet om 50 MSEK har erhållits från huvudägaren Serendipity Group. Denna underlättar den finansiella ställningen på kort sikt och skall främst användas för fortsatt utveckling med Xlucane som nu går in i mer intensiva fas. Liksom 2017 kommer även 2018 bli ett intressant år med ett intensivt nyhetsflöde som kan skapa rörelser i aktien.

Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Intäkter avtal		0	0,0	149,7	185,9	65,4	34,4
Försäljningsrelaterade intäkter		4,4	20,8	28,0	29,9	30,5	45,3
Rörelseres. före av- och nedskriv.		21,5	-47,2	71,8	144,2	20,6	-7,5
Implicit P/S		3,2x	28,8x	3,4x	2,8x	6,2x	7,5x
Implicit P/E		-	-	8,4x	5,4x	40,1x	-

Källa: Xbrane och Jarl Securities. EBITDA är beräknat exkl. övriga rörelseintäkter

Datum: 4 april 2018
Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Xbrane Biopharma AB
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Martin Åmark
Styrelseordförande: Anders Tullgren
Marknadsvärde: 384 MSEK
Senast: 65,8 SEK
Kort om Xbrane: Xbrane utvecklar och tillverkar biosimilär samt generika på långtidsverkande injicerbara läkemedel, nischer med få konkurrenter. Genom att arbeta med beprövade substanser reduceras vägen till marknaden och därmed också själva utvecklingsrisken. I dag har bolaget två huvudprojekt: Xlucane, en biosimilar på Lucentis och Spherotide generika på originalläkemedlet Decapeptyl.

Möjligheter och styrkor: Bolaget är aktiva inom en nisch där konkurrensen är begränsad samtidigt som utvecklingsrisken är lägre. Dock är prisbilden för generika med kontrollerad frisättning och biosimilär rabatterad mot originalläkemedlet. (Dock ej i samma storleksordning som för småmolekylära läkemedel).

Xbrane har lägre utvecklingsrisk relativt bolag som utvecklar helt nya läkemedel.

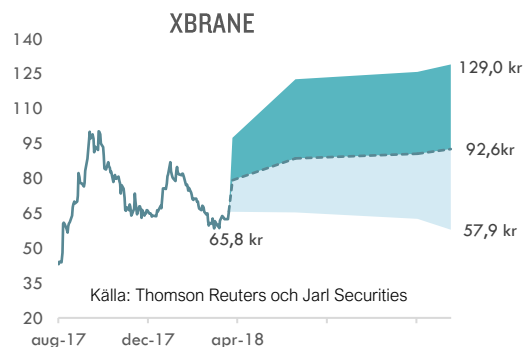
Den stora uppsidan bedömer vi finnas i Xlucane. Marknaden är mycket stor samtidigt som bolaget hittills presenterat lovande data från en mängd olika analytiska modeller som påvisar likhet med originalet.

Xbrane har en stark huvudägare som vid flertalet tillfällen bidragit med kapital.

Risker och svagheter: Bolaget saknar intäkter som täcker kostnaderna.

Bolagets strategi bygger på att hitta lämpande partner. Det är inte alltid lätt och tar ofta längre tid än väntat.

Värdering: Bear 57,9 kr Base 92,6 SEK Bull 129,0 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Martin Åmark är sedan sommaren 2015 bolagets vd och kommer senast från konsultbranschen med fokus på biotech. Vid sin sida i ledningen och i styrelsen har Martin flera experter inom olika relevanta områden.

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



Investmentbolaget Serendipity Group är bolagets största ägare. Serendipity har vid flera tillfällen bidragit med finansiellt kapital, senast i form av en kreditlina om 50 MSEK. Med detta höjer vi betyget från tidigare sju till en åtta.

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 samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Med tidigare nämnda kreditlina skall årets utgifter vara täckta tillsammans med antagen försäljning av Spherotide i Iran och intäkter från avtal med CR Pharma.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium 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



Marknaden för biosimilarer och långtids-verkande generika växer och förväntas ta ytterligare mark framöver. Med en begränsad uppsida relativt det motiverade värdet sjunker potentialen från senaste analysen då uppsidan var 113 procent. Information om avtal eller positiva resultat från prekliniska studier med Xlucane skapar genast uppsida mot vår värdering.

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 tillväxutsikterna 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 förhållande till utveckling av nya läkemedel är utvecklingsrisken betydligt lägre för generika och biosimilarer. Därav betyg 9. Dock har det varit svårt att rekrytera patienter för kliniska studier.

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.



Xbrane

Xbrane Biopharma AB (Xbrane eller bolaget) är ett läkemedelsutvecklingsbolag med fokus på att utveckla generika på långtidsverkande injicerbara läkemedel och biosimilarer. Det är en nisch med relativt få konkurrenter på en marknad som växer. Relativt utveckling av nya läkemedel är utvecklingsrisken lägre. I artikeln "NVP modelling for the selection of value-creating biosimilars of development candidates", Nickish et al. uppskattas sannolikhet till 90 procent för att generika i klinisk fas når marknaden. Motsvarande siffra för biosimilarer uppskattas ligga mellan 50 och 75 procent. Siffran kan jämföras med sannolikhet för helt nya läkemedel som är cirka tio procent ("Clinical development success rates for investigational drugs" Hay et al.). En investering i Xbrane är alltså kopplad till en lägre utvecklingsrisk än en investering i ett bolag som utvecklar nya läkemedel. Utöver reducerad utvecklingsrisk har Xbranes produkter en kortare väg till marknaden och relaterade kostnader är därmed också lägre. Baksidan av myntet är lägre intäkter i absoluta tal då generika och biosimilarer säljs till rabatterat pris relativt originalläkemedlet som är en effekt av ökad konkurrens. Enligt bolaget ligger rabatten mellan 20% och 30% av originalläkemedlet för den typen av generika och biosimilarer. För "vanliga" småmolekylära läkemedel kan den vara upp mot 90%.

Dock fokuserar bolaget på läkemedel där konkurrensen från andra generika bolag är begränsad. Det innebär i sin tur att rabatten relativt originalläkemedlet också är begränsad. Vidare sitter bolaget på en effektiv produktionsteknik av proteiner för biosimilarer (eller biologiska läkemedel) som reducerar kostnader. Att hålla kostnaderna låga är extremt viktigt vad gäller generika och biosimilarer. Det är ofta kostnadsbiten som många liknande bolag faller på.

Utvecklingsportföljen består av totalt åtta projekt med olika indikationer. Bolagets huvudprojekt är Xlucane och Spherotide. Xlucane är en biosimilar på originalläkemedlet LUCENTIS® (aktiv substans = ranibizumab) med den huvudsakliga indikationen åldersrelaterad makuladegeneration, AMD. Spherotide är en generika på Decapeptyl (aktiv substans = triptorelin) som hämmar produktionen av manligt respektive kvinnligt könshormon och används för att behandla prostatacancer, endometrios och myom. De två originalläkemedlen omsatte år 2017 3,4 respektive

Generika är läkemedel med strukturellt samma aktiva substans som ett befintligt originalläkemedel som förlorat sitt patentskydd.

Biosimilarer är läkemedel med nära identisk effekt och säkerhet som ett biologiskt originalläkemedel.

0,5 miljarder USD. De övriga projekten går nu igenom en strategisk överblick för att fokusera på de som anses mest lämpade.

Spherotide – med sikte på klinik

I juli 2017 erhöll Spherotide marknadsgodkännande i Iran där produkten säljs under varumärket Microrelin® via Pooyesh Darou. Under 2017 sålde Spherotide till Iran för motsvarande cirka 20,8 MSEK. Bolagets förväntar sig en försäljning under 2018 som överskrider den i 2017. Vi förväntar oss att försäljningen ökar med 34% under innevarande år för att landa på cirka 28 miljoner kronor. Intäkter från denna försäljning är värdefull då den hjälper bolaget finansiera vidare forskning och utveckling.

Utöver samarbetet med Pooyesh Darou i Iran har Xbrane ingått ytterligare tre distributionsavtal för Spherotide. Dessa för försäljning i Kina, Sydkorea och Israel. Det mest värdefulla av dessa är avtalet med CR Pharma som tecknades i februari 2018. Vi uppskattar det totala värdet på avtalet inkluderat den initiala utbetalningen liksom villkorade milstolpar till 9 MUSD, motsvarande cirka 74 miljoner kronor.

Inte helt oväntat är marknaden i Kina stor för Spherotide. Enligt bolaget uppgår försäljningen av originalsubstansen i alla dess formuleringar och styrkor till mer än 1 miljard RMB per år. Det motsvarar cirka 1,3 miljarder SEK. Antaget att produkten når marknaden är kommersiella framgången viktig för att generera återkommande intäkter. CR Pharma är en stor distributör med en årlig försäljning om över 20 miljarder USD. CR Pharma har ett stort nätverk som täcker hela Kina, vilket är klart positivt. Samtidigt är det viktigt att distributören är dedikerad till uppgiften och att Spherotide får utrymme bland övriga läkemedel i portföljen med en än större marknad. Avtalet med CR Pharma är även intressant då ett av deras fokusområden är oftalmologi (ögonsjukdomar) vilket är det terapiområde som bolagets andra huvudprojekt, Xlucane, är inriktat mot.

Till skillnad från Iran krävs det att Spherotide genomgår en studie som påvisar klinisk ekvivalens innan ett marknadsgodkännande kan erhållas i Europa, USA och Kina. FDA i USA liksom Bfarm i Tyskland har båda godkänt det föreslagna upplägget av kommande kliniska studier som vid positiva resultat är registreringsgrundande. Det är ett mindre men klart viktigt besked. Vill det sig väl planerar bolaget för att påbörja studierna under innevarande år som bolaget uppskattar ska avklaras under cirka ett år. Samtidigt finns risk för att dessa studier tar längre tid än beräknat med anledning av att det inte alltid är lätt att rekrytera patienter till studier med generika. Vidare är de kliniska studierna försenade relativt bolagets ursprungliga plan och lyckas inte bolaget teckna utlicensieringsavtal relativt snart så finns risk för ytterligare förseningar.

CR Pharma kommer finansiera och genomföra de kliniska studierna som krävs innan en lansering i Kina. För finansiera de kliniska studierna med Spherotide i Europa och USA är planen densamma som för Kina – att licensiera ut projektet till en större aktör. Enligt bolaget pågår diskussioner med ett antal potentiella licenstagare.

Eventuella nyheter om att bolaget lyckats ingå utlicensieringsavtal är kursdrivande. Enligt IMS är marknaden i Europa nästan dubbelt så stor som den i Kina. Det tyder på att värdet på en potentiell utlicensieringsaffär bör kunna överstiga avtalet som

Prekliniska studier = studier i laboratoriemiljö i provrör och olika sjukdomsmodeller

Kliniska Studier = studier i människa

Illustration, Spherotide



Bioekvivalensstudier = studier som undersöker generikas medicinska effekt är av liknande karaktär som originalläkemedlet.

Vi modellerar med totala riskjusterade intäkter från avtal med Spherotide under helåret 2018 om drygt 45 MSEK. Av dessa är knappt 17 MSEK säkrade (från CR Pharma).

tecknades med CR Pharma. Med utgångspunkt från bolagets mål och att diskussioner pågår har vi har antagit att avtal i Europa tecknas under 2018. Det antagna avtalets värde uppgår till cirka 120 miljoner kronor – motsvarande 20 procent av antagen toppförsäljningen. Efter riskjustering med en sannolikhet om 45% modellerar vi med intäkter om drygt 25 miljoner kronor under 2018 från utlicensiering av Spherotide i Europa. Vi har även antagit bolaget ingår utlicensieringsavtal i USA. Marknaden i Nordamerika är cirka 15% av den i Europa. Med detta har vi också antagit att värdet på avtalet är lägre och modellerar med riskjusterade intäkter om 1,7 miljoner kronor från en sådan affär.

Xlucane

Bolaget har bra prekliniska data som påvisar att Xlucane har snarlika egenskaper som Lucentis rörande exempelvis molekylmassa, primär samt högre struktur, bindningskaraktäristika, biologisk aktivitet och renhet. Studier har gjorts i Xbranes laboratorium men även ute hos anlitade CRO:er i över 20 olika biologiska modeller enligt riktlinjer från EMA/FDA. Xbrane har därmed bra underlag för att läkemedlet kan komma att visa önskad effekt vid behandling av aktuell ögonsjukdom. Dock avser bolaget producera ytterligare en handfull batcher Xlucane i kommersiell skala för att med detta material genomföra ytterligare prekliniska studier ute hos CRO:er efter liknande schema som studier ovan. Goda resultat från en sådan studie ökar chanserna för utlicensieringsaffär(er) liksom att kliniska studier kan påbörjas. Detta kommer även innebära ett ökat kostnadstryck.

I Iran krävs endast en mindre fas III-studie innan en eventuell lansering. För denna samt den eventuella lanseringen av Xlucane i Iran har bolaget ingått samarbete med Helvetic Biopharma. Rimligtvis kan studien i Iran påbörjas relativt omgående efter det att den sista prekliniska studien är avklarad.

I bokslutskommunikén för 2017 framgår att det i Europa, USA (och Kina) krävs en större registreringsgrundande fas I/III-studie som av bolaget uppskattas ta två år att genomföra. Bolagets mål är att påbörja dessa studier i slutet av 2018. Antaget positiva resultat krävs ett faktiskt marknadsgodkännande innan lansering och försäljning kan påbörjas. Som framgår i bolagets pressmeddelande från den 22 augusti 2017 fortlöper diskussioner med potentiella samarbetspartners för utlicensiering av Xlucane globalt. Alternativet är att olika samarbetspartner fokuserar på olika geografiska delar av den globala marknaden.

Vi modellerar med att Xbrane utlicensierar Xlucane för den europeiska marknaden under 2018. Vi har antagit ett totalt värde på ett sådant avtal om drygt 400 MSEK, vilket motsvarar 20% av den prognostiserade toppförsäljningen i Europa. Det ger en riskjusterad (sannolikhet 41%) intäkt under 2018 om cirka 52 MSEK. Med hänsyn tagen till befintligt avtal med CR Pharma och dess fokus på ögonsjukdomar har vi även antagit att utlicensiering i Kina kommer ske under 2018. Det totala värdet på en sådan affär uppskattar vi till 241 MSEK vilket ger riskjusterade intäkter under innevarande år om cirka 44 MSEK. Åter är nyheter om utlicensieringsaffär(er) med Xlucane klart värde drivande.

Dock är det givetvis mycket svårt att prognostisera när och om en utlicensieringsaffär kan bli av. Som bekant är det långa beslutsprocesser och många faktorer som påverkar – då även sådana som bolaget inte själva kan påverka.

Illustration, Xlucane



Vi modellerar med totala riskjusterade intäkter från avtal med Xlucane under helåret 2018 om drygt 79 MSEK. Av dessa är inga säkrade.

Lån och listbyte

Ytterligare en viktig händelse var beviljandet av en kreditfacilitet utgiven av huvudägare Serendipity Group. Kreditfacilitetens belopp uppgår till 50 MSEK med en årlig ränta om 3%. Med denna kan bolaget fortsätta driva verksamheten i samma tempo utan behov av nytt externt kapital i uppskattningsvis sex månader. För att täcka kostnaderna året ut krävs att Spherotide säljer i linje med vår prognos samt att ytterligare licensintäkter om minst 10 MSEK kommer in. I vårt scenario kommer alltså inte ytterligare kapital behövs ta in under innevarande år.

Vidare planerar Xbrane att byta lista från First North till Stockholmsbörsens huvudlista. Avsikten är att nå ut till institutionella investerare (som ofta inte får handla på handelsplatser som First North). Ansökan om listbyte skickades in i början av 2018. Ett godkännande kan skapa ett visst köptryck i aktien då professionella investerare viktat om sina portföljer. Vidare kommer ett eventuellt listbyte medföra vissa mindre engångsutgifter liksom marginellt ökade administrationskostnader. Bolaget har dock till synes redan påbörjat anpassningen till regelverket på huvudlistan.

Prognoser och värdering

För att uppskatta ett motiverat värde per Xbrane-aktie har vi nuvärdesberäknat kassaflöden från avtal liksom från försäljningsrelaterade intäkter relaterade till de två längst framskridna produkterna, Spherotide och Xlucane. Alla kassaflöden är riskjusterade med sannolikheter för att avspegla osäkerheten.

Intäkter - Spherotide

För att nå bolagets mål om att initiera kliniska studier med Spherotide i Europa och USA under 2018 är utlicensieringsaffärer för de båda marknaderna det absolut viktigaste på ledningens "att-göra-lista" just nu. Tiden är knapp men lyckas bolaget finns uppsida i värderingen att hämta. Tabellen nedan visar våra antaganden för det totala värdet av ett utlicensieringsavtal för Spherotide då inkluderat en initial utbetalning och tre till fyra (beroende på vart produktion sker) villkorade milstolpebetalningar. Som framgår har vi antagit att ett potentiellt utlicensieringsavtal för den europeiska marknaden har högst värde, givet att denna marknad också är störst.

Antaganden villkor avtal, Spherotide

Marknad	Avtal tecknas	Avtalets totala värde, MSEK	Studier finansieras av Xbrane	Xbrane står för produktion	Intäkter, % av försäljning mot slutkund
Iran	Finns på plats	-	-	-	50%
Kina	Finns på plats	74	Nej	Ja	31%
MENA	2019	8	Nej	Ja	31%
Europa	2018	119	Nej	Ja	31%
Nordamerika	2018	16	Nej	Nej	15%
Övriga världen	2019	28	Nej	Nej	15%

Källa: Jarl Securities

Scenariots försäljningsrelaterade intäkter för Xbrane motsvarar en antagen procentsats av försäljningspriset ut mot slutkund. Denna varierar mellan 15 procent och 50 procent. På marknader där vi antagit att samarbetspartnern finansierar de kliniska studierna och ansvarar för produktion erhåller Xbrane 15 procent royalty. På de marknader som Xbrane står för produktion men samarbetspartnern finansierar kliniska studier har vi antagit ett transferpris om 31 procent av samarbetspartnerns försäljningspris mot kund. I det fall Xbrane finansierar studierna och står för produktion har vi antagit ett transferpris om 50 procent av försäljningspriset (Iran).

Transfer pris = Antaget att bolaget själva står för produktion är transfer priset det pris som Xbrane säljer den färdiga produkten till licenstagaren, uttryckt som en procentsats av distributörens försäljningspris mot slutkund.

Med anledning av (i) bolagets uttalade fokus på Europa och USA, (ii) att bolagets resurser trots allt är begränsade samt (iii) avtal uppenbarligen tar längre tid att ro i land än planerat har vi förskjutit tidpunkten för avtal för MENA och övriga världen med ett år från föregående analys.

Händelsen om att utlicensieringsavtal tecknas för de marknader där ett avtal ännu inte finns tecknade är riskjusterade med en sannolikhet om 43%. Den initiala utbetalningen i samband med signering är således också riskjusterad med en sannolikhet om 43%. Detta är en nedjustering från senaste analysen med hänsyn tagen till att avtalet med CR Pharma tog längre tid än vad bolaget väntade sig.

Vidare har vi identifierat ett antal händelser som måste inträffa för att avtalens villkorade milstolpebetalningar skall erhållas och försäljningsrelaterade intäkter skall genereras. Nedan visas den av oss uppskattade tidslinjen med sannolikheter för att ett positivt resultat presenteras för varje avgörande händelse.

Använda sannolikheter och tidsschema med utgångspunkt från bolagets mål

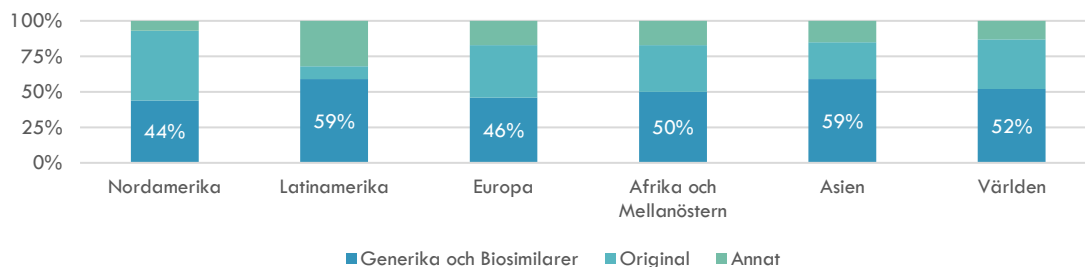
	Avtal	GMP Produktion	Godkända kliniska studier	Marknads-godkännande	Lansering
Sannolikhet, Europa	43%	-	80%	90%	
Antagen tidpunkt	2018	-	2020	2021	2022
Sannolikhet, Nordamerika	43%	90%	80%	90%	
Antagen tidpunkt	2018	2019	2021	2022	2023
Sannolikhet, Kina	100%	-	80%	90%	
Antagen tidpunkt	2 018	-	2020	2021	2022

Källa: Jarl Securities

Med utgångspunkt från bolagets mål har vi antagit att kliniska studier inför en potentiell lansering i Europa och Nordamerika initieras/påbörjas under innevarande år. För Kina har inget mål kommunicerats men då bolaget sedan tidigare har GMP-produktion på plats är det inte orimligt att bolaget kan sätta igång med kliniska studier även här under 2018. Notera dock att vi är aningen mer konservativa än bolaget rörande den tid det tar att genomföra studierna. Det med anledning av att det är generellt är svårare att rekrytera patienter till studier med generika.

För toppförsäljning/marknadsandel har vi utgått från IMS prognoser om generikas och biosimilarers bidrag till tillväxten inom läkemedelsförsäljning generellt. Grafen nedan visar IMS prognoser för olika geografiska områden.

IMS spår ett stort bidrag från generika och biosimilarer av läkemedelsmarknadens tillväxt

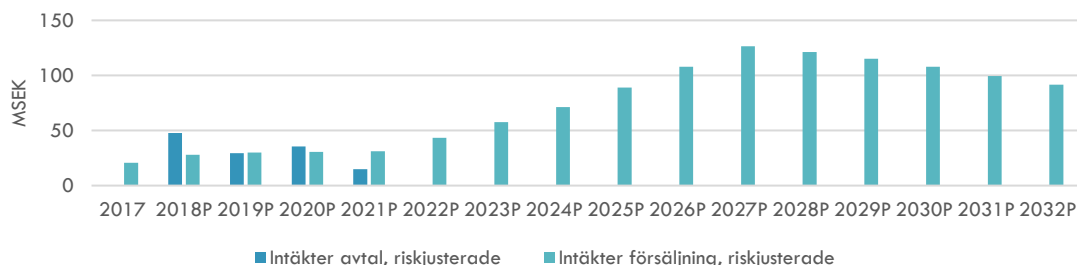


Källa: IMS och Jarl Securities

Således har vi antagit att toppförsäljningen för Spherotide i Europa toppar vid en marknadsandel på 46%, i Nordamerika har vi antagit att marknadsandelen toppar vid 44% och i Kina har vi utgått från Asien på 59%. Vidare har vi utgått från att försäljningen toppar under det femte försäljningsåret. Därefter avtar försäljningen, delvis som en effekt av antagen ny utveckling av förbättrade substanser etcetera.

Graf nedan visar antagna och riskjusterade intäkter från avtal samt försäljningsrelaterade intäkter.

Intäktsflöden från antagna avtal tecknade för Spherotide



Källa: Jarl Securities

Intäkter - Xlucane

Marknaden för Xlucane är betydligt större än den för Spherotide. Det innebär också att värdet på de potentiella utlicensieringsavtalen sannolikt är större, relativt de för Spherotide.

Tabell nedan visar våra antaganden kring avtal för Xlucane.

Antaganden villkor avtal, Xlucane

Marknad	Avtal tecknas	Avtalets totala värde, mnkr	Studier finansieras av Xbrane	Xbrane står för produktion	Intäkt, % av försäljning mot slutkund
Iran	Finns på plats	5	Nej	Ja	31%
Europa	2018	402	Nej	Ja	31%
Nordamerika	2019	672	Nej	Nej	15%
MENA	2019	62	Nej	Nej	15%
Kina	2018	242	Nej	Nej	15%
Japan	2019	190	Nej	Nej	15%
Övriga världen	2019	211	Nej	Nej	15%

Källa: Jarl Securities

Bolagets mål är att initiera kliniska studier mot slutet av året. Vi modellerar således med att avtal på den europeiska marknaden tecknas under innevarande år. Av samma tre anledningar som ovan har förskjutit tidpunkt för att avtal tecknas för MENA med ett år sedan senaste analysen. Övriga världen är oförändrad.

De uppskattade totala avtalsvärdena motsvarar 20 procent av antagen toppförsäljning på respektive marknad. Samtidigt skall noteras att Formycon utlicensierade sin kandidat FYB201 (biosimilar) till Santo innan kliniska studier. Enligt pressmeddelandet uppgår avtalets värde till "tresiffrigt antal miljoner euro". Under 2014 tecknades ett licensavtal mellan Pfenex och Hospira rörande kandidaten PF582 innan kliniska studier. Värdet på avtalet var cirka 340 miljoner USD fördelat på en initial utbetalning om 51 miljoner USD och villkorade milstolpebetalningar om totalt 291 miljoner USD. Avtalade royalties var cirka 15 procent, plus minus 10 procentenheter beroende på marknad. Senare valde dock Hospira att återlämna rättigheterna. Affärerna rörde globala rättigheter.

Nedan visas den av oss uppskattade tidslinjen med sannolikheter för att ett positivt resultat presenteras för varje avgörande händelse.

Använda sannolikheter och tidsschema med utgångspunkt från bolagets mål

	Goda resultat, preklinisk	Avtal	GMP produktion	Godkänd Fas I/III	Marknads-godkännande	Lansering
Europa	95%	41%	100%	75%	90%	
Antagen tidpunkt	2018	2018	2018	2022	2023	2024
Nordamerika	95%	41%	90%	75%	90%	
Antagen tidpunkt	2018	2019	2019	2023	2024	2025
Iran	95%	100%	100%	85%	90%	
Antagen tidpunkt	2018	2018	2018	2020	2021	2021
Kina	95%	41%	90%	75%	90%	
Antagen tidpunkt	2018	2018	2 018	2022	2023	2024

Källa: Jarl Securities

Med anledning av att det för Spherotide tog aningen längre tid att få avtal med CR

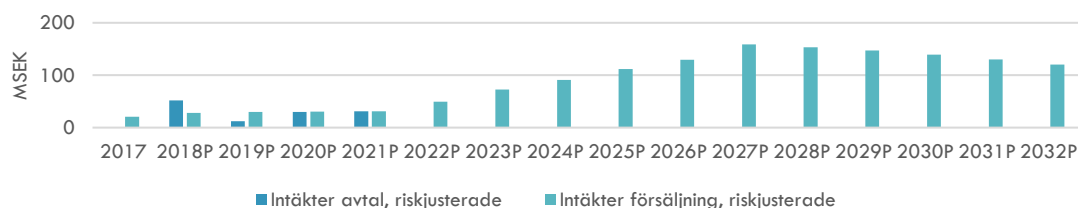
Pharma än vad bolaget väntat sig har vi valt att justera ner sannolikheten för att bolaget ingår avtal på under det antagna året. Vidare uppskattar bolaget att fas I/III-studien kommer ta cirka två år. Åter är vi mer konservativa än bolaget rörande den tid det tar att genomföra de kliniska studierna. Det med referens till Formycons fas III-studie som Formycons ledning uppskattar ta cirka 4,2 år. Samtidigt är det inte orimligt att data från genomförda studier går att återanvända på vissa marknader. Till exempel har bolagets avtal med en distributör på den israeliska marknaden. Ett försäljningsgodkännande på denna marknad är villkorat till ett godkännande inom EU. Vidare är ett försäljningsgodkännande i exempelvis Mexiko sannolikt villkorat till ett godkännande i USA.

För toppförsäljning/marknadsandel för Xlucane har vi åter utgått från IMS prognoser om generikas och biosimilarers bidrag till tillväxten inom läkemedelsförsäljning (se sida 8). Liksom för Spherotide har vi antagit att försäljningen toppar under det femte försäljningsåret. Därefter avtar försäljningen, delvis som en effekt av ny utveckling av förbättrade substanser etcetera.

Till skillnad från Spherotide har vi utgått från att Xlucane har konkurrensen från andra Biosimilarer på originalläkemedlet Lucentis®. Vi har antagit att Xlucane vid lanseringstillfället har två konkurrenter (med undantag för Iran där en första konkurrent tillkommer under 2020P). Xlucane delar då på en total marknadsandel i Europa om 46 procent med de övriga två biosimilarerna.

Graf nedan visar antagna och riskjusterade intäkter från avtal samt försäljningsrelaterade intäkter.

Intäktsflöden från antagna avtal tecknade för Xlucane



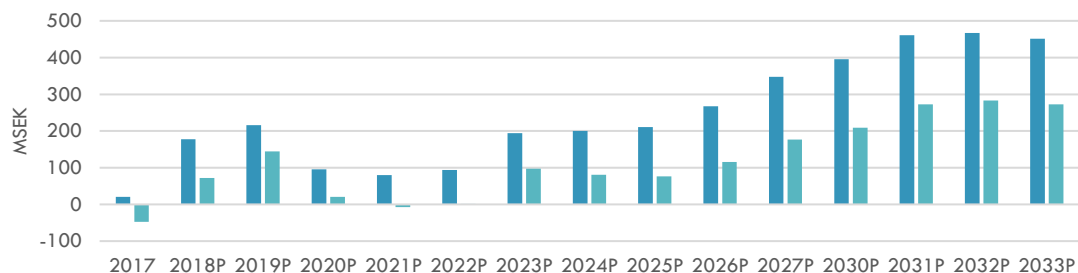
Källa: Jarl Securities

Rörelsekostnader och lönsamhet

I de fall då bolaget självt står för produktion räknar vi med en marginal efter kostnad för sålda varor på cirka 50 procent i snitt. Detta är en nedjustering relativt föregående analys med anledning av de redovisade siffrorna för Spherotide. Samtidigt skall noteras att här borde det finnas uppsida när produktionen ökar.

För helåret 2018 modellerar vi med administrationskostnader om totalt cirka 18 MSEK. Som framgår i bokslutskommunikén från 2017 avser samt stigande kostnader för forskning och utveckling som med våra prognoser landar på cirka 70 miljoner kronor för helåret. Det är en uppjustering relativt senaste analysen. Trots ökade kostnader gör bolaget ett positivt rörelseresultat tack vare antagna intäkter från utlicensieringsavtal.

Antagna totala intäkter och EBITDA-resultat



Källa: Jarl Securities

Motiverat värde per aktie

Genom att nuvärdesberäkna prognostiserat och riskjusterat kassaflöden beräknas det motiverade priset per aktie beräknas till 92,6 kronor för de kommande tre månaderna. Anledningen till den korta tidshorisonten är behovet av att teckna avtal omgående för att påbörja kliniska studier i linje med bolagets mål. Den långsiktiga tillväxten är satt till fem procent då marknaden utvecklas i rätt riktning. Med kvarstående konvertibler (sannolikhetsjusterade för inlösen till aktier) beräknas antalet utestående aktier till drygt 6,4 miljoner stycken.

DCF-värdering

	MSEK	BAS	BEAR	BULL
Värde Spherotide och Xlucane		571		
Övriga projekt		20		
Uppskattad nettokassa exkl. konvertibler, dec 2018		4,6		
Aktievärde		596		
Antal aktier		6,4		
Motiverat pris per aktie		92,6	57,9	129,0

Källa: Jarl Securities

Åter en gång skall det nämnas att det är viktigt att licensavtal tecknas relativt omgående. Sannolikheten för att avtal inte tecknas i linje med tidsplan sjunker för varje dag som går. Med detta sagt hänger det mesta just nu på att Xbrane skall teckna utlicensieringsavtal för de båda projekten så att kliniska studier kan påbörjas i Europa liksom i USA och Kina (för Xlucane). Vi bedömer att risken för att avtal inte tecknas i linje med tidsplan är hög. För att skapa en känsla för hur vår värdering ändras med antagna sannolikheter för att utlicensiering blir av på de absolut viktigaste marknaderna har vi skapat ett relativt mer konservativt scenario (Bear) och mer optimistiskt scenario (Bull). Nedan visas det motiverade värdet per aktie givet Bear-, Bas-, och Bull-scenariot.

Tre scenarion med olika antaganden om sannolikhet för att utlicensiering sker i linje med tidsplan

	Bear	Bas	Bull
<u>Spherotide</u>			
Sannolikhet utlicensiering, Europa	33%	43%	57%
<u>Xlucane</u>			
Sannolikhet utlicensiering, Europa	27%	41%	54%
Sannolikhet utlicensiering, Nordamerika	27%	41%	54%
Sannolikhet utlicensiering, Kina	27%	41%	54%
	57,9	92,5	129,0

Källa: Jarl Securities

För att beräkna ett uppskattat värde på Spherotide och Xlucane har vi nuvärdesberäknat framtida riskjusterade prognostiserade kassaflöden. Diskonteringsräntan beräknas till cirka 13,8%. Det är ner sedan senaste analysen och motiveras av skuldfinansieringen som nyligen togs upp. I CAPM-modellen är den riskfria räntan satt till 1%. Förväntad avkastning på markandsportföljen är satt till 6,5 procent och den storleksrelaterade premien till 2,1 procent (interpolerat mellan värden från "Riskpremie på den svenska aktiemarknaden", mars 2017, PwC). Betat är antaget till 1,3 vilket motsvarar beta-värdet på biotechsektorn i USA. Vi har antagit att bolaget finansieras med 80 procent eget kapital.

Till wacc:en har vi adderat en bolagsspecifik premie om 5% som avser avspeglar risk associerade med tidsplanen, kommersiella risken, politiska risker, valutarisker etcetera. Fördröjningar skjuter intäktsströmmar på framtiden vilket reducerar dess nuvärde och får kostnaderna att överskrida de budgeterade och ny finansiering kan behöva sökas. Som nämnts är det även svårt att rekrytera till studier med biosimilarer liksom generika. Det är en av flera oförutsägbara eller inte förutsägbara händelser som kan skapa fördröjningar i utsatt tidsplan, vilket också inte är helt ovanligt förekommande för läkemedelsutveckling. Vidare är generika och biosimilarer är förhållandevis nytt och riktlinjer för hur studier skall genomföras med mera är inte glasklart på bolagets alla marknader. Dessutom kan sjukvårdssystem förändras till fördel eller till nackdel för generika. Därtill skall nämnas att de stora läkemedelsbolagen inte direkt lobbar för generika och biosimilarer. Positiv eller inte så skall det även nämnas att stora läkemedelsbolag själva börjar utveckla generika på egna originalläkemedel. Dessa bolag har en finansiell styrka som Xbrane inte kan jämföra sig mot.

De faktorer som påverkat värderingen positivt relativt senaste analysen är det faktum att avtal med CR Pharma nu finns på plats. Ytterligare en faktor är diskonteringsräntan som kommit ner på grund av bolagets syn/möjlighet till lån. Det som påverkade värderingen negativt är de nedjusterade sannolikheterna för att avtal tecknas i linje med tidsplan justerats ner.

Generika på långtidsverkande läkemedel

Långtidsverkande läkemedel innebär att den aktiva substansen frisätts i kroppen över tid, till exempel en vecka eller en månad efter injektion (kontrollerad frisättning). Denna typ av formulering är fördelaktigt gentemot läkemedel med omedelbar frisättning för behandling av sjukdomar som kräver en kontinuerlig tillförsel av läkemedlet, till exempel prostatacancer, typ 2-diabetes och schizofreni.

Generika på långtidsverkande läkemedel innebär alltså att både den aktiva substansen och frisättningsmönstret måste replikeras. För att åstadkomma och replikera ett frisättningsmönster använder Xbrane en så kallad mikrosfärsteknologi. Kort bygger teknologin på att kapsla in den aktiva substansen i mikrosfärer av en biologiskt nedbrytbar polymer som sakta bryts ner i kroppen och skapar en kontrollerad och utdragen frisättning av den aktiva substansen.

Att replikera ett frisättningsmönster kräver specifik kompetens och tar tid. Detta påvisas av att det tog Xbrane cirka fem år att arbetat fram en sammansättning av en mikrosfär som replikerar originalets frisättningsmönster. Detta leder till färre konkurrenter och en fördelaktig prisbild, relativt generika på småmolekylära kemiska substanser.

Spherotide

Som nämnts är Spherotide Xbranes generika på långtidsverkande Decapeptyl (aktiv substans = triptorelin) som hämmar produktionen av manligt respektive kvinnligt könshormon. Decapeptyl används i dag för att bland annat behandla prostatacancer, endometrios och myom. Det är också för dessa sjukdomar som bolaget avser behandla med Spherotide.

Decapeptyl har en långtidsverkande formulering och patentet har löpt ut i både USA och EU. Trots att patenten på Decapeptyl löpt ut för över sex år sedan i Europa finns ännu inga generikakonkurrenter på marknaden.

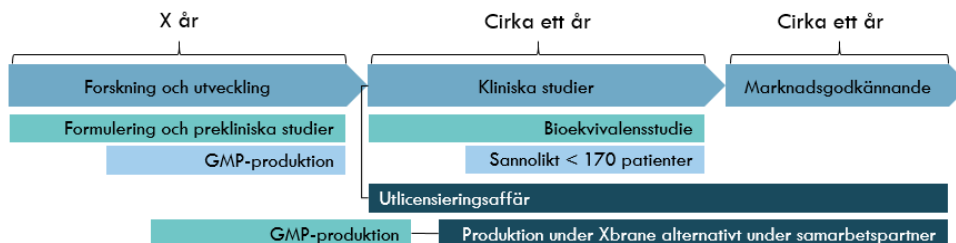
Spherotide – vägen till marknaden

Kraven rörande kliniska studier är relativt utveckling av nya läkemedel lägre ställda. Logiken bakom de reducerade kraven är att samma substans (läs generika), alternativt liknande substans med liknande verkningsmekanism och riskprofil (läs biosimilarer) redan påvisat effekt liksom säkerhet i kliniska studier med originalläkemedlet. Således kan denna data "återanvändas".

Med en kortare väg till marknaden reduceras utvecklingskostnader liksom risk.

Tidslinjen nedan visar den antagna utvecklings- och godkännandeprocessen för generika på långtidsverkande läkemedel.

Vägen till marknaden, Spherotide



Källa: Jarl Securities

En jämförande klinisk studie (bioekvivalensstudie) för att uppnå marknadsgodkännande i EU uppskattas enligt bolaget inkludera 150 till 170 patienter. Detta med referens till den studien med den nu godkända generika substansen Resligo med kontrollerad frisättning. Kan bolaget genomföra fasen "kliniska studier" på ett år är det mycket imponerande.

Efter avklarad kliniska studie skickas ansökan om marknadsgodkännande till relevant myndighet. Generellt är administrationstiden längre för generika, jämfört med nya läkemedel. Det beror möjligen på att generika har lägre prioritet än nya läkemedel.

Notera att storskalig GMP-produktion är ytterligare ett moment i processen som kan innebära risk i samband med att produktionstekniken skall flyttas och skalas upp.

På vissa marknader är kraven på kliniska data lägre. Till exempel i Iran där inga kliniska studier krävs inför lansering utan den data som genereras efter marknads lansering studeras istället i efterhand.

Biosimilarer – nära men inte exakt

Den aktiva substansen i biologiska läkemedel är proteiner. På grund av proteiners komplexitet går det ej att påvisa att en exakt kopia på originalet skapats. Biosimilarer efterliknar således bara originalet rörande struktur, effekt och säkerhet.

För att utveckla biosimilarer krävs åter specifik kompetens och anpassade produktionsanläggningar. Dock är utvecklingsprocessen av biosimilarer väsentligt längre, dyrare och mer riskfyllt än den för generika. Dessutom är massproduktion av biosimilarer mer komplex. Detta avspeglas också i prissättningen av biosimilarer relativt originalläkemedlet.

För att skapa en biosimilar genmanipuleras celler till dess att en cellinje producerar en molekyl som är lik originalet med samma effekt och riskprofil som originalet.

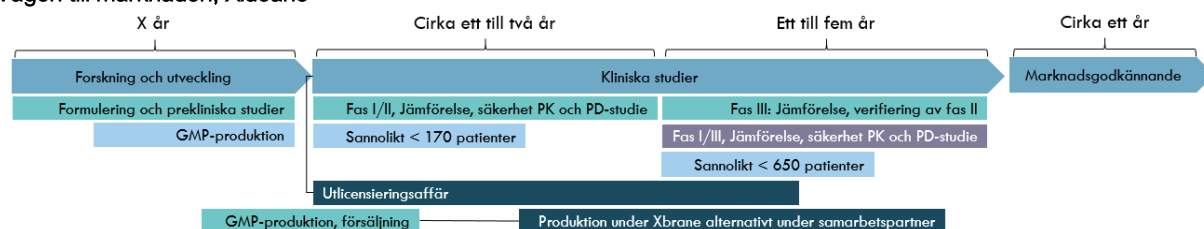
Xlucane

Xlucane är biosimilar på originalläkemedlet Lucentis (aktiv substans = ranibizumab) med den huvudsakliga indikationen åldersrelaterad makuladegeneration, AMD. Sjukdomen angriper ögats näthinna och leder till försämrad syn eller blindhet. Lucentis patentet löper ut 2020 i USA och 2022 i Europa men saknar samtidigt patent i flertalet tillväxtländer. Efter rabatter om 50 procent mot ett viktat pris för Lucentis, Avastin och Eylea uppskattar vi marknaden för Xlucane till cirka 54 miljarder kronor.

Xlucane – vägen till marknaden

Nedan följer antagen utvecklingsprocess som Xlucane måste genomgå innan en potentiell lansering. Liksom för generika finns det länder som avviker från "standard" kraven på kliniska data.

Vägen till marknaden, Xlucane



Källa: Jarl Securities

Fas I/II-studien går ut på att undersöka biosimilararens säkerhet samt effekt och hur kroppen tar hand om substansen. Pfenex fas I/II-studie med PF582 inkluderade 25 patienter och tog cirka två år att genomföra. Värt att notera är dock att EMA och FDA släppt vidare Formycons biosimilar på ranibizumab (FYB201) direkt till en klinisk fas I/III. Formycons studie görs i samarbete med Santo Holding och inkluderar 650 patienter från cirka 80 olika kliniker världen över. Studien startades i februari 2016. Resultat förväntas presenteras i mars 2020. Det är därför inte helt orimligt att även Xbrane kan gå in direkt i den större Fas I/III-studien, vilket också bolagets ledning räknar med.

Åter är GMP-produktion och uppskalning av denna en riskfaktor som inte får glömmas bort. Med tanke på den mer komplicerade produktionsprocessen är risk relaterad till produktion högre för Xlucane än för Spherotide.

Marknad generika och biosimilarer

Marknadens värde för generika och biosimilarer varierar med antal patent som löper ut. Fram till 2025 uppskattar bolaget att patent löper ut för långtidsverkande injicerbara läkemedel och biologiska läkemedel med en total försäljning om 700 miljarder kronor. Värdet reduceras dock med en nedjusterad prissättning.

Globalt drivs efterfrågan på generika och biosimilarer av den, relativt originalläkemedlets, fördelaktiga prissättning. Potentialen framöver bedöms ligga i tillväxtländer som Kina, Indien och Brasilien med flera. Dessa länders sjukvårdskostnader inkluderat läkemedel förväntas växa med förbättrade ekonomiska förutsättningar men även förändrad livsstil. Generika kan således bidra till att kostnadsökningen hålls nere. Det är också tillväxtmarknaderna som de flesta generika bolagen fokuserar på.

MarketLine prognostiserar marknaden för generika till 318 miljarder USD 2021. Generika har i dag högst markandspenetration i Nordamerika där den ligger på mellan cirka 70 och 90 procent. Historiskt har USA varit den största marknaden för generika och utgjorde cirka 80 procent av generikamarkanden 2013. I Kina uppskattas generika sälja för ett värde om cirka 80 miljarder USD under 2017, och därmed överta tronen från USA som den största marknaden. Försäljning av patenterade läkemedel i landet står endast för cirka 22 procent av läkemedelsförsäljningen. Detta delvis som en effekt av statliga beslut som påverkar möjligheten att konkurrera.

Vidare skiljer generikas marknadsandel från marknad till marknad. Till exempel i Luxemburg uppskattas marknadsandelen till 8 procent, jämfört med USA:s 80 procent. Skillnaderna förklaras till stora delar av vård- och försäkringssystemens uppbyggnad. Till exempel i Sverige är apoteken förpliktigade till att föreslå det billigaste alternativet, generika eller inte.

Analysfirman MarketsandMarkets uppskattar marknaden för biosimilarer år 2021 till 10,9 miljarder USD. Enligt samma källa var den värd cirka 3,39 miljarder USD 2016. Liksom för generika prognostiseras Asien vara den främsta bidragande marknaden för tillväxten. Efter 2021 förväntas marknaden bara växa och växa då fler och fler biologiska läkemedel introduceras på marknaden och på sikt även fler patent att löpa ut. Till exempel, år 2000 var ett av tio toppsäljande läkemedel i USA biologiska läkemedel. 2008 var fem av tio toppsäljande läkemedel biologiska läkemedel.

Prissättning generika och biosimilarer

Generika och biosimilarer lanseras till ett lägre pris än originalet. Med data från IMS har FDA presenterat statistik för prissättning baserat på antalet olika tillgängliga generika på marknaden. Från statistiken framgår att för "vanlig" generika reduceras prisbildningen runt 50 procent med två konkurrenter, ibland med över 90 procent (≥ 17 konkurrenter). Dock är det som tidigare nämnts svårt att utveckla generika på långtidsverkande läkemedel och biosimilarer vilket begränsar utbudet och behåller en mer förmånlig prisbild.

För ett antal biologiska läkemedel vars patent löpt ut i EU har mellan två och fem biosimilarer introducerats. Enligt Pricentric™ rabatterades originalpriset med 15 till 25 procent mot originalläkemedlet efter att upp till fem biosimilarer introducerats på läkemedlen Filgrastim, Eprex och Genotropin.

Marknad - Spherotide

Global försäljning triptorelin – marknad Spherotide

Baserat på försäljningsdata från IMS Health beräknas den globala försäljningen av triptorelin till cirka 3,54 miljarder kronor år 2015 (växlingskurs USD/SEK = 7,94).

Till vår vetskap finns ingen generika på triptorelin på marknaden i dag (utöver Spherotide). Bolaget uppskattar dock att en rabattering mot originalpriset om mellan 25 till 50 procent kan bli aktuell för att komma åt den stora målgruppen.

Samtidigt är det värt att notera att värdet på marknaden i tillväxtländer kan komma att stiga som en effekt av att fler har möjlighet att köpa Spherotide som prissätts lägre än originalet.

Konkurrens – Spherotide

Som nämnts är Spherotide den första generika för triptorelin. Till vår vetskap pågår ingen utveckling av en sådan hos andra generika bolag heller. Konkurrensen från andra generikabolag är således antagen till obefintlig.

Marknad – Xlucane

Global försäljning ranibizumab – marknad Xlucane

År 2014 sålde Lucentis/ranibizumab globalt för 4,3 miljarder USD, vilket gjorde det till världens tjugonde mest sålda läkemedel det året. 2015 backade försäljningen till 3,6 miljarder USD, motsvarande cirka 28,6 miljarder kronor. En anledning till nedgången i försäljning bedöms vara att konkurrerande läkemedlet Eylea tagit marknadsandel på flertalet marknader.

Försäljningssiffran för ranibizumab ger endast en fingervisning på marknaden storlek för Xlucane. Detta med anledning av att försäljningen av originalläkemedlet som kostar upp till 10 000 kronor per dos inte är en bra indikation på försäljningspotentialen på en kraftigt prisreducerad biosimilar i många tillväxtländer.

Istället har vi uppskattat marknaden värde med utgångspunkt från patient och behandlingsdata från Nordamerika och Europa med källor Datamonitor, IMS Health WHO, "Global prevalence of age-related macular degeneration and disease burden projection for 2020 and 2040: a systematic review and meta-analysis", Wan Ling Wong et al samt Roche och Novartis och Xbrane.

Genom vår metod ovan uppskattas den totala potentiella globala marknaden för Xlucane till 53,7 miljarder kronor per år. Anledningen till att marknaden för Xlucane överstiger försäljningen av ranibizumab är att Xlucane i vår mening har god potential att ta andelar från konkurrerande Eylea men främst Avastin.

Konkurrens – Xlucane

På grund av marknadens storlek är incitamentet att utveckla biosimilarer på Lucentis högre jämfört med att utveckla generika på Decapeptyl. Under juni 2015 lanserade indiska Intas Pharmaceuticals en biosimilar på Lucentis, Razumab, i Indien. Rabatten mot originalet var cirka 25 procent. Dessutom har bolag som Pfenex (PF582), Formycon (FYB201) och Coherus Biosciences (CHS-3351) publict gått ut med att de utvecklar biosimilarer på Lucentis. Fokus för dessa bolag verkar dock vara EU och USA.

Pfenex fas I/II-studie startade i november 2013 och avslutades januari 2016 och inkluderade totalt 25 patienter. Studien tog således drygt två år att genomföra. Positiva resultat från studien kunde presenteras i augusti 2016, cirka sju månader efter den sista patienten behandlats. Den första patienten i Formycons fas III-studie behandlades i februari 2016. Behandlingar och rekrytering fortlöper, detta baserat på information från april 2017. Uppskattad tidpunkt för när resultat kan bli publicerat är i maj 2020. Formycon uppskattar således att studien kommer ta drygt fyra år från dess att första patienten behandlas till dess att resultat kan presenteras.

Med andra ord tar det över lag lång tid att genomföra kliniska studier med biosimilarer (liksom generika). En bakomliggande faktor är att det är svårt att rekrytera patienter.

Xbrane under huven

Ledning

Vd Martin Åmark utbildad civilingenjör i industriell ekonomi från Linköpings tekniska högskola och en MBA från INSEAD. Detta är hans första vd-uppdrag på ett listat bolag. Senast kommer Martin från konsultbolaget Bain & Company där han jobbade nära ledningsgrupper för flertalet biotechbolag. Vid sin sida har Martin flertalet experter inom respektive affärsområde.

Siavash Bashiri är COO och ansvarig för biosimilarer. Tidigare var Siavash vd på Xbrane och produktspecialist på Agilent Technologies. David Vikström har en doktorsexamen i biologi med fokus på E. coli och är bolagets CTO. Paolo Sarmientos har en doktorsexamen i bioorganisk kemi och ansvarar för affärsområdet generika med kontrollerad frisättning och över 25 års erfarenhet från läkemedelsbranschen. Carlo Colombo ansvarar för produktion av generika med kontrollerad frisättning och har varit produktionschef för flera produktionsenheter inom läkemedel i Italien. Paolo Sarmientos, David Viklund liksom Dina Jurman sitter också med i bolagets ledning.

Susanna Helgesen är sedan maj 2017 CFO och IR ansvarig. Susanna kommer senast från Remium Nordic där hon satt som aktieanalytiker. Hon har även varit Tethys Oil och på Dome Energy.

Styrelse och Ägarstruktur

På den extra bolagsstämman den 3 april beslöts att Anders Tullgren blir ny

styrelseordförande. Anders har över 30 års erfarenhet från branschen. I styrelsen sitter även Saeid Esmailzadeh som var tidigare ordförande. Saeid är via bolaget Serendipity Group bolagets största. Maris Hartmanis med gedigen erfarenhet från Life science-bolag. Karin Wingstrand har lång internationell erfarenhet från läkemedelsindustrin och har tidigare varit Global Head och Vice President för Clinical Development på AstraZeneca. Peter Edman professor vid Uppsala universitet och före detta CSO på bland annat Orexo. Giorgio Chirivi är ansvarig för förvärv och fusioner vid UBI Banca SpA. Alessandro Sidoli är vd för Axxam SpA.

Bland bolagets tio största ägare återfinns även vd Martin Åmark med ett ägarskap motsvarande 1,9 procent. Martin har därmed en betydande aktiepost vilket ökar hans finansiella incitament att agera i aktieägarnas intresse. Se tabell nedan för tio största ägarna.

Tio största ägarna, 2018-02-28

	% av kapital
Serendipity Group	11,5%
Avanza Pension	5,3%
Paolo Sarmientos	4,4%
Nordnet Pensionsförsäkring	3,3%
Michael Löfman	2,5%
Swedbank Försäkring	1,9%
Karl Martin Erik Åmark	1,9%
Christer Skogum	1,9%
Stavash Bashiri	1,5%
Jan-Willem De Gier	1,4%

Källa: Jarl Securities

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.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

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

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga inte aktier i det analyserade bolaget.