

Promore Pharma: Peptiden läker alla sår

- Två läkemedelskandidater i sen klinisk fas
- Gynnsam säkerhetsprofil och hittills positiva studieresultat
- Kan bli första effektiva läkemedel på globala marknader med låg konkurrens

Materialet är utarbetat av

Alf Riple, CFA
073-840 4008
alf.riple@vhcorp.se

Adam Eliasson
070-981 5550
adam.eliasson@vhcorp.se

Aktiens kortnamn:	PROMO
Industri	Bioteknik
Handelsplats	Nasdaq First North
Senaste kurs (SEK):	9,36
Börsvärde (SEKm):	189,4
Enterprise Value (SEKm)	132,5
Utestående aktier (m):	20,2
- varav free float (m):	1,8

VHCF motiverat värde per aktie

DCF-värdering 17,60 - 30,60 SEK

Bolag	Promore Pharma
Adress	Fogdevreten 2 171 65 Solna
Hemsida	www.promorepharma.com
VD	Jonas Ekblom

Huvudägare (29 dec 2017)	Kapital (%)
Midroc New Technology	33,9
Rosetta Capital	32,9
Pharma Research Products	20,9
Avanza Pension	1,5
Mikael Lönn	1,1

Aktieutveckling

Promore Pharma AB vs. OMX Stockholm 30



Source: FactSet Prices

	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	-2,3	-25,0	-34,9
52 veckor (hög/låg) - SEK	9,14 / 19,0		

Källa: FactSet

Promore Pharma har två läkemedelskandidater i sen klinisk fas. Båda kandidater är peptidbaserade sårvårdsläkemedel. PXL01 är avsedd att användas i samband med kirurgi för att motverka komplikationer såsom adhe-
rener och ärrbildning. Kandidaten är på väg in i fas III och skulle kunna nå marknaden under 2022. Den andra kandidaten, LL-37, syftar till att hjälpa läkningen av venösa bensår och diabetesfotsår. Denna befinner sig i fas II och kan med positiva studieresultat nå marknaden 2024.

Båda kandidater riktar sig mot globala marknader där det saknas effektiva behandlingar och där det finns chans att bli "first in category". Med utgångspunkt i kroppsegna peptider och topikal behandling är säkerhetsprofilen mycket god, vilket ökar chansen till marknadsgodkännande.

Bolaget drivs av en liten och kostnadseffektiv kärnorganisation som bedriver forskning, utveckling, tillverkning och kommersialisering med hjälp av omfattande internationella samarbeten och partnerskap.

Vi har värderat bolaget som en sum-of-the-parts där vi värderar varje läkemedelskandidat för sig. Vår DCF-modell indikerar ett motiverat spann för aktien mellan 17,60 och 30,60 SEK, baserat på den risk som föreligger och med relativt försiktiga antaganden om framtida marknader. Om kommande kliniska studier är framgångsrika kan detta motivera förändrad riskjustering och höjda marknadsantaganden, vilket bådaddera ökar det motiverade värdet. På minussidan kan det bli relativt glest med nyheter fram till de första studieresultaten, som förväntas tidigast andra halvåret 2019.

Det fortsatta utvecklingsarbetet innebär höga kostnader, vilket bolaget delvis kommer täcka genom partnerskap och utlicensiering av tillgångar. Om bolaget inte ingår nya partneravtal eller utlicensieringar dessförinnan ser vi ett möjligt finansieringsbehov om ca 50 MSEK första halvåret 2019.

Tabell 1: Finansiell överblick

MSEK	2016a	2017a	2018e	2019e	2020e
Nettoomsättning	-	0,6	-	-	-
Tillväxt (%)	na	na	na	na	na
EBITDA	(6,3)	(8,5)	(37,9)	(54,6)	(274,9)
EBITDA marginal (%)	neg	neg	neg	neg	neg
Likvida medel	6,5	26,6	273,3	248,3	295,1
Totala tillgångar	13,1	32,1	276,0	250,4	297,2
Räntebärande skulder	7,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Eget kapital	3,5	26,4	270,4	244,8	291,6
Soliditet (%)	26,3%	82,3%	98,0%	97,8%	98,1%
P/E	neg	neg	neg	neg	neg
ROE	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBITDA (x)	neg	neg	neg	neg	neg
EV/Sales (x)	na	65,2	na	na	na

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Innehållsförteckning

Vad gör Promore Pharma?	2
Bolaget	3
PXL01	6
Produkten	6
Kliniska studier	7
Marknadspotential	8
Konkurrens	10
Unika fördelar	10
LL-37	12
Produkten	12
Kliniska studier	12
Marknaden	14
Konkurrens	14
Unika fördelar	15
DPK-060	16
Vad kommer Promore Pharma att tjäna?	17
PXL01	17
LL-37	18
Hur ser kassasituationen ut?	19
Vad är bolaget värt?	21
Grundscenario	21
Alternativt scenario	23
Jämförbara bolag	24
Vad döljer sig bakom siffrorna?	25
Vad kan gå fel?	25
Viktiga händelser framöver	26
Finansiell kalender	27
Appendix: Värderingsmetodik	28

Vad gör Promore Pharma?

Promore Pharma driver läkemedelsutveckling med inriktning på bioaktiv sårvård. I dagsläget finns ett ganska litet utbud av läkemedelsprodukter inom sårvård och marknaden domineras istället av medicintekniska produkter utan läkemedelseffekt. Det enda angränsande läkemedlet på marknaden (Regranex mot diabetesfotsår) säljs under strikta restriktioner på grund av mycket allvarliga biverkningar.

Potentiell omsättning 1 respektive nästan 2 mdr SEK

Promore Pharma har kommit långt i utvecklingen av två läkemedelskandidater med var sitt applikationsområde inom sårvård. Båda är inriktade mot indikationer med minst en miljon potentiella behandlingar per år inom målmarknaderna. Om läkemedelskandidaterna godkänns och kommersialiseras, ser vi möjligheter för försäljningssiffror i storleksordningen en miljard respektive nästan två miljarder SEK för vart av läkemedlen.

Den första läkemedelskandidaten går under namnet PXL01 och är avsedd att appliceras i samband med kirurgi, då den kan motverka komplikationer. Vanliga komplikationer är oönskade adherenser som leder till reducerad rörlighet. För tillfället förbereds PXL01 för

fas III-studier, först i Europa/Asien och senare i USA. Om dessa studier lyckas ser vi möjligheter för marknads lansering i Europa och Asien under 2022 och i Nordamerika under 2023.

Den andra kandidaten, LL-37, ska hjälpa läkningen av svårläkta sår såsom venösa bensår eller diabetesfotsår. LL-37 befinner sig för närvarande i fas II där det planeras en fas IIb-studie i Europa att starta under 2018. Om denna lyckas kommer den följas av fas III-studier i Europa och USA innan lansering, vilket vi anser bör kunna ske 2024.

Kroppsegna peptider för topikal behandling

Båda bolagets läkemedelskandidater baserar sig på peptidbaserade substanser som är syntetiska kopior på ämnen som förekommer naturligt i människokroppen. De är dessutom utvecklade för topikal behandling med minimal spridning till det allmänna blodomloppet. Sammantaget talar detta för en gynnsam säkerhetsprofil med låg risk för allvarliga biverkningar, vilket även indikerats under de kliniska studier som redan har utförts.

Givet bristen på effektiva läkemedel inom applikationsområdena finns det möjligheter för både PXL01 och LL-37 att bli s.k. "first in category" inom relativt stora marknader med liten konkurrens.

Förutom de två kandidater som bolaget har under aktiv utveckling finns även läkemedelskandidaten DPK-060 inom portföljen. Det är en antimikrobiell peptid riktad mot infektion på hud och kroppens mjukdelar. Utförda studier visar att DPK-060 har längre kvar i klinisk fas än bolagets övriga två kandidater. Eftersom Promore Pharma prioriterar PXL01 och LL-37 har bolaget nyligen licensierat ut DPK-060 med möjligheter för royalty-intäkter i framtiden.

Bolaget

Slimmad organisation och omfattande partnerskap

Promore Pharma drivs som ett virtuellt bolag med endast tre personer med hundraprocentig sysselsättning inom verksamheten. Dessa tre arbetar från olika orter en del av tiden. VD Jonas Ekblom är sedan ett antal år bosatt utomlands och är för närvarande bosatt i Sverige och Spanien. CFO Jenni Björnulfsson arbetar vid kontoret i Stockholm som formellt är bolagets säte. CSO Margit Mahlapuu är baserad i Göteborg. Ekblom är den enda anställda i bolaget medan övriga arbetar under konsultavtal.

I övrigt förlitar sig bolaget på internationella partnerskap och allianser där en stor del av verksamheten outsourcas till underleverantörer. I synnerhet gäller det kliniska studier som utförs av kontraktsforskningsföretag och läkemedelstillverkning som utförs av uppdragstillverkare. Promore Pharma har lyckats hålla utgifterna låga genom att till viss del ge sina partners ersättning genom optioner som möjliggör en uppsida i aktien.

Nyckelpersoner

VD Jonas Ekblom kom in i bolaget 2010 som VD för Pergamum. Han har mer än 25 års erfarenhet från life science-bolag i Sverige, USA och Schweiz. Hans senaste befattning var som VD för det schweiziska bioteknikbolaget BOWS Pharmaceuticals. Dessförinnan har han haft ledande roller i bolag som Pharmacia, Biovitrum, Sequenom och Invitrogen (nu Thermo Fisher).

CFO Jenni Björnulfsson har arbetat på Promore Pharma sedan 2016. Hon har bakgrund från finansmarknaden där hon under 13 år tjänstgjort på ABG Sundal Collier, Standard & Poor's, Alfred Berg/ABN AMRO och Svenska Handelsbanken som aktieanalytiker och projektledare inom corporate finance. Hon har även arbetat som affärsområdeschef på Global Health Partner AB.

CSO Margit Mahlapuu började på koncernbolaget Pharmasurgics 2007 och var dess VD fram till samgåendet med Pergamum. Hon har varit ansvarig för den regulatoriska strategin och kliniska utvecklingen av PXL01 under hela dess utveckling. Tillsammans har hon mer än 15

års erfarenhet av utveckling och forskning på läkemedel. Hon har tidigare arbetat på bl a AstraZeneca och Swedish Orphan Biovitrum.

Förutom personerna som dagligen arbetar inom Promore Pharma har bolaget knutit till sig en grupp av experter som bistår bolaget med rådgivning inom immateriella rättigheter, regulatoriska frågor samt projektledning av kliniska studier. En person som bolaget framhåller som särskilt viktig är **Monica Wiig**, docent i kirurgi vid Uppsala universitet. Wiig är specialist i handkirurgi och hade huvudansvaret för fas IIb-studien på PXL01 som publicerades 2014. Hon kommer även medverka under kommande fas III-studier.

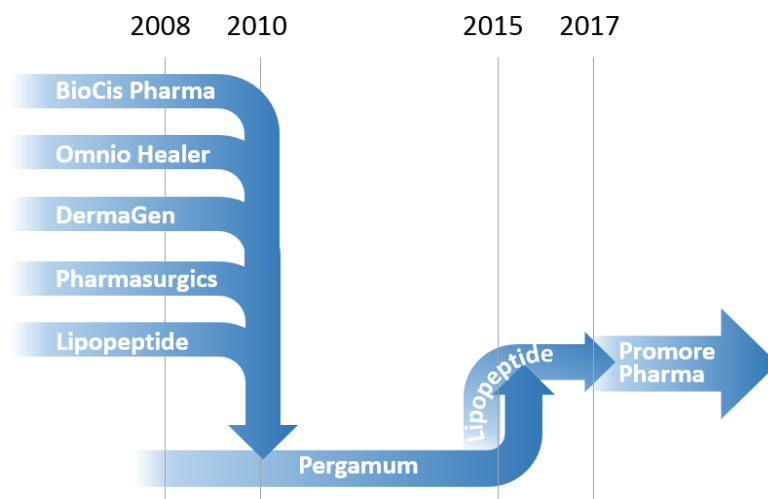
Rötter tillbaka till 2002

Historik

Bolaget Promore Pharma har drivits i sin nuvarande form sedan 2015. Innan dess gjordes ett antal företagstransaktioner där en grupp bioteknikföretag samlades under gemensam ledning. Ett av företagen var Lipopeptide som grundades 2002 med avsikt att utveckla läkemedelsprodukter baserade på LL-37. Senare, under 2008, bildades Pergamum med Karolinska Development, Östersjöstiftelsen och Midroc som ägare. Under 2010 blev Pergamum moderbolag i en koncern där Lipopeptide och fyra andra företag ingick efter att ägarna hade apportionerat in sina innehav. Förutom Lipopeptide tog Pergamum över Pharmsurgics in Sweden, DermaGen, Omnio Healer och BioCis Pharma. Pharmsurgics var det bolaget som påbörjade utvecklingen och patenterade PXL01. DPK-060 kommer ursprungligen från DermaGen.

Under april 2015 förvärvade Promore Pharmas nuvarande två största ägare dotterbolaget Lipopeptide från Pergamum. Senare samma år förvärvade Lipopeptide samtliga aktier sitt gamla moderbolag Pergamum vilket ledde till dagens struktur. Det fusionerade bolaget bytte namn till Promore Pharma januari 2017 och noterades på Nasdaq First North under den påföljande sommaren.

Figur 1: En historia av sammanslagningar



Ägare och finansiering

Promore Pharma har tre dominerande huvudägare i Midroc New Technology, Rosetta Capital IV Sarl och PharmaResearch Products Ltd vilka tillsammans äger cirka 88 procent av aktierna.

Midroc New Technology är ett helägt dotterbolag till fastighets- och industrigruppen Midroc och har funnits med på ägarsidan sedan 2007. Rosetta hade ursprungligen ett indirekt ägande via Karolinska Development men blev direkt ägare 2015 då de tillsammans med Midroc förvärvade Karolinska Developments och Östersjöstiftelsens ägarandelar i bolaget.

Rosetta håller till i Storbritannien och förvaltar två venture capital-fonder med inriktning på life science. PharmaResearch Products är ett sydkoreanskt läkemedels- och medtech-bolag som Promore Pharma bl a har samarbets- och licensavtal med. Bolaget blev delägare vid en privat finansieringsrunda under 2016, ökade sitt innehav via optionsinlösen under maj 2017 och tecknade ytterligare akter i samband med noteringen samma år.

Promore Pharma uppskattar att det har investerats totalt minst 400 MSEK i de olika bolagen som samlats i gruppen.

Tabell 2: Historisk överblick

2002:	Lipopeptide AB grundas
2007:	Margit Mahlapuu anställdes i Pharmasurgics som ansvarig för regulatorisk strategi och klinisk utveckling
2008:	Pergamum AB grundas
2010:	Pergamumkoncernen bildas genom övertagande av Lipopeptide AB, Pharmasurgics in Sweden AB, DermaGen AB, Omnio Healer AB och BioCis Pharma Oy Jonas Ekblom anställs som VD för Pergamum
2012:	Sista patient rekryteras till fas IIb-studie på PXL01 Rekrytering påbörjas till fas IIa-studie på LL-37 för venösa bensår Preliminära positiva data från fas II-studie på DPK-060
2013:	Resultat från fas IIb-studien på PXL01 visar tydligt bättre effekt jämfört med placebo Fas IIa-studien på LL-37 visar signifikant bättre läkning än placebo vid två av tre doseringar Utvecklingen av DPK-060 avslutas på grund av problem med produktstabiliteten
2015:	Lipopeptide AB förvärvas av dagens huvudägare och förvärvar sedan samtliga aktier i Pergamum AB Rosetta och Midroc förvärvar Karolinska Developments och Östersjöstiftelsens ägarintressen i bolaget
2016:	Bolaget tecknar samarbetsavtal med PharmaResearch Products om investeringar och forskningsstrategiskt samarbete Bolaget ingår avtal med Technomark och Kentron om samarbete kring en fas III-studie på PXL01 i Europa och Indien Jenni Björnulfson anställs som CFO
2017:	Bolaget byter namn till Promore Pharma AB Promore Pharma noteras på Nasdaq First North och gör en kapitalanskaffning om 76 MSEK före emissionskostnader I maj ingås avtal med Cellastra om samarbete kring fas III-studien på PXL01 i USA. Avtalet löper ut vid årsskiftet då Cellastra inte lyckas anskaffa kapital enligt ursprunglig plan Bolaget tecknar avtal om utlicensiering av DPK-060 till Transdermal Therapeutic Technologies

PXL01**Produkten**

Läkemedelskandidaten PXL01 är längst framskriden av Promore Pharmas två projekt. Substansen har flera möjliga applikationsområden men Promore Pharma avser i första hand att utveckla en produkt för förebyggande av adherenser vid böjsenskirurgi. Med adherenser menar man här permanenta sammanväxningar mellan vävnadsytor som normalt ska vara åtskilda. Böjsenor finns till exempel i handen, foten och underarmen. Vid akuta skador, då senor rivs eller skärs av, måste senorna sys ihop med speciella stygn för att återställa normal funktion. Efter operationen finns en hög risk för adherenser, dvs. att senan inte längre kan röra sig fritt inuti senskidan utan delvis växer ihop med denna, vilket förorsakar reducerad rörlighet.

Hög incidens av komplikationer vid operation

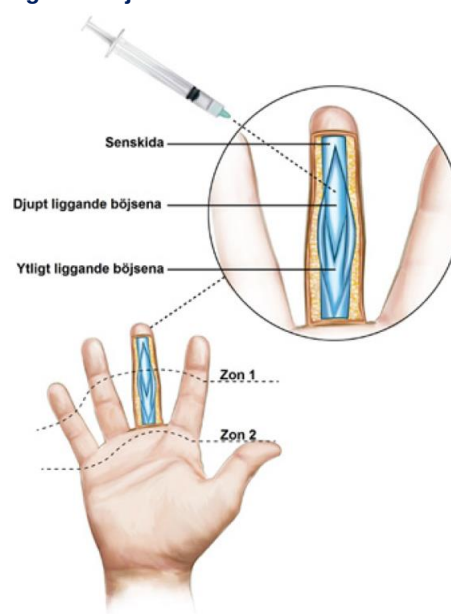
Sättet att motverka adherenser är idag att låta patienten genomgå sjukgymnastik i upptill tolv veckor efter ingreppet. Men ofta är detta inte tillräckligt. Promore Pharma uppskattar att mellan 20 och 50 procent av böjsensoperationer i handen resulterar i att patienten får försämrad rörlighet. I många fall är komplikationerna så svåra att patienten måste genomgå en ny operation där senan lossnas från den omgivande vävnaden, en s.k. tenolysoperation. Tenolys innebär höga kostnader, olägenhet för patienten och medför dessutom risk för nya adherenser under läkningen.

Syftet med PXL01 är att det ska appliceras under operationen och därmed förebygga adherenser under läkningen. Läkemedelskandidaten kommer levereras som en hyaluronbase-rad gel i en förpackterad applikatorspruta och administreras som en engångsdos. När kirurgen har sytt ihop den avrivna senan, appliceras gelen runt den reparerade senan, mellan senan och senskidan, innan operationssåret sys igen.

Starkt intresse att säkerställa full läkning

Promore Pharma har valt att i första omgång fokusera på böjsensskador i handen. Anledningen är att dessa skador ofta medför adherensbildning som kan mätas på ett precist och standardiserat sätt. De uppstår ofta under yrkesutövning eller idrott, vilket betyder att patienterna till stor del består av unga, friska och aktiva personer med många yrkesaktiva år framför sig. För både individ och samhälle finns ett stort intresse av fullständig läkning. Dessutom gynnas den kliniska utvärderingen av att det finns globalt vedertagna metoder att mäta rörlighet i handen. Slutligen förenklas både rekrytering till kliniska studier och framtida marknadsföring och försäljning av att produkten kan fokuseras mot den koncentrerade grupp av kirurger som är specialister inom handkirurgi.

Teoretiskt är det dock inget som tillsäger att en produkt som är effektiv på böjsenor i handen inte skulle kunna vara effektiv på andra böjsenor i kroppen. Ett eventuellt läkemedels-godkännande kommer rimligen formuleras så att det täcker alla typer av böjsensreparationer, vilket bolaget har fått stöd för under diskussioner med den europeiska läkemedelsmyndigheten. I ett längre perspektiv kan man även tänka sig att läkemedlet kan godkännas för kirurgi i knäled eller ryggrad eller för att motverka ärrbildning på hud efter t.ex. plastikkirurgi eller kejsarsnitt.

Figur 2: Böjsena i handen

Kliniska studier

Under 2009 gjordes en klinisk **fas I-studie** på PXL01 med 15 friska frivilliga vid ett center i Sverige. Resultaten visade att läkemedlet tolererades väl, utan några signifikanta bieffekter och med låg koncentration i det allmänna blodomloppet.

Därefter genomfördes en **fas IIb-studie** under 2010-2012 med slutlig uppföljning av den sista patienten under februari 2013. Resultaten publicerades 2014. Studien genomfördes vid 16 kliniker i Sverige, Danmark och Tyskland och omfattade 138 patienter med böjsensskador i handen. Studien utfördes som ett randomiserat dubbelblint test där PXL01 jämfördes mot placebo.

Klinisk IIb-studie positiv på en rad punkter

Patienterna i studien undersöktes efter fyra, sex, åtta och tolv veckor samt sex och tolv månader efter operationen. Mätpunkter i studien omfattade graden av rörlighet i fingret, dels i den yttersta leden (DIPAM, Active Motion in the Distal Interphalangeal Joint) och dels i hela fingret (TAM, Total Active Movement), förutom behovet av tenolys samt känslighet i fingret och styrkan i den reparerade senan.

När man jämförde PXL01-gruppen med placebogrupper visade resultaten bland annat:

- Klart bättre rörlighet i den yttersta fingerleden, räknat både som median och medel (se figur 3).
- Tydligt högre andel patienter med "Bra" eller "Utmärkt" TAM-värde enligt de vedertagna s.k. Stricklands kategorier inom handkirurgi (se figur 4)
- 65 procent lägre andel patienter rekommenderades tenolys (12 procent inom testgrupp jämfört med 30 procent inom placebogrupper)
- Signifikant bättre känslighet i fingret, vilket tyder på bättre läkning av nerver
- Inga tecken på negativ inverkan på senans styrka efter operationen, vilket har varit tema för andra läkemedelskandidater på området

Figur 3: Median DIPAM för PXL01 vs placebo

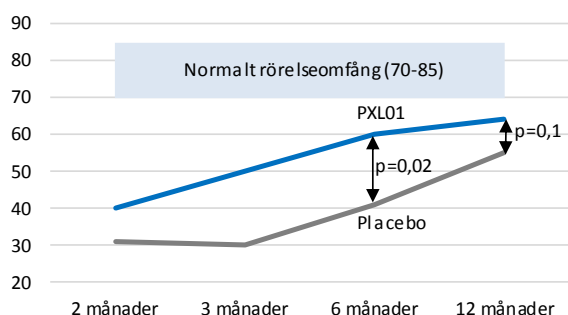
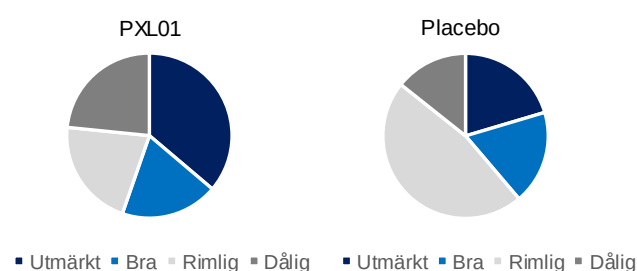


Diagram 4: TAM2 rörlighet 6 veckor efter operation



Plan för fas III överenskommen med EMA

För tillfället förbereds en randomiserad dubbelblind **fas III-studie i Europa och Asien**. Studien kommer genomföras i bl a Sverige, Tyskland, Polen och Indien. Promore Pharma för löpande diskussioner med Läkemedelsverket som företrädare den europeiska läkemedelsmyndigheten EMA om hur studien ska utformas. Myndigheten har accepterat bolagets planer om att göra studien på 500-600 patienter med böjsensskador i handen, där en engångsbehandling av PXL01 i två olika dosor jämförs med placebo.

Den primära mätvariabeln i den kommande studien är rörligheten i den yttersta fingerleden (DIPAM) sex månader efter operationen. Just denna mät punkt gav mycket starka resultat redan i fas IIb, då förbättringen jämfört med placebo gav en signifikansnivå om 98 procent. Detta är positivt för den kommande fas III-studien.

Marknads lansering i Europa och Asien från 2022

Bolaget har som mål att kunna påbörja rekryteringen till studien under innevarande år. Räkna man med en rekryteringstid om 18 månader och en sista uppföljning av patient sex månader efter ingreppet så finns möjlighet att ha resultaten framme sent 2020 eller tidigt 2021. Vi har förutsatt att ansökningsprocessen kan starta Q1 2021 och försäljningen från 2022.

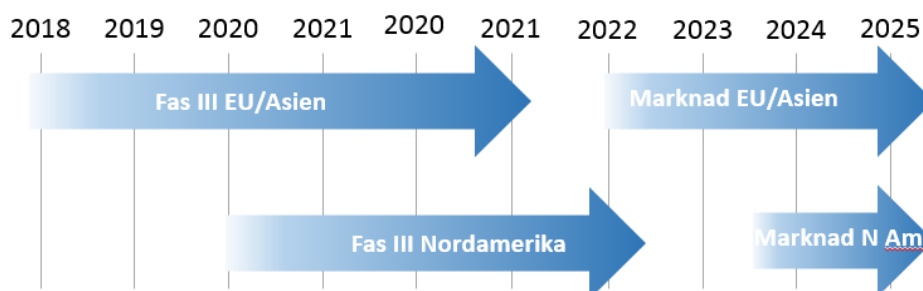
Kostnaderna för fas III-studien i Europa/Asien kommer till stor del finansieras genom externa avtalspartners. Det sydkoreanska bolaget PharmaResearch Products, en av Promore Pharmas huvudägare, kommer att bära den största delen av kostnaden samt stå för tillverkning av prövningsläkemedel till studien. Det indiska kontraktsforskningsföretaget Kentron Biotechnology kommer att utföra själva studien och amerikansk-brittiska Techno-mark Life Sciences kommer att bidra med delfinansiering av denna. Samtliga partners har tilldelats villkorade optioner i Promore Pharma som ersättning. Vi räknar med att den kvarvarande kostnaden för Promore Pharma kommer hamna i storleksordningen 30 MSEK.

Promore Pharma kommer även att söka godkännande för PXL01 i Nordamerika. Den amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA kräver vanligen två fas III-studier före ansökan, varav den ena normalt sett bör genomföras i USA. Bolaget planerar därför även en **fas III-studie i USA** efter samma mall som den europeiska studien.

Tidsplanen för den amerikanska studien har blivit lite mer oklar sedan Promore Pharma i januari 2018 meddelade att de hade avslutat samarbetet med det amerikanska bolaget Cellastra. Cellastra var tilltänkt en roll både i utvecklingsarbetet och som finansieringspartner för Nordamerika. Bolaget hade en option att få del i vinsterna från kommersialisering i Nordamerika mot att bekosta den amerikanska fas III-studien. När förfallodatum för optionen gick ut vid årsskiftet hade Cellastra inte lyckats resa finansiering för studien varpå avtalet med Promore Pharma avslutades. Promore Pharma meddelade vid tillfället att "den kliniska fas III-studien avseende PXL01 i USA [kommer] att skjutas upp tills nödvändig finansiering kan säkras".

I vår modell har vi antagit att den amerikanska fas III-studien drar igång först vid starten av 2020, vilket ger möjlighet till en FDA-ansökan runt mitten av 2022 och försäljningsstart under andra halvåret 2023.

Figur 5: Tidplan PXL01



Marknadspotential

Den globala marknaden för sårvårdsprodukter har uppskattats till 17 miljarder USD år 2016 och förväntas enligt MarketsandMarkets växa med 3,6 procent årligen fram till 2021. Promore Pharmas produkter riktar sig mot den snabbväxande delmarknad som kallas bioaktiv sårvård. Enligt analysfirman Technavio kan denna marknad förväntas växa från en global årsomsättning om 3,8 miljarder USD år 2015 till 7,3 miljarder USD år 2020, motsvarande en årlig tillväxttakt om 14 procent.

Bioaktiv sårvård växer snabbt

Marknaden för behandling av postkirurgiska sår domineras idag av medicintekniska produkter utan läkemedelseffekt. Enligt Promore Pharma har de dessutom begränsad effekt mot adherenser jämfört med vad PXL01 ser ut att kunna åstadkomma. Marknadsmöjligheten för PXL01 ligger i att kunna bidra till färre komplikationer och mindre risk för upprepade operationer.

Förutom patientvälfärden står även stora ekonomiska värden på spel. Behandling av böjsensskador innebär höga vårdkostnader. Enligt uppskattningar drabbas cirka en person per tusen invånare per år i USA och vi ser inga indikationer på att incidensen skulle vara annorlunda i andra marknader. Runt 30 procent av böjsensskadorna är i handen.

PXL01 kan rädda patienten från upprepade operation

Promore Pharma uppskattar att en böjsensoperation kostar cirka 10 000 USD. Bara i USA där det förekommer runt 300 000 skador årligen innebär det en samlad vårdkostnad i storleksordningen 3 mdr USD per år. Bolaget uppskattar att runt 30 procent av operationerna leder till så dåligt resultat att patienten rekommenderas att genomgå tenolys. Emellertid är det långt från alla patienter som behöver tenolys som faktiskt genomför den, eftersom den medför ny rekonvalescens och innebär risk för nya komplikationer. Tenolysoperationen är dessutom betydligt mer komplicerad än den initiala operationen och kostnaden för denna uppskattas till minst 14 000 USD per ingrepp.

Ett av de viktigaste argumenten för PXL01 är att det skulle kunna minska antalet tenolysoperationer avsevärt. Den genomförde fas IIb-studien tyder på att behovet skulle kunna reduceras med cirka 65 procent.

Geografiskt avser Promore Pharma att i första hand rikta PXL01 mot Nordamerika, Europa och Asien. Eftersom läkemedlet måste appliceras av specialister i samband med kirurgi har man dessutom valt att fokusera på ett mindre antal länder inom dessa regioner. Inom Europa prioriterar man de fem största nationella marknaderna (Storbritannien, Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien) samt Benelux och Norden. I Asien är det i första hand Japan och Sydkorea som utgör de prioriterade marknaderna.

Enligt våra uppskattningar skulle detta innebära ett befolkningsunderlag inom de primära målmarknaderna om nästan 900 miljoner människor. Om vi utgår från att incidensen av akuta böjsensskador är en per tusen invånare i alla dessa marknader, kan man uppskatta det totala antalet böjsensoperationer där PXL01 skulle kunna appliceras till 900 000 årligen.

Adresserbar marknad cirka en miljon behandlingar/år

Utöver detta tillkommer en potentiell marknad i samband med tenolysoperationer. Även om PXL01 hade administrerats vid samtliga böjsensoperationer skulle fortfarande runt var tionde patient behöva tenolys enligt indikationerna från fas II-studien. Eftersom tenolys också medför risk för nya adherenser skulle man ha nytta av att administrera PXL01 även i samband med dessa. Inkluderar man tenolyserna i den adresserbara marknaden landar man på total målmarknad om uppåt en miljon behandlingar per år.

Det är svårt att uppskatta vilken marknadsandel Promore Pharma skulle kunna uppnå inom denna marknad. Värt att notera är att marknaden helt saknar läkemedelsprodukter på området idag och att den första godkända produkten skulle kunna få ett rejält försprång innan eventuella konkurrenter dyker upp.

I ett längre perspektiv påpekar bolaget att det finns potentiella applikationsområden inom ortopediska operationer och t ex plastikkirurgi på grund av läkemedlets effekt mot ärrbildning. På global basis skulle det innebära mer än 40 miljoner behandlingar årligen där PXL01 skulle kunna vara relevant. Vi har emellertid inte vägt in detta i vår fortsatta analys.

Konkurrens

Det finns i dagsläget inga direkta motsvarigheter till PXL01 som Promore Pharma kommer att konkurrera med. Alla produkter på marknaden betecknas som medicintekniska produkter och saknar farmaceutiska komponenter. Istället baserar de sin funktion på att skapa en fysisk barriär mellan senan och den omkringliggande vävnaden för att hindra adhesion.

Hyaloglide från Anika Therapeutics (Nasdaq: ANIK) är en medicinteknisk produkt i form av en gel som appliceras på den återställda senan med hjälp av en spruta vid operationstillfället. Gelen omsluter senan och hjälper dess rörlighet samtidigt som den hindrar sammanväxning med vävnaden runt omkring. Produkten är baserad på hyaluronsyra som är ett naturligt förekommande smörjmedel i människokroppen och är fullt absorberbar. Produkten säljs i Europa, Mellanöstern och Korea men är ännu inte godkänd för försäljning i USA.

Adcon Gel från BiosCompass (privatägt, USA) är en liknande gel som har funnits på marknaden sedan 1996. Produkten har enligt tillverkaren administrerats vid 250 000 behandlingar globalt. Huvudinriktningen har historiskt varit ryggradskirurgi även om böjsensskador nämns som en aktuell indikation. Adcon Gel är baserad på en polyglukanester och verkar liksom Hyaloglide genom att skapa en fysisk barriär kring senan som hämmar adherensbildning. Produkten resorberas i kroppen inom fyra veckor från behandlingen. Bolaget BiosCompass är helt fokuserat på produkter mot postkirurgiska adherenser. Försäljningssiffror för Adcon Gel är inte tillgängliga men vi noterar att produkten inte är godkänd för försäljning i USA.

TenoGlide från Integra LifeSciences (Nasdaq: IART) är en medicinteknisk produkt i form av en tunn porös matris av kollagen och glykosaminoglykan som sveps runt om senan under operationen. Den sitter kvar medan senan läks och sedan löses den upp och resorberas. Integra erbjuder ett brett spektrum av produkter inom sårvård, kirurgi och postkirurgisk rekonstruktion. TenoGlide är godkänd för försäljning i USA och vissa länder i Europa.

Man kan inte utesluta att det finns läkemedelsprodukter under utveckling som i framtiden kan komma att konkurrera med PXL01. Men vi inte hittat något publicerat material som beskriver andra läkemedelskandidater på området, vilket kan tyda på att PXL01 än så länge är den enda kandidaten som nått klinisk fas.

Unika fördelar

PXL01 har ett antal attribut som talar till dess fördel, både vad gäller chansen att nå fram till kommersialisering och det potentiella värdeerbjudandet ifall kommersialisering inleds. Nedan följer en sammanfattning av vad vi räknar som de starkaste sidorna:

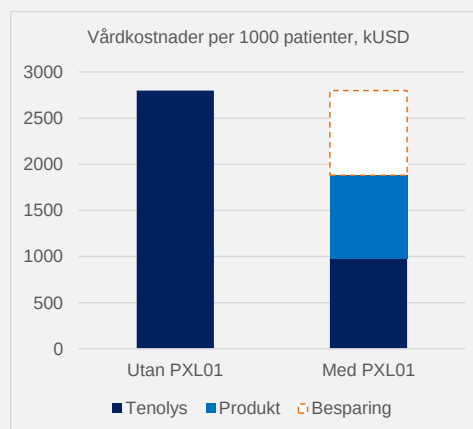
- **Positiva fas IIb-resultat:** Rörligheten i fingrets yttersta led var signifikant bättre än placebogruppen, särskilt efter sex månader. Detta är samma mätpunkt som utgör den viktigaste utvärderingspunkten i kommande fas III-studier.
- **Säkerhetsprofil:** Läkemedel baserat på kroppsegna peptider som dessutom administreras lokalt innebär klart lägre risk för allvarliga biverkningar än läkemedelskandidater i allmänhet.
- **Ung patientkår:** Innebär starkt intresse för snabb och fullständig läkning samt att kliniska studier i liten grad störs av att testpersoner faller ifrån eller lider av andra sjukdomar.
- **Marknadsföring och distribution:** Handkirurgi utförs av en koncentrerad grupp av specialister vilket gör det relativt enkelt att nå ut till en stor andel av den potentiella kundmassan.
- **Frånvaro av konkurrenter:** De närmsta konkurrenterna består av medicintekniska produkter med sämre effekt.

- **Ekonomisk vinst:** Om fas IIb-resultaten replikeras, kan behovet av tenolys minskas med 65 procent bland patientgrupper som får PXL01 i samband med böjskiskirurgi. Som medeltal skulle detta kunna leda till besparingar om upptill USD 1 820 minus produktkostnaden per patient (se faktaruta nedan).
- **Patent:** Den farmaceutiska formuleringen och produktens sammansättning är patenterade för alla relevanta marknader fram till år 2030. Om bolaget medges några års förlängning, t ex som kompensation för handläggningstid hos läkemedelsmyndigheterna, ser vi möjligheter för patentskydd fram till ungefär år 2033. Under 2017 har bolaget dessutom ansökt om ett nytt patent avseende produktkonfigurationen vilket, ifall det beviljas, skulle ge skydd fram till 2037.
- **Generika:** Peptidbaserade läkemedel har hittills varit mindre utsatta för generikakopior än läkemedel baserade på små molekyler eftersom tillverkningen är svårare att plagiera. Biotech-bolaget Lonza har uppskattat intäktsstappet vid patentslut till 15 procent för peptider mot upptill 90 procent för små molekyler.

Potentiell vinst PXL01

För den som bär vårdkostnaden, vanligtvis ett försäkringsbolag eller nationellt sjukförsäkringssystem, ger PXL01 möjlighet till besparingar. Om ett försäkringsbolag har t ex 1 000 patienter som genomgår böjsensoperation varje år, kan cirka 300 av dem (30 procent) ha så stora besvär i efterhand att de rekommenderas tenolys. Förutsätter man att exempelvis två tredjedelar av dessa faktiskt genomgår tenolysoperation, måste försäkringsbolaget bära kostnaden för runt 200 tenolysoperationer per 1 000 böjsenspatienter.

Om samtliga 1 000 patienter hade behandlats med PXL01 i samband med operationen, skulle enligt IIb-studien behovet av tenolys minska med 65 procent, från 300 till cirka 105. Om två tredjedelar av dessa faktiskt genomgår tenolys blir antalet tenolysoperationer 70. På 1 000 patienter sparar försäkringsbolaget kostnaden för 130 (200 – 70) operationer till ett pris av minst 14 000 USD per operation, totalt 1 820 000 USD eller 1 820 USD per patient. Så länge priset per behandling med PXL01 understiger 1 820 USD lönar det sig att låta alla böjsenspatienter behandlas med PXL01.



I diagrammet till höger illustreras den potentiella besparingen vid ett pris per behandling med PXL01 om 900 USD.

LL-37

Produkten

Promore Pharmas andra läkemedelskandidat, LL-37, syftar till att hjälpa läkningen av kroniska sår såsom venösa bensår, diabetesfotsår och liggsår. Det är mot indikationen venösa bensår att bolagets kliniska studier hittills har riktats.

Ett kroniskt bensår definieras som ett sår nedanför knäet som inte har läkt på sex veckor. Anledningen till att såren uppstår och dessutom har svårt att läka är ofta att patienten lider av nedsatt blodcirkulation i benen. **Venösa bensår** är vanligast bland människor i åldrarna 65 år och uppåt och förknippas med både hög ålder och med övervikt. Nedsatt rörlighet, rökning och försvagat närings- eller allmäntillstånd är faktorer som kan ha en negativ inverkan på läkningen. Såren försämrar patienternas livskvalitet på grund av smärtor, illaluktande sårvätska, lång läkningstid och frekventa återfall.

Idag finns inga effektiva behandlingar

I dagsläget finns inga bra behandlingsformer för venösa bensår. Den vanligaste behandlingen går ut på att linda om såret med olika typer av förband, exempelvis s.k. tryckförband, samt att rengöra det noga. Ofta kan det samla sig bakterier i svårläkta sår som tyder på att det behöver antimikrobiell behandling, vilket saknas i de flesta befintliga produkter.

LL-37 har potential att väsentligt förbättra patienternas chans till effektiv läkning. Läkemedlet är tänkt att administreras som en gel som appliceras lokalt på såret 2-3 gånger per vecka av sjuksköterska eller patienten själv. Peptiden har dels en antimikrobiell effekt som hjälper med att hålla bakterier borta. Men viktigast är att LL-37 är en kopia på en av de substanser som kroppen själv utsöndrar vid akuta sår och som sätter i gång kroppens egna läkningsprocesser. När såren blivit kroniska har man registrerat lägre förekomster av LL-37 i sårkanterna vilket kan förklara att läkningen stannat av. Genom att tillföra läkemedlet lyckas man starta om och hålla i gång kroppens naturliga läkningsprocesser.

Figur 6: Venöst bensår



Promore Pharma har indikationer på att även **diabetesfotsår** förknippas med avsaknad av LL-37 i såret, bland annat baserat på kliniska resultat som publicerats 2012 av en grupp mexikanska forskare. Därmed finns goda skäl att tro att samma läkemedel skulle kunna bidra till läkning även av denna typ av sår. För diabetesfotsår finns det idag läkemedelsprodukter på marknaden. Men de ledande produkterna förknippas med allvarliga biverkningar som gör att man är restriktiva med att förskriva dem.

En fördel när det gäller att nå ut på marknaden för diabetesfotsår är att diabetespatienter står i nära kontakt med vården och är relativt lätta att identifiera. Detta skiljer sig från patienter med venösa bensår som ofta kan gå i månader eller år med svårläkta sår innan de söker vård för problemet.

Kliniska studier

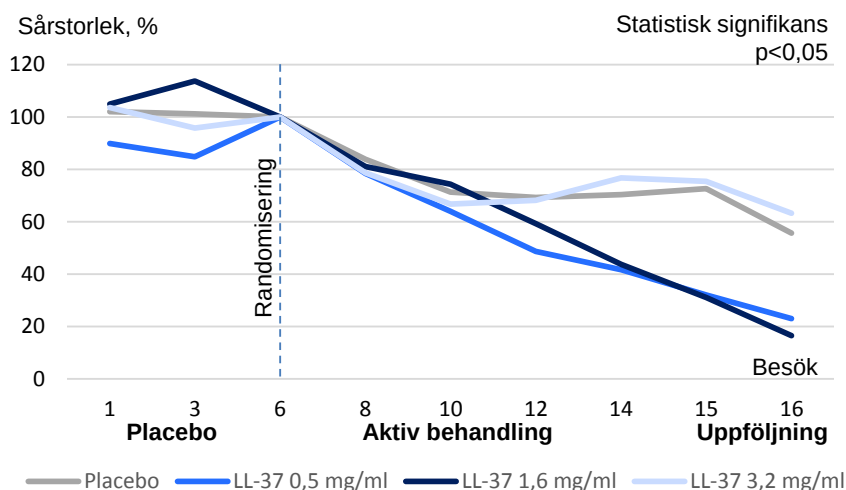
Läkemedelskandidaten LL-37 har i **prekliniska studier** visat att produkten kan leverera en biologiskt aktiv peptid till såret, vilken stimulerar sårsläkning och bildande av ny vävnad.

I klinisk fas har det genomförts en randomiserad dubbelblind **fas IIa-studie** vars resultat publicerades 2014, omfattande 34 patienter med venösa bensår. Under studiens första fas behandlades testpersonerna med placebo under tre veckor för att säkerställa att såren

Klart bättre sår- läkning mot placebo

verkligen var kroniska. Därefter följde en månad då patienter behandlades med antingen LL-37 eller placebo två gånger per vecka. Nio patienter gavs placebo medan de övriga 25 behandlades med tre olika doseringar av LL-37. Uppföljningsperioden varade därefter fyra veckor. För de två lägsta doseringarna (0,5 respektive 1,6 mg/ml) dokumenterades en signifikant bättre sårsläkning jämfört med placebo räknat som procentvis minskning av sårstorleken (se figur 7). Dessutom bekräftades säkerhetsprofilen då inga signifikanta bieffekter noterades vid de två effektivaste doseringarna.

Figur 7: Förbättrad sårsläkning jämfört med placebo



Promore Pharma planerar nu för en fas IIb-studie i Europa där man avser att involvera 120 patienter med venösa bensår. Bolaget planerar att dela patienterna i tre grupper varav två ges olika doser LL-37 och den tredje ges placebo. Doseringen kommer utgå från den mest effektiva dosintervallen som man identifierat under fas IIa-studien.

Resultat av fas IIb klara sent 2019 eller tidigt 2020

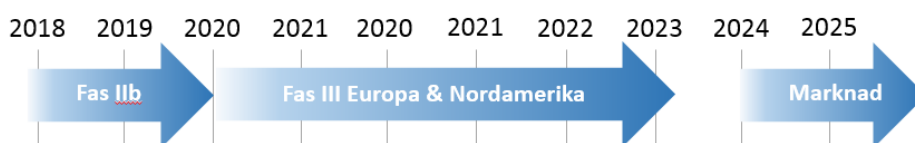
Målet är att starta rekryteringen till fas IIb-studien under innevarande år. Liksom under fas IIa kommer man inleda med tre veckors placebobehandling för att gallra bort icke-kroniker. Därefter kommer patienterna behandlas under tolv veckor och följas upp senast 8 månader efter avslutad behandling. Det primära utvärderingskriteriet i denna studie kommer vara andelen fullständigt läkta sår, vilket skiljer sig mot fas IIa då procentvis minskning av såret stod i fokus. Resultatet av studien kan tidigast förväntas under slutet av 2019 eller tidigt 2020 och vi räknar med en totalkostnad i storleksordningen 30 MSEK.

Eftersom Promore Pharma är ett litet bolag med begränsade resurser är det låg sannolikhet att bolaget själv kommer ta LL-37 till kommersialisering. Det mest sannolika, givet ett positivt utfall av fas IIb-studien, är att läkemedelskandidaten licensieras ut innan fas III påbörjas.

Oavsett om det sker inom Promore Pharma eller hos en köpande part måste fas III-studier slutföras innan det kan ansökas om marknadsgodkännande. Antalet testpersoner i fas III måste vara relativt stort för att säkerställa tydliga data, eftersom en stor del av patientgruppen består av äldre som ofta har flera olika sjukdomar och där bortfall av testpersoner måste inkluderas. Bolaget estimerar att en sådan studie kan omfatta runt 1 500 patienter. Läkemedelskostnaderna för studien blir också betydande eftersom läkemedlet ska administreras två till tre gånger per vecka över en period på tre veckor. Förutom fas-III studien i Europa måste det sannolikt genomföras en motsvarande studie i USA innan man kan ansöka om godkännande i Nordamerika. Totalt har vi räknat med kostnader för fas III-studier och marknadsansökan i Europa, Asien och Nordamerika om i storleksordningen 630 MSEK. Vi har vidare antagit att marknadsansökan kan ske under 2024.

Bolaget planerar också för en ytterligare **fas II-studie** mot den andra huvudsakliga indikationen för LL-37, **diabetesfotsår**. Promore Pharma anser att samma formulering av LL-37 skulle kunna vara effektivt även mot denna typ av sår. Givet resultaten från studien på venösa bensår bedömer bolaget att det skulle räcka med en liten, välkontrollerad fas IIa-studie där det skulle ingå uppskattningsvis 20-30 patienter. Eftersom doseringen skulle vara densamma som mot venösa bensår skulle det vara tillräckligt att jämföra läkemedlet mot placebo. För att minska kostnaden skulle en sådan studie kunna göras tillsammans med en akademisk institution och utföras i ett lågkostnadsland.

Figur 8: Tidplan LL-37 venösa bensår



Marknaden

I dagsläget finns inga läkemedelsprodukter för venösa bensår på marknaden även om det finns konkurrenter i klinisk fas. Marknaden domineras av medicintekniska produkter utan läkemedelseffekt, framförallt av olika sorters såromläggning. Det uppskattas att den globala marknaden för produkter för vård av kroniska sår uppgår till mellan 9 och 12 miljarder USD per år, av vilka venösa bensår utgör runt 40 procent.

Venösa bensår medför höga kostnader

Vård av patienter med svårläkta sår utgör en stor kostnad för sjukvårdssystemen. Bara i USA räknar man med att utgifterna uppgår till mer än 25 mdr USD per år. I Skandinavien uppskattas vårdkostnader för kroniska sår att utgöra mellan två och fyra procent av kostnaderna inom sjukvården.

Promore Pharma tänker sig en något bredare geografisk marknadsorientering för LL-37 jämfört med PXL01. Anledningen är att läkemedlet är så enkelt att applicera att det inte behöver ske genom specialistvård vid enskilda centra vilket underlättar försäljning och uppföljning. Därmed ser man hela EU samt Nordamerika, Japan och Sydkorea som sannolika primärmarknader. Totalt innebär detta ett befolkningsunderlag om runt en miljard människor. Inom dessa målmarknader uppger bolaget en prevalens av svårläkta bensår om två till tre fall per tusen personer. Räknat i antal betyder det cirka två till tre miljoner potentiella patienter årligen för LL-37 inom dessa målmarknader.

Bolaget bedömer att diabetessår har ungefär samma incidens som venösa bensår, dvs. två till tre per tusen invånare. Även denna marknad domineras av medicintekniska produkter utan läkemedelseffekt. Promore Pharma uppger att diabetessår ger upphov till vårdkostnader om 10-15 miljarder USD per år. En marknads lansering för denna indikation ligger längre fram i tiden men utgör även den en intressant marknadsmöjlighet för Promore Pharma.

Konkurrens

Produkter som utgör eller kan tänkas utgöra konkurrenter till LL-37 omfattar i huvudsak medicintekniska produkter utan läkemedelseffekt eller läkemedelskandidater under utveckling.

Venösa bensår

Solcoseryl marknadsförs i Europa av Meda (Nasdaq: MYL) som övertog rättigheterna då det köpte Valeants europeiska verksamhet. Produkten består av ett blodextrakt och används för att behandla små venösa bensår, främst torra sår, vilket skiljer sig något från den avsedda användningen av LL-37. När Meda köpte Valeants verksamhet stod Solcoseryl för en

omsättning om 140 MSEK och under 2013 var det en av Medas tio största produkter. Produkten säljs receptfritt och kan appliceras av användaren själv.

Dermapro från Cytotools AG (Xetra: T50) är en produkt som liksom LL-37 riktar sig mot både venösa bensår och diabetesfotsår. Produkten är baserad på diklorsyra och ska motverka sår genom att både verka desinficerande och stimulera tillväxt i huden. Produkten blev i mars 2017 godkänd för försäljning i Indien men i Europa måste fas III-studier för både diabetesfotsår och venösa bensår göras om då tidigare studier misslyckats.

Diabetesfotsår

Regranex från Smith & Nephew (LSE: SN) är den enda läkemedelsprodukten som godkänts för försäljning i Europa och Nordamerika. Det är emellertid känt att läkemedlet förorsakar mycket allvarliga biverkningar. Produkten har sedan 2008 en s.k. "black box warning" vilket innebär att den endast får användas i undantagsfall pga ökad risk för hudcancer i samband med behandlingen. Janssen-Cilag International som ägde marknadsföringslicensen för EU drog tillbaka produkten från Europa 2012 och för närvarande finns inget godkännande för försäljning här.

Fragmin/Dalteparin från Pfizer (NYSE: PFE) befinner sig i klinisk fas III för behandling av diabetesfotsår. Produkten är baserad på lågmolekylärt heparin men i övrigt finns det inte mycket information om kandidaten.

Dermagraft från Organogenesis (privatägt, USA) är en produkt baserad på stamcellsbehandling som är godkänd som medicinteknisk produkt i USA men inte på andra marknader. Produkten är en hinna som placeras på patientens sår för att främja läkande och är utan läkemedelssubstans.

Unika fördelar

Liksom för PXL01 har vi identifierat ett antal starka sidor som ger ökad sannolikhet att nå marknaden och/eller utgör konkurrensfördelar efter en eventuell kommersialisering:

- **Fas IIa-resultat:** Signifikant förbättrad läkning av venösa bensår jämfört med placebo även om urvalet var litet.
- **Säkerhetsprofil:** Läkemedel baserat på kroppsegna peptider som dessutom administreras lokalt innebär klart lägre risk för allvarliga biverkningar än läkemedelskandidater i allmänhet.
- **Konkurrenter:** Regranex som är den enda läkemedelsprodukten på marknaden har begränsad användning pga. cancerrisk. Cancerrisk följer ofta med läkemedel som bygger på rekombinanta tillväxtfaktorer vilket även omfattar vissa konkurrerande läkemedelskandidater mot diabetesfotsår. LL-37 kan bli första effektiva läkemedel mot diabetesfotsår där cancerrisken är obetydlig.
- **Patent:** Promore Pharma har patent på användning av LL-37 för behandling av venösa bensår och diabetesfotsår fram till 2024. Dessutom har man sökt patent på dosformeln vilket troligtvis ger patentskydd för en läkemedelsprodukt baserad på LL-37 fram till 2034 plus eventuell förlängning.
- **Enkel att administrera:** Patienten själv kan applicera gelen utan att ta sig till klinik. Kräver ingen ändring av procedur jämfört med befintliga produkter.
- **Generika:** Peptidbaserade läkemedel har hittills varit mindre utsatta för generikakopior än läkemedel baserade på små molekyler. Biotech-bolaget Lonza har uppskattat intäktsstappet vid patentslut till 15 procent för peptider mot upptill 90 procent för små molekyler.
- **Demografi och folkhälsa:** En åldrande befolkning kan betyda att prevalensen av venösa bensår ökar. Diabetes är också ett växande problem globalt där ökningen främst sker när länder rör sig från lågt till medel på inkomstskalan. Antal diabetiker i världen år 2040 har uppskattats till 640 miljoner.

DPK-060

I Promore Pharmas produktportfölj finns även en tredje läkemedelskandidat som fått mindre uppmärksamhet på senare tid. Utvecklingen har legat i träda sedan 2014 då man i kliniska studier konstaterade problem med produktstabiliteten.

Licensavtal ger rätt till tvåsiffrig royalty

I november 2017 meddelade Promore Pharma att bolaget hade ingått ett avtal där Transdermal Therapeutic Technologies får en exklusiv global licens att utveckla och kommersialisera nya produkter baserat på DPK-060. Enligt Promore Pharma behåller bolaget rätt till "tvåsiffrig" royalty från partnern på all produktförsäljning eller transaktioner gjorda med DPK-060.

DPK-060 är en antimikrobiell peptid baserad på det kroppsegna proteinet kininogen. Promore Pharma har utfört kliniska fas I och II-studier som visar att peptiden har effekt mot olika typer av infektioner. Potentiella kliniska indikationer inkluderar sekundära infektioner vid atopisk dermatit och trauma, liksom okomplicerade dermala, vaginala och oftalmologiska infektioner där topikal administrering är tillämpbar.

Studierna har också visat att DPK-060 är lämplig för långtidsbehandling av infektioner. Man har konstaterat att risken för allergier eller immunologiska reaktioner är låg. DPK-060 har antibakteriell effekt, inklusive mot resistent stammar. Därmed kan den ersätta topikal behandling med antibiotika, vilket man ofta försöker undvika på grund av risk för resistens. Det är betydligt svårare för bakterier att utveckla resistens mot antimikrobiella peptider som DPK-060 eftersom de flesta antimikrobiella peptider dödar bakterieceller snabbt genom att skada cytoplasmamembranet.

Anledningen till att Promore Pharma valde att pausa utvecklingen av DPK-060 var att studieresultaten visade otillräcklig produktstabilitet. Beredningsformen behövde göras om, vilket innebar att mycket av det kliniska arbetet också behövde göras en gång till. Eftersom DPK-060 visade mindre tydliga kliniska resultat, hade mer utvecklingsbehov och mindre kommersiellt intresse än bolagets två andra kandidater, valde man att prioritera PXL01 och LL-37 tillsvidare. Som litet bolag ansåg man att resurserna inte räckte till att driva mer än två samtidiga projekt i klinik.

Eftersom de framtida intäkterna för Promore Pharma är båda mycket osäkra och långt fram i tiden har vi valt att hålla DPK-060 utanför när vi värderat bolaget.

Vi värderar bolaget som summan av de två projekten**Vad kommer Promore Pharma att tjäna?**

For att uppskatta ett motiverat börsvärde för Promore Pharma har vi arbetat fram finansiella scenarion som ska illustrera intäktpotentialen i de två läkemedelskandidaterna PXL01 och LL-37. Vi har valt att hålla isär de två kandidaterna och värdera bolaget som summan av det riskjusterade nutidsvärdet av projekten. Detta reflekterar hur bolaget drivs; bolaget består av två separata projekt och inte mycket annat, vilket gör det relativt lätt att modellera varje projekt för sig.

När vi har ett värde på vart av projekten är det också lättare att värdera eventuella avtal där Promore Pharma säljer ut rättigheter till läkemedelskandidaterna. Försäljning av rättigheter är mer sannolikt än att bolaget själv skulle driva båda projekten i kommersiell fas. Enligt bolaget har det kapacitet att kommersialisera maximalt ett av dem. Troligtvis kommer bolaget licensiera ut båda och erhålla milstolpsbetalningar, licensavgifter och/eller royalties istället för intäkter från produktförsäljning. Vi har ändå modellerat som om bolaget skulle kommersialisera läkemedlen själv då värdet borde vara jämförbart med vad Promore Pharma kan erhålla vid försäljning rättigheterna.

PXL01

I vår modell för PXL01 har vi utgått från en tidsplan där läkemedlet godkänns först för Europa och Asien och något senare för Nordamerika. Vi förväntar oss försäljningsstart i Europa/Asien vid början av 2022 medan Nordamerika kommer i gång under andra halvåret 2023. Initialt räknar vi med en adresserbar marknad uppgående till cirka en miljon behandlingar per år inom målmarknaderna, vilket växer med två procent om året via en kombination av befolkningstillväxt och köpkraftsförbättringar.

PXL01 når 10% av adresserbar marknad i scenariot

Det är svårt att uppskatta hur stor del av den potentiella marknaden PXL01 kan ta. Vi noterar att bolaget kommer involvera många av de specialister som utgör framtidens kundbas i sina fas III-studier, vilket borde underlätta utrullningen. Samtidigt ser vi inga omedelbara konkurrenter på spelplanen. Vi har valt att lägga till grund en gradvis försäljningsökning till en nivå som utgör 10 procent av den adresserbara marknaden. Detta är ett relativt försiktigt antagande. Om fas III-resultaten visar sig mycket starka är det möjligt att marknadspenetrationen når högre och framförallt växer snabbare än i vårt scenario, vilket skulle motivera en högre värdering än den vi visar nedan.

Efter att försäljningen nått 10 procent av potentiell marknad antar vi att den växer med marknadsstorleken fram till utgångsdatum för patenten. Vi har förutsatt att bolaget lyckas uppnå viss förlängning av patentlöptiden så att slutligt utgångsdatum infaller år 2033. Efter patentslut har vi modellerat ett omedelbart fall i intäkterna om 30 procent, efterföljt av en evig minskning om 20 procent per år.

Produktens marknadsandelar påverkas givetvis av prisnivån. Som vi omtalat innan kan användning av produkten spara vårdssystemet för kostnader om cirka 1 820 USD per behandling genom att minska antalet tenolyser. Promore Pharma har uttryckt att ett pris runt halva besparingen anses rimligt och pekar själva på ett prisspann från 800 till 1200 USD. Vi har antagit ett produktpris om 900 USD. Det innebär i vår modell att försäljningen når en högsta nivå om strax under 1 miljard SEK under patentets sista år.

Vi har antagit en EBITDA-marginal om 40 procent under läkemedlets livslängd. Vi har valt att fördela ut bolagets overheadkostnad på respektive läkemedel fram till försäljningsstarten. Vi har uppskattat dessa till runt 22 MSEK för 2018, varav hälften är hänförligt till PXL01 och andra hälften till LL-37.

Kostnaderna för kliniska studier i Europa/Asien och Nordamerika samt för marknadsansökan i dessa regioner har vi uppskattat till totalt 160 MSEK för åren 2018 till och med 2022. Det är särskilt åren 2020 och 2021 som tyngs av höga utvecklingskostnader.

Bolaget har inga ackumulerade skattemässiga förlustavdrag sedan bolagsbildningen 2016. Vi räknar med att sådana byggs upp under förluståren till och med 2022 och sedermera utnyttjas till att minska skatten under de närmast följande åren. I vår modell gör projektet PXL01 en första resultatmässig vinst om 35 MSEK 2023. Vinsten ökar därefter till en högsta nivå om 316 MSEK vid patentets utgång 2033.

Tabell 3: PXL01 resultaträkning sammandrag

SEKm	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Summa intäkter	7,8	-	-	-	-	31,0	87,9
Rörelsekostnader	(12,0)	(11,0)	(11,3)	(11,5)	(11,6)	(18,6)	(52,7)
Utvecklingskostnader	-	(6,0)	(12,0)	(52,0)	(55,0)	(35,0)	-
EBITDA	(4,3)	(17,0)	(23,3)	(63,5)	(66,6)	(22,6)	35,1
Av- och nedskrivn.	(0,6)	-	-	-	-	-	-
EBIT	(4,9)	(17,0)	(23,3)	(63,5)	(66,6)	(22,6)	35,1
Fin. Kostn - netto	0,6	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-
Resultat	(4,3)	(17,0)	(23,4)	(63,5)	(66,6)	(22,6)	35,1

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

LL-37

Adresserbar marknad 2,5 miljoner/år

Vi har modellerat den andra läkemedelskandidaten enligt samma metod. LL-37 har emellertid längre väg kvar i klinisk fas och vi förväntar oss inte marknads lansering förrän 2024. Då har vi förutsatt samtidig lansering i alla marknader mot indikationen venösa bensår. Som nämnt innan har den adresserbara marknaden uppskattas till två-tre miljoner behandlingar per år. Vi lägger oss mitt i spannet och utgår från 2,5 miljoner initialt efterföljt av en årlig tillväxt om två procent per år. Detta kan anses försiktigt av två anledningar: För det första finns det alternativa uppgifter om att det kan finnas 15 miljoner patienter med svårläkta sår inom de aktuella marknaderna, varav 40 procent skulle vara venösa bensår. För det andra betyder den åldrande befolkningen att prevalensen av venösa bensår kan öka snabbare än folketal vilket talar för snabbare marknadstillväxt än två procent. Eftersom mörkertalen är stora och statistiken är osäker har vi valt att hålla oss till de mer konservativa förutsättningarna.

Eftersom en lansering mot diabetesfotsår är betydligt mer avlägsen har vi valt att inte ta med denna indikation i vår modell eller i värderingen. Vi vill ändå understryka att detta utgör ytterligare en möjlig uppsida mot vårt scenario.

För LL-37 förefaller risken för konkurrens större än för PXL01. LL-37 kommer även ha en mer komplex distribution via ett vidare nät av vårdgivare jämfört med PXL01, vilket talar för att marknadsetableringen kan gå något långsammare. Vi anser dock att den första produkten på marknaden, vilket LL-37 har goda chanser att bli, kan få strategiska fördelar genom att etablera sitt varumärke först. Produktkategorin kan också gynnas genom ökad kännedom ifall det blir flera konkurrenter på marknaden. Sammantaget har vi förutsatt att LL-37 kan nå en marknadsandel om 5 procent av den adresserbara marknaden samt att denna nås 2029. Återigen har vi valt en försiktig förutsättning där det finns potential för positiva överraskningar.

Vad gäller försäljningspriset har vi valt att lägga till grund det pris som bolaget själva antyder, cirka 1 200 USD per behandling. Som närmsta referens pekar bolaget på produkten Regranex som används mot diabetesfotsår. En behandlingscykel med Regranex för ett medianstort diabetesfotsår är 12 veckor och innebär produktkostnader i storleksordningen 1 700 till 3 000 USD. Promore Pharmas prisantydning verkar således inte orimlig.

Försäljningen kan passera 1 mdr SEK inom tio år

Enligt vår modell kommer försäljningsintäkterna överstiga 1,5 miljarder SEK när marknadsandelen nått fem procent år 2029. Därefter växer de måttligt fram till patentslut, vilket vi har förutsatt inträffa år 2037 givet tre års förlängning. Efter patentslut faller intäkterna omedelbart med 30 procent, efterföljt av en årlig minskning om 20 procent i ett evigt perspektiv.

Vi har i vår modell antagit en stabil EBITDA-marginal om 35 procent under läkemedlets livslängd. I förhållande till PXL01 förväntas något högre läkemedelskostnad samt en distributionsmodell som ska täcka ett betydligt större kundnätverk.

Projektet LL-37 kommer visa resultatmässiga förluster under alla år före 2024. En relativt liten del utgörs av overheadkostnader. En betydligt större del utgörs av kostnader för fas II och III-studier samt marknadsansökan. Totalt har vi uppskattat dessa kostnader till 660 MSEK i vår modell, varav lejonparten infaller under åren 2020-2022 med uppskattningsvis 200 MSEK per år.

Från och med 2024 ser vi positiva resultat på sista raden. Under patentets sista år 2037 tror vi att LL-37 kan inbringa försäljningsintäkter om 1,8 miljarder SEK med ett resultat efter skatt om 500 MSEK.

Tabell 4: LL-37 resultaträkning sammandrag

SEKm	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Summa intäkter	7,8	-	-	-	-	-	-
Rörelsekostnader	(12,0)	(11,0)	(11,3)	(11,5)	(11,6)	(11,7)	(11,8)
Utvecklingskostnader	-	(10,0)	(20,0)	(200,0)	(200,0)	(200,0)	(30,0)
EBITDA	(4,3)	(21,0)	(31,3)	(211,5)	(211,6)	(211,7)	(41,8)
Av- och nedskrvn.	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,3)	-	-	-
EBIT	(4,9)	(21,6)	(31,9)	(211,8)	(211,6)	(211,7)	(41,8)
Fin. Kostn - netto	0,6	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-
Resultat	(4,3)	(21,6)	(32,0)	(211,8)	(211,6)	(211,7)	(41,8)

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

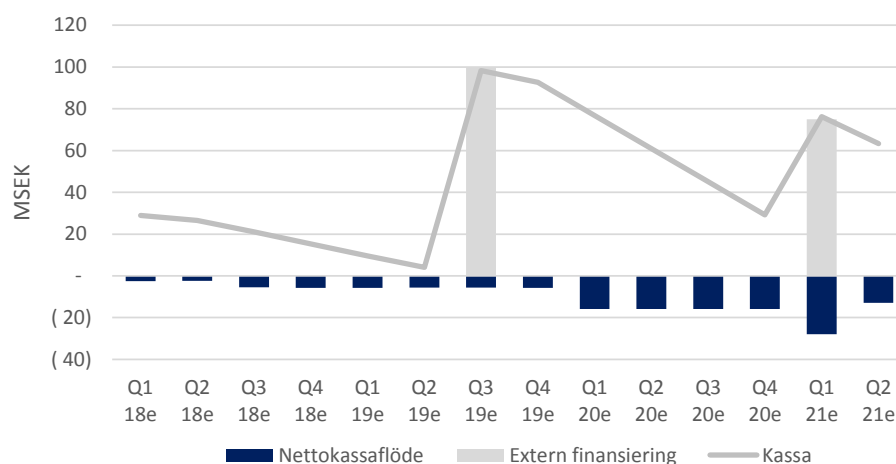
Hur ser kassasituationen ut?

Promore Pharma rapporterade en kassabehållning om 63 MSEK vid utgången av 2017. I det korta perspektivet, dvs Q1 och Q2 i år, räknar vi med att kassan minskar med i storleksordningen 5 MSEK per kvartal för att täcka löpande overheadkostnader.

Tittar vi framåt, räknar vi med att bolaget behåller en liten och kostnadseffektiv organisation och att tillverkning och distribution kommer skötas via underleverantörer. Vi har därmed inte tagit höjd för några capex-investeringar i bolagets kassaflöde.

Däremot kommer det negativa kassaflödet att accelerera när bolaget drar i gång de förestående kliniska studierna. Hur stor del av utgifterna som faller på Promore Pharma är dock osäkert. I vårt modellarbete har vi utgått från att Promore Pharma bär samtliga kostnader förutom finansieringen av den europeiska fas III-studien på PXL01 som redan är avtalad. Detta har vi gjort för värderingens skull och inte för att vi ser det som ett sannolikt förlopp.

Figur 9: Nettokassaflöde och kassa, PXL01



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

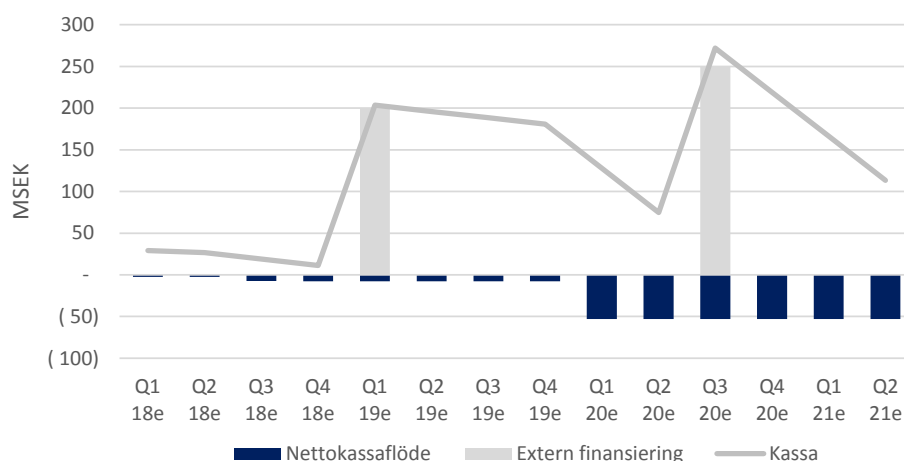
Bolaget kommer sannolikt försöka hitta en ny partner för finansiering av den amerikanska fas III-studien på PXL01, vilket i så fall skulle minska likviditetsbehovet med i storleksordningen 100 SEK över åren 2020 till 2022. Om bolaget inte hittar någon partner, ser vi för PXL01 ett samlat kapitalbehov om 175 MSEK. I vår modell har vi räknat med att bolaget gör kapitalanskaffningar om 100 MSEK under andra halvåret 2019 och ytterligare 75 MSEK i början av 2021. Från och med 2023 ser vi positiva nettokassaflöden som sedan växer ungefär i linje med EBITDA-utvecklingen.

Fas III på LL-37 kan kosta mer än 600 MSEK

För LL-37 är kapitalbehovet större. Kostnaderna för kommande studier är så stora att bolaget sannolikt inte kommer att behålla det fulla utvecklingsansvaret själv. Vi förväntar oss att bolaget kommer försöka att licensiera ut rättigheterna innan fas III drar i gång, givet positiva resultat av fas IIb-studien. Bolagets andel av studiekostnaderna skulle i så fall kunna stanna vid 30 MSEK vilket är vad vi uppskattar IIb-studien till. I modellen har vi emellertid lagt in ytterligare 630 MSEK i utgifter för att täcka kostnader för fas III samt marknadsansökan.

Projektet LL-37 behöver således betydande ytterligare extern finansiering. I vår modell har vi lagt in totalt 700 MSEK i extern finansiering. Vi har modellerat det som tre separata aktieemissioner om 200, 250 respektive 250 MSEK som infaller under åren 2019, 2020 och 2021.

Figur 10: Nettokassaflöde och kassa, LL-37



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Det samlade kapitalbehovet för Promore Pharma beror därmed i stor grad på om man lyckas rekrytera nya partners eller licensiera ut rättigheter. Vid utlicensiering kan bolaget eventuellt erhålla upfront-betalningar som täcker delar av övrigt finansieringsbehov.

Möjligt finansieringsbehov om 50 MSEK 2019

Ett möjligt scenario är att bolaget endast bär de kända kostnaderna för fas III-studien på PXL01 i Europa/Asien och fas IIb-studien på LL-37 och senare dels avyttrar rättigheter och dels täcker resterande kostnader med hjälp av licensbetalningar. I ett sådant scenario skulle den nuvarande kassan räcka till runt mitten av första halvår 2019 och det samlade finansieringsbehovet uppgå till cirka 50 MSEK.

Promore Pharma gav ut teckningsoptioner i samband med noteringen på First North 2017. Totalt finns det drygt 6,5 miljoner utestående teckningsoptioner där tre optioner ger rätt att teckna en aktie till en lösenkurs mellan 23,30 och 46,60 SEK per aktie. Löptiden är till februari 2019. Om ägarna tecknar för samtliga optionsrätter till den lägsta lösenkursen skulle det inbringa 50,4 MSEK, alltså exakt vad bolaget skulle behöva vid det tillfället. Men eftersom lösenkursen överstiger aktuell börskurs med mer än 100 procent har vi inte räknat med att optionerna blir lösta.

Vad är bolaget värt?

Kassaflödena riskviktas med chansen att lyckas i klinik

Vi har som ovan nämnt valt att värdera bolaget som summan av de två projekten och således gjort två DCF-modeller, en för varje läkemedelskandidat. För varje projekt har vi applicerat riskvikter på framtida kassaflöden som reflekterar sannolikheten att respektive kassaflöde kommer att inträffa. Vi tillämpar olika riskvikter för olika år för att reflektera en ökande grad av osäkerhet. För PXL01 behandlar vi kostnaderna för fas III som säkra att inträffa, medan kostnaderna för marknadsgodkännande beror på om fas III lyckas och de efterföljande årens nettointäkter beror på framgång i båda föregående led. För LL-37 finns ytterligare en nivå av osäkerhet då fas IIb måste lyckas för att de efterföljande stegen ska inträffa.

Grundscenario

Våra riskvikter är baserade på artikeln Michael Hay et al, "Clinical development success rates for investigational drugs". I vårt grundscenario har vi gjort en justering jämfört med Hays sannolikheter för framgång i de olika faserna. Eftersom det för LL-37 redan har gjorts en fas IIa-studie med positiva resultat, anser vi att en del av fas II redan är avklarad. Vi har därmed satt sannolikheten att kandidaten når fas III till 60 procent istället för 44 procent som är referensvärdet i artikeln.

Eftersom vi riskjusterar kassaflödena på detta sätt behöver vi inte riskjustera ytterligare genom att sätta en hög diskonteringsränta på framtida kassaflöden. Vi har i grundscenariot använt en WACC om 12 procent som diskonteringsränta.

Det diskonterade nutidsvärdet av riskjusterade kassaflöden hänförliga till PXL01 summerar till 186,3 MSEK för åren till och med 2033. Till detta lägger vi ett diskonterat terminalvärde för åren från 2034 och framåt om 54,9 MSEK. Tillsammans landar vi på ett motiverat värde om 241,2 MSEK för PXL01.

Den motsvarande övningen för LL-37 visar ett nutidsvärde av riskjusterade kassaflöden fram till 2037 om 97,0 MSEK. För efterföljande år lägger vi till ett terminalvärde om 33,0 MSEK. Totalt anser vi att LL-37 motiverar ett värde om 130,0 MSEK i vårt grundscenariot.

När vi ska beräkna ett motiverat börsvärde för Promore Pharma summerar vi bolagsvärdena från denna övning och justerar sedan för kassabehållning, skulder och utestående optioner.

Dessutom måste vi justera för ett relativt omfattande bonusavtal mellan bolaget, huvudägarna Midroc och Rosetta samt ledande befattningshavare. Enligt prospektet 2017 har VD och ledande befattningshavare rätt till bonusbetalningar beräknat som procent av "den ersättning Bolaget erhåller i form av royalty, milstolpsbetalningar, utlicensieringar eller försäljningar av tillgångar". VD har rätt till 3,5 procent och tre medarbetare har rätt till mellan 1 och 3 procent vardera. Avtalets löptid är inte offentliggjort men bolaget meddelar att giltighetstiden sattes relativt kort för att ge ledningen incitament att ingå avtal i närtid. Under vissa förutsättningar, t ex om huvudägarna avyttrar sina innehav, övergår bonusåtagandet till dem istället för bolaget. I avsaknad av ytterligare uppgifter har vi valt de försiktiga förutsättningarna sätt med minoritetsaktieägarnas ögon. Vi har minskat bolagsvärdet med tio procent eftersom bonusavtalen potentiellt skulle påföra bolaget kostnader i den storleksordningen om alla rättigheter såldes inom avtalets löptid.

**Motiverad aktiekurs
17,60 SEK i grund-
scenariot**

Efter alla justeringar landar vi i grundscenariot på ett motiverat börsvärde om 245,3 MSEK för PXL01 plus 145,3 MSEK för LL-37. **I summa blir det 390,6 MSEK vilket motsvarar 17,60 SEK per aktie efter full utspädning.**

Tabell 5: DCF modellantaganden, PXL01

SEKm	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	...	2033e
Summa intäkter	-	-	-	-	31	88	171	259	...	988
NOPLAT	(18)	(24)	(64)	(67)	(23)	35	68	102	...	308
Free Cash Flow	(16)	(23)	(63)	(67)	(22)	37	71	105	...	310
Riskvikt	100%	100%	100%	71%	57%	57%	57%	57%	...	57%
Riskvägt Cash Flow	(16)	(23)	(63)	(47)	(13)	21	40	60	...	177
DCF (SEKm)										
WACC					12,0%					
Bolagsvärde					241,2					
Totala skulder					(0,5)					
Optioner					(0,2)					
Likvida medel					29,0					
Bonusavtal					(24,1)					
Implicit marknadsvärde					245,3					
Utspädd antal aktier (m)					22,1					
Värde per aktie (SEK)										
					11,08					

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Tabell 6: DCF modellantaganden, LL-37

SEKm	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	...	2037e
Summa intäkter	-	-	-	-	-	-	174	462	...	1 801
NOPLAT	(22)	(32)	(212)	(212)	(212)	(42)	61	162	...	492
Free Cash Flow	(20)	(31)	(211)	(212)	(212)	(42)	68	170	...	490
Riskvikt	100%	100%	60%	60%	60%	43%	34%	34%	...	34%
Riskvägt Cash Flow	(20)	(31)	(127)	(127)	(127)	(18)	23	58	...	167
DCF (SEKm)										
WACC			12,0%							
Bolagsvärde			130,0							
Totala skulder			(0,5)							
Optioner			(0,2)							
Likvida medel			29,0							
Bonusavtal			(13,0)							
Implicit marknadsvärde			145,3							
Utspädd antal aktier (m)			22,1							
Värde per aktie (SEK)			6,56							

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Alternativt scenario

I vårt grundscenario har vi valt att vara konservativa i val av riskvikter, diskonteringsränta och omfattningen av ledningens bonusavtal. Det kan finnas goda argument för att tillämpa andra och mindre konservativa förutsättningar på samtliga tre områden:

Riskvikterna i grundscenariot utgår från Hays-artikelns basdata för gruppen "Andra" läkemedel, vilket är en bred grupp som rymmer allergi, gastroenterologi, oftalmologi, dermatologi, obstetrik/gynekologi och urologi. Många läkemedel fallerar, särskilt i ansökningsprocessen, på brister i säkerhetsprofilen. Promore Pharmas läkemedelskandidater som är baserade kroppsegna peptider för topikal behandling har sannolikt en bättre chans att nå ett godkännande än övriga gruppen och skulle kunna ges gynnsammare riskvikter.

Diskonteringsräntan (WACC) är satt utifrån att Promore Pharma även efter ett produktgodkännande är ett litet bolag med mycket kvar att bevisa när det gäller att leverera kommersiella resultat. Men ska man bedöma värdet av de enskilda projekten kan man också se dem som förvärvsobjekt och värdera dem enligt vad de ledande läkemedelsbolagen skulle värdera dem till. Den typen av bolag skulle förmodligen sätta ett betydligt lägre avkastningskrav på rätten till ett godkänt läkemedel med stora globala marknader.

I värderingen av **bonusavtalet** har vi lagt till grund vad vi bedömer som ett worst case. Det är svårt att bedöma på de sparsamma uppgifter vi har men vi uppfattar sannolikheten att åtagandet till stor del faller på huvudägarna, och att bolagets kostnader blir betydligt mindre, som betydande.

Därmed har vi beräknat ett alternativt scenario där vi har höjt sannolikheten för marknads-godkännande med 5 procentenheter genom att höja riskvikterna på samtliga horisonter. Dessutom har vi sänkt WACC från 12 till 10 procent samt reducerat avbränningen till personalens bonusprogram från 10 till 5 procent av bolagsvärdet.

Efter att ha ändrat riskvikter och WACC landar vi på bolagsvärden om 361,8 MSEK för PXL01 och 292,2 MSEK för LL-37. Justerat för skulder, kassa, optioner och en lägre bonusomfattning landar vi på ett motiverat börsvärde om 372,0 MSEK från PXL01 och 305,9 MSEK från LL-37. I summa ger det 677,9 MSEK i börsvärde för Promore Pharma, motsvarande 30,60 SEK per aktie.

Alternativt scenario
ger motiverat värde
om 30,60 SEK/aktie

Jämförbara bolag

Det är brukligt att testa realismen i sina DCF-modeller genom att analysera värderingen i förhållande till jämförbara bolag, en sk peervärdering. För att göra en bra peervärdering krävs att företagen är någorlunda lika och kan jämföras baserat på samma principer. Normalt brukar man jämföra hur bolagen värderas i förhållande till omsättningen eller olika vinstmått. För Promore Pharmas del saknas både omsättning och vinst, samt att branschkollegorna i de flesta fall riktar sig mot andra indikationer och marknader. Signalvärdet i peervärderingen blir därmed relativt lågt.

När man jämför Promore Pharmas bolagsvärde med andra svenska bioteknikbolag kan man ändå dra slutsatsen att bolaget för tillfället värderas klart lägre än övriga gruppen. Trots att sammanställningen nedan inkluderar bolag med bara ett projekt och bolag i tidigare fas är det inget som värderas lägre än Promore Pharma. Skulle marknaden värdera upp Promore Pharma till det spann vi har indikerat i de föregående DCF-beräkningarna skulle det ligga mer i linje med övriga bolag.

Tabell 7: Peer-värdering

MSEK	Börsvärde	Nettokassa Dec 2017	Bolagsvärde	Klinisk fas	Försäljning FY2017	EBITDA FY2017	Bolagsvärde/ EBITDA
Moberg Pharma	463,1	(472,4)	935,5	Marknad	439,0	89,4	10,5x
RLS Global	422,9	44,9	378,0	Marknad	2,3	neg	neg
Wilson Therapeutics	6 450,6	466,8	5 983,8	Fas III	-	neg	neg
Oncopeptides	3 765,6	404,1	3 361,6	Fas III	-	neg	neg
PledPharma	754,3	309,5	444,8	Fas II/III	13,6	neg	neg
InDex Pharma	386,4	125,1	261,3	Fas II	0,1	neg	neg
Hansa Medical	9 052,9	615,5	8 437,4	Fas I/II	3,4	neg	neg
LIDDS	305,1	15,3	289,8	Fas II	1,0	neg	neg
Median peers	754,3		935,5				
Promore Pharma	189,4	62,2	127,2	Fas II/III	-	neg	neg

Källa: Factset, Västra Hamnen Corporate Finance

När det gäller Wilson Therapeutics som vi har inkluderat i tabellen ovan är det värt att nämna att det för tillfället är föremål för ett uppköpserbjudande. Onsdagen den 11 april blev det känt att amerikanska Alexion (Nasdaq: ALXN) erbjuder att köpa samtliga aktier i Wilson mot en kontant ersättning som värderar bolaget till 6 564 MSEK. Detta illustrerar de stora läkemedelsbolagens intresse av att köpa utvecklingsprojekt även i formen av bolagsförvärv.

Det har gjorts flera liknande transaktioner under de senare åren. Företagstransaktionerna ger en fingervisning om storleksordningen av beloppen som betalas när ledande läkemedelsbolag köper upp utvecklingsbolag. Tabellen nedan visar ett axplock inom närliggande kliniska områden till Promore Pharma. Sammantaget indikerar transaktionerna att en potentiell köpesumma skulle kunna uppgå till miljardbelopp för den typ av produktportfölj som Promore Pharma sitter med, givet att godkännande antingen finns eller är nära förestående.

Tabell 8: Transaktioner

Tid	Köpare	Target	Produkt	Köpesumma
Maj 2016	Pfizer	Anacor Pharma, Inc	Crisaborole, antiinflammatorisk	5,2 mdr USD
Q4 2016	Sienna	Creabilis Plc	Fas II-kandidat	150 MUSD
Dec 2016	Novartis	Ziarco Group	Kandidat, eksem	1 mdr USD
Apr 2016	Integra	Vomaris Wound Care	Kandidat, bioaktiv sårvård	n.a.
Feb 2017	Integra	DermaSciences	Kandidater, brännskador	200 MUSD

Vad döljer sig bakom siffrorna?

I våra analyser brukar vi undersöka om bolaget använder redovisningsmetoder eller kommunicerar förhållanden utanför resultat- och balansräkningen som har betydelse för tolkningen av rapporterade siffror. Bolagets ekonomi kan vara starkare eller svagare än rapporterna omedelbart ger vid handen och detta kan ha betydelse för värderingen.

När det gäller Promore Pharma finns det än så länge ingen revisorgranskad årsredovisning sedan noteringen. Vi har därför förhållit oss till den icke reviderade bokslutskommunikén för 2017 samt uppgifter i prospektet.

Resultat- och balansräkning innehåller inte några anmärkningsvärda poster i endera riktningen. Vi anser det positivt att utgifter kostnadsförts löpande istället för att aktiveras och därigenom bygga upp stora immateriella tillgångar på balansräkningen.

Utanför redovisningen finns det ett antal förhållanden att vara klar över. Det viktigaste är bonusavtalet som täcker ledande befattningshavare och som vi redogjort för ovan. För minoritetsaktieägarna kan detta bli kostsamt ifall bolaget realiserar bonusgrundande intäkter under avtalets löptid. Dock har det inte meddelats hur lång löptiden är.

Vidare finns det utfärdade teckningsoptioner sedan bolagets IPO 2017 vilket även omnämnts ovan. Den totala volymen uppgår till 6 523 560 optioner, där tre optioner ger rätt att teckna en aktie. Givet det aktuella marknadsläget måste aktiekursen mer än fördubblas för att optionerna ska vara "in-the-money" vid lösentidpunkten februari 2019. Skulle det tecknas aktier för samtliga optioner blir utspädningseffekten 9,7 procent, vilket givetvis kompenseras av den emissionslikvid bolaget i så fall erhåller.

Vi räknar med full utspädning för partners optioner

Dessutom finns ett antal optionsprogram utfärdade till bolagets partners Kentron, Technomark och PharmaResearch Products. Totalt rör det sig om 1 910 310 optioner som var och en ger rätt att teckna en aktie. Samtliga optioner löper till 31 december 2022. Teckningskursen är satt till 13,30 SEK per aktie, men under villkoret att optionsägarna levererar tjänster till Promore Pharma enligt avtalade milstolpar ska teckningskursen justeras ner till aktiens kvotvärde 0,04 SEK. Vid fullt utnyttjande medför detta en utspädning om 7,8 procent för övriga aktieägare. I vår värdering har vi förutsatt att motparterna levererar enligt plan och får teckna aktier till den lägre kursen. Våra beräkningar av motiverat börsvärde har således tagit höjd för den fulla effekten av utspädningen.

Slutligen finns det avtal med PharmaResearch Products om rättigheter till marknadsföring av en medicinteknisk produkt baserad på PXL01 i ett antal asiatiska länder. Avtalet hindrar dock inte Promore Pharma från att marknadsföra en läkemedelsprodukt på samma marknader och innebär vad vi kan se bara en uppsida i form potentiella royalties för Promore Pharma.

Vad kan gå fel?

Den stora risken i Promore Pharma är kopplat till de kliniska studierna och huruvida de lyckas, följt av ansökningsprocessen fram till marknadsgodkännande. Om man tittar över ett tvärsnitt av läkemedelskandidater fallerar en klar majoritet på vägen mellan preklinisk och kommersialisering. Risken är dock brant fallande; för varje fas som passeras framgångsrikt bättras chanserna för marknads lansering avsevärt.

Kliniska resultat kan få stort genomslag på aktiekursen

Vi har gjort en riskjustering som ger oss vad vi just nu bedömer som ett rimligt sannolikhetsvägt ekonomiskt scenario att värdera bolaget utifrån. Men det vägda scenariot har i sig själv en sannolikhet på noll. Fas IIb-studien på LL-37 kommer inte att lyckas till 60 procent som är vår riskvikt utan till antingen noll eller hundra procent. Kommande nyheter kring bolagets studier kommer kunna flytta riskvikterna mot någon av dessa ytterligheter och kan därmed komma att påverka börskursen avsevärt.

Risk kopplat till hur snart behandlingar täcks av ersättning

En annan risk är att vägen från marknads lansering till volymförsäljning kan ta längre tid än väntat. Det kan t ex bero på ledtider när det gäller att få kliniker och specialister att börja rekommendera och behandla med nya produkter. Tiden tills produkterna blir allmänt accepterade är svår att bedöma och en fördröjning mot vad vi har modellerat skulle innebära att vinsterna ligger längre fram och att det motiverade bolagsvärdet blir lägre än vad vi har beräknat.

Ytterligare en risk är huruvida Promore Pharmas behandlingar kommer att täckas av försäkringsbolag och offentliga ersättningssystem. För att produkt och behandling ska täckas av dessa ersättningssystem måste det ansökas om kostnadstäckning på varje enskild marknad och hos varje enskilt försäkringsbolag. Det kan finnas en risk att behandlingen inte kommer täckas av alla försäkringsbolag eller nationella ersättningssystem eller att det tar längre tid än väntat innan behandlingen accepteras.

Vi har i analysen förlitat oss på uppgifter från bolaget när det gäller prissättning av Promore Pharmas produkter. Bolaget stödjer sina prisindikationer på jämförelser med vissa av de befintliga behandlingsalternativen. Om prisförväntningarna infrias kommer till viss del bero på hur hård konkurrens bolaget möter på marknaden. I dagsläget ser bolaget ut att kunna agera med låg konkurrens men villkoren kan komma att ändra sig över produkternas livstid. Eventuell konkurrens kan påverka Promore Pharmas produktmarginaler och den framtida lönsamheten.

Viktiga händelser framöver

För bolag verksamma inom läkemedelsutveckling kan det gå långa perioder med nyhetstorka då man väntar på resultat från kliniska studier. Detta kommer till viss del även gälla Promore Pharma framöver. Det finns emellertid anledning att bevaka bolaget för nyheter under de kommande månaderna.

Tre saker står högt på dagordningen under 2018: Att hitta en ny finansieringspartner till USA-studien på PXL01, att börja patientrekrytering till fas III-studien på PXL01 i Europa/Asien och dito för fas IIb-studien på LL-37. Vi förväntar oss pressmeddelanden när dessa studier startar och kommer registrera det som positiva nyheter. Huruvida bolaget hittar en partner för Nordamerika är mer osäkert men desto mer positivt ifall det händer. En sådan nyhet skulle bekräfta tidplanen för PXL01 i Nordamerika och potentiellt möjliggöra en något tidigare marknads lansering än vad vi har modellerat.

En annan händelse som skulle kunna inträffa är att bolaget tillkännager nya strategiska samarbeten eller licensavtal avseende andra geografiska marknader än Europa, Nordamerika och Sydkorea. Närmast till hands ligger den stora japanska marknaden samt Latinamerika. Eventuella avtal här skulle kunna innefatta ekonomiskt stöd till studier i utbyte mot licensrättigheter i de aktuella geografierna.

Första fast bestämda händelse 2019 är att lösentiden på utestående teckningsoptioner går ut. Teckningsperioden är 4 – 22 februari 2019. Lösenkursen ska sättas till 70 procent av genomsnittlig marknadskurs för aktien under 21 – 31 januari, dock lägst 23,30 och högst 46,60 SEK per aktie. Om aktiekursen fortsatt understiger lägsta lösenkurs under teckningstiden kan man inte räkna med att optionerna blir lösta.

Utfall av fas IIb på LL-37 är nästa stora händelse

Den första verkligt stora nyheten blir utfallet av den kliniska fas IIb-studien på LL-37. Resultat av denna kommer att påverka vår värdering av bolaget i positiv eller negativ riktning. Resultaten kan dock tidigare förväntas mot slutet av 2019.

Det finns en betydande risk att bolaget under första halvåret 2019 behöver extern finansiering. Om detta inte kan lösas genom till exempel nya partnerskap, utlicensiering eller att

de utestående optioner skulle vara i spel tror vi bolaget kan behöva göra en emission i storleksordningen 50 MSEK.

En annan nyhet som skulle kunna dyka upp gäller indikationen diabetesfotsår. Givet indikationerna på att LL-37 skulle kunna ha effekt, samt storleken på denna marknad, borde det finnas stort intresse att komma i gång med fas II-studier. I så fall skulle det också kunna ske i samarbete med någon partner. Det är emellertid omöjligt att gissa när konkreta planer om detta kan komma att presenteras.

Finansiell kalender

16 maj 2018:	Rapport Q1 2018
16 maj 2018:	Årsstämma
20 augusti 2018:	Rapport Q2 2018
23 november 2018:	Rapport Q3 2018

Appendix: Värderingsmetodik

Bolag i tidig utvecklingsfas går oftast med förlust och kan ha många år kvar till sin första årsvinst, i många fall även tills att omsättningen börjar ta fart. Svårigheten med att värdera tillväxtbolag med begränsad historisk omsättning är att värderingen bygger på en relativt osäker framtid, mer osäker än för bolag med stabil historik. Bland annat går det inte att använda historisk omsättningstillväxt som en parameter för den framtida tillväxten, det går inte heller att använda historiska marginaler för framtida marginalestimat.

För att hantera detta följer vi vedertagna värderingsmetoder av tillväxtbolag i tidig fas som beskrivits av bl a finansprofessorn Aswath Damodaran¹⁾. Istället för att låta diskonteringsräntan som används för att nuvärdesberäkna alla framtida kassaflöden ta höjd för att värderingsobjektet befinner sig i tidig fas och att framtiden inbegriper en hög grad av osäkerhet, värderar vi bolaget i två steg:

- Först bestäms bolagsvärdet ("enterprise value") utifrån en explicit förutsättning om att bolaget överlever fram tills det att rörelsen börjar gå med vinst.
- I nästa steg justerar vi bolagsvärdet utifrån sannolikheten att bolaget faktiskt överlever fram tills det når lönsamhet. Justeringen sker genom att multiplicera bolagsvärdet med en riskfaktor som representerar sannolikheten för överlevnad.

För varje år som går kommer denna riskfaktor att justeras utifrån bolagets aktuella utveckling och vår uppdaterade syn på sannolikheten för överlevnad.

1) **Damodaran, Aswath**, "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges", Stern School of Business, New York University, May 2009

P&L - årlig data

SEK	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Resultaträkning								
Nettoomsättning	-	612 130	-	-	-	-	30 985 064	87 862 786
Övr. rörelseintäkter	9 299 325	14 977 596	-	-	-	-	-	-
Summa intäkter	9 299 325	15 589 726	-	-	-	-	30 985 064	87 862 786
Rörelsekostnader	(15 590 325)	(24 091 778)	(21 901 153)	(22 646 617)	(22 948 811)	(23 155 057)	(30 263 161)	(64 483 600)
Utvecklingskostnader	-	-	(16 000 000)	(32 000 000)	(252 000 000)	(255 000 000)	(235 000 000)	(30 000 000)
EBITDA	(6 291 000)	(8 502 052)	(37 901 153)	(54 646 617)	(274 948 811)	(278 155 057)	(234 278 098)	(6 620 814)
Av- och nedskrivningar	(1 217 144)	(1 217 144)	(1 217 144)	(1 217 144)	(608 565)	-	-	-
EBIT	(7 508 144)	(9 719 196)	(39 118 297)	(55 863 761)	(275 557 376)	(278 155 057)	(234 278 098)	(6 620 814)
Finansiella poster - netto	572 355	1 151 140	(83 593)	(83 593)	(83 593)	(83 593)	(83 593)	(83 593)
EBT	(6 935 787)	(8 568 062)	(39 201 889)	(55 947 353)	(275 640 969)	(278 238 649)	(234 361 690)	(6 704 407)
Skatt	(142 025)	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(7 077 812)	(8 568 062)	(39 201 889)	(55 947 353)	(275 640 969)	(278 238 649)	(234 361 690)	(6 704 407)
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	na	na	na	na	na	na	na	183,6%
EBITDA	na	na	na	na	na	na	na	na
EBIT	na	na	na	na	na	na	na	na
Resultat	na	na	na	na	na	na	na	na
% av intäkter (%)								
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Vinst marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Rörelsekostnader	na	na	na	na	na	na	97,7%	73,4%
Utvecklingskostnader	na	na	na	na	na	na	758,4%	34,1%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROIC	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROCE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - Årlig data

SEK	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Kundfordringar	50 000	50 000	-	50 000	50 000	50 000	50 000	1 048 833
Fordr. hos koncernbolag	-	-	-	-	-	-	-	-
Övr. kortfr. fordringar	408 582	2 200 133	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	1 871 877	3 050 455
Förutb. kostn. och uppl. int.	62 660	-	60 000	60 000	60 000	60 000	528 215	1 201 688
Kassa och bank	6 491 244	62 972 202	26 630 475	273 315 526	248 315 741	295 127 514	60 957 081	56 169 679
Sum. omsättningstillg.	7 012 486	65 172 335	28 740 475	275 425 526	250 425 741	297 237 514	64 406 006	62 854 641
Mtrl. anläggningstillgångar	-	-	-	-	-	-	-	-
Immtrl anläggningstillgångar	4 259 997	3 042 853	1 825 709	608 565	-	-	-	-
Fin. anläggningstillgångar	1 859 162	3 035 393	1 517 697	-	-	-	-	-
Sum. anläggningstillgångar	6 119 159	6 078 246	3 343 406	608 565	-	-	-	-
Totala tillgångar	13 131 645	71 250 581	32 083 880	276 034 091	250 425 741	297 237 514	64 406 006	62 854 641
Eget kapital	3 453 655	65 594 120	26 392 231	270 444 877	244 803 908	291 565 259	57 203 569	50 499 162
Långfristig ränteb. skuld	7 891 063	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907
Långfristiga skulder	7 891 063	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907
Leverantörsskulder	946 370	3 409 044	2 372 623	2 237 460	2 236 692	2 253 056	3 183 234	5 960 334
Aktuella skatteskulder	46 299	-	50 000	50 000	50 000	50 000	51 019	52 079
Övriga skulder	15 032	1 202 510	1 624 120	1 656 847	1 690 233	1 724 292	1 377 734	2 068 930
Uppl. kostn. och förutb. int.	748 994	-	600 000	600 000	600 000	600 000	1 545 542	3 229 229
Sum. kortfristig skulder	1 786 927	4 611 554	4 646 743	4 544 307	4 576 926	4 627 348	6 157 530	11 310 573
Sum. eget kap. och skuld.	13 131 645	71 250 581	32 083 880	276 034 091	250 425 741	297 237 514	64 406 006	62 854 641

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflöde - Årlig data

SEK	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Löpande verksamheten	(6 155 041)	(8 514 102)	(37 984 745)	(54 730 209)	(275 032 404)	(278 238 649)	(234 361 690)	(6 704 407)
Rörelsekapitalförändring	(8 505 404)	1 603 215	125 322	(102 436)	32 619	50 422	191 257	1 917 005
Investeringsverksamheten	(566 325)	294 767	1 517 697	1 517 697	-	-	-	-
Finansieringsverksamheten	14 620 425	73 047 204	-	300 000 000	250 000 000	325 000 000	-	-
Periodens kassaflöde	(606 345)	56 480 958	(36 341 727)	246 685 052	(24 999 785)	46 811 773	(234 170 433)	(4 787 402)
Ingående balans	-	6 491 244	62 972 202	26 630 475	273 315 526	248 315 741	295 127 514	60 957 081
Utgående balans	6 491 244	62 972 202	26 630 475	273 315 526	248 315 741	295 127 514	60 957 081	56 169 679

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

P&L - kvartalsdata

SEK	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018e	Q2 2018e	Q3 2018e	Q4 2018e	Q1 2019e	Q2 2019e
Resultaträkning								
Nettoomsättning	-	612 130	-	-	-	-	-	-
Övr. rörelseintäkter	24 070	13 697	-	-	-	-	-	-
Summa intäkter	24 070	625 827	-	-	-	-	-	-
Rörelsekostnader	(4 149 768)	(10 900 058)	(4 878 399)	(5 413 503)	(5 554 961)	(6 054 291)	(5 502 665)	(5 659 512)
Utvecklingskostnader	-	-	-	-	(8 000 000)	(8 000 000)	(8 000 000)	(8 000 000)
EBITDA	(4 125 698)	(10 274 231)	(4 878 399)	(5 413 503)	(13 554 961)	(14 054 291)	(13 502 665)	(13 659 512)
Av- och nedskrivningar	(304 286)	(304 286)	(304 286)	(304 286)	(304 286)	(304 286)	(304 286)	(304 286)
EBIT	(4 429 984)	(10 578 517)	(5 182 685)	(5 717 789)	(13 859 247)	(14 358 577)	(13 806 951)	(13 963 798)
Finansiella poster - netto	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	(4 772 707)	(11 025 621)	(5 203 583)	(5 738 687)	(13 880 145)	(14 379 475)	(13 827 849)	(13 984 696)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(4 772 707)	(11 025 621)	(5 203 583)	(5 738 687)	(13 880 145)	(14 379 475)	(13 827 849)	(13 984 696)
Y-o-y tillväxt (%)								
Nettoomsättning	na	na	na	na	na	na	na	na
EBITDA	na	na	na	na	na	na	na	na
EBIT	na	na	na	na	na	na	na	na
Resultat	na	na	na	na	na	na	na	na
% av intäkter (%)								
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Vinst marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Rörelsekostnader	na	na	na	na	na	na	na	na
Utvecklingskostnader	na	na	na	na	na	na	na	na
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROIC	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROCE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - Kvartalsdata

SEK	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018e	Q2 2018e	Q3 2018e	Q4 2018e	Q1 2019e	Q2 2019e
Kundfordringar	-	-	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Fordr. hos koncernbolag	-	-	-	-	-	-	-	-
Övr. kortfr. fordringar	2 023 535	2 200 133	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
Förutb. kostn. och uppl. int.	-	-	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
Kassa och bank	72 596 864	62 972 202	57 972 088	53 188 699	40 133 820	26 630 475	213 234 056	200 021 894
Sum. omsättningsstillg.	74 620 399	65 172 335	60 082 088	55 298 699	42 243 820	28 740 475	215 344 056	202 131 894
Mtrl. anläggningstillgångar	32 667	-	-	-	-	-	-	-
Immtrl anläggningstillgångar	3 347 139	3 042 853	2 738 567	2 434 281	2 129 995	1 825 709	1 521 423	1 217 137
Fin. anläggningstillgångar	3 525 676	3 035 393	2 655 969	2 276 545	1 897 121	1 517 697	1 138 272	758 848
Sum. anläggningstillgångar	6 905 482	6 078 246	5 394 536	4 710 826	4 027 116	3 343 406	2 659 695	1 975 985
Totala tillgångar	81 525 881	71 250 581	65 476 623	60 009 525	46 270 936	32 083 880	218 003 751	204 107 879
Eget kapital	76 619 741	65 594 120	60 390 537	54 651 850	40 771 706	26 392 231	212 564 382	198 579 686
Långfristig ränteb. skuld	1 093 935	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907
Långfristiga skulder	1 093 935	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907	1 044 907
Leverantörsskulder	1 454 595	3 409 044	1 791 179	2 054 768	2 188 283	2 372 623	2 112 222	2 192 884
Aktuella skatteskulder	-	-	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Övriga skulder	2 357 610	1 202 510	1 600 000	1 608 000	1 616 040	1 624 120	1 632 241	1 640 402
Uppl. kostn. och förutb. int.	-	-	600 000	600 000	600 000	600 000	600 000	600 000
Sum. kortfristig skulder	3 812 205	4 611 554	4 041 179	4 312 768	4 454 323	4 646 743	4 394 463	4 483 286
Sum. eget kap. och skuld.	81 525 881	71 250 581	65 476 623	60 009 525	46 270 936	32 083 880	218 003 751	204 107 879

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflöde - Kvartalsdata

SEK	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018e	Q2 2018e	Q3 2018e	Q4 2018e	Q1 2019e	Q2 2019e
Löpande verksamheten	(4 126 018)	(10 280 151)	(4 899 297)	(5 434 401)	(13 575 859)	(14 075 189)	(13 523 563)	(13 680 410)
Rörelsekapitalförändring	(11 024 714)	10 572 948	(480 242)	271 589	141 556	192 419	(252 280)	88 823
Investeringsverksamheten	-	32 667	379 424	379 424	379 424	379 424	379 424	379 424
Finansieringsverksamheten	73 047 204	(9 950 126)	-	-	-	-	200 000 000	-
Periodens kassaflöde	57 896 472	(9 624 662)	(5 000 114)	(4 783 388)	(13 054 879)	(13 503 345)	186 603 581	(13 212 162)
Ingående balans	14 700 392	72 596 864	62 972 202	57 972 088	53 188 699	40 133 820	26 630 475	213 234 056
Utgående balans	72 596 864	62 972 202	57 972 088	53 188 699	40 133 820	26 630 475	213 234 056	200 021 894

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Ansvarsbegränsning

Detta marknadsföringsmaterial har upprättats av Västra Hamnen Corporate Finance AB ("Västra Hamnen").

Materialet har inte utformats enligt kraven i de lagar och författningar som fastställts med avseende på investeringsanalysers oberoende, och omfattas inte av några förbud mot handel före spridningen av investeringsanalyserna.

Materialet har sammanställts utifrån offentligt tillgängligt material som bedöms som tillförlitligt. Det kan dock inte garanteras att informationen är korrekt. Informationen publiceras i marknadsföringssyfte och gör inte anspråk på att utgöra ett fullständigt underlag för finansiella beslut. Materialet utgör inte investeringsrådgivning och informationen tar inte hänsyn till de individuella behov, mål och förutsättningar som gäller för någon enskild mottagare. Läsaren uppmanas att inhämta egna kompletterande uppgifter och konsultera en kvalificerad finansiell rådgivare inför finansiella beslut.

Alla synpunkter, bedömningar och slutsatser som kommuniceras i materialet ska anses aktuella vid den tidpunkt då materialet publicerats men kan komma att ändras när som helst utan förutgående varsel. Ingenting som skrivs i materialet ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i ett finansiellt instrument.

Västra Hamnen kan inte hållas ansvariga för direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i detta material. Finansiella investeringar kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Materialet riktar sig inte till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av materialet till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Västra Hamnen.

Intressekonflikter

Läsare av detta material görs uppmärksam på att Västra Hamnen har tagit fram materialet på uppdrag av och erhållit ersättning från det bolag som huvudsakligen nämns häri. Ersättningen är fast och överenskommen på förhand och är på inget sätt kopplat till innehållet i materialet och de synpunkter som framförs.

Bolaget som huvudsakligen nämns i materialet har haft möjlighet att ta del av materialet innan publicering. Antaganden, slutsatser och scenarion är dock ett resultat av Västra Hamnens egen analys av tillgängliga fakta.

Västra Hamnen har interna regler som förbjuder samtliga anställda att handla med aktier i bolag med vilka Västra Hamnen har avtal om att producera marknadsföringsmaterial som det föreliggande.

Läsare uppmärksammas vidare om att man bland Promore Pharma AB:s större ägare finner bolaget Midroc New Technology AB med en ägarandel om 33,9 procent. Midroc New Technology AB är ett helägt dotterbolag till Midroc Invest AB som även har ett icke kvalificerat ägande i Västra Hamnen. Midroc Invest AB har på inget sätt medverkat vid framtagandet av materialet eller påverkat dess innehåll.

Västra Hamnen Corporate Finance AB

Jungmansgatan 12
211 19 Malmö
Telefon: +46 40 200 250
E-post: info@vhcorp.se
www.vhcorp.se

