



MOBERG PHARMA

AVYTTRING LEDER TILL MER
RENODLAD VERKSAMHET

2019-07-18

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
NICHOLAS STAEL VON HOLSTËIN

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora Bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels Bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på Bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

INNEHÅLL

Moberg Pharma AB ("Moberg Pharma" eller "Bolaget") är ett svenskt läkemedelsföretag grundat 2006 som tidigare kommersialiserat egenutvecklade och förvärvade produkter på den globala marknaden med specialisering inom behandling av nagelsvamp och hudsjukdomar. Bolaget har nu avyttrat sin OTC-verksamhet och de två återstående läkemedlen, MOB-015 och BUPI, vilka befinner sig i fas 3-studier respektive förberedelse för fas 3-studier. MOB-015 är en *topikal* nagelsvampsbehandling medan BUPI är en sugtablett avsedd för smärtlindring i samband med oral mukositis.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7
Finansiell prognos	8-9
Värdering	10
Bull & Bear	11
Ledning & styrelse	12
Appendix	13
Disclaimer	14

4



Värde drivare

Moberg Pharma befinner sig i början av en ny fas, då Bolaget nyligen avyttrat sin OTC-verksamhet. Det är nu fokus på fas 3-studier för MOB-015 och BUPI, som har visat lovande resultat och närmar sig marknads-lansering.

3



Historisk Lönsamhet

Moberg Pharma har haft en stark historisk lönsamhet med stadig tillväxt. Detta kommer dock att förändras i och med avyttringen av den lönsamma verksamhetsdelen. MOB-015 och BUPI befinner sig i fas 3-studier och har således inte börjat den kommersiella fasen.

4



Riskprofil

Bolagets läkemedel är ännu inte marknadsgodkända och det finns en risk att de inte visar på godkännande topline-resultat från fas 3-studierna. Historisk data visar på att ca 61 %, av all klinisk utveckling, erhåller ett godkännande från fas 3-studier.

2



Ledning & Styrelse

Både Moberg Pharmas ledning och styrelse har gedigen erfarenhet inom läkemedelssektorn och Bolagets nuvarande styrelseordförande, Peter Wolpert, grundade företaget och har 20 års erfarenhet som VD, strategikonsult och entreprenör. Den nytillsatta VD:n Anna Ljung, tidigare CTO, har varit en drivande kraft i bolagets resa och har mer än 15 års erfarenhet inom läkemedelsindustrin.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget.

MOBERG PHARMA (MOB)

AVYTTRING LEDER TILL MER RENODLAD VERKSAMHET



Moberg Pharma är ett svenskt läkemedelsbolag som efter att ha avyttrat sin lönsamma OTC-verksamhet nu utvecklar två nya läkemedel, MOB-015 och BUPI. Verksamheten kommer fokusera på utlicensiering med en intäktsmodell som består av framförallt milstolpsbetalningar och royaltyintäkter. Bolaget har idag tecknat avtal med ledande företag såsom Bayer AG och Cipher Pharmaceuticals. MOB-015 inväntar fas 3-studie resultat medan BUPI förbereder sig för att på börja sin fas 3-studie. I ett Base scenario motiveras ett riskjusterat nuvärde om 71 kr per aktie.

▪ Bolaget avyttrar sin OTC-verksamhet för 155 MUSD

Tidigt 2019 såldes den kommersiella verksamheten vilket omfattade marknadsföringen och distributionen av tre OTC-läkemedel; Kerasal nail, New Skin och Dermoplast. Verksamheten såldes för 155 MUSD och Bolaget avser att använda likviden till att återlösa utestående obligationer samt till en utdelning om 43-45 SEK per stamaktie.

▪ MOB-015 skapar drivkraft och gör sig redo för marknads lansering

MOB-015, vilken riktar sig mot topikal nagelsvampsbehandling, har enligt Moberg Pharma en försäljningspotential om 250-500 MUSD, varför Bolaget nu ändrat riktning mot en marknadsintroduktion av deras mest värdebärande läkemedel. MOB-015 är patent-skyddad fram till 2032 och esitmeras kunna nå en marknadsandel om 15 %. Topline-resultatet från fas 3-studierna, vilka pågår i Europa och Nordamerika, förväntas presenteras vid Q4-19.

BUPI riktar sig mot nischad men omättad marknad

Läkemedelskandidaten BUPI, som riktar sig mot smärtlindring i samband med *oral mukositis*, förbereds nu för fas 3-studier. Enligt Moberg Pharma uppskattas försäljningspotentialen till ca 100-200 MUSD. Med patentskydd beviljat fram t.o.m. 2022-2033 i EU, Kanada och USA, estimeras Bolaget nå *peak sales* om strax under 100 MSEK.

▪ Riskjusterat nuvärde om 1 263 MSEK

Genom utlicenserandet av både MOB-015 och BUPI estimeras Moberg Pharma genom milstolpsbetalningar och royaltyintäkter skapa en intäktsmodell som i ett Base scenario värderas till ett riskjusterat nuvärde om 1 263 MSEK, motsvarande 71 SEK per aktie.

▪ Risk för misslyckande studier

Både MOB-015 och BUPI estimeras ha en sannolikhet till marknads lansering om 61 %, baserat på historisk data gällande läkemedel inom samma kategori och befunnit sig i fas 3². Även om övervikten är positiv, finns likväl en väsentlig risk att MOB-015 och BUPI inte når sin fulla marknads- och försäljningspotential.

AKTIEKURS | 69 SEK

VÄRDERINGSINTERVALL¹

BEAR 49 SEK	BASE 71 SEK	BULL 146 SEK
-----------------------	-----------------------	------------------------

MOBERG PHARMA (MOB)			
Aktiekurs	69		
Antal Aktier	17 703 762		
Market Cap (MSEK)	1 221		
Nettokassa (MSEK)	111		
Enterprise Value (EV) (MSEK)	1 332		
V.52 prisintervall (SEK)	36,60 – 86,10		
UTVECKLING			
1 månad	+4,0 %		
3 månader	+5,9 %		
1 år	+83,9 %		
YTD	+59,5 %		
HUVUDÄGARE			
Östersjöstiftelsen	12,85 %		
Avanza Pension Försäkring AB	11,69 %		
Zimbrine Holding BV	10,75 %		
Armistice Capital LLC	9,95 %		
Nordnet Pensionsförsäkring AB	4,16 %		
BOLAGSSTYRNING			
VD & Styrelseordförande	Anna Ljung		
CFO	Sarah Hellerfelt		
FINANSIELLA RAPPORTER			
Delårsrapport	2019-08-13		
Delårsrapport	2019-11-06		
Prognos (Base), tSEK	2018	2019E	2020E
Nettoomsättning	439 041	34 344	0
Omsättningsstillväxt	0,0%	-92,2%	N/A
Bruttoresultat	334 605	8 235	0
Bruttomarginal	76,2%	24,0%	N/A
EBIT	64 819	-35 540	-34 642
EBIT-marginal	14,8%	-103,5%	N/A
Nettoresultat	19 838	-81 009	-80 112
Nettomarginal	4,5%	-236%	N/A
EV/EBITDA	114,5	neg.	neg.
EV/EBIT	22,7	neg.	neg.
P/E	44,5	neg.	neg.

¹Värderingen baserad på rNPV modell som bl.a. utgår från prognoser att Moberg Pharma lyckas utlicensiera MOB-015 och BUPI.

²Biotechnology Innovation Organisation

INVESTERINGSIDÉ

Med en stor adresserbar marknad samt en erfaren och kompetent ledning, förväntas Moberg Pharma genom utlicensering av MOB-015 skapa en skalbar affärsmodell med en estimerad EBIT-marginal om ca 71% vid 2022. MOB-015 och BUPI är exponerade mot marknader värderade till ca 38 miljarder SEK. MOB-015 fas 2-studier har visat väsentligt bättre resultat än sina nuvarande konkurrenter och förväntas nå marknaden Q1-21 i Nordamerika och Q2-21 i Europa givet godkända studier. Bolagets andra läkemedel, BUPI, förbereds för fas 3-studier och har visat god potential i tidigare studier. Läkemedlet möter en marknad i stort behov av smärtlindring för patienter med oral mukositis. BUPI förväntas, givet godkända studier, nå ett marknads godkännande under Q1-23 inom EU, USA och Kanada. Genom en riskjusterad NPV-värdering, härledd i Base scenario ett potentiellt värde om 71 SEK per aktie.

Utan skadliga biverkningar och med ny effektiv behandling så adresserar MOB-015 en marknad värderad till 3 876 MUSD

MOB-015 är en nagelsvampsbehandling vars patenterade formuleringsteknologi möjliggör att höga koncentrationer av terbinafin (en beprövad svampdödande substans) transporteras in och igenom nageln för att bekämpa nagelsvamp. För närvarande pågår två fas 3-studier parallellt i Nordamerika och Europa, där toplinerresultaten väntas i slutet av året. Sjukdomen är notoriskt svår att behandla och frekvent återkommande. I det flesta fallen krävs orala antifungaler (såsom terbinafin), men detta kan leda till biverkningar såsom huvudvärk, illamående, utslag och är även förknippade med allvarliga leverskador. Därmed finns ett stort behov och intresse för MOB-015 som är en effektiv topikal behandling, som har obefintlig effekt på levern. Den globala nagelsvampsmarknaden estimeras idag vara värd 3 876 MUSD, med en CAGR om 7,6 % fram till 2032.

BUPI estimeras efter marknads lansering kunna växa omsättningen till ca 400 MSEK

BUPI är en sugtablett med bupivakain som möter ett stort behov genom smärtlindring i mun och svalg, till exempel i samband med oral mukositis, en allvarlig komplikation vid cancerbehandling som förhindrar patienter från att gå igenom slutfaserna av sin behandling. Moberg Pharma har patentskydd i marknader Bolaget bedömer viktigast fram tills 2032-2033. Estimerade *peak sales* genererad av Bolagets licenspartners av BUPI i ett Base-scenario antas uppgå till 391 MSEK år 2033.

Rätt specialkompetens i erfaren och kompetent ledning

Anna Ljung, som under andra kvartalet 2019 tog rollen som VD, har tidigare arbetat som CFO på Moberg Pharma i 13 år. Bolagets styrelse och ledning är erfarna inom läkemedelssektorn och mer specifikt nagelsvampsbehandling genom den avyttrade OTC-verksamheten vars bäst säljande produkt var Kerasal Nail, ett läkemedel som använts i behandlingen av nagelsvamp. Marknadskunskapen och nätverket som skapats genom Kerasal Nail förväntas förenkla Moberg Pharmas lansering av MOB-015 som befinner sig inom samma läkemedelskategori. Styrelsen har högt insiderägande där grundaren och nyblivna styrelseordförande, Peter Wolpert, äger 435 399 aktier, VD, Anna Ljung, äger 12 000 aktier och Mattias Klintemar, som representerar Östersjöstiftelsen, äger 7 000 aktier. Styrelsen består även av Andrew B. Hochman som har 16 års erfarenhet av investeringar inom läkemedels- och konsumenthälsovård och är partner hos RoundTable Healthcare Partners samt Fredrik Granström som är delägare på Hansen Advokatbyrå och är Moberg Pharmas juridiska rådgivare sedan bolaget grundades 2006.

71 kr per aktie i ett Base scenariot

Vid lyckad marknads lansering i ett Base-scenario estimeras Moberg Pharmas potentiella *peak sales* uppgå till närmare 2 162 MSEK, vilket med antagen lönsamhet och gjort rNPV-värdering, resulterar i ett motiverat värde per per aktie om 71 kr. I ett Bull-scenario och Bear scenario, med samma form av värderingsmetod, motiveras ett värde per aktie om 146 kr respektive 49 kr.

Risk genom potentiellt misslyckade studier

Både MOB-015 och BUPI estimeras ha en sannolikhet till marknads lansering om 61,5% baserat på historisk data gällande läkemedel inom samma kategori och befunnit sig i fas 3². Sannolikheten inkluderar att läkemedlen har en 69,6% sannolikhet att genomgå en godkänd fas 3-studie och sedan en 88,4% sannolikhet att sedermera bli godkända för kommersialisering. Sannolikheten för att läkemedel i denna fas når marknads lansering är strax under 50%. Därmed finns det en väsentlig risk att MOB-015 och BUPI inte blir godkända i något av faserna.

¹Persistence Market Research

²Biotechnology Innovation Organisation

**NAGELSVAMP
FÖREKOMMER HOS
CIRKA 10% AV
BEFOLKNINGEN**

**1 263 MSEK
VIKTAT
RISKJUSTERAT
NUVÄRDE**

BOLAGSBESKRIVNING

Moberg Pharma är noterade på Small Cap Stockholm och har tidigare kommersialiserat egenutvecklade samt förvärvade produkter på den globala marknaden med specialisering inom behandling av nagelsvamp och hudsjukdomar. Under Mars 2019 avyttrades ett av Bolagets affärsområden, vilket bestod av en OTC-verksamhet, till förmån för Bolagets pipeline med läkemedelkandidaterna MOB-015 och BUPI, som befinner sig i fas 3 respektive förberedelse för fas 3-studie.

MOB-015

MOB-015 är ett läkemedel som behandlar nagelsvamp och befinner sig för tillfället i två parallella fas 3-studier, varav en är i Europa och den andra i Nordamerika. Den nordamerikanska studien omfattar 365 patienter medan antalet rekryterade patienter i Europa uppgår till 452. Moberg Pharma har beviljat patentskydd fram till 2032 i bl.a. USA, EU, Kanada, Japan och Kina. Bolagets patenterade läkemedel transporterar höga koncentrationer av terbinafin in i och genom nageln. Terbinafin är en beprövad svampdödande substans som genom läkemedlets formuleringsteknologi skapar en mjukgörande och keratolytisk effekt som bidrar till snabb och synlig förbättring av nagelsvamp. Den mest effektiva behandlingen av nagelsvamp idag är terbinafin i tablettform men behandlingar antas inte vara lika effektiva som MOB-015 samtidigt som att det kan leda till leverskador samt systemiska biverkningar, vilket inte är fallet med MOB-015.

Resultaten från fas 2-programmet av MOB-015 presenterades under hösten 2014 och visade starka resultat, vilka överträffade förväntningarna.

40%
MYKOLOGISK
LÄKNING VID 24
VECKOR

54%
MYKOLOGISK
LÄKNING VID 60
VECKOR

100%
NEGATIV
SVAMPODLING
VID 60 VECKOR

Vävnad	Mängd terbinafin (ug/g)	Jämfört med oral behandling
Nagel	1610 (median)	1000x högre än oralt
Nagelbädd	45 (median)	40x högre än oralt
Plasma	0,0015 (max)	1000x lägre än oralt

Källa: Data från vävnadsprover i fas 2-studie för MOB-015

BUPI

BUPI är en sugtablett med bupivakain som fungerar som smärtlindring vid oral mukositis. Mukositis uppstår när cancerbehandlingar bryter ner epitelcellerna som lider i mag-tarmkanalen vilket lämnar slemhinnan öppen för sår- och infektionsbildning. Moberg Pharma har patentskydd beviljat till 2032-2033 i EU, Kanada och USA.

Affärsmodell

Moberg Pharma har en affärsmodell som bygger på att via ett globalt nätverk utlicensiera MOB-015 och BUPI. Processen är påbörjad med tre licensavtal klara och diskussioner med fler potentiella partners pågår. Bolaget vill dessutom kombinera detta med direktförsäljning av MOB-015 i USA.

Intäktskällor

Moberg Pharmas framtida intäkter antas genereras via milstolpsbetalningar och royaltyintäkter genom licensavtal av MOB-015 och BUPI. Dessa milstolpsbetalningar kommer till majoritet vara villkorade av kommersiella delmål samt uppnådda utvecklingsmål och regulatoriska framsteg.

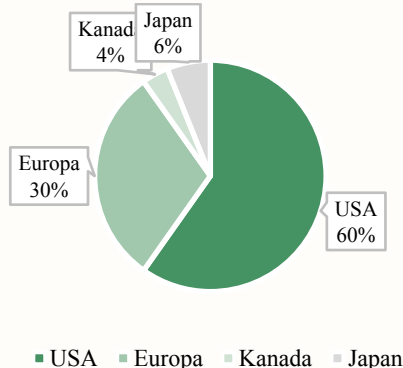
Kostnadsdrivare

Moberg Pharmas kostnader under närmaste åren kommer framförallt vara relaterade till de kliniska kostnaderna som tillkommer i och med studierna för MOB-015 och BUPI samt processen för läkemedelsgodkännande. Topline-resultat från fas 3-studierna av MOB-015 antas presenteras under sista kvartalet 2019, och en marknads lansering väntas vid godkännande under Q1-Q2 2021. BUPI, som fortfarande ligger i en förberedelsefas för fas 3-studier, estimeras nå marknaden under första kvartalet 2023 givet godkända studier. Moberg Pharma antas inte belastas i någon större grad av dessa kliniska kostnader då licensavtal och forskningsanslag från partners har dragit ner kostnaderna för studierna.

MARKNADSANALYS

Moberg Pharma MOB-015

Omsättning per region 2032



MOB-015

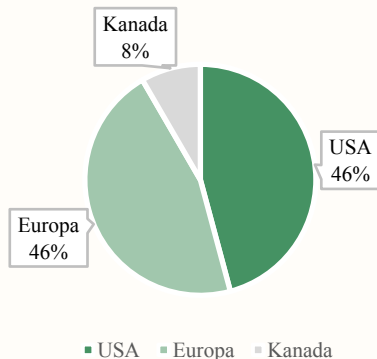
Onykomykos (nagelsvamp) är en svampinfektion i naglarna som beräknas drabba mellan 10-15 % av befolkningen, sjukdomen är mest förekommande bland äldre personer. Mellan åldrarna 60-79 har ca 18,2 % problem med nagelsvamp, jämfört med 0,7 % för patienter under 19 år.¹ Med en åldrande befolkning finns det en möjlighet för en ökad adresserbar marknad för MOB-015.

Omkring 5 miljoner nagelsvampsbehandlingar förskrivs årligen i USA och marknaden estimeras ha en CAGR på 7,6%. Med estimerade 30-40 miljoner amerikaner drabbade av nagelsvamp finns det rum för utökning av marknaden om MOB-015, vilket enligt Bolaget är ett mer effektivt preparat utan de problematiska sidoeffekterna, lanseras. Den globala nagelsvampsmarknaden uppskattas värderas till 10 461 MUSD år 2032¹.

Moberg Pharmas kommersialiseringsplaner för MOB-015 innefattar att licensiera ut läkemedlet till USA, Europa, Japan och Kanada. Än så länge har Bolaget ingått ett exklusivt licensavtal med Cypher Pharmaceuticals som avser den kanadensiska marknaden samt Bayer vilka kommer ansvara för kommersialiseringen i Europa. I båda förhållandena avses betalning ske genom royalties samt milstolpsbetalningar. Fler licensavtal diskuteras för tillfället gällande marknaderna i Japan och USA. Moberg Pharma förväntas sedimentera licensavtal för dessa resterande regioner under 2019 och början på 2020 där liknande överenskommelser antas framkomma. De valda försäljningsområdena adresserar en marknad om 123 miljoner människor.

Moberg Pharma BUPI

Omsättning per region 2033

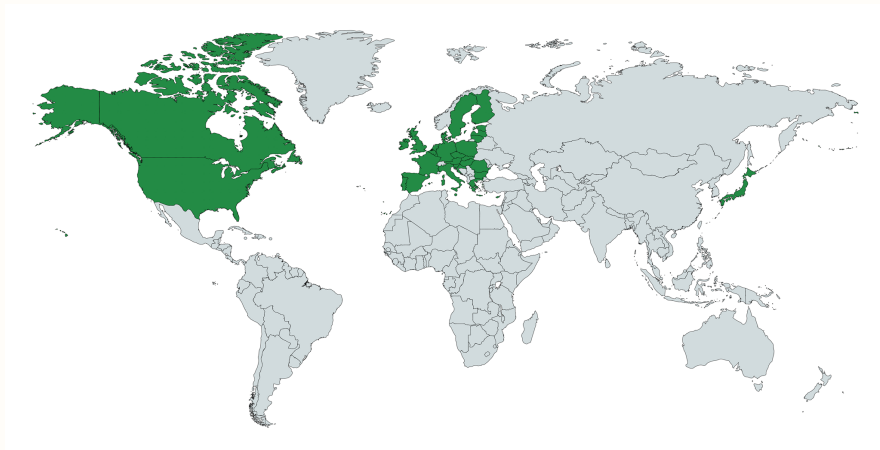


BUPI

Det finns idag en stor efterfråga efter smärtlindring gällande oral mukositis, vilket är en sidoeffekt vid cancerbehandlingar. I USA estimeras ca 400 000 patienter årligen vara drabbade av oral muskosit, och marknaden förväntas växa med ca 7 % årligen fram till 2033.

MOB-015 och BUPI antas fokusera på följande marknader

- USA
- Europa
- Kanada
- Japan



¹ <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC4047123/#ppat.1004105-Gupta1>

FINANSIELL PROGNOSS

Klinisk utveckling och resultat för MOB-015

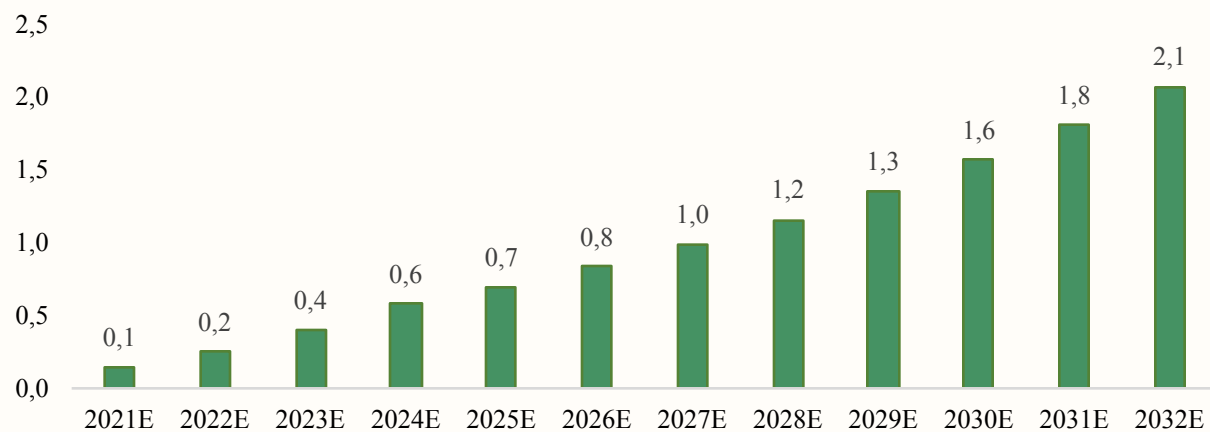
Av nuvarande produktportfölj anses MOB-015 vara Moberg Pharmas mest värdefulla tillgång och ledningen har kommunicerat att Bolaget främst kommer fokusera på MOB-015 och dess utveckling under 2019. För närvarande befinner sig läkemedlet i två parallella fas 3-studier, vars topline-resultat förväntas under fjärde kvartalet 2019 respektive andra kvartalet 2020.

Låg konkurrens inom utvecklingen av nagelsvampsläkemedel

Aktiviteten inom utveckling av nya nagelsvampspreparat är låg, vilket öppnar för stora möjligheter för MOB-015 att ta en större marknadsandel givet godkända topline-resultat. Almirall, ett spansk läkemedelsföretag med huvudkontor i Barcelona, håller för tillfället på att utveckla en potentiell konkurrent till MOB-015 som vid slutet av 2018 kunde visa på positiva fas 3-studier från en av deras EU-studier. Almiralls fas 3-studie i USA misslyckades dock vilket antyder att de inte kommer att konkurrera med MOB-015 på den amerikanska marknaden. I och med den låga konkurrensen inom liknande utvecklingsstadier, så uppskattas MOB-015 lyckas upprätthålla en större marknadsandel vid lansering.

Försäljningspotentialen baseras på en ökande marknadsandel fram till 2032 gällande marknaderna USA, Europa samt Kanada för MOB-015.

Prognostiserad försäljningspotential (mdSEK) 2021-2032E



Analyst Groups prognos

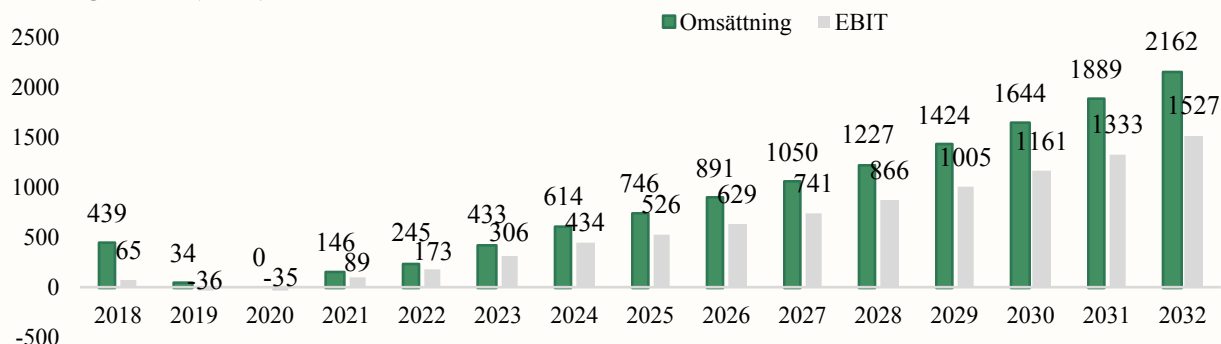
MOB-015 antas nå en marknadsandel om 15 %

Moberg Pharmas läkemedel MOB-015 estimeras att vid slutpunkten av sitt patent uppnått en marknadsandel om 15 % vilket framförallt baseras på nuvarande konkurrens inom marknaden, läkemedlets egenskaper och Bolagets erfarenhet inom sektorn. Givet positiva topline-resultat från fas 3-studierna antas MOB-015 nå sina marknader under Q1-Q2 2021. Efter att patentet har upphört (2033) så antas omsättningen drastiskt minskas som resultat av generika.

FINANSIELL PROGNOSS

Baserat på antagna intäktsandelar från försäljningspotentialen kan Moberg Pharma öka sin omsättning i bra takt, med en stark marginal

Omsättning och EBIT (MSEK)



Analyst Groups prognos

Moberg Pharma antas generera intäkter i form av milstolpsbetalningar och royaltyintäkter

Huvudintäktmodellen för både MOB-015 och BUPI baseras på betalningar i form av milestones, där majoriteten adresserar kommersiella- och utvecklingsmål, samt royalties. Moberg Pharma antas i utlicenseringen av MOB-015 och BUPI nå ett royaltyavtal som tillåter Bolaget att erhålla en intäkt i form av royaltiesats om 20 % av marknadspriset. Detta grundas delvis på historisk data på kommersialisering av läkemedel publicerat av Medtrack¹ varav den genomsnittliga royaltiesatsen har uppmätts och sorterats efter klinisk fas vid datum av avtalssignering. Resultatet visar på att ett läkemedel som genomgår fas 3-studier genomsnittligt får igenom en royaltiesats om 14,2 % men baserat på Moberg Pharmas historik och erfarenhet samt studieresultat och marknadspotential, estimeras en royaltyandel om 20 % för både MOB-015 och BUPI i ett Base scenario. Framtida avtal som signeras under fas 3-studiens tid estimeras även följa detta royaltyavtal.

Tre exklusiva licensavtal i dagsläget

Under hösten 2018 ingick Moberg Pharma ett exklusivt licensavtal med Cipher Pharmaceuticals avseende kommersialiseringen av MOB-015 i Kanada. Moberg Pharma erhåller enligt avtalet milstolpsintäkter om 4,6 MUSD som betalas i samband med utveckling och regulatoriska framsteg. Moberg Pharma erhöi också en förskotts betalning om 0,5 MUSD. Utöver dessa milstolpsbetalningar kommer Moberg Pharma erhålla ytterligare intäkter om totalt 10 MUSD samt royalties och ersättning för levererade produkter som resulterar i en för branschen sedvanlig bruttomarginal för Cipher. Ett liknande avtal slöts med Bayer AG som kommer avse kommersialiseringen av MOB-015 i Europa. Moberg Pharma kommer erhålla ersättning i form av milstolpsintäkter som kan uppgå till 56,2 MUSD, varav 1,7 MUSD i samband med ingånget avtal. Större delen av milstolpsintäkterna är villkorade av kommersiella delmål och resterande del av uppnådda utvecklingsmål och regulatoriska framsteg. Ytterligare intäkter tillkommer i form av royaltyintäkter och ersättning för levererade produkter. Ytterligare licensavtal för MOB-015 är under diskussioner angående andra regioner såsom Japan och USA.

Moberg Pharma har ingått ett avtal med Cadila Pharmaceuticals angående fas 3 utveckling och kommersialisering av BUPI i Indien och Afrika, med undantag för Sydafrika. Under 2015 erhöi Moberg Pharma även ett forskningsanslag från Eurostars (ett gemensamt program mellan EUREKA och den Europeiska kommissionen) som medfinansierar en fas 3-studie av BUPI i Europa. Ytterligare dialoger pågår med potentiella nya partners i Nordamerika och Europa vilket estimeras vara värda *peak sales* om strax under 100 MSEK.

Partner	Läkemedel	Licensregion	Maximala milstolpsbetalningar	Base scenario
Cipher Pharmaceuticals	MOB-015	Kanada	14,6 MUSD	7,3 MEUR
Bayer AG	MOB-015	Europa	50 MEUR	25 MEUR
Cadila Pharmaceuticals	BUPI	Afrika/Indien	N/A	N/A

¹<https://pharmaintelligence.informa.com/~media/informa-shop-window/pharma/files/pdfs/reports/royaltiesreport.pdf>

VÄRDERING

För att värdera Moberg Pharma så viktas finansiella scenarion till ett riskjusterat nuvärde med hjälp av en rNPV-modell (*risk-adjusted Net Present Value*) där Bolagets kassaflöde har justerats för de risker som är hänförliga till fas 3-studierna av MOB-015 respektive BUPI. Värdet av framtida potentiella kassaflöden justeras mot en sannolikhet, där applicerad *success rate* sätts till ca 61 % baserat på Biotechnology Innovation Organisations studie på klinisk utveckling mellan 2006-2015.¹ Det riskjusterade nuvärdet bygger även på en rad ytterligare antaganden gällande intäkter i form av milstolpsbetalningar, royalties, konkurrenssituation, marginaler m.m.

WACC:	12,6 %
Risikfri ränta:	2,6 %
Beta-värde:	1,3
Risikpremie:	1,5%

För att diskontera de riskjusterade kassaflödena tillämpas en WACC om 12,6%, där riskpremien är baserad på PWCs riskpremiestudie 2019. Bolaget förväntas efter 2022 i ett Base scenario ha en stabil EBIT-marginal på närmare 70 % (vilket är möjligt tack vare skalbarheten i en royaltymodell). Detta baseras bl.a. på att efter marknads lansering estimeras forsknings- och utvecklingskostnader sjunka och rådande affärsutvecklings- och administrationskostnader, samt försäljningskostnader, jämfört med tidigare OTC-verksamhet, prognostiseras vara lägre. Det bidrar till att driva upp marginalen och lönsamheten för Moberg Pharma.

Sammanvägt riskjusterat nuvärde uppgår till 1 314 MSEK

I ett Base scenario värderas Bolaget till ett riskjusterat nuvärde om 1 263 MSEK, motsvarande ett nuvärde per aktie om 71 kr.

Scenario	rNPV	Måaktiekurs
Bear ²	869 MSEK	49 SEK
Base	1 263 MSEK	71 SEK
Bull ²	1 809 MSEK	146 SEK

²För härledning av Bull- respektive Bear scenario, se sida 11.

Alternativa läkemedelsinvesteringar som befinner sig i utvecklingsfaser

I tabellen nedanför framgår två svenska börsbolag som närmar sig kommersialisering av nya läkemedel. Likt Moberg Pharma befinner sig dessa bolags läkemedelspreparaten inom olika kliniska faser och anses skilja sig från respektive marknad. Båda alternativa läkemedelsbolagen använder sig av en liknande tidsplan varav estimat baseras på samma kliniska schematider vilket förstärker Analyst Groups antagande gällande marknads lansering för MOB-015 och BUPI. Det ska noteras att bolagens specifika inriktningar skiljer sig åt.

Bolag	Kassa	Omsättning	Nettoresultat	Börsvärde
Enzymatica	70 MSEK	53 MSEK	- 43 MSEK	364 MSEK
AcuCort	10,4 MSEK	-	- 6 MSEK	70 MSEK
Moberg Pharma	110,8 MSEK	439 MSEK	20 MSEK	1256 MSEK

¹Clinical Development Success Rates 2006-2015, källa via länk [här](#).

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario antas en marknadspenetration om 20 % för både MOB-015 och BUPi i sina respektive marknader, jämfört med 15 % i angivet Base scenario. Läkemedlens positiva resultat i samband med bristen på konkurrenter för MOB-015 och BUPi's orörda marknad skulle kunna möjliggöra denna penetrationsnivå. BUPi antas nå marknaden Q3-22 i ett Bull scenario, jämfört med Base där det antas nå marknaden Q1-23. Detta baseras på att tidsperioden för fas 3-förberedelsen kan variera beroende på Bolagets rekryteringsprocessen och fokus på MOB-15 under 2019. Vidare lyckas Bolaget erhålla de maximala milstolpsbetalningarna baserat på att den ökade marknadspenetrationen och höjda försäljningsvolymen leder till att ytterligare kommersiella delmål uppnås.

146 KR
PER AKTIE
I ETT BULL
SCENARIO

I ett Bull scenario estimeras ett nuvärde om 1 809 MSEK genom en rNPV-värdering, motsvarande ett potentiellt nuvärde per aktie om ca 146 SEK.

Bear scenario

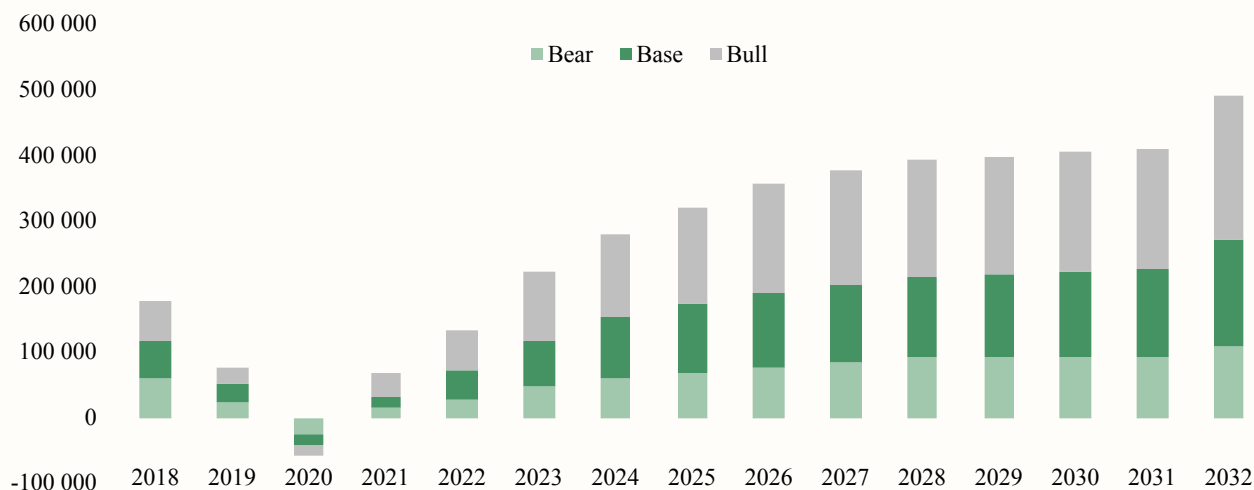
I ett Bear scenario antas en marknadspenetration om 10 % för både MOB-015 och BUPi i sina respektive marknader. BUPi antas nå marknaden senare i ett Bear scenario (Q3-23), jämfört med Base där det antas nå marknaden Q1-23. Detta baseras på att tiden för fas 3-förberedelsen kan variera beroende på rekryteringsprocessen samt Bolagets fokus på MOB-15. Bolaget antas i ett Bear scenario endast erhålla 25 % av de maximala milstolpsbetalningarna baserat på den minskade marknadspenetrationen och därmed att färre kommersiella delmål nås.

49 KR
PER AKTIE
I ETT BEAR
SCENARIO

I ett Bear scenario estimeras ett nuvärde om 869 MSEK genom en rNPV-värdering, motsvarande ett potentiellt nuvärde per aktie om ca 49 SEK.

Följande är en sammanställning av de riskjusterade kassaflödena som härleds i ett Bear-, Base- och Bull scenario.

Prognostiserade riskjusterade kassaflöden (KSEK) 2018-2031E



Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE



Anna Ljung, VD

Anna har jobbat på Moberg Pharma sedan året det grundades men har erfarenhet inom läkemedelsindustrin sedan innan då hon jobbade som CFO i Athera Biotechnologies AB och Lipopeptide AB. Under 2019 har hon tagit rollen som VD.

Aktieinnehav: 12 00, 14 500 prestationsaktierätter och 95 000 personaloptioner.



Sarah Hellerfelt, CFO

Verksam i bolaget sedan 2017. Sarah har 10 års erfarenhet från olika ekonomibefattningar och har tidigare jobbat som revisor på PwC samt som koncerncontroller och finance manager inom Bonnierkoncernen.

Aktieinnehav: 2 916 aktier och 3 579 prestationsaktierätter.



Peter Wolpert, Grundare och Styrelseordförande

Peter är utbildad civilingenjör och civilekonom född 1969. Han grundade Moberg Pharma 2006 och har sedan dess suttit som VD fram tills 2019 då Anna Ljung tog över.

Aktieinnehav: 435 399 aktier, via Bolaget Wolco Invest AB och 130 000 personaloptioner.



Mattias Klintemar, Styrelseledamot

Mattias har varit Ledamot sedan 2015 och representerar Östersjöstiftelsen. Han har en lång erfarenhet från ledande befattningar inom finans- och teknologisektorn.

Aktieinnehav: 7 000 aktier.



Andrew B. Hochman, Styrelseledamot

Andrew har över 16 års erfarenhet av investeringar inom läkemedels- och konsumenthälsovård och är för närvarande partner hos RoundTable Healthcare Partners där han är involverad i alla delar av transaktionsprocessen, inklusive affärsgenerering, strukturering av transaktioner, värdering, due diligence, förhandlingar, finansiering och genomförande av affärsstrategi. Han har en kandidatexamen i nationalekonomi från Wharton School och en kandidatexamen i psykologi från University of Pennsylvania. Han är styrelseledamot i Santa Cruz Nutritionals, Revision Skincare / Goodier Cosmetics, Deerland Probiotics & Enzymes och Advantice Health, och var tidigare styrelseledamot i Aqua Pharmaceuticals.

Aktieinnehav: 0 st. aktier.



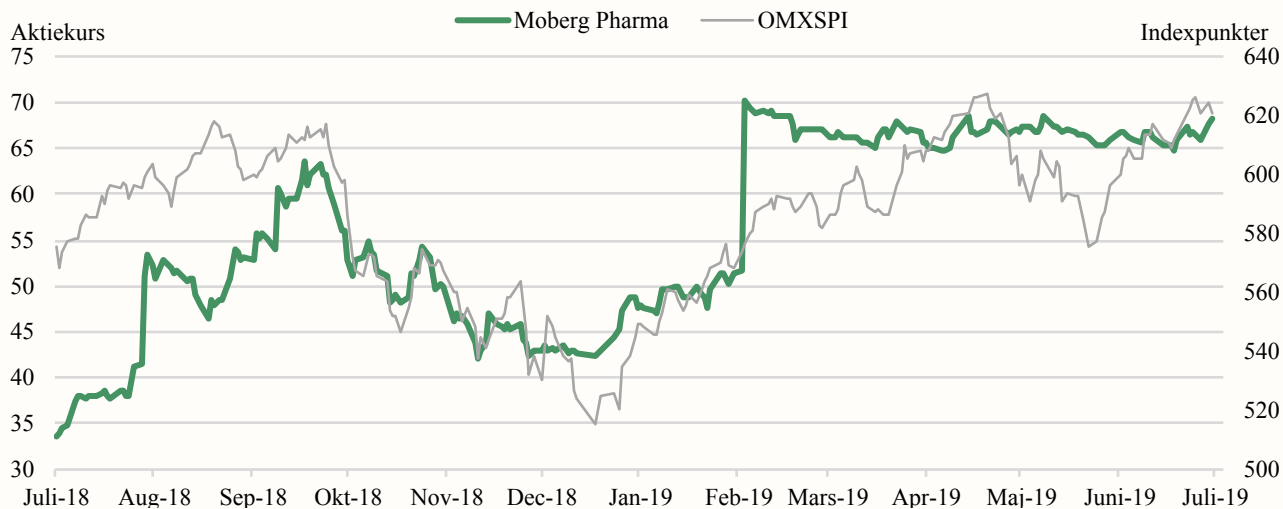
Fredrik Granström, Styrelseledamot

Fredrik är advokat och delägare på Hansen Advokatbyrå och är Moberg Pharmas juridiska rådgivare sedan bolaget grundades 2006. Fredrik har mer än 20 års erfarenhet som rådgivare, entreprenör och bolagsjurist till klienter inom läkemedels- och techindustrin. Han har tidigare bland annat innehaft positioner som bolagsjurist på AstraZeneca, Sendit AB, Microsoft Corporation och som styrelseordförande i Soundtrap AB.

Aktieinnehav: 0 st. aktier.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Resultaträkning (tSEK)	2017	2018	Q1-19
Nettoomsättning	439 032	439 041	15 554
Kostnad för sålda varor	-125 179	-104 436	-26 109
Bruttoresultat	313 853	334 605	-10 555
Försäljningskostnader	-226 573	-226 962	-566
Affärsutvecklings- och administrationskostnader	-34 614	-41 010	-6 823
Forsknings- och utvecklingskostnader	-14 411	-17 321	-3 563
Övriga rörelseintäkter	17 284	16 644	350
Övriga rörelsekostnader	-4 464	-1 137	0
EBIT	51 075	64 819	4 952
Ränteintäkter och liknande resultatposter	0	1	29
Räntekostnader och liknande resultatposter	-39 402	-38 974	-255
Resultat före skatt	11 673	25 846	4 726
Skatt på periodens resultat	-515	-6 008	-1 853
Årets resultat	11 158	19 838	2 873
Avvecklade verksamheter	0	0	561 032
Poster som kommer att omklassificeras till resultat			
Omräkningsdifferenser vid utländska verksamheter	-23 577	20 853	8 855
Omklassificering av omräkningsdifferenser			-68 249
Övriga totalresultat	-23 577	20 853	-59 394
Totalresultat för året	-12 419	40 691	504 511

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

Bull and Bear - Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Innehavsredovisning

Analytikern äger inga aktier i bolaget.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE