

Initial analys

2020-09-23

Klaria: Läkande lätt

- Innovativ drug delivery-plattform med global marknadspotential
- Bred produkt-pipeline med tydliga fördelar jämfört med existerande läkemedel
- Vi sätter ett initialt värderingsintervall om 8,40 – 10,60 SEK per aktie

Analytiker

Alf Riple, CFA

073-840 4008

alf.riple@vhcorp.se

Pascal Dettwiler

073-332 1473

pascal.dettwiler@vhcorp.se

Aktiens kortnamn	KLAR
Industri	Sjukvård
Handelsplats	Nasdaq First North
Senaste kurs (SEK)	7,34
Börsvärde (MSEK)	354,0
Bolagsvärde (MSEK)	336,9
Utestående aktier (M)	48,2
- varav free float (M)	18,7

VHCF motiverat värde per aktie

DCF-värdering 8,40 - 10,60

Klaria Pharma Holding AB

Adress	Virdings Allé 2 754 50 Uppsala
Hemsida	www.klaria.com
VD	Jesper Wiklund

Huvudägare (31 Mar 2020)

Huvudägare	Kapital (%)
UBS Switzerland	43,8
Fredrik Hübinette	11,7
Ålandsbanken	5,6
Deutsche Bank	3,8
Banque Internationale A Lux	3,7

Aktiekursens utveckling

Klaria vs. OMXS30



Source: FactSet Prices

	1m	3m	12m
Utveckling (%)	18,4	145,3	0,3
52 veckor (låg/hög) - SEK	2,66 - 9,00		

Källa: FactSet

Bioteknikbolaget Klaria äger en patenterad drug delivery-plattform som ger patienter en snabb, exakt och bekväm administration av redan kända preparat. Bolaget har en bred projektportfölj baserad på etablerade och patentfria aktiva substanser med stora globala marknader. Plattformen utgörs av en oral film som fäster på insidan av munhålan och levererar läkemedlet genom munslemhinnan direkt till blodflödet, istället för via magen.

Projektportföljen innefattar i första hand sumatriptan mot akut migrän, naloxon mot opioidöverdoser, adrenalin mot allergisk chock samt cannabis. Samtliga adresserar stora marknader där en oral film skulle utgöra klara patientfördelar jämfört med existerande beredningsformer. En oral film är enklare, billigare och ger bättre dossäkerhet än de viktigaste alternativen. Filmen har betydligt lägre kostnader än till exempel nässpray eller injektionspennor, vilket innebär stora fördelar även för vårdfinansieringen.

Vi ser för oss en händelserik period med många nyheter under det kommande året. Det gäller i första hand framsteg inom de kliniska programmen men nyheter om licensieringsavtal kan också förekomma. Nyligen annonserades ett licensavtal som kan innebära intäkter från medicinsk cannabis redan från 2021.

I vår värderingsmodell har vi vägt in de fyra namngivna projekten ovan. Vi förutsätter att sumatriptan licensieras ut efter en fullförd bioekivalensstudie och når marknaden 2022 medan naloxon och adrenalin licensieras ut redan efter doseringsstudierna och når marknaden 2024 respektive 2025. Vår DCF-modell indikerar ett motiverat värde om 8,40 – 10,60 SEK per aktie givet nuvarande utvecklingsstadium och vår bedömning av risken i bolaget. Kommande händelser som bekräftar potentialen i produktportföljen kan få en direkt påverkan på hur vi värderar bolaget framgent. Till exempel förväntar vi oss redan under Q1 2021 resultatet av den aktuella bioekivalensstudien med sumatriptan. Om detta blir positivt, skulle det allt annat lika höja vår värdering av bolaget.

Tabell 1: Finansiell översikt

MSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Intäkter	0,8	11,6	2,6	0,0	4,5
Tillväxt (%)	na	1309,4%	(77,7%)	na	na
EBIT	(27,3)	(20,9)	(38,9)	(40,3)	(37,5)
EBIT-marginal (%)	neg	neg	neg	neg	neg
Kassa	8,0	2,9	20,9	47,2	46,1
Tillgångar	106,3	101,7	127,7	144,3	135,6
Eget kapital	94,7	82,1	98,2	117,4	119,7
Soliditet (%)	89,1%	80,7%	77,0%	81,4%	88,3%
P/E	neg	neg	neg	neg	neg
ROE	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT (x)	neg	neg	neg	neg	neg
EV/Sales (x)	360,6	25,6	114,9	78 279,0	65,4

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Innehållsförteckning

Vad gör Klaria?.....	2
Vad är marknadspotentialen?	12
Hur är konkurrensituationen?.....	15
Vilka är Klarias unika fördelar?	16
Vad kommer Klaria att tjäna?	17
Hur ser kassasituationen ut?	20
Vad är bolaget värt?.....	21
Vad döljer sig bakom siffrorna?.....	23
Vad kan gå fel?	23
Viktiga händelser framöver.....	24

Läkemedelsleverans via munslemhinnan

Vad gör Klaria?

Det Uppsalabaserade bioteknikbolaget Klaria har utvecklat en patenterad och innovativ drug delivery-plattform som avsevärt förbättrar patientvälfärden vid användning av vissa läkemedel. Tekniken utgår från en frimärkesstor alginatfilm som patienten fäster på insidan av kinden eller i gommen, där den omedelbart klistras fast. Under de minuter det tar för filmen att lösas upp, tränger läkemedlet genom slemhinnan och antrar blodflödet. Trots att läkemedlet tas oralt löses läkemedlet inte i saliv och fortsätter inte heller genom matsmältningssystemet.

Figur 1: Klarias alginatfilm



Bild: Klaria

Fördelen med beredningsformen är att den är lika enkel som en tablett men samtidigt uppnås den direkta leveransen till blodflödet som man annars bara uppnår genom injektion, nässpray eller liknande. Jämfört med nässpray uppnås med alginatfilmen en mycket mer exakt dosering och gentemot injektion är administrationsformen både mindre obekvämt och långt mer kompakt att bära med sig. Detta är klara fördelar ur patientsynpunkt.

Filmen är betydligt lättare och billigare att framställa än injektionspennor och nässpray och kan därmed prissättas lägre än dessa motsvarigheter. Detta är stora fördelar även ur vårdfinansieringssynpunkt. Klarias orala film uppfyller således definitionen av en disruptiv teknologi – en lösning med överlägsen kvalitet till ett lägre pris än alla befintliga alternativ.

Bred produktportfölj

Sedan en fusion mellan Klaria och Karessa under mars 2020 har bolaget en bred produktportfölj med tre projekt i klinisk fas och tre projekt i preklinisk fas. Samtliga projekt utnyttjar alginatfilmen för leverans av etablerade substanser som är patentfria. Den aktiva substansen finns därmed tillgänglig som generika från flertalet tillverkare. Vägen till marknaden är också betydligt kortare jämfört med utveckling av nya läkemedel eftersom den kliniska fasen i Klarias fall endast omfattar en kortare doseringsstudie följt av en bioekvivalensstudie.

Organisationen är liten och koncentrerad med många funktioner utlagda på externa leverantörer. Strategin innefattar inte marknadsföring i egen regi men istället att licensiera ut eller avyttra tillgångar till större läkemedelsbolag med etablerade försäljningskanaler.

Utfall av sumatriptan-studie Q1 2021

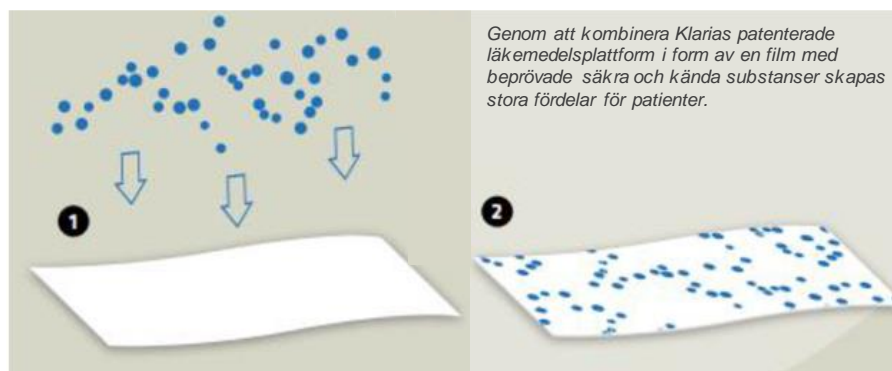
Bolaget står inför en spännande period då flera avgörande besked kan komma att lämnas i närtid. Ett huvudnummer det närmsta halvåret blir utfallet av bioekvivalensstudien på migränläkemedlet sumatriptan, det längst komna av projekten som är i klinik. Studieresultat förväntas under Q1 2021 och ett positivt utfall kan öppna dörren för attraktiva licensavtal för läkemedlet som adresserar en mycket stor global marknad.

Upptag av substans inom 10 minuter**Hur fungerar teknologin?**

Klarias patenterade drug delivery-teknologi utgår från en alginatbaserad polymerfilm. Filmen möjliggör en snabb och precis leverans av en aktiv substans till blodomloppet via munslemhinnan, utan att substansen sväljs och tas upp i magen. Inom loppet av 10 minuter distribueras den aktiva substansen ut direkt i blodomloppet och filmen löser upp sig utan att lämna några restprodukter i munnen.

Enklare hantering jämfört med näs-spray och injektion

Klarias teknologi har flera fördelar; dels att upptaget av läkemedlet sker snabbt och dels att effekten är både precis och reproducerbar. Detta skapar konkurrensfördelar vid leverans av läkemedel där snabb upptagning i blodomloppet, precision samt ett behändigt format är viktiga parametrar, exempelvis vid behandling av olika smärttillstånd, överdosering eller allergisk chock. För patienten leder detta till ökad kontroll och enklare hantering än vid traditionella läkemedelsformer, vilket ökar tryggheten att få den läkemedelseffekt man behöver, när man behöver den. Den smidiga storleken på filmerna gör dem även lätta att bära med sig, vilket innebär en stor fördel för patienter med allvarlig allergi som annars måste bära med sig en injektionspruta med adrenalin.

Figur 2: Klarias teknologiplattform

Källa: Klaria/Västra Hamnen Corporate Finance

Kan leverera läkemedel som ej är oralt tillgängliga

Genom att läkemedlet tas upp via slemhinnan i munnen undviks även kontakt med de metaboliska enzymerna i nedre mag-/tarmkanalen och levern, som annars minskar eller helt eliminerar effekten av en betydande andel av de läkemedel som levereras via orala tabletter eller kapslar. Klaria har därför lyckats leverera läkemedel till blodomloppet som inte är oralt tillgängliga, som adrenalin, naloxon och ketamin. Eftersom läkemedlet distribueras rakt ut i blodet och inte behöver passera magsäcken påverkas inte heller tid till upptag av intag av mat, alkohol eller annan dryck, vilket annars kan påverka kroppens upptagningsförmåga.

Råvaran som används vid tillverkning av filmen är en brunalg som skördas i Norge. Det är den delen av brunalger som fäster mot stenar under vattenytan som Klaria använder i sina filmer, vilket är ett av få råmaterial som kan få filmen att framgångsrikt fästa på insidan av kinden eller i gommen.

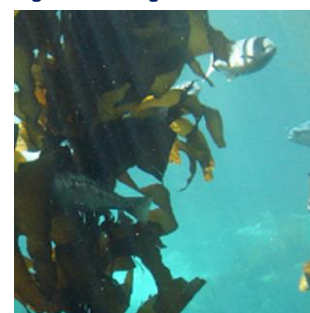
Figur 3: Havsalger

Bild: Klaria

Förstärker löpande patentportföljen

Klaria använder sig av den franska kontraktillverkaren Adhex Pharma för att ladda filmen med aktiva substanser. Filmens tekniska egenskaper möjliggör även storskalig och kostnadseffektiv produktion. Enligt bolaget finns det goda möjligheter att starta storskalig produktion av läkemedelsprodukter utan att behöva investera ytterligare i den existerande tillverkningslinjen. Klaria har godkända patent för plattformen på alla viktiga marknader världen över, och bolaget arbetar löpande med att förstärka patentportföljen genom att ansöka om projektspecifika patentskydd för olika formuleringar av läkemedel tillsammans med alginatfilmen.

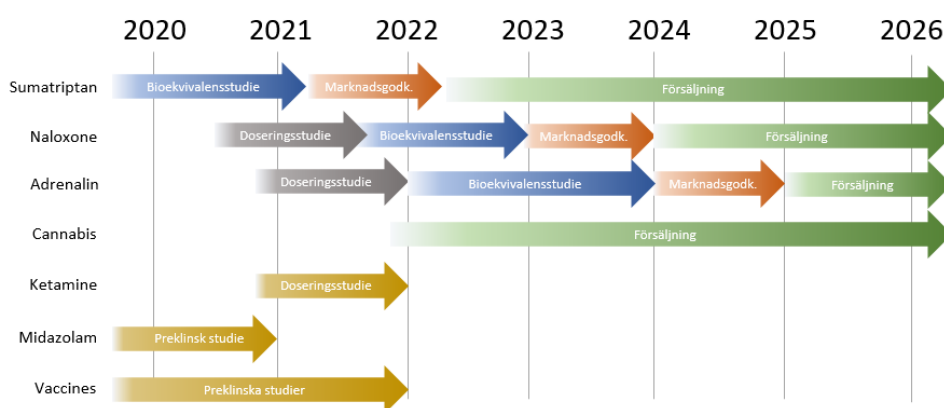
6 läkemedelsprodukter under utveckling

Projektportfölj

Klaria har en bred projektportfölj med sex olika läkemedelsprodukter under utveckling. Tre av dessa har gått från preklinisk till klinisk fas. Den längst komna är migränmedicinen sumatriptan, där resultat av den slutliga kliniska studien kan vara färdigt under första kvartalet 2021. De nästa två projekten är naloxon mot opioidöverdos och adrenalin/epinefrin mot akut allergisk reaktion. Båda dessa gick in i klinisk fas under sommaren och hösten i år. I början av augusti ingick Klaria dessutom ett avtal om utlicensiering av teknikplattformen till en tillverkare av medicinsk cannabis, som har ambition om att påbörja försäljning av en cannabis alginatfilm under loppet av 2021. I vår analys har vi lagt huvudfokus på dessa fyra projekt på grundval av utvecklingsresultaten hittills och vår bedömning av marknads-möjligheter och sannolikhet för framgång i återstående kliniska studier.

I Figur 4 nedan har vi gjort en uppskattad tidslinje för bolagets projektportfölj utifrån vad Västra Hamnen bedömer är en realistisk framdriftsplan.

Figur 4: Uppskattad tidslinje för projektportföljen



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Sumatriptan

För patienter som har diagnosticerats med migrän testas man först olika receptfria värk-tabletter. Om dessa inte ger effekt, är nästa steg i behandlingstrappan att förskriva migrän-specifika läkemedel. Den största gruppen sådana kallas triptaner, en familj av sju olika läkemedel med ungefär samma verkansmekanism. Inledningen av en migränattack förknip-pas med en vidgning av blodkärl i huvudet. Triptaner motverkar denna process genom att bindas till och stimulera serotonin-receptorer i blodkärlens väggar, vilket förorsakar sam-mandragning av blodkärlen. Triptaner tas helst som akutbehandling när migränattacken är under uppsegling. Triptaner i tablettform lanserades under 1990-talet och finns nu tillgäng-liga som generika.

Illamående försvårar oral dosering

Sumatriptan var den första triptanen på marknaden när den lanserades av Glaxo i 1991 och är idag räknat som det mest förskrivna läkemedlet mot migrän. Den vanligaste administ-rationsformen är som tablett. Tabletter har dock tydliga nackdelar för migränpatienter ef-tersom illamående och kräkningar är vanliga symptom. För många är det även svårt att svälja en tablett när de mår illa. Om de dessutom kräks, riskerar de att helt eller delvis tappa effekten av läkemedlet. Därför har det utvecklats en marknad för alternativa berednings-former, där nässpray och injektion är de vanligaste. Klarias alginatfilm med sumatriptan utgör ett ytterligare alternativ.

Lovande resultat från doseringsstudie

Utvecklingen av Klarias sumatriptanfilm är redo för sista fas av klinisk utveckling. Det har redan genomförts en doseringsstudie med friska frivilliga där studieresultaten blev klara i augusti 2016. Det har inte publicerats en offentligt tillgänglig studierapport. Men enligt bo-laget visade resultaten att 11 av 12 försökspersoner som använde Klarias film uppnådde effektiva sumatriptan-nivåer i blodplasman inom 60 minuter, att jämföra med 6 av 12 per-soner i en kontrollgrupp som använde sumatriptan-nässpray. Det noterades inga oväntade

bieffekter. I efterföljande möte med Läkemedelsverket gavs klartecken att fortsätta utvecklingen av Klarias sumatriptanprodukt.

Registreringsstudie väntas under Q4

Nästa och sista steget i den kliniska utvecklingen är en registreringsstudie som är planerad att genomföras under Q4 2020. Ansökan om prövningstillstånd har lämnats in till Läkemedelsverket och till amerikanska FDA. För marknadsregistrering i USA och Europa räcker det med en studie, och den ska enligt planen utföras i Storbritannien av kontraktsforskningsbolaget Simbec-Orion. Det är förväntat att studien kommer omfatta cirka 60 patienter och ta omkring åtta veckor. Försökspatienterna är återigen friska frivilliga och den primära effektparametern i studien är bioekvivalens mot sumatriptan-nässpray, mätt som läkemedelskoncentration i blodet. Sekundära effektparametrar omfattar säkerhet och övriga bieffekter. Klaria har beviljats finansiering för studien om 21 miljoner SEK från EU Horizon 2020-programmet, vilket vi antar kommer täcka lejonparten av kostnaderna. Vi räknar med att Klaria kommer pressmeddela när prövningstillstånd har erhållits och bioekvivalensstudien kan starta.

Marknads lansering mitten 2022

Efter avslutade prövningar förväntar sig bolaget att det kan ta cirka en månad att sammanställa data och en rimlig tidslinje innebär att resultaten av studien kan delges marknaden under Q1 2021. Bolaget bedömer vidare att marknadsansökningar till USA och EU kan lämnas in runt mitten av 2021 och att marknads godkännande kan förväntas cirka ett år senare.

Naloxon mot opioidöverdos

Naloxon

Naloxon är ett läkemedel som kan rädda liv vid en överdos av opioider och har använts inom sjukvården sedan 70-talet. Grundpatentet för naloxon har löpt ut och generiska läkemedel förekommer på marknaden. Opioider som är frekvent förekommande vid överdosering är morfin, heroin, fenanyl och tramadol. Vid en opioidöverdos hämmas andningsreflexen vilket kan leda till andningsstillestånd som i sin tur kan leda till hjärtstopp och död. Naloxon kan ges som intravenös, intramuskulär eller subkutan injektion eller som nässpray.

Det finns två huvudgrupper av användare av naloxon; för samhällsbruk eller för samutskrivning tillsammans med opioider:

Samhällsbruk omfattar vårdpersonal, poliser och övriga uttryckningsenheter. Naloxon används som ett direkt motgift och administreras akut vid en misstänkt opioidöverdos. Om patienten är medvetslös är nässpray den rekommenderade distributionsformen. I USA bär en betydande del av vård- och uttryckningspersonal med sig naloxon i arbetet och i flertalet stater säljs även naloxonprodukter utan recept. Eftersom uttryckningspersonal oftast färdas med bil, spelar storleken av doseringsenheten mindre roll. Givaren av läkemedlet är vanligen främmande för patienten, vilket kan tala emot att administrera läkemedlet genom en film som ska stoppas i patientens mun.

Förebyggande utskrivning av naloxon mot opioidöverdos

Samutskrivning innebär att naloxon skrivs ut i förebyggande syfte tillsammans med ett opioidmedikament. Läkemedlet kan då ses som en försäkring mot en eventuell överdos. Vid denna typ av användning administreras läkemedlet oftast av patienten själv eller en nära anhörig, vilket minskar barriären mot att ge läkemedlet som oral film. Vid samutskrivning är dessutom storleken och priset på naloxon mer relevant än vid samhällsbruk, då en opioidanvändare bär med sig naloxon i förebyggande syfte. Amerikanska HHS (Health and Human Services) rekommenderar att samutskrivna naloxon till patienter som har en hög risk för en opioidöverdos, men trots detta existerar ett frekvent underutskrivande av naloxon till högriskpatienter.

Klaria har tillsammans med kanadensiska Purdue Pharma framgångsrikt tagit naloxon alginatfilm genom den prekliniska utvecklingen av produkten. Senare har Purdue Pharma blivit stämde för sitt påstådda ansvar för patienters missbruk av läkemedlet OxyContin. I september 2019 ingicks en förlikning som ledde till att Purdue Pharma ansökte om konkurs-skydd enligt Chapter 11. Därmed har Purdue Pharma inte kunnat leverera enligt det ingångna utvecklingsavtalet med Klaria, och Klaria har valt att ta tillbaka rättigheterna för

läkemedelsprodukten. Projektet är redo att gå in i klinisk fas, och bolaget kommer att genomföra en doseringsstudie i egen regi. Den 1 juli i år annonserades att doseringsstudien för naloxon är redo att starta. Kostnaderna i samband med doseringsstudien förväntas uppgå till omkring 15 miljoner SEK och studien beräknas pågå i 9 till 12 månader. Detta betyder att resultatet från studien borde kunna annonseras runt mitten på 2021.

Jämförs mot en nässpray

Om doseringsstudien ger ett lyckat utfall är bolagets ambition att hitta en utvecklingspartner som tar den kliniska utvecklingen vidare med en registreringsstudie. Registreringsstudien ämnar uppvisa bioekvivalens mot existerande naloxon-produkter på marknaden, vilket ges i form av en nässpray. Att Klarias naloxon alginatfilm ska jämföras mot en nässpray är fördelaktigt då bolaget anser att de har goda möjligheter att påvisa en minst lika god biotillgänglighet som nässpray. Registreringsstudien förväntas ta omkring 18 – 24 månader att genomföra och efter ett lyckat slutförande av registreringsstudien lämnas en ansökan om marknadsgodkännande in på de aktuella marknaderna USA och Europa. Ansökan om marknadsgodkännande tar 12 månader vilket innebär att om utvecklingen fortlöper enligt plan, kan Klarias naloxon alginatfilm finnas tillgänglig för försäljning på marknaden under tidigt 2024.

Injektionspennor anses klumpiga och svårhanterade

Adrenalin/Epinefrin

Adrenalin, också känt som epinefrin, har använts sedan tidigt 1900-tal som en akutbehandling för allvarliga allergiska reaktioner, vid hjärtstopp och vid allvarliga astmaattacker. Eftersom läkemedlet inte är oralt tillgängligt måste det ges som injektion eller inhalator. Den oftast använda distributionsformen är en injektionspenna, där EpiPen är den ledande produkten. Problemet med injektionspennor är att de lämnar en stor andel patienter otillfredsställda, då pennan anses som klumpig, svår att använda och även skrämmande för personer med nålfobi. Då injektionspennor och inhalatorer är otympliga finns risken att patienter tar livsavgörande risker genom att inte bära med sig läkemedlet trots risken att ett akut medicineringsbehov kan uppstå.

Figur 5: EpiPen



Bild: webmd.com

Kostnaden för injektionspennor är betydande

Då patentet för adrenalin har löpt ut finns det generika av läkemedlet på marknaden. Priset för en injektionsflaska underskrider 10 SEK per dos. Däremot är EpiPen fortfarande patenterad och en injektionspenna kostar omkring 300 USD per dos i USA. Det finns liknande injektionspennor som generika, exempelvis Adrenaclick, som har en lägre prissättning på omkring 75 USD per dos. Det är rekommenderat att byta ut EpiPen, och generiska Adrenaclick efter 12 till 18 månader. När patienten är ett barn är ofta föräldrar, lärare och skolsköterskor tvingade att ha tillgång till en injektionspenna med adrenalin vilket snabbt får kostnaden att bli en betydande faktor.

Bolaget har arbetat intensivt med att få den aktiva substansen adrenalin att bli kompatibelt för leverans med hjälp av bolagets alginatfilm. Enligt bolaget är adrenalin ökänt för dess svårigheter att formulera i olika läkemedelsberedningar och därför har det hittills bara varit möjligt att administrera med en injektionspenna eller en inhalator.

Ett smidigare alternativ till injektion och nässpray

Jämfört med traditionella beredningsformer har Klarias film flera starka konkurrensfördelar. Den främsta är att filmen är lätt att bära med sig, vilket försäkrar patienter att de har läkemedlet nära till hands om de behöver ta läkemedlet akut. I alginatfilmen har bolaget även uppnått en god stabilitet av adrenalinnet, vilket innebär en lång hållbarhet och att förvaring i kylskåp inte är nödvändig.

Nu i september annonserade bolaget att projektet går in i klinisk fas och att tillverkningen av prövningsläkemedel inleds omedelbart. Samtidigt gavs besked om att bolaget tar tillbaka Purdue Pharmas rättigheter till produkten även för adrenalin och fortsätter utvecklingen i egen regi. Liksom för naloxon har det funnits ett samarbete kring den prekliniska utvecklingen och återtagandet av rättigheter görs av samma anledning, nämligen att motparten inte

har kunnat möta sina åtaganden på grund av konkursförhandlingar. Första etapp av den kliniska utvecklingen är en doseringsstudie för att säkerställa den optimala doseringen av läkemedlet. Den kliniska doseringsstudien beräknas pågå under 9 till 12 månader.

Jämförs mot injektion

Efter doseringsstudien kommer läkemedlet behöva genomgå en bioekvivalensstudie. Bioekvivalensstudien med adrenalin bedöms som mer riskfylld än samma typ av studie med sumatriptan och naloxon då alginatformuleringen med adrenalin behöver uppvisa samma kliniska effekt som en injektionspenna. I fallet med sumatriptan och naloxon jämförs bolagets film med en nässpray vilket förenklar att kunna uppvisa jämförbara effekter som upptagningstid och koncentration som kommer ut i blodströmmen. Om bioekvivalensstudien misslyckas finns det fortfarande möjlighet att utveckla läkemedelskandidaten som en ny medicinteknisk produkt genom traditionella läkemedelsstudier. Detta är dock en process som är resurskrävande i tid och pengar, och vi tror därför inte det är sannolikt att detta kommer ske under de närmsta åren.

Cannabis

Cannabis formulerad i alginatfilm kan användas effektivt mot cancerrelaterad smärta och övriga indikationer som epilepsi och autism. Cannabinoider som smärtlindring kan ses som en mellanväg mellan receptfria behandlingar och tyngre läkemedel som opioider. Fördelarna med att administrera cannabis med bolagets alginatfilm är att det är rökfritt, verkar snabbt och ger möjlighet till en exakt dosering. I regioner som tillåter rekreativ användning av cannabis finns ytterligare marknadspotential för bolagets alginatfilm med cannabis. Produkten kan anpassas för olika koncentrationer av cannabinoiderna CBD och THC beroende på om det är läkemedelseffekt eller psykoaktiv effekt som är syftet med användandet.

Rökfri och kontrollerad upptagning av cannabis

Utvecklingen av cannabisprodukter som formulerats med bolagets alginatfilm sker i det 95-procentägda dotterbolaget Cannabis Delivery Sciences (CDS), som har erhållit en exklusiv och evig global licens att använda bolagets alginatbaserade filmteknologi för samtliga cannabinoider, för både medicinska och rekreativa syften. Enligt bolaget har prekliniska studier uppvisat fördelar i linje med de främsta egenskaperna hos ätbara produkter och rökning, men utan att uppvisa de nackdelar som följer dessa leveransmetoder.

I början av augusti annonserade Klaria att CDS tecknat ett icke-exklusivt licensavtal med Chilam Enterprise. Licensavtalet ger Chilam rättighet att sälja medicinsk cannabis formulerad i Klarias alginatfilm till den europeiska hälsovårdssektorn. Chilam kommer producera sin medicinska cannabis i Nordmakedonien med hjälp av det spanska bolaget Genofarms expertis inom frögenetik. Tillverkningen kommer ske i enlighet med EU:s regelverk och försäljning till den europeiska hälsovårdssektorn kommer enligt pressmeddelandet att kunna ske från och med 2021. Framöver ämnar CDS signera fler partner- och licensavtal med både cannabisbolag och läkemedelsbolag gällande kommersialiseringen av teknologin.

Övriga läkemedel under utveckling

Utöver utvecklingsprojekten med sumatriptan, naloxon, adrenalin och cannabis har bolaget flera andra läkemedelskandidater under utveckling. Dessa är ketamin mot akut smärta och depression samt midazolam mot akut epilepsi. Under 2019 förvärvade bolaget dessutom WBC Drug Delivery Technologies som möjliggör leveransen av större molekyler, vilket skulle kunna användas för leverans av vaccin genom bolagets alginatfilm. Generellt för dessa läkemedel är att utvecklingen är i ett tidigare skede än övriga läkemedelskandidater. Vi går igenom dessa kort nedan.

Ketamin används för att söva ner patienter och för att behandla akut smärta och depression. Läkemedlet har en god säkerhetsprofil och har använts sedan 70-talet i en medicinsk miljö. Därmed finns läkemedlet tillgängligt även som generika och priset per dos varierar från 10 till 30 SEK. Bolagets ketaminprojekt kom till efter ett initiativ från USA:s militär, då de önskade att ta fram ett läkemedel som snabbt kan behandla akut traumarelaterad smärta hos soldater. Jämfört med en intravenös behandling erbjuder bolagets formulering en enkel och lättanvänd applicering av läkemedlet.

Bolaget har goda resultat från en preklinisk studie, där ketamin uppvisade lovande resultat. Andelen ketamin som tas upp genom bolagets alginatfilm var mycket högre än jämfört med nässprayer, och toppnivåer av ketamin i blodet uppnåddes mycket snabbt, efter 3 till 10 minuter. Nästa steg i utvecklingen av ketamin i bolagets alginatfilm är en doseringsstudie som enligt bolaget har möjlighet att starta redan under 2020.

Midazolam är ett bensodiazepinderivat med sederande egenskaper som ofta används preoperativt inför mindre operationer. En växande marknad för midazolam är behandling av epilepsiattacker hos barn. På marknaden finns flera orala och rektala beredningsformer. De orala beredningarna har dock en långsammare effekt då den aktiva substansen måste passera levern innan den når blodbanan. Vid rektala formuleringar absorberas läkemedlet snabbare, men då patienter ofta får anfall i publika miljöer, som i skolan, blir behandlingen svårhanterad både för patienten och för den som ger behandlingen.

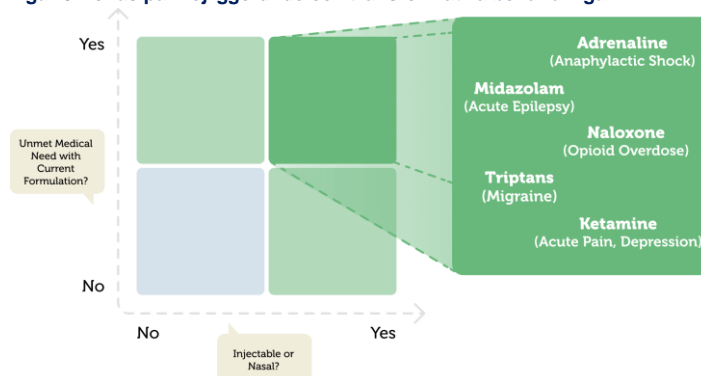
Vaccin kan potentiellt levereras genom bolagets alginatfilm. Under 2019 förvärvade bolaget det tyska WBC Drug Delivery Technologies. Efter förvärvet får bolaget rätt att använda en patentskyddad metod som möjliggör administration av större molekyler genom Klarias alginatfilm. Förvärvet möjliggör inte bara formuleringar som vaccin, utan även antiinfektiva medel och peptider. Klarias teknologi öppnar dörrar för exempelvis massvaccination, något som kan bli aktuellt med hänsyn till den pågående COVID-19 pandemin.

Huvudfokus: ersätta injektioner eller nässprayer

Strategi och affärsmodell

I början på 2020 kommunicerade Klaria implementeringen av en ny strategi som används för att välja ut vilka väletablerade aktiva substanser som ska utvecklas med Klarias alginatfilmteknologi. Huvudfokuset ska vara inom terapiområden där Klarias teknologi skapar maximalt värde. Därmed har man selekterat projekt som uppfyller två krav, nämligen att existerande behandlingar ges som injektion eller nässpray och att nuvarande behandlingsmetoder utgör betydande problem för patienter, vårdgivare och/eller de som finansierar vården.

Figur 6: Fokus på möjliggörande och transformativa behandlingar



Källa: Klaria

Genom den nya strategin kommer bolaget att fokusera på produktutveckling där de medicinska behoven är signifikanta och där Klarias transmukosala filmer kommer att kunna tillfredsställa dessa behov. Ambitionen med den nya strategin är att bolagets resurser allokeras till dit den medicinska och ekonomiska potentialen är störst.

Produktutveckling, registrering och tillverkning av en läkemedelsprodukt kan ske antingen i egen regi, genom utvecklingsarbeten eller genom licensavtal med partners.

Klarias egna projekt

Genom att driva utvalda produktprojekt hela vägen till marknadsgodkännande i Europa och USA kan bolaget bygga upp stora värden som kan realiseras i form av licens-/vidareutvecklingsavtal med en eller flera partners. I dagsläget tillämpas denna affärsmodell för sumatriptan, Klarias ledande kandidat inom migränrelaterad smärta.

Utvecklingssamarbeten

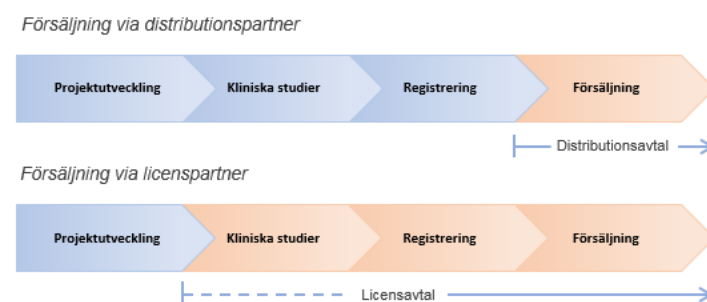
Genom utvecklingssamarbeten kan Klaria dra nytta av utökade utvecklingsresurser från en partner. Den delade risken i ett utvecklingsprojekt innebär att royaltynivån vid försäljning vanligtvis blir lägre än vid utveckling fullständigt i egen regi.

Utlicensiering

För de projekt som ligger utanför Klarias huvudsakliga fokusområden och/eller kräver betydande utveckling och finansiella resurser för att nå marknaden är utlicensiering ofta det mest lämpliga alternativet. Detta innebär att en extern partner tar över hela utvecklingsprojektet och därmed även finansieringen.

Beslut om varje projekts affärsmodell tas utifrån intäktspotential, regulatorisk komplexitet och kostnader för eventuella lokala studier. Försäljning till slutkund sker antingen genom produktförsäljning till valda partners eller genom licensiering. Bolagets strategi är att alla projekt i portföljen så snart som möjligt ska nå en fas då projekten kan utlicensieras till en partner. Klaria utvecklar produkter ämnade för den globala marknaden, men affärsmodellen ger utrymme för att anpassa läkemedelsprodukter efter den lokala marknadens specifika förutsättningar. Inom varje projekt bedriver bolaget produktutveckling, tillverkning och vidareutveckling av patentskydd för att maximera aktieägarvärdet.

Figur 7: Distributionspartner vs. licenspartner



Källa: Klaria/Västra Hamnen Corporate Finance

Fördelar jämfört med traditionell läkemedels-tillverkning

Vid utvecklingen av nya läkemedelsprodukter kombineras Klarias patenterade drug delivery-plattform med välbeprövade aktiva substanser. Detta medför stora fördelar för Klaria som bolag. De främsta fördelarna är en kortare tid till marknad, lägre utvecklingskostnader samt reducerad risk jämfört med traditionell läkemedelsutveckling. Eftersom molekylerna och deras effekter är välkända krävs endast en bioekvivalensstudie i syfte att visa hur mycket substans som levereras inom ett visst tidsintervall.

Figur 8: Klarias läkemedelsutveckling vs. traditionell läkemedelsutveckling

Klarias läkemedelsutveckling: ca 6-7 år



Traditionell läkemedelsutveckling: ca 12-13 år



Källa: Klaria/Västra Hamnen Corporate Finance

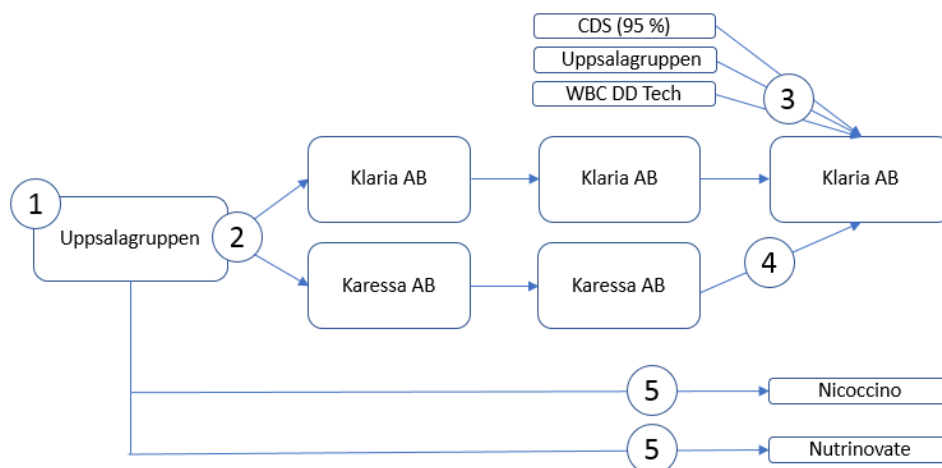
Bolaget och nyckelpersonerna

Fredrik Hübinette är uppfinnaren bakom den patenterade drug delivery-tekniken. Under 2004 testade Hübinette hundratals olika filmbindande polymerer innan han upptäckte den alginatbaserade filmen. Inom bolaget Uppsalagruppen skedde utveckling och formulering av olika varianter av läkemedel som kan levereras genom teknologiplattformen (se figur 5 nedan;(1).

Bolagen Klaria och Karessa bildades för att vidareutveckla läkemedelsprodukter med alginatfilmen. Klaria erhöll licensrättigheter för sumatriptan, adrenalin och cannabis. Karessa erhöll licensrättigheter för vardenafil och midazolam (2). Under 2019 meddelades att Klaria förvärvade Uppsalagruppen och blev därmed indirekt ägare till det patent som skyddar teknologiplattformen. Förvärvet innebar att Klaria nu har full frihet att utveckla olika läkemedelskandidater i framtiden. Som köpeskilling ska Klaria erlagga royaltybetalningar på framtida intäkter till de före detta ägarna av Uppsalagruppen. Avtalet är i linje med det royaltyavtal Klaria redan hade ingått i för sumatriptan, adrenalin och cannabis. Under samma period startade Klaria bolaget Cannabis Delivery Sciences (CDS) tillsammans med Scott de Mercado. Klarias ägarandel uppgår till 95 procent av CDS. Klaria förvärvade även det tyska utvecklingsbolaget WBC Drug Delivery Technologies för att möjliggöra leverans av större molekyler, exempelvis vaccin. Förvärvet finansierades genom att emittera nya aktier (3).

Under Q1 2020 slogs Klaria och Karessa samman. Då Klaria och Karessa använde sig av samma kontraktsutvecklare är synergier inom tillverkning uppenbara. Bolagen hade till stor del överlappande organisationer och genom sammanslagningen kommer bolaget få en tydligare, mer kostnadseffektiv och fokuserad organisation, inte minst genom samlade kompetenser (4). Nicoccino och Nutrinovate har erhållit en evig och royaltyfri licens av Uppsalagruppen att använda teknologiplattformen för att leverera nikotin respektive vitaminer genom alginatfilmer. Klaria har inga ägarandelar i dessa bolag och kommer således inte få ta del av framtida försäljningar som baseras på Klarias alginatfilm (5).

Figur 9: Historik över bolagsstrukturer



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Klaria har idag sju fastanställda medarbetare där samtliga utgår från huvudkontoret i Uppsala. Bland de fastanställda återfinns bolagets VD Jesper Wiklund samt Chief Scientific Officer (CSO) Scott Boyer. Dessutom finns en liten grupp anknutna medarbetare på konsultavtal, bland annat CFO, IR-ansvarig, Head of Manufacturing och Head of Clinical Operations. De två senare ansvarar även för koordinering av kontraktstillverkare respektive kontraktsforskningsbolag. De mest centrala nyckelpersonerna i bolaget presenteras närmare nedan.

VD Jesper Wiklund tillträdde under november 2019 och har bakom sig mer än 25 års erfarenhet från ledning av och investeringar i bioteknik och läkemedelsbolag. Innan Wiklund

kom till Klaria var han Europa-direktör för Oberland Capital, ett life science-fokuserat investmentbolag med bas i New York. Han har även varit VD för InDex Pharmaceuticals och haft ledande befattningar inom en handfull andra bolag inom sektorn.

CSO Scott Boyer är medgrundare till Klaria och var VD under åren 2015-2019. Han har tidigare haft ledande befattningar inom läkemedelsbolagen AstraZeneca och Pfizer. På AstraZeneca tjänstgjorde han bl.a. som Chief Scientist och som huvudansvarig för molekylär toxicologi inom hela gruppen, samt deltog i dess seniora management-team. På Pfizer axlade han rollen som Senior Research Scientist.

Marc Willuhn, Head of Chemistry, Manufacturing and Control, arbetar på konsultbasis för Klaria. Han har tidigare varit Vice President för forskning och utveckling på Fresenius Kabi och chef för dess innovations- och utvecklingscenter i Uppsala. Innan detta har han bl.a. varit direktör för processutveckling på Baxter Healthcare och arbetat med kemisk utveckling på Schering AG och Sigma-Aldrich.

Fredrik Hübinette, Ordförande och Senior Technical Advisor, är grundare till Klaria och uppfinnare av den patenterade drug delivery-plattformen. Hübinette var även grundare till Karesa Pharma och dess ordförande fram till fusionen med Klaria. Han är även ordförande i det First North-listade bolaget Nicoccino som använder en alginatfilm för administration av nikotinprodukter. Hübinette är utbildad kemist från Uppsala Universitet och har tidigare innehaft seniora roller inom produkt, marknad och försäljning på Orexo, Svenska H-gruppen och Wallac Sverige.

Ägare och finansiering

Lednings- och nyckelpersoner har ett betydande ägarintresse i Klaria. Ordföranden Fredrik Hübinette var vid årsskiftet näst största ägare med 11,7 procent av aktierna, VD Jesper Wiklund ägde vid samma tillfälle 3,8 procent samtidigt som CTO Scott Boyer hade 2,3 procent ägarandel. En stor del av bolagets aktier var vid årsskiftet registrerade på förvaltar-konton hos UBS Switzerland, vilka enligt bolaget var fördelade på flera ägare. Den största ägarposten tillhör investmentfonden Nerthus Investments Ltd.

Klaria öppnade en ny finansieringsrunda under april 2020 då det i första hand gjordes en riktad nyemission som tillförde 17 miljoner SEK i nytt eget kapital. Nerthus Investments var återigen den största investeraren och bidrog med 5 miljoner SEK. Ny storägare blev dessutom IT-entreprenören Tom Löfstedt som bidrog med 4 miljoner SEK. VD Jesper Wiklund ökade också sitt innehav genom den riktade emissionen. Under juli genomfördes en andra stängning inom samma finansieringsrunda då bolaget reste ytterligare 11,4 miljoner SEK genom en riktad nyemission. Tecknare i emission var ett konsortium av svenska och utländska investerare. Den största posten tecknades av MK Capital AB som kontrolleras av Masoud Khayyami, VD och huvudägare i Spectracure.

Tabell 2: Historik

2004:	Fredrik Hübinette genomför över 1200 empiriska tester med polymerer vilket leder till upptäckten av drug delivery-plattformen och grundar sedan Uppsalagruppen.
2006:	Patentansökan för den nyutvecklade drug delivery-plattformen lämnas in i 51 länder
2009:	Formulering och utveckling av olika varianter av produkter
2010:	Kliniska läkemedelsstudier förbereds av två produktvarianter En storskalig produktion av grundfilmen, utan aktiv substans, verifieras
2013:	Klaria Pharma Holding AB grundas och licensierar in från Uppsalagruppen teknologin bakom drug delivery-plattformen avseende terapiområdena smärttillstånd, opioidöverdos, cannabinoider samt akutbehandling av allergisk reaktion
2014:	Karessa Pharma Holding AB grundas och licensierar in från Uppsalagruppen teknologin bakom drug delivery-plattformen avseende terapiområdet erektil dysfunktion
2015:	Klarias aktier tas upp till handel på Nasdaq First North (numera Nasdaq First North Growth Market)
2018:	Klaria erhåller EU Horizon bidrag för utvecklingen av alginatfilmen med sumatriptan mot behandling av migrän Karessa utökar affärsstrategin till att omfatta fler typer av substanser, där det primära fokuset är midazolam mot akut epilepsi
2019:	Klaria förvärvar WBC Drug Delivery Technologies i syfte att möjliggöra förbättrade leveranser av stora molekyler Klaria grundar CDS Functional Film AB och allokerar cannabinoidutvecklingen i det nya dotterbolaget Klaria förvärvar Uppsalagruppen och blir därmed indirekt ägare till filmpatentet Jesper Wiklund tillträder som verkställande direktör
2020:	Fusionen mellan Klaria och Karessa slutförs Klaria genomför en finansieringsrunda och tar in 28 miljoner SEK i nytt eget kapital Klaria tecknar avtal med Chilam Enterprise för expansion inom den medicinska cannabissektorn

Stor marknadspotential för bolagets läkemedelsportfölj**Vad är marknadspotentialen?**

Samtliga av Klarias läkemedelsprojekt adresserar vanliga indikationer med stora marknadsmöjligheter globalt. De generika som utgör aktiv substans i varje projekt har etablerade användningsområden. Bara i ett enskilt fall, naloxon, avser Klaria att skapa ett nytt användningsområde för läkemedlet som knappt existerar i dagsläget, nämligen samutskrivning med opioider. Eftersom Klaria sannolikt inte kommer marknadsföra läkemedlen i egen regi finns det ännu ingen klar definition av vilka geografiska marknader som kommer adresseras. Det kommer förmodligen avgöras av de licenspartners som tecknar marknadsföringsavtal för respektive projekt. Vi anser det rimligt att de adresserbara marknaderna i alla fall inkluderar de s.k. traditionella läkemedelsmarknaderna Nordamerika, Europa, Japan och Sydkorea. Nedan följer en närmare beskrivning av marknaderna för bolagets projekt.

Hög samhällskostnad på grund av migrän**Sumatriptan**

Migrän är en av världens vanligaste sjukdomar – WHO räknar den som den tredje vanligast förekommande i världen. Det finns olika uppskattningar av prevalens men ett medeltal verkar ligga runt 14 procent av den vuxna befolkningen, där kvinnor drabbas oftare (17 procent) än män (8 procent). Risken att drabbas av migrän är allra högst under de yrkesaktiva åren av livet, vilket betyder hög sjukfrånvaro från arbetsplatser. Enligt ett diskussionspapper från European Brain Council uppgår den årliga samhällskostnaden för olika huvudvärkslidelser i Europa till över 100 miljarder EUR, där mer än 90 procent av kostnaden utgörs av produktivitetsbortfall.

Blandad effekt med receptfria läkemedel

Det finns en etablerad terapitrappa för patienter som diagnostiseras med migrän. I första instans testas vanliga receptfria värttabletter. Om dessa inte ger effekt kan man gå vidare till antiinflammatoriska smärtstillande läkemedel med verksamma ämnen som naproxen, diklofenak eller ketoprofen, vilka kan användas för en kortare tids behandling. Dessa är i regel receptfria och relativt billiga, men effekten kan variera.

Förebyggande migränläkemedel på ingång

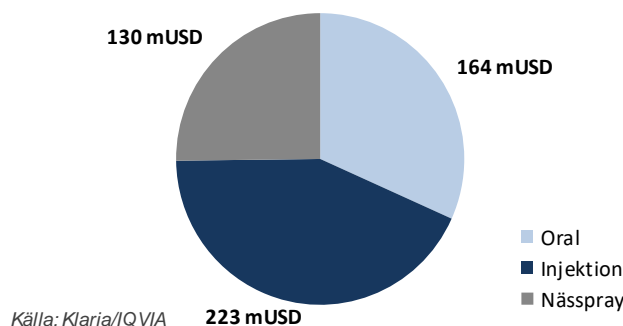
Nästa steg i trappan är migränspecifika läkemedel där triptaner är de dominerande. Den substans i triptanfamiljen som kom först på marknaden var sumatriptan, och det är fortsatt denna som förskrivs i störst omfattning. Triptaner används akut i en tidig fas av migränat-

tacken. Utöver detta har det börjat marknadsföras migränmedicin som ska verka förebyggande. Något som har fått stor uppmärksamhet på senare tid är de relativt nya CGRP-läkemedlen. CGRP är en förkortning för Calcitonin Gene-Related Peptide och levereras som injektionspennor som används för regelbunden behandling, antingen månadsvis eller kvartalsvis.

Olika analysfirmor uppger olika uppskattningar av den globala marknadsstorleken för migränläkemedel och de flesta ligger inom intervallet 2-5 miljarder USD i årsomsättning. Analysfirman GlobalData har uppskattat att den globala marknaden för migränmedicin kommer växa till 8,7 miljarder USD fram till 2026. I deras prognoser är det emellertid nya mediciner som CGRP som bidrar mest till den kraftiga uppgången.

Enligt analysfirman IQVIA säljs det i dagsläget sumatriptanprodukter för drygt 510 miljoner USD årligen i Nordamerika och Klarias målmarknader inom Europa. Av detta uppgår tablettmarknaden till runt 160 miljoner USD medan injektioner och nässpray står för runt 350 miljoner USD i årsomsättning. Trots denna fördelning är det tablettmarknaden som dominerar volymmässigt. Förklaringen är den stora skillnaden i prissättning. Generisk sumatriptan i tablettform kan kosta så lite som 5-6 SEK per dos medan en liknande dos som nässpray eller injektion kan kosta från 300 SEK och uppåt.

Figur 10: Marknadsfördelning, sumatriptanprodukter



Naloxon

Under 2018 skrevs 168 miljoner receptbelagda opioider ut i USA, på en befolkning om omkring 320 miljoner människor. Av dessa uppskattas det att omkring 20 till 30 procent av användarna kommer använda läkemedlet på ett ohälsosamt sätt och amerikanska HHS (Health and Human Services) rekommenderar samutskrivning av naloxon till omkring hälften av användarna, vilka anses utgöra en riskgrupp för opioidmissbruk. Trots HHS rekommendation om samutskrivning av naloxon tillsammans med opioider är förekomsten fortfarande väldigt låg. Detta kan bero på att den nuvarande behandlingsformen med naloxon är suboptimal då formuleringen är i form av en nässpray som otymplig att bära med sig. Här blir fördelarna med Klarias alginatfilm uppenbara; dels för att det är lättare för apotek och vårdenheter att distribuera filmen vilket förenklar samutskrivning, och dels för att det blir lättare för patienten att bära med sig en dos av naloxon.

Det nuvarande marknadsvärdet för naloxonläkemedel bedöms uppgå till cirka 1 miljard USD per år i USA. En nässpray med naloxon kostar idag runt 70–200 USD och en automatisk injektionsspruta har ett pris över 2 000 USD per dos. Naloxon med Klarias alginatfilm förväntas få ett mycket konkurrenskraftigt pris i jämförelse med dessa alternativ. Prisutvecklingen av naloxon i kombination med ett växande behov gör att bolaget förväntar sig en betydande efterfrågan när bolagets produkt når marknaden.

Bolaget förenklar samutskrivning av naloxon

Utöver den existerande marknaden för naloxon förväntar sig bolaget att utöka användningen av naloxon genom att möjliggöra en enklare samutskrivning. Då samutskrivning idag sker i mindre än 2 procent av fallen bedömer bolaget att det finns potential för betydande marknadsandelar i framtiden.

Adrenalin mot akut allergisk reaktion

Adrenalin/Epinefrin

Adrenalin används som läkemedel för att behandla anafylaxi, en akut allergisk reaktion som uppstår när kroppens immunförsvar överreagerar på ett ämne, exempelvis ett livsmedel, ett läkemedel eller ett insektsbett. Reaktionen uppstår oftast inom minuter efter att patienten har exponerats och kan vara livshotande om behandling inte ges i tid. Behandling med adrenalin ska helst ges direkt när de första symptomen märks och därför är det rekommenderat att personer som anses vara i riskzonen för anafylaxi alltid bär med sig en injektionspenna med adrenalin.

Det finns inga säkra uppgifter om hur många personer som ingår i riskgruppen. Enligt Wikipedia ligger livstidsprevalensen för akut allergisk chock inom intervallet 0,05 – 2 procent av befolkningen. Årligen drabbas mellan 4 och 100 personer per 100 000, vilket kan betyda upp till nästan 8 miljoner människor globalt. Trenden verkar dessutom vara ökande. I USA registreras årligen mellan 500 och 1000 dödsfall på grund av anafylaxi.

Den dominerande produkten för behandling är EpiPen, en s.k. autoinjektor injektionspenna som marknadsförs av Mylan. Mylans prisstrategi för EpiPen har varit mycket omdiskuterad, särskilt under 2016 då bolagets VD blev kallad till förhör av amerikanska Kongressen efter att priset per dos hade höjts till över 300 USD, en 500-procentig ökning sedan 2009. Mylan hade då cirka 90 procents marknadsandel. Sedan dess har det kommit flera generiska alternativ på marknaden och dospriset för generika ligger i storleksordningen 75 USD. Den samlade världsmarknaden för adrenalin/epinefrin-produkter uppskattas till cirka 2 miljarder USD av olika oberoende analysfirmor.

Cannabis

Cannabismarknaden växer för tillfället kraftigt som följd av den våg av legalisering som växt fram de senaste åren. Runt 30 länder har hittills legaliserat cannabis för medicinskt bruk och detsamma har 33 av USA:s delstater. Rekreativ användning har bara legaliserats i en handfull länder men i många länder har innehav för eget bruk avkriminaliserats. Analysfirman Arcview Group uppskattade marknaden för legal cannabis till 12,9 miljarder USD i 2018 och prognosticerar en ökning till 32 miljarder USD under 2022. Nordamerika utgör den klart dominerande marknaden med runt 90 procent av omsättningen.

Europa står för en mindre del av marknaden för medicinsk cannabis. Investmentbanken Bryan, Garnier & Co uppskattar att marknaden uppgår till mellan 230 och 280 miljoner EUR och att majoriteten av denna försäljning äger rum i Tyskland. Tyskland legaliserade cannabis för medicinskt bruk under 2017 och den tyska cannabismarknaden förväntas växa snabbt under de kommande åren. Europa genomgår regelverksmässiga förändringar och marknaden för medicinsk cannabis förväntas växa i takt med att flertalet europeiska länder legaliserar medicinsk cannabis.

Figur 11: Länder som legaliserat medicinsk cannabis



Källa: Wikipedia

Övriga projekt

Förutom de ovanstående projekten, finns det stora potentiella marknader även för de läkemedel som ligger längre bak i bolagets produktpipeline.

Marknaden för **ketamin** är svårdefinierbar eftersom substansen används för olika indikationer och marknadsförs av många olika tillverkare. De viktigaste marknaderna utgörs av nedsövning, smärtlindring och depression, men ketamin används också illegalt i rekreativt syfte och det finns en betydande svart marknad. Det är marknaden för ketamin som anestesiläkemedel som är mest intressant för Klarias vidkommande. Vi känner inte till någon uppskattning av den globala marknaden, men biotech-bolaget Hikma Pharmaceuticals har

uppgett med hänvisning till IQVIA/IMS Health att USA-marknaden för ketamin som injektion uppgick till 11 miljoner USD 2016.

Midazolam används också som bedövningsläkemedel, dock främst som ångestdämpande och lugnande till exempel inför operationer eller obehagliga läkarundersökningar. Även här saknas uppgifter om den globala marknadsstorleken. Marknaden i USA för midazolam som injektion har dock uppskattats till 56 miljoner USD årligen.

Hur är konkurrenssituationen?

Eftersom Klarias produkter adresserar indikationer där det redan finns etablerade läkemedel, kommer konkurrensen i första hand utgöras av alternativa beredningsformer av samma läkemedel. När det gäller **sumatriptan**, har Klaria uttryckligen positionerat sig mot leverantörer av läkemedlet som nässpray och/eller injektion. Bolag som är aktiva på denna marknad inkluderar GlaxoSmithKline och SUN Pharmaceutical.

Inom **naloxonmarknaden** är konkurrenssituationen betydligt mer oklar, eftersom Klaria tar sikte på att utveckla en delvis ny marknad för samutskrivning till användare av opioider. Samutskrivning utnyttjas bara i liten grad i dagsläget, möjligtvis för att det inte finns några kompakta och händiga beredningsformer på marknaden. Det betyder inte att Klaria kommer verka utan konkurrens, men produktformuleringen kommer oavsett utgöra en konkurrensfördel. Utmanarna kommer i första hand vara nässpray och i andra hand som resorbibla, tablettform och som injektionsvätska. Nässpray med naloxon marknadsförs av Mundipharma, DNE Pharma och Adapt Pharma.

Adrenalinmarknaden har däremot en desto tydligare konkurrentbild. Konkurrensen består i all väsentlighet av injektionspennor. Den sedan länge dominerande produkten är varumärket EpiPen från Mylan. Men sedan 2016 har det tillkommit generiska kopior från flera bolag, bland annat Impax Laboratories, Kaléo och Adamis Pharmaceuticals. Klarias film kommer ha tydliga konkurrensfördelar gentemot dessa i form av lägre tillverkningskostnader och en bekvämare administrationsform.

Även för **cannabismarknaden** finns en tydlig konkurrentbild och konkurrensen utgörs av olika leveranssätt för cannabis. Det är bland annat e-cigarett, oljor, kapslar och ätbara produkter samt rökning. Flera av dessa leveranssätt kommer dock med nackdelar, som att ätbara produkter tar lång tid att verka och att effekten är beroende av vad personen har ätit. Vid rökning tvingas användare inhalera hälsoskadlig rök ner i lungorna. Klarias alginatfilm med cannabis möjliggör en snabb och exakt dosering som undviker de nackdelar som rökning av cannabis medför.

Flera leverantörer av transmukosal oral film

Även om vi än så länge inte har identifierat andra bolag som utvecklar transmukosala filmer för leverans av samma läkemedel, är Klaria inte ensam om att tillämpa denna typ av drug delivery-plattform. En handfull bolag utnyttjar liknande plattformar för antingen egna produkter eller som stöd för utveckling av läkemedelsprodukter åt andra.

Aquestive Therapeutics (Nasdaq: AQST) har utvecklat en polymerfilm under varumärket PharmFilm® som klistras till slemhinnan i munhålan och levererar den aktiva ingrediensen genom slemhinnan. Plattformen utnyttjas till att utveckla egna produkter, bland annat mot sjukdomar som drabbar det centrala nervsystemet, men utveckling erbjuds också till andra bolag.

BioDelivery Sciences International (Nasdaq: BDSI) tillverkar BEMA (BioErodible MucoAdhesive) som är en tvåskiktad polymerfilm som fäster på slemhinnan i munhålan. Att filmen har två lager möjliggör en enkelriktad läkemedelsleverans, och ser till att inget av läkemedlet läcker tillbaka i munnen och blandas med saliven. BEMA används för att behandla cancerrelaterad smärta eller i situationer där den orala beredningen av ett läkemedel inte är möjlig eller praktisk att använda.

tesa (privat, DE) är en av världens ledande tillverkare av tejp med tekniska egenskaper. tesa förvärvade Labtec 2008 och blev ägare till en teknisk plattform som kombinerar kemiska polymerer med medicinska applikationsområden. I plattformen finns Mucofilm® som möjliggör en transmukosal leverans av läkemedel ut i blodströmmen. Mucofilm® är likt BEMA en tvåskiktsfilm och bolaget påstår sig kunna utsöndra läkemedel från filmen under 1 minut till flera timmar.

Tapemark (privat, US) är ett familjeägt bolag som utvecklar och tillverkar transdermala och topikala läkemedel samt orala filmer för läkemedelsleverans. Bolaget använder plattformen för orala filmer som stöd för läkemedelsutveckling åt kunder och har ingen egen läkemedelsutveckling inom applikationsområdet. Bolagets plattform används för leverans via munslemhinnan, som en tablett som upplöses i munnen samt som en film med flera skikt.

Vilka är Klarias unika fördelar?

I vår bedömning av styrkan och robustheten i Klarias värdeerbjudande ser vi ett antal fördelar som talar till bolagets fördel:

Transmukosal läkemedelsleverans har tydliga fördelar jämfört med övriga metoder inom läkemedelsleverans. Nedan jämförs bolagets alginatfilm med de beredningsformerna som bolaget ämnar ersätta med utvalda läkemedelsprodukter: oralt, nässpray och injektion.

Snabbare och mer kontrollerad än tablett

Vid *oral dosering* tar läkemedlet vägen igenom magen för att sedan tas upp av kroppen. En nackdel är att det finns läkemedel med varierande upptagningsförmåga beroende på vad patienten har ätit, vilket försvårar en exakt dosering. Med bolagets alginatfilm och transmukosal leverans möjliggörs en snabb och kontrollerad dosering av läkemedel. Bolagets leveransteknik minimerar därmed risken för en för hög dos när effekten tar lång tid, något som är vanligt vid cannabisanvändning. I fallet med migränläkemedlet sumatripan lider många patienter av illamående i samband med migränanfall, vilket utgör ytterligare ett problem vid orala beredningsformer då patienten riskerar att kasta upp innan läkemedlet har uppnått önskad effekt. Detta har resulterat i att en klar majoritet av migränpatienter är positiva till att testa nya läkemedelsprodukter.

Inexakt dosering med nässpray

Dosering med *nässpray* påstås många gånger uppnå transmukosal läkemedelsleverans, men i själva verket rinner läkemedlet ofta ner i matstrupen från näsan, varpå den sväljs och verkar från magen. Därmed uppstår samma problem som med en oral beredningsform. Många patienter anser även att bära med sig en nässpray som otympligt. Detta problem elimineras med bolagets tunna och lätta alginatfilm.

Injektionspennor är skrymmande, obehagliga och dyra

Injektion av läkemedel har fördelen att läkemedlet som injiceras nästan omedelbart tas upp av kroppen. Nackdelarna med en injektion är att behandlingsformen medför doseringssvårigheter. Injektionspennan uppfattas som otymplig att bära med sig och även obehaglig att använda. Läkemedel som injiceras har ofta en låg stabilitet vilket kräver förvaring under rätt förhållanden. Vidare är injektionspennor, likt den som används vid adrenalininjektioner, kostsamma och måste bytas ut vid jämna mellanrum. Detta innebär ytterligare påfrestningar för användare som använder injektion.

Enklare väg till marknaden

Lägre risk i läkemedelsstudier jämfört med traditionell läkemedelsutveckling. Bolaget använder sig endast av generiska läkemedel som har funnits länge på marknaden. Att dessa läkemedel redan har genomgått klinisk utveckling och erhållit marknadsgodkännande, förenklar bolagets produktutveckling. Därför behöver bolaget endast genomföra en bioekvivalensstudie där läkemedelsprodukten uppvisar minst lika god effekt som beredningsformen de jämförs emot. Detta resulterar i en snabbare, billigare och mindre riskfylld läkemedelsutveckling.

Kommersiell validering har uppnåtts genom att bolagets teknik används av Nutrinovate för leverans av vitaminer genom munslemhinnan utan omvägen genom magen. Att vitaminfilmerna säljs på många apotek och näthandlare i Sverige bekräftar att det finns ett intresse från konsumenter att använda sig av bolaget alginatfilmer för att få i sig aktiva substanser.

Teknisk validering genom partnerskapet med läkemedelsjätten Purdue Pharma. Bakom beslutet om ett partnerskap ligger ett gediget arbete från läkemedelsjättens sida. De utför omfattande due diligence och att bolaget har haft totalt två partnerskap med Purdue Pharma skänker trovärdighet till den teknik som återfinns i bolagets alginatfilm.

Patentskydd

Efter förvärvet av Uppsalagruppen äger Klaria en patentportfölj som skyddar teknologin som bolagets alginatfilm är baserad på. Klaria arbetar aktivt med att förstärka patentskyddet genom att patentera projektspecifika kombinationer av läkemedel med bolagets alginatfilm. För bolagets 3 ledande läkemedelskandidater sträcker sig patentskyddet till 2035 eller längre.

Vad kommer Klaria att tjäna?

För att uppskatta ett motiverat börsvärde för Klaria har vi arbetat fram ett finansiellt scenario som sträcker sig fram till och med 2035, året då majoriteten av bolagets patent börjar löpa ut. I värderingsmodellen har vi valt att fokusera på bolagets fyra längst gångna projekt; sumatriptan, naloxon, adrenalin och cannabis. Bolaget har flera andra lovande läkemedelsprodukter men vi inkluderar inte dessa i vår värderingsmodell i detta skede då de har betydligt längre väg till marknaden än de fyra ovan nämnda. Vi föredrar att hålla vår värderingsmodell konservativ med möjlighet för bolaget att överraska på den positiva sidan.

Vi fokuserar på bolagets fyra ledande kandidater

Sumatriptan når marknaden 2022

För **sumatriptan** antar vi att marknadsstorleken för nässpray och injektion uppgår till 3,5 miljarder SEK årligen och för tablettmarknaden omkring 1,5 miljarder SEK. Vi har räknat med att resultatet från bioekvivalensstudien blir färdigt under Q1 2021 och att ansökan om marknadsgodkännande i Europa och Nordamerika tar cirka 12 månader räknat från mitten av 2021. Vi förväntar oss att försäljningen av läkemedlet tar fart från och med Q3 2022. Vi har sedan modellerat en gradvis växande marknadspenetration där Klarias alginatfilm fram till 2028 erövrar 25 procent av den nuvarande marknaden för nässpray och injektion samt 5 procent av den nuvarande tablettmarknaden. Dessa marknadsandelar håller vi sedan konstanta under resten av prognosperioden.

Vi räknar med 12 procents royalt

När läkemedlet toppar marknadspenetrationen under 2028 visar vårt scenario en total produktförsäljning om 1 020 MSEK. Vi förväntar oss att bolaget går till marknaden genom partnerskap med en större marknadsorganisation. Vi har därför räknat med ett royaltyavtal som kommer ge bolaget 12 procent av den slutliga försäljningen. Detta kan anses konservativt då bolaget tagit läkemedelskandidaten genom hela utvecklingen på egen hand, men vi väljer att hålla våra antaganden återhållsamma tills vidare. Försäljningsscenariot för 2028 innebär således potentiella royaltyintäkter till Klaria om 122 MSEK. Eftersom det fortfarande finns risk kopplat till den kommande bioekvivalensstudien har vi dessutom riskjusterat de beräknade royaltyintäkterna med en faktor om 75 procent. I värderingsmodellen inkluderar vi därmed bara riskjusterade royaltyintäkter om 92 MSEK för 2028. Skulle bioekvivalensstudien lyckas, kommer vi kunna ta bort riskfaktorn och höja de förväntade intäkterna i scenariot med en tredjedel.

Naloxon kan samutskrivnas med 137 miljoner recept

För **naloxon** har bolaget kommunicerat att alginatfilmen ska riktas mot en ny marknad, som är samutskrivning tillsammans med receptbelagda opioider. Då denna marknad fortfarande är försumbar har vi försökt uppskatta en framtida marknadsstorlek. Vi har tagit utgångspunkt i att ungefär 170 miljoner receptbelagda opioider skrivs ut i USA varje år. För övriga utvecklade läkemedelsmarknader (Europa, Sydkorea och Japan) uppskattar vi att frekvensen av opioidrecept per invånare ligger på 25 procent av nivån i USA. Detta resulterar i 275 miljoner årliga recept i bolagets målmarknader. Bolaget uppskattar att hälften av dessa recept sker till patienter med viss risk för överdosering och att marknaden för samutskrivning i så fall uppgår till 137 miljoner recept årligen.

Naloxon börjar säljas 2024

Doseringsstudien inleds under Q3 2020 och den beräknas pågå under 12 månader. Därefter följer en bioekvivalensstudie på 18 månader och efteråt följer en tid för marknadsgodkännande som uppgår till 12 månader. Vi förväntar oss därmed att bolagets alginatfilm med naloxon börjar säljas på marknaden under 2024. Vi har modellerat att frekvensen av samutskrivning av naloxon tillsammans med opioider ökar gradvis för att från 2030 och framåt uppgå till 25 procent av opioidföreskrivningarna för den halva av opioidanvändare som anses utgöra en riskgrupp. Vi ser alltså framför oss att en åttondel av alla receptbelagda opioider kan komma att skrivas ut tillsammans med naloxon från 2030 och framåt.

Vi har modellerat att varje samutskrivning innehåller 2 doser naloxon och vi har räknat på en prissättning om 230 SEK per recept (2 doser). Det kan i så fall innebära en samlad potentiell produktförsäljning i storleksordningen 8,7 miljarder SEK på global basis när bolaget nått full marknadspenetration 2030. Eftersom Klaria troligtvis kommer försöka licensiera ut läkemedlet innan bioekvivalensstudien, förutsätter vi hälften så hög royaltysats (6 procent) jämfört med sumatriptan. I scenariot för 2030 innebär det potentiella royaltyintäkter om cirka 800 MSEK.

Vi riskjusterar för återstående utvecklingsrisk

Även här har vi dock valt att riskjustera förväntade intäkter för återstående utvecklingsrisk. Vi har riskjusterat med 65 procent för doseringsstudien och med 75 procent för bioekvivalensstudien, vilket i kombination betyder cirka 49 procent (0,65 x 0,75) sannolikhet att produkten når marknaden. Slutligen har vi riskjusterat för osäkerheten att samutskrivning av naloxon faktiskt utvecklas till en marknad med en riskfaktor om 30 procent. Efter att vi justerat för alla dessa riskfaktorer har vi i scenariot 2030 räknat in omkring 76 miljoner SEK i riskjusterade royaltyintäkter från naloxon.

Royaltyintäkter från adrenalin kan överstiga 300 MSEK

För läkemedelskandidaten **adrenalin** har vi utgått från en total marknadsstorlek om 2 miljarder USD, motsvarande 20 miljarder SEK. Utvecklingen av läkemedlet har inte kommit lika långt som sumatriptan och naloxon och vi ser framför oss att en alginatfilm med adrenalin kan nå marknaden under tidigt 2025. Härefter växer marknadspenetrationen gradvis tills en marknadsandel på 25 procent nås under 2031. Produktförsäljningen detta år kan i så fall uppgå till 5,6 miljarder SEK. Som med naloxon tror vi att bolaget ämnar hitta en partner som genomför bioekvivalensstudien och vi ser därför framför oss ett royaltyavtal om 6 procent. Potentiella royaltyintäkter i scenariot 2031 uppgår därmed till 337 miljoner SEK.

Även här har vi valt att riskjustera förväntade intäkter för osäkerhet kring läkemedelsutvecklingen. Vi har skattat sannolikheten att lyckas med doseringsstudie och bioekvivalensstudie till 25 respektive 75 procent. Anledning till att vi uppskattar en lägre sannolikhet för klinisk succé jämfört med övriga läkemedel är att läkemedelskandidaten måste visa bioekvivalens mot en injektionsbehandling. Då en injektion vanligtvis uppnår en snabb och kontrollerad effekt medför det utmaningar för alginatfilmen att kunna matcha dessa. Den kombinerade sannolikheten att nå marknaden blir därmed cirka 19 procent (0,25 x 0,75). I vårt ekonomiska scenario 2031 har vi således beräknat riskjusterade royaltyintäkter om 63 miljoner SEK.

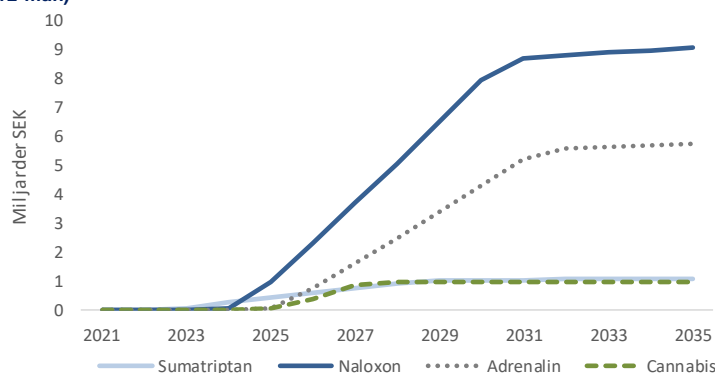
Marknaden för försäljning av **medicinsk cannabis** i Europa har vi antagit uppgår till 2 miljarder SEK i dagsläget. Med utgångspunkt i flertalet analyser har vi sedan modellerat en kraftig tillväxt av marknaden som når 20 miljarder SEK under mitten på 2026. I början på augusti tecknade Klaria ett licensavtal med Chilam Enterprise Ltd som ska sälja medicinsk cannabis formulerat i Klarias alginatfilmer, med ambitionen att starta försäljning i Europa under 2021. Vi har modellerat att Klaria erhåller royaltyintäkter på 7,5 procent av slutförsäljningen från och med slutet på 2021.

Chilam kommer rikta sin produkt mot egenvårdsmarknaden, vilket betyder att produkten kommer klassas som hälsokostpreparat och därmed inte behöva godkännas som läkemedel. Fördelen är att man kan nå marknaden snabbt men samtidigt ger man avkall på marknaden för cannabis som säljs på recept, vilken vi antar kommer utgöra majoriteten av marknaden för medicinsk cannabis. Därmed ser vi låga intäkter från denna affär under de kommande åren. Vi antar dock att Klaria kommer licensiera ut tekniken till andra aktörer som

kommer marknadsföra receptbelagda cannabisprodukter. Det kommer ta längre tid för dessa att gå genom alla steg med godkännande från läkemedelsmyndigheter och ersättningsystem samt marknadsföring mot läkarkåren. I vårt scenario har vi modellerat en gradvis marknadsetablering som växer till 5 procent av den europeiska marknaden fram till 2027, men riskjusterat intäkterna med 50 procent på grund av osäkerheten kring framtida licensavtal. Vidare äger Klaria 95 procent av CDS och vi har endast tagit hänsyn till de kassaflödena som går till Klaria. När försäljningen når sin topp har vi i modellen riskjusterade årliga royaltointäkter till Klaria i storleksordningen 21 miljoner SEK från försäljning av medicinsk cannabis.

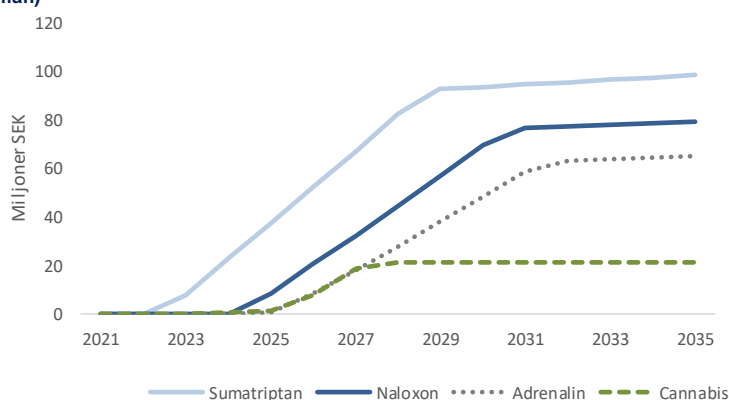
I figur 11 och 12 nedan illustreras Klarias distributörers potentiella toppförsäljning samt Klarias riskjusterade royaltointäkter per läkemedel.

Figur 12: Distributörers toppförsäljning per läkemedel (rullande 12-mån)



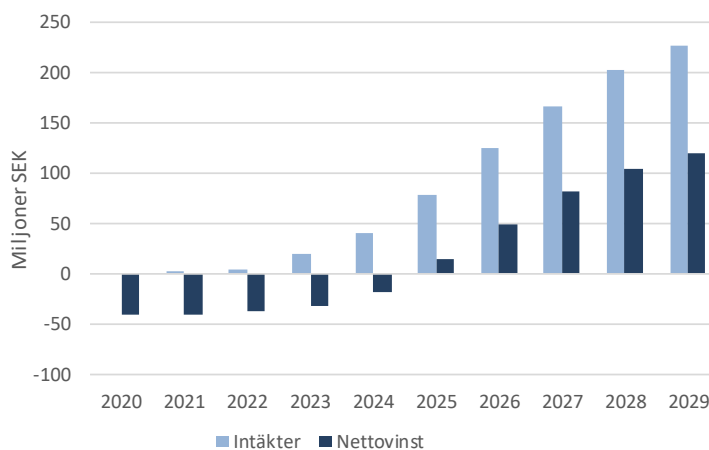
Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Figur 13: Riskjusterade royaltointäkter per läkemedel (rullande 12-mån)



Tack vare bolagets affärsmodell att gå till marknad genom licenstagare ser vi framför oss goda vinstmarginaler på sikt. När sumatriptan börjar generera intäkter dröjer det inte länge innan bolaget uppvisar svarta siffror på sista raden, något som vi tror inträffar under 2025. I takt med att bolaget får marknadsgodkännande för naloxon och adrenalin kommer vinstmarginalerna att kunna öka ytterligare.

Figur 14: Klarias royaltointäkter och nettovinster



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

När det gäller kostnadssidan i bolaget så har tonvikten legat på forsknings- och utvecklingskostnader. Framgent tror vi att kostnadshistoriken kommer att vara representativ och vi har modellerat kostnadsmixen i enlighet med föregående kvartal. Däremot har vi skalat upp utvecklingskostnaderna eftersom bolaget ska finansiera utvecklingsstudier med naloxon och adrenalin. Gällande sumatriptan har bolaget kostnadstäckning genom bidrag från EU:s Horizon 2020 program. Vi har även tagit höjd för att kostnader som uppkommer

i takt med att bolaget väljer att vidareutveckla övriga läkemedelskandidater, som midazolam, ketamin samt potentiella tillkommande kandidater. Administrationskostnader hålls relativt låga igenom prognosperioden då bolaget väljer att använda sig av tredjeparts läkemedelsutvecklare och tillverkare, vilket tillåter bolaget att operera med en slimmad och kostnadseffektiv personalstyrka. Försäljningskostnader hålls likaså nere genom att använda sig av partnerskap som ansvarar för försäljningen av läkemedlen. Vi har ändå låtit dessa kostnader öka gradvis allteftersom bolaget växer i storlek.

Bolaget har en balansräkning där immateriella tillgångar dominerar. Vid utgången av Q1 2020 uppgick de immateriella tillgångarna till omkring 109 miljoner SEK och vi ser framför oss att avskrivningen av tillgångarna kommer att belasta resultatet under prognosperioden. Bolaget har även ackumulerat skattemässiga underskott under flera år med förluster. I slutet på 2019 uppgick de ackumulerade underskotten till 72,6 miljoner SEK och detta underskott kan användas för att kvitta framtida skattemässiga vinster. Vi ser därför inte framför att bolaget kommer betala någon vinstskatt förrän år 2028.

Tabell 3: Resultaträkning i sammandrag

MSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	0,8	11,6	2,6	0,0	4,5	19,9	40,8
Administrationskostnader	(3,1)	(6,7)	(7,2)	(7,1)	(9,4)	(13,0)	(14,9)
Försäljningskostnader	(2,4)	(1,8)	(2,6)	(3,3)	(6,1)	(9,5)	(11,6)
Forsknings- och utvecklingskostnader	(13,0)	(13,6)	(19,7)	(20,2)	(17,8)	(21,7)	(24,9)
EBITDA	(17,7)	(10,5)	(26,9)	(30,6)	(28,8)	(24,2)	(10,5)
Av-/nedskrivningar	(9,6)	(10,4)	(11,9)	(9,7)	(8,7)	(7,9)	(7,1)
EBIT	(27,3)	(20,9)	(38,9)	(40,3)	(37,5)	(32,1)	(17,7)
Finansnetto	(0,0)	(1,4)	(1,9)	(0,6)	(0,1)	-	-
Skatt	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat	(27,3)	(22,3)	(40,8)	(40,8)	(37,7)	(32,1)	(17,7)

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Förväntad kassa: 27 MSEK vid utgången av Q3

Hur ser kassasituationen ut?

Vid utgången av Q2 hade Klaria en kassabehållning om 19,8 miljoner SEK. Under första kvartalet förstärktes kassan genom fusionen med Karessa, då likvider om 13 miljoner SEK följde med Karessa under sammanslagningen. Senare har bolaget genomfört kapitalanskaffningar om totalt 28 miljoner SEK varav en första riktad emission om 17,1 miljoner SEK inföll under Q2 och en andra om 11,4 miljoner SEK under Q3. Med kapitaltillskottet från de riktade emissionerna uppskattar vi att kassabehållningen kommer uppgå till omkring 27 miljoner SEK vid utgången av Q3.

Bolagets fria kassaflöde har varierat kring minus 4 miljoner SEK per kvartal, och i takt med att bolaget satsar på fler utvecklingsstudier anser vi det rimligt att det negativa kassaflödet kommer öka till minus 6-8 miljoner SEK per kvartal framgent. Då bolaget kommer generera royaltointäkter först under 2022 finns det ett kapitalbehov till det att bolaget når ett finansiellt självförsörjande stadium.

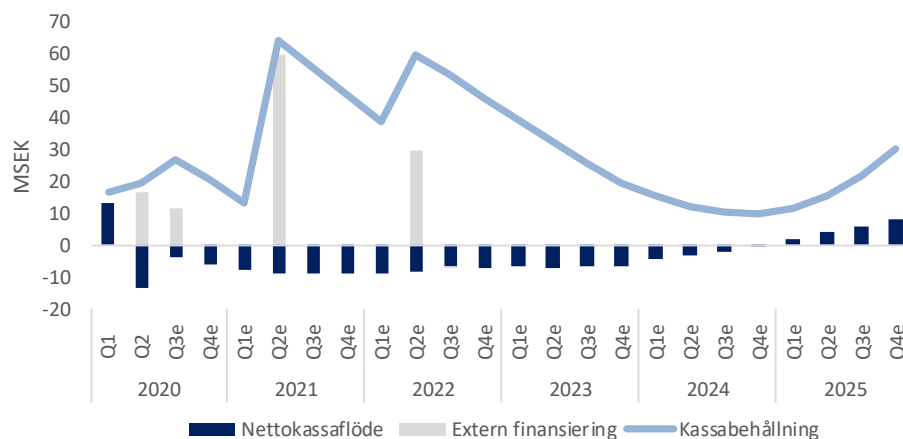
Detta kapitaltillskott behöver inte tillkomma enbart i form av nyemissioner, utan kan tillgodoses genom utlicensieringar av läkemedel. Bolaget har flera lovande läkemedelsprodukter under utveckling, och utlicensieringar skulle innebära inflöde av kapital i form av upfrontbetalningar och milstolpsbetalningar efterhand. I denna analys har vi lagt tonvikten på projektet sumatriptan, naloxon, adrenalin och cannabis, men det är viktigt att poängtera att läkemedel som ketamin, midazolam och olika vacciner kan resultera i partnerskap som inbringar kapital till bolaget i ett tidigt skede.

Framtida finansiering fortfarande oklar

Framgent ser vi ett kapitalbehov i storleksordningen 100 miljoner SEK tills bolaget börjar ge positiva fria kassaflöden 2025. Vi har modellerat finansiering om 60 miljoner SEK under 2021 och en ytterligare en finansiering om 40 miljoner SEK under 2022. Hur denna finansiering kommer ta form är svårt att svara på i nuläget. Resultatet från bioekvivalensstudien med sumatriptan kommer med stor sannolikhet kommuniceras innan Q2 2021. Vid ett

lyckat utfall av studien är en uppvärdering av bolaget rimlig att vänta vilket skulle möjliggöra mer gynnsamma möjligheter för finansiering genom en nyemission.

Figur 15: Kassaflöde och kassabehållning



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad är bolaget värt?

Vi använder två olika metoder för att värdera Klaria, en DCF-värdering med utgångspunkt i det finansiella scenariot vi beskrivit ovan, samt en peer-värdering. Slutligen listar vi några närliggande företagstransaktioner inom liknande områden som Klaria är verksam på för att ge en fingervisning om storleksordningen på belopp som betalas när ledande läkemedelsbolag köper utvecklingsbolag.

En central variabel för värdering av bolag med en DCF-modell är diskonteringsräntan (WACC). I fallet Klaria har vi valt att beräkna bolagsvärdet med två olika WACC-satser för att kunna uttrycka värderingen som ett rimligt intervall istället för ett punkttestimat. Vi har valt diskonteringsräntorna 12 respektive 14 procent. En faktor som talar för lägre WACC-nivåer är att vi i det ekonomiska scenariot redan har riskjusterat intäkterna, vilket fångar upp många av de risker som en hög WACC ska kompensera för. Dessutom noterar vi att bolaget har en track-record av att ingå i utvecklingssamarbeten med partners, och att läkemedelsprodukter utgör en icke-cyklisk produktgrupp. Å andra sidan måste vi väga in att bolaget fortfarande är litet och att det kommer ta lång tid tills bolaget är finansiellt självförsörjande. Det innebär högt beroende av nyckelpersoner och en betydande finansieringsrisk, vilket vi anser motiverar ett högt avkastningskrav.

Vi har modellerat bolagets kassaflöden explicit fram till 2035 då patenten börjar gå ut. För den efterkommande perioden har vi beräknat ett terminalvärde som baserar sig på en evig tillväxttakt om minus 5 procent. Detta grundar sig på tron att vinstmarginalerna kommer krympa gradvis när patenttiden tar slut. Sammantaget ger modellen ett motiverat bolagsvärde om 389,6 miljoner SEK med 14 procents WACC och 495,7 miljoner SEK med 12 procents WACC.

DCF-modellen motiverar 8,40 – 10,60 SEK per aktie

För att gå från bolagsvärde till börsvärde justerar vi för bolagets nettokassa (likvida medel minus räntebärande skulder). Nettokassan uppskattas att uppgå till 17,1 miljoner SEK vid utgången av Q3. Då landar vi på ett motiverat börsvärde om 406,6 miljoner SEK med 14 procents WACC och 512,7 miljoner SEK med 12 procents WACC. **Detta motsvarar en motiverad kurs per aktie om 8,40 respektive 10,60 SEK.**

Tabell 4: DCF-modellantaganden

MSEK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	2,6	0,0	4,5	19,9	40,8	77,9	124,8	167,4
EBIT	(38,9)	(40,3)	(37,5)	(32,1)	(17,7)	17,4	63,0	102,5
EBIT margin	neg	neg	neg	neg	neg	22,3%	50,5%	61,2%
Justerad skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
NOPLAT (= EBIT - skatt)	(38,9)	(40,3)	(37,5)	(32,1)	(17,7)	17,4	63,0	102,5
Av-/nedskrivning	11,9	9,7	8,7	7,9	7,1	6,4	5,8	5,3
Capex + rörelsekapital	5,2	(2,5)	(2,0)	(2,5)	0,8	0,2	0,3	0,7
Fritt kassaflöde	(21,7)	(33,1)	(30,8)	(26,7)	(9,7)	24,0	69,1	108,5

DCF (MSEK)

WACC	14,0%	12,0%
Bolagsvärde (EV)	389,6	495,7
Nettokassa	17,1	17,1
Optionsvärde	-	-
Motiverat börsvärde	406,6	512,7
Utstående aktier (M)	48,23	48,23

Värde per aktie (SEK) 8,40 10,60

Känslighetsanalys (värde per aktie, SEK)

Evig tillväxttakt	WACC			
	16%	14%	12%	10%
(10,0%)	6,40	7,90	9,80	12,40
(7,5%)	6,60	8,10	10,20	12,90
(5,0%)	6,80	8,40	10,60	13,60
(2,5%)	7,00	8,80	11,20	14,60
0,0%	7,30	9,30	12,10	16,20

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vi har även värderat Klaria utifrån prissättningen av jämförbara bolag, en så kallad peer-värdering. Vi har valt att jämföra på basis av försäljnings- och vinstestimater för Klaria för år 2026 då detta är första året som sumatriptan, naloxon, adrenalin och cannabis säljs på marknaden samt att bolaget uppnått lönsamhet. Detta ger mer representativa siffror att använda som underlag till peer-värderingen samt att den framåtblickande peer-värderingen fungerar som en kvalitetskontroll för våra antaganden i DCF-modellen.

För att screena fram bra jämförelsebolag till Klaria har vi sorterat ut bolag som är baserade i Nordamerika eller Västeuropa, som är aktiva inom läkemedel eller bioteknik och som har ett EBITDA-resultat mellan 50 och 150 miljoner SEK. Filtringen på EBITDA-resultatet grundar sig på att vi anser detta vara en rimlig nivå för Klaria 2026. Filtringen resulterade i 5 jämförbara bolag som är listade i tabell 5 nedan.

Peer-värdering indikerar 6,80 – 16,60 SEK per aktie

Under 2026 ser vi för oss att Klaria omsätter 124,8 miljoner SEK med EBITDA om 68,8 miljoner SEK och en nettovinst om 39,7 miljoner SEK efter normaliserad skatt. Det är mycket stora skillnader mellan de olika peer-bolagen vad gäller multipel-värdering. Vi har tagit medianvärdet av bolagens multiplar och applicerat på Klarias prognosticerade estimat för år 2026 och sedan diskonterat till nuvärde med två olika diskonteringsräntor som i DCF-modellen. **Peer-analysen visar ett motiverat spann för aktiens värde om 15,00 – 16,60 SEK baserat på P/E och 6,80 – 7,50 SEK baserat på EV/EBITDA.** Den stora skillnaden beroende på vilket nyckeltal man utgår från talar för att resultaten ska tolkas med försiktighet.

Tabell 5: Peer-analys

MSEK	Börsvärde	Nettovinst		P/E	Bolagsvärde	EBITDA	Omsättning	Bolagsvärde /EBITDA	Bolagsvärde /omsättning
		T12M							
Klaria	365,6	(22,5)	-	143,1	(18,4)	4,2	-	33,9x	
BioArctic AB Class B (SE)	6 297,9	88,5	94,5	7 271,5	118,5	281,8	61,4x	25,8x	
Opiant Pharmaceuticals, Inc. (US)	318,0	109,7	6,6x	437,4	105,5	383,3	4,1x	1,2x	
Eurobio-Scientific SA (FR)	1 465,3	33,4	16,2x	677,0	103,5	625,5	6,6x	1,1x	
Akcea Therapeutics, Inc. (US)	16 405,2	258,1	59,2x	10 931,3	56,2	4 621,9	193,8x	2,4x	
Vita 34 AG (DE)	546,4	14,3	38,7x	531,2	55,5	214,4	9,7x	2,5x	
Medianvärde			38,7x				9,7x		
Klaria 2026e (just för normaliserad skatt)		39,7			68,8	124,8			

Motiverat värde per aktie, SEK

15,00- 16,60

6,80- 7,50

Källa: Factset, Västra Hamnen Corporate Finance

Det har gjorts flera förvärv under de senaste åren inom de terapiområden som Klaria är verksamt på. Dessa företagstransaktioner kan ge en fingervisning om storleksordningen på beloppen som betalas när ledande läkemedelsbolag köper utvecklingsbolag.

Tabell 6: Företagstransaktioner

Tid	Köpare	Target	Produkt	Köpesumma
Jul 2019	Zambon	Breath Therapeutics	Läkemedelsleverans med inhalator	557,1 mUSD
Feb 2019	Highbridge	Pernix Therapeutics	Behandling av bl.a. migrän	303,0 mUSD
Aug 2018	Ligand Holdings	Vernalis Plc	Behandling av bl.a. migrän	42,1 mUSD
Oct 2017	Impax Laboratories	Armeal Pharmaceuticals	Tillverkare av bl.a. naloxon	4 628,4 mUSD

Källa: Factset

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.

Immateriella tillgångar dominerar balansräkningen

Det första man ska vara uppmärksam på med Klaria är de relativt stora immateriella tillgångarna som finns i balansräkningen, och som i årsredovisningen 2019 var uppfört till 96,7 miljoner SEK av en balansomslutning om 101,7 miljoner SEK. Det egna kapitalet uppgick vid samma tillfälle till 82,1 miljoner SEK. Tillgångarna härrör nästan uteslutande från Klaria Holding AB:s förvärv av Klaria AB under 2015. Klaria AB förvärvades från Uppsalagruppen och hade vid förvärvstillfället ingen verksamhet, men ägde en nyttjanderätt i form av ett licensavtal till Uppsalagruppens patenterade orala film i kombination med vissa aktiva substanser inom terapiområdena migrän och cancersmärta. Vi uppskattar att nyttjanderätten efter avskrivningar värderas till cirka 87 miljoner SEK i dagsläget. Detta restvärde ska skrivas av fram till patentets utgång 2029, och kommer således bidra till minskade nettoresultat under perioden. I det tillfälle att Klaria någon gång skulle ge upp att kommersialisera produkter på de nämnda terapiområdena finns risk att hela nyttjanderätten måste skrivas ner till noll vilket skulle innebära ett hårt slag mot det egna kapitalet i bolaget.

Åtagande att betala licensavgifter

En annan faktor att vara klar över är att Klaria sedan förvärvet av Uppsalagruppen har ett åtagande att betala licensavgifter till de före detta ägarna av Uppsalagruppen. Vid förvärvet blev Klaria ägare till grundpatentet bakom alginatfilmen och som köpeskilling avtalades det att säljaren under en tjuugoårsperiod skulle ha rätt till att erhålla mellan 1,2 och 4 procent av Klarias licensintäkter eller övriga intäkter relaterade till patentet. Detta var ungefär i linje med de licensavgifter Klaria skulle betala till Uppsalagruppen ifall förvärvet inte hade ägt rum. I vår modell har vi antagit ett worst case och modellerat den maximala royaltysatsen 4 procent vilket vi har inkluderat i posten Försäljningskostnader.

Lägre utvecklingsrisk än traditionell läkemedelsutveckling

Vad kan gå fel?

Som med alla utvecklingsprojekt inom life science är den främsta risken kopplat till själva läkemedelsutvecklingen, dvs. huruvida man kan demonstrera att produkten ger den önskade effekten utan oacceptabla bieffekter. I Klarias fall är risken lägre än inom traditionell bioteknik eftersom bolaget inte arbetar med nya aktiva substanser. De generiska molekylerna är således etablerade och väl förstådda. För Klaria handlar det om att bevisa att deras beredningsform är jämgod med de befintliga beredningsformerna för samma aktiva substans. Även om risken är lägre, finns det fortfarande osäkerhet om huruvida de kliniska prövningarna ger ett dataunderlag som är tillräckligt robust för att säkra marknadsgodkännande och utlicensiering.

Bolagets alginatfilm för behandling av migrän baseras på triptaner och används vid akuta migränanfall. Triptaner är kända för att ha en varierande effekt och läkemedlet fungerar inte för alla som tar det. Det pågår därför omfattande forskning för att utveckla förebyggande behandlingar mot migrän. Om det lanseras en lyckad behandlingsmetod med förebyggande effekt mot migrän kommer marknadspotentialen för akuta behandling av migrän påverkas negativt.

I fallet naloxon finns en ytterligare risk kopplat till etableringen av en i princip ny marknad. Användning av naloxon som oral film är sannolikt mest aktuell som samutskrivet preparat till användare av opioidläkemedel. Eftersom sådan samutskrivning sällan förekommer idag, krävs det ett betydande marknadsförings- och lobbyarbete för att etablera samutskrivning som praxis. Det finns en väsentlig risk att en sådan praxis tar lång tid att etablera eller kanske aldrig realiserar.

Patenten gäller alginatfilmer och täcker inte andra orala filmer

Klaria har skyddat sin innovation genom patent, både vad gäller alginatfilmen och filmen i kombination med en lång rad läkemedel. Patenten är emellertid baserade på den exakta kemiska formuleringen av filmen. Om någon annan aktör lyckas formulera en annan oral film, som fäster lika bra i munhålan och distribuerar den aktiva substansen lika bra genom slemhinnan, finns inget hinder för att de kan producera orala filmer med samma generiska läkemedel och därmed gå i direkt konkurrens mot Klaria. Detta skulle kunna påverka både förväntade omsättningsvolymerna och royaltyintäkter till Klaria.

Eftersom Klaria själva inte har för avsikt att driva marknadsföring i egen regi, uppstår beroende av annan part för att nå marknaden. I de projekt där man eventuellt ingår utvecklings-samarbete eller licensierar ut projektet innan den kliniska utvecklingen är slutförd, uppstår beroende av annan part även under utvecklingstiden. Riskerna är dels att eventuella motparter inte fullföljer sina åtaganden i utvecklingsarbetet och dels att det kan vara utmanande att hitta samarbetspartners för de enskilda projekten. Om den pågående coronakrisen leder till en långdragen lågkonjunktur, ökar risken att stora aktörer på life science-marknaden undviker att ingå avtal som förpliktigar dem till finansiella åtaganden.

Som alla mindre bolag är Klaria beroende av ett litet antal nyckelpersoner. De är dessutom beroende av att finansiering finns för att driva bolaget fram tills det genererar egna medel för den dagliga driften av verksamheten. Eftersom intäkterna till största delen ligger flera år fram i tiden, är bolaget beroende av att kunna resa finansiering antingen genom nytt eget kapital, lånat kapital eller licensavtal som ger access till tidiga milstolps- eller uppföringsbetalningar.

Viktiga händelser framöver

Startsignal för sumatriptanstudie under innevarande år

Vi ser framför oss att det kommande året kan bjuda på en rad händelser som kan få betydelse för värderingen av Klarias aktier. Det närmast kommande blir förmodligen besked om att bolaget fått godkännande att starta registreringsstudien på sumatriptan. Ansökan har skickats till FDA och Läkemedelsverket och vi räknar med att bolaget kommer pressmeddela under innevarande kvartal ifall planerna godkänts och själva prövningarna kan ta vid. Därefter väntar vi besked under Q4 om att de första försökspersonerna har tagits in i studien. Eftersom hela studien beräknas ta åtta veckor borde även besked om sista patient kunna lämnas innan slutet av året. Besked om utfallet borde därefter kunna lämnas under Q1 nästa år.

Licensavtal under H1 2022?

Efter att studien slutförts kommer Klaria lämna in ansökan om marknadsgodkännande i Europa och USA. Bolaget anser att dessa borde kunna lämnas in runt mitten av 2021 och att utfallet ska vara klart vid mitten av 2022. Parallellt med handläggningen av marknadsansökan kommer bolaget arbeta med att hitta en licenspartner för marknadsföring av sumatriptanfilmen. Ett möjligt scenario är därmed att Klaria kan annonsera ett licensavtal under ansökningsperioden, sannolikt under den senare halvan som faller i H1 2022.

Doseringsstudie för naloxon klar att starta

Den 1 juli annonserade bolaget att de kliniska studierna med naloxon inleds med en doseringsstudie. Eftersom en doseringsstudie beräknas ta ungefär 9 till 12 månader förväntar vi oss att resultatet från studien kan annonseras runt sommaren 2021.

Vad gäller övriga projekt ser vi goda möjligheter till nya besked kring framdriften av i första hand adrenalin och cannabis. Efter meddelandet i början av september att adrenalin går in i klinisk fas kommer vi hålla utkik efter nyheter om när och hur doseringsstudien kommer genomföras. Efter att dotterbolaget CDS tecknade ett licensavtal kring cannabis i somras

har vi också höjt beredskapen för nyheter kring detta projekt. En möjlighet är att bolaget söker ytterligare licensavtal för andra geografier och med andra motparter. En annan är att Klaria utforskar möjligheten att avyttra dotterbolaget eftersom det ligger i utkanten av den uttalade strategin. Eftersom verksamheten är organiserad som ett dotterbolag borde det vara relativt oproblematiskt att avyttra eller spinna ut i någon form om det finns intresserade köpare.

Finansiell kalender

26 november 2020	Delårsrapport Q3 2020
29 januari 2021	Bokslutskommuniké 2020
12 februari 2021	Årsredovisning 2020
5 mars 2021	Årsstämma 2021
21 maj 2021	Delårsrapport Q1 2021

Resultaträkning - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	-	4 223	-	4	4 529	19 933	40 815	77 919
Övriga rörelseintäkter	822	7 362	2 579	-	-	-	-	-
Summa intäkter	822	11 585	2 579	4	4 529	19 933	40 815	77 919
Administrationskostnader	(3 065)	(6 653)	(7 174)	(7 139)	(9 435)	(13 005)	(14 918)	(15 300)
Försäljningskostnader	(2 430)	(1 816)	(2 595)	(3 264)	(6 097)	(9 467)	(11 578)	(13 317)
Forsknings- och utvecklingskost	(13 041)	(13 616)	(19 732)	(20 197)	(17 799)	(21 675)	(24 863)	(25 500)
EBITDA	(17 714)	(10 500)	(26 922)	(30 596)	(28 802)	(24 214)	(10 543)	23 803
Av- och nedskrivningar	(9 579)	(10 439)	(11 933)	(9 673)	(8 741)	(7 898)	(7 137)	(6 449)
EBIT	(27 293)	(20 939)	(38 855)	(40 270)	(37 543)	(32 112)	(17 680)	17 353
Finansnetto	(13)	(1 400)	(1 906)	(573)	(132)	-	-	-
EBT	(27 306)	(22 339)	(40 761)	(40 842)	(37 674)	(32 112)	(17 680)	17 353
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	(3 575)
Periodens resultat	(27 306)	(22 339)	(40 761)	(40 842)	(37 674)	(32 112)	(17 680)	13 778
Vinst per aktie (SEK)	(0,89)	(0,71)	(0,93)	(0,77)	(0,65)	(0,54)	(0,30)	0,23
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	na	na	na	na	119505,6%	340,1%	104,8%	90,9%
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 nettoomsättning (%)								
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	30,5%
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	22,3%
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	22,3%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	17,7%
Totala rörelsekostnader	neg	523,0%	neg	808093,0%	735,9%	221,5%	125,8%	69,5%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	16,5%
ROIC	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	25,8%
ROCE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	16,5%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varulager	1 598	1 266	5 868	5 869	6 929	8 998	10 172	10 508
Kundfordringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Kassa och bank	7 959	2 917	20 879	47 194	46 141	19 446	9 741	30 209
Summa omsättningstillg.	9 557	4 183	26 747	53 063	53 070	28 444	19 913	40 717
Materiella tillgångar	68	41	44	36	29	24	19	16
Immateriella tillgångar	96 630	96 740	100 351	90 686	81 952	74 059	66 926	60 480
Finansiella tillgångar	-	763	509	509	509	509	509	509
Summa anläggningstillg.	96 698	97 544	100 904	91 231	82 490	74 592	67 454	61 005
Summa tillgångar	106 255	101 727	127 651	144 294	135 560	103 036	87 367	101 722
Kortfristiga rörelseskulder	11 555	9 487	19 282	16 767	15 838	15 426	17 438	18 014
Övriga kortfristiga skulder	-	10 000	10 000	10 000	-	-	-	-
Summa kortfristiga sk.	11 555	19 487	29 282	26 767	15 838	15 426	17 438	18 014
Långfristiga skulder kreditinst.	-	130	130	130	-	-	-	-
Avsättningar	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa eget kapital	94 700	82 110	98 239	117 396	119 722	87 610	69 930	83 708
Summa skulder & EK	106 255	101 727	127 651	144 294	135 560	103 036	87 367	101 722

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Löpande verksamheten	(17 727)	(12 403)	(28 828)	(31 169)	(28 934)	(24 214)	(10 543)	20 228
Förändring i rörelsekapital	8 588	(2 393)	5 534	(2 515)	(1 990)	(2 482)	838	240
Investeringsverksamheten	-	387	13 084	-	-	-	-	-
Finansieringsverksamheten	-	9 367	28 172	60 000	29 870	-	-	-
Periodens kassaflöde	(9 139)	(5 042)	17 961	26 316	(1 053)	(26 695)	(9 705)	20 468
Ingående balans	17 098	7 959	2 917	20 879	47 194	46 141	19 446	9 741
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	7 959	2 917	20 879	47 194	46 141	19 446	9 741	30 209

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Resultaträkning - kvartalsvis data

kSEK	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020e	Q4 2020e	Q1 2021e	Q2 2021e
Nettoomsättning	91	184	-	-	-	-	-	-
Övriga rörelseintäkter								
Summa intäkter	91	184	-	-	-	-	-	-
Administrationskostnader	(1 697)	(888)	(3 310)	(592)	(1 487)	(1 785)	(1 785)	(1 785)
Försäljningskostnader	(381)	(252)	(457)	(642)	(680)	(816)	(816)	(816)
Forsknings- och utvecklingskostnader	(2 923)	(6 681)	(4 601)	(5 874)	(4 208)	(5 049)	(5 049)	(5 049)
EBITDA	(4 910)	(7 637)	(8 368)	(7 108)	(6 375)	(7 650)	(7 650)	(7 650)
Av- och nedskrivningar	(2 472)	(2 981)	(3 358)	(3 358)	(2 642)	(2 575)	(2 511)	(2 448)
EBIT	(7 382)	(10 618)	(11 726)	(10 466)	(9 017)	(10 225)	(10 161)	(10 098)
Finansnetto	(170)	(1 172)	(775)	(751)	(190)	(190)	(190)	(128)
EBT	(7 552)	(11 790)	(12 501)	(11 217)	(9 207)	(10 416)	(10 351)	(10 226)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(7 552)	(11 790)	(12 501)	(11 217)	(9 207)	(10 416)	(10 351)	(10 226)
Vinst per aktie (SEK)	(0,22)	(0,16)	(0,28)	(0,24)	(0,19)	(0,22)	(0,21)	(0,19)
Y/Y Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	na	102,2%	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 nettoomsättning (%)								
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
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Totala rörelsekostnader	5495,6%	4250,5%	neg	neg	neg	neg	neg	neg
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- kvartalsvisdata

kSEK	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020e	Q4 2020e	Q1 2021e	Q2 2021e
Varulager	1 218	1 266	1 763	2 379	4 890	5 868	5 868	5 868
Kundfordringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Kassa och bank	8 890	2 917	16 443	19 789	27 182	20 879	13 038	64 422
Summa omsättningstillg.	10 108	4 183	18 206	22 168	32 072	26 747	18 907	70 291
Materiella tillgångar	48	41	61	49	47	44	42	40
Immateriella tillgångar	99 104	96 740	108 782	105 563	102 924	100 351	97 842	95 396
Finansiella tillgångar	890	763	636	509	509	509	509	509
Summa anläggningstillg.	100 042	97 544	109 479	106 121	103 479	100 904	98 393	95 945
Summa tillgångar	110 150	101 727	127 685	128 289	135 552	127 651	117 300	166 236
Kortfristiga rörelseskulder	11 932	9 487	18 097	11 698	16 767	19 282	19 282	18 444
Övriga kortfristiga skulder	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000	10 000
Summa kortfristiga sk.	21 932	19 487	28 097	21 698	26 767	29 282	29 282	28 444
Långfristiga skulder kreditinst.	767	130	130	130	130	130	130	130
Avsättningar	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa eget kapital	87 451	82 110	99 458	106 461	108 654	98 239	87 888	137 662
Summa skulder & EK	110 150	101 727	127 685	128 289	135 551	127 651	117 300	166 236

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

kSEK	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020e	Q4 2020e	Q1 2021e	Q2 2021e
Löpande verksamheten	(4 641)	(2 314)	(7 671)	(6 752)	(6 565)	(7 840)	(7 840)	(7 778)
Förändring i rörelsekapital	(904)	(3 413)	8 113	(6 674)	2 558	1 537	-	(838)
Investeringsverksamheten	(0)	387	13 084	-	-	-	-	-
Finansieringsverksamheten	-	(633)	-	16 772	11 400	-	-	60 000
Periodens kassaflöde	(5 545)	(5 973)	13 526	3 346	7 393	(6 303)	(7 840)	51 384
Ingående balans	14 435	8 890	2 917	16 443	19 789	27 182	20 879	13 038
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	8 890	2 917	16 443	19 789	27 182	20 879	13 038	64 422

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. Bolagets genomgång kan ha lett till förändringar i innehållet. 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.

Västra Hamnen Corporate Finance AB
Jungmansgatan 12, 211 11 Malmö, Sweden
Bredgade 30, 1260 Copenhagen, Denmark
+46 40 200 250
info@vhcorp.se
www.vhcorp.se

