

## ÖVERSIKT



Läkemedelsbolaget Orexo AB:s främsta produkt Zubsolv går in i 2018 med de starkaste prissubventionerna i läkemedlets historia, vilket väntas öka Zubsolvs marknadsandel. En patentvist hotar Zubsolvs långsiktiga patentskydd, där en förlust väntas medföra hårdare konkurrens, vilket utgör en stor risk. I ett Base scenario där ett positivt och negativt utfall i tvisten vägs jämnt, ges en potentiell uppsida om 33,3 %.

**Orexo AB** ("Orexo" eller "Bolaget") är ett specialisläkemedelsbolag som utvecklar och kommersialiserar läkemedelslösningar. Bolaget fokuserar på att utveckla nya "drug delivery-lösningar" för kända substanser. 76,6 % av Bolagets omsättning kom 2017A från läkemedlet Zubsolv, som används vid användning av opioidberoende.

**Opioidkris i USA baddar för en stark marknad framgent, där behandlingskapaciteten väntas öka.** Under 2016 dog 116 personer om dagen genom överdosering av opioider i USA.<sup>1</sup> Vidare uppskattas cirka 10 miljoner människor i USA lida av opioidberoende, medan bara en av tio beräknas få behandling för beroendet.<sup>2,3</sup> Som svar på detta växte marknaden för behandling av opioidberoende under 2017A med ca 10,7 %. Tillväxten drevs främst av betalarsegmentet *Public*, där stat och delstat subventionerar vård för invånare som inte kan betala för privata sjukförsäkringar, i segmentet uppgick tillväxten under 2017A till 20,8 %. Den amerikanska regeringen tog 2016 ett beslut om att utöka patienttaket från 100 till 275 patienter per läkare, med kravet att läkaren måste licensieras. Den ökade kapaciteten i behandlingsskåren, samt ökade priser förväntas framgent leda till att marknaden för behandling av opioidberoende fortsätter växa, men i en något lägre takt än tidigare om 9,0 % CAGR till 2021E.

**Förbättrade prissubventioner väntas stärka Bolagets tillväxt och leda till en högre marknadsandel om 6,7 % 2019E.** Från och med 2018 utökas Zubsolvs prissubventioner där 43 % av patienterna inom *Public* och 96 % av patienterna inom *Private* numera täcks, detta från nivåer om 28 % respektive 79 % under 2017A. Orexos ledning menar att prissubventioner är den viktigaste drivkraften bakom tillväxt och ökade marknadsandelar i USA. Genom ökningarna av prissubventionen förväntas Orexo kunna ta en större del av marknadstillväxten framgent, vilket i ett Base scenario väntas leda till att Bolagets marknadsandel ökar till 6,2 % 2018E och 6,7 % 2019E från 2017A:s nivå om cirka 5,1 %. Omsättningstillväxten väntas uppgå till 24 % 2018E och 4 % 2019E. Den lägre tillväxten under 2019E förklaras främst av en delmålsbetalning om 42 MSEK som förväntas under H1 2018E, i samband med lanseringen av Zubsolv i Europa.

**Ökade volymer och förbättrad kostnadskontroll estimeras förbättra bruttomarginalen.** Under 2017A blev Zubsolv godkänt för försäljning i Europa. Försäljningen kommer ske i samarbete med Mundipharma där Orexo kommer att få royalties i låga tvåsiffriga tal. Intjänningen från royalties väntas inte påverka omsättningen anmärkningsvärt, men volymökningen i produktionen

1. HHS, 2017: <https://www.hhs.gov/opioids/about-the-epidemic/>

2. SAMHSA, 2017: <https://www.samhsa.gov/data/sites/default/files/NSDUH-FFR1-2016/NSDUH-FFR1-2016.pdf>

3. Surgeon General: <https://addiction.surgeongeneral.gov/executive-summary.pdf>

## NUVARANDE KURS

39,6 kr

## VÄRDERINGSINTERVALL

31,0 kr

52,8 kr

79,4 kr

i kombination med ökad kostnadskontroll förväntas leda till en ökad bruttomarginal om 78,3 % 2018E och 80,6 % 2019E. Den långsiktiga EBITDA-marginalen antas vara 27,7 % i takt med att Bolagets F&U-kostnader minskar.

**Patentvist mot Actavis riskerar att minska marknadsandelen från september 2019.** Orexo har sedan 2014 bedrivit en rättstvist mot Actavis gällande intrång på Bolagets patent på Zubsolv som gäller till 2019 respektive 2032. I första instansen under 2016 upprätthölls Orexos patent till 2019, men det som gällde till 2032 ogiltigförklarades. Orexo har överklagat domen till nästa instans där domslut väntas senast juli 2018. Orexo har ytterligare två patent vilka löper ut september 2019, men i fallet att Bolaget förlorar tvisten förväntas Zubsolvs marknadsandel minska. Ett antagande görs i ett sådant scenario om att bolagets marknadsandel halveras från slutet av 2019E till 2021E.

**Värdering utgår i Base scenario från en jämlik vägning av positivt och negativt utfall i patenttvisten.** I Base scenariot görs ett antagande om att resultatet av tvisten har 50 % sannolikhet åt vardera utfall. Värderingsmetoden är en DCF, där diskonteringsräntan bestäms till 10,35 %, inget evighetsvärde har beräknats efter Zubsolvs omtvistade patent går ut 2032. I ett scenario där Orexo förlorar patenttvisten antas Zubsolvs marknadsandel i USA halveras mellan slutet av 2019E och 2021E, varpå marknadsandelen successivt minskar till 2,1 % till 2032E. I ett scenario där Bolaget behåller sitt patent, väntas istället marknadsandelen stabiliseras vid 7,3 % 2021E. I DCF-värderingen ges ett indikativt värde per aktie om 37,0 SEK och 68,6 SEK i fallet av förlust respektive vinst i tvisten. Vid en vägning där varje utfall viktas 50 % ges ett uppskattat värde per aktie om 52,8 SEK, vilket motsvarar en potentiell uppsida om 33,3 %.

Indikerat värde per aktie	Viktnings	Vägt värde per aktie	Uppsida
68,6 SEK	50%		
37,0 SEK	50%	52,8 SEK	33,3 %

**I Bear och Bull scenariot ges estimerade värden per aktie om 31,0 SEK respektive 79,4 SEK.** I ett Bear scenario förväntas Orexo förlora tvisten och bolagets marknadsandel estimeras halvera mellan 2019E och 2021E, var på den successivt väntas minska till 2,1 % 2032E. Bruttomarginalen förväntas initialt öka något till 76,8 % 2019E, för att sedan stabiliseras på 74,8 % 2021E. En DCF-värdering visar i ett Bear scenario ett indikativt värde per aktie om 31,0 SEK, vilket motsvarar en potentiell nedsida om 21,7 %. I ett Bull scenario förväntas istället Bolaget kunna ta en större marknadsandel som stabiliseras på 8,0 % 2021E. Volymökningarna och bättre kostnadskontroll förväntas leda till att bruttomarginalen stabiliseras på 82,7 % 2021E. En DCF-värdering visar i ett Bull scenario ett indikativt värde per aktie om 79,4 SEK, vilket motsvarar en potentiell uppsida om 100,1 %.