

Kliniskt momentum mot Proof-of-Concept

Modus Therapeutics AB ("Modus" eller "Bolaget") har utvecklat läkemedelskandidaten Sevuparin, vilken riktas mot indikationerna kronisk njursjukdom med anemi, sepsis och svår malaria. Dagens behandlingsmetoder inom dessa områden är otillräckliga vilket bl.a. illustreras av det omfattande patientantalet. Sevuparin har möjlighet att fylla ett behandlingsgap på dessa omfattande marknader, med betydande kommersiell potential som följd, även om flera kliniska steg kvarstår innan en potentiell kommersialisering. Analyst Group anser att den bedömda potentialen i förhållande till riskerna inte reflekteras i dagens värdering och baserat på en rNPV-modell härleds ett nuvärdesberäknat värde om 2,0 kr (2,2) per aktie i ett Base scenario.

▪ Klinisk fas IIa-studie startad

Q4-25 präglades av tydliga kliniska framsteg, där den första patienten doserades i del 2 av fas IIa-studien inom CKD med anemi. Denna del utgör *proof-of-concept*-fasen och syftar till att utvärdera effekten av upprepad behandling på hemoglobin, hepcidin, njurstatus och relevanta biomarkörer hos patienter med CKD, vilket är den enskilt viktigaste värde drivaren för Modus enligt Analyst Group. Rekryteringen uppges fortlöpande enligt plan med förväntat slutförande under Q4-26, vilket gör kommande studiedata till en central trigger för Bolaget. Inom svår malaria väntas nästa milstolpe vara rapportering av resultat från fas Ib-studien samt beslut om fortsatt utvecklingsväg i samarbete med Imperial College London.

▪ Kassa om 11,4 MSEK – kan stärkas genom TO 2026 i april

Rörelsekostnaderna under kvartalet uppgick till 5,3 MSEK (4,8), motsvarande en ökning om 10 %, där ökningen huvudsakligen var hänförligt till den pågående fas IIa-studien inom CKD med anemi och därmed i linje med Bolagets kliniska framdrift. Kassan uppgick till 11,4 MSEK vid utgången av Q4-25 och kan stärkas med upp till ca 10 MSEK genom TO 2026 i april, vilket vid full teckning bedöms möjliggöra slutförandet av studien. Utfallet i optionsprogrammet blir därmed central för det finansiella handlingsutrymmet, samtidigt som den tidigare övertecknade emissionen indikerar ett fortsatt investerarintresse inför kommande finansieringssteg.

▪ Uppdaterat värderingsintervall

Vi har uppdaterat våra prognoser för Modus, där den största förändringen avser en svagare USD/SEK, vilket därmed påverkar framtida estimerade USD-baserade kassaflöden i vår rNPV-modell. Vidare utgör finansieringen en osäkerhet, där Bolaget är beroende av kapitaltillskott från TO 2026 för att färdigställa den pågående kliniska studien. Givet den nuvarande diskrepansen mellan aktiekursen och teckningskursen om 0,35 kr har vi uppdaterat vår WACC något till 17,1 % (16,1). Sammantaget medför detta ett uppdaterat värderingsintervall till 0,2–3,5 kr (0,3–3,9), där Base scenariot uppgår till 2,0 kr (2,2), vilket illustrerar att vi fortsatt anser att potentialen i Modus portfölj inte reflekteras i dagens värdering av Bolaget.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
0,2 kr

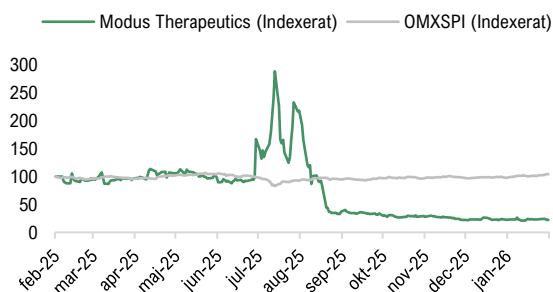
Base
2,0 kr

Bull
3,5 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2026-03-02)	0,30
Antal Aktier (st.)	121 628 493
Market Cap (MSEK)	36,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-11,4
Enterprise Value (MSEK)	24,8
Lista	Nasdaq First North Growth Market
Kvartalsrapport 1 2026	2026-05-26

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

= INSYNSPERSON

KDventures AB	57,9 %
Avanza Pension	5,8 %
Hans Wigzell	4,7 %
Nordnet Pensionsförsäkring	3,0 %
John Öhd	2,7 %

Prognoser (MSEK)	2025A	2026E	2027E	2028E
Riskjust. omsättning (CKD med anemi)	0,0	0,0	0,0	0,0
Riskjust. omsättning (sepsis)	0,0	0,0	0,0	0,0
Riskjust. omsättning (svår malaria)	0,0	0,0	0,0	0,0
Riskjust. omsättning (licensavtal)	0,0	0,0	37,5	0,0
Total riskjust. omsättning	0,0	0,0	37,5	0,0
Rörelsekostnader	-18,1	-20,0	-10,0	-10,0
EBIT	-18,1	-20,0	27,5	-10,0
EBIT-marginal (adj.)	neg.	neg.	73,3%	neg.

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q4-rapport	4
Bolagsbeskrivning	5-7
Marknadsanalys	8-10
Finansiell prognos	11-18
Värdering	19-20
Bull & Bear	21
Ledning & Styrelse	22
Appendix	23-25
Disclaimer	26

OM BOLAGET

Modus är ett svenskt bioteknikbolag grundat år 2011 som utvecklar den patenterade läkemedelskandidaten Sevuparin, en vidareutveckling av kroppens egna heparinmolekyler. Till skillnad från heparin har Sevuparin begränsade blodförtunnande egenskaper, vilket minskar risken för blödningar men behåller de positiva antiinflammatoriska effekterna. Kandidaten utvecklas för närvarande inom kronisk njursjukdom med anemi, svår malaria och sepsis, tre områden med betydande medicinska behov och begränsade behandlingsalternativ. För närvarande pågår en fas IIa-studie för CKD med anemi och en nyligen färdigrekryterad fas Ib-studie inom svår malaria. Modus är noterade på First North sedan år 2021.

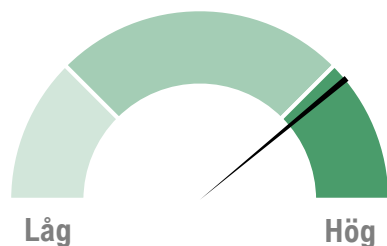
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	John Öhd
Styrelseordförande	Viktor Drvota

ANALYTIKER

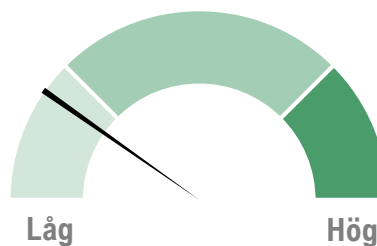
Namn	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706 554 551
E-mail	axel.ljunghammer@analystgroup.se

Värde drivare



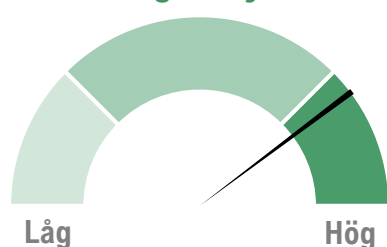
Den viktigaste värde drivaren och triggern för Modus i närtid är den pågående fas IIa-studien, där del 2 startade under Q4-25 och förväntas avslutas under Q4-26, där resultaten från studien blir avgörande för hur Modus ska fortsätta utvecklingen av forskningsportföljen. Givet ett positivt utfall förväntas en utlicensiering av Sevuparin eller en försäljning av Bolaget utgöra nästa viktiga milstolpe för Bolaget.

Lönsamhet



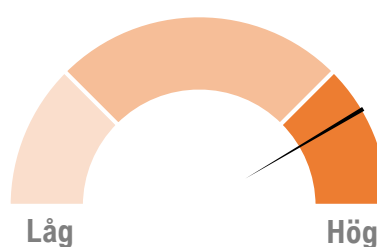
Modus är ett bioteknikbolag i klinisk fas, varför intäkter ännu inte har börjat genereras och Bolaget har därmed en historik av negativa kassaflöden. Betyget baseras på Modus historiska lönsamhet och återspeglar inte framtida prognoser.

Ledning & Styrelse



Modus största ägare KDventures är ett investmentbolag inom life science, vilka äger ca 58 % av aktierna i Modus och således utgör en stabil huvudägare. KDventures VD Viktor Drvota samt vice VD Johan Dighed sitter även i Modus styrelse. Modus VD John Öhd har omfattande erfarenhet av läkemedelsutveckling och har tidigare arbetat inom en rad olika indikationsområden samt äger 2,7 % av aktierna i Bolaget, vilket medför incitament att skapa aktieägarvärde framgent.

Risk



Läkemedelsutveckling är förenat med höga risker då utfallen i kliniska studier är binära till sin natur, Modus har dock diversifierat forskningsportföljen genom tre olika indikationer. Modus förväntas vara finansierade över den pågående fas IIa-studien, vilken planeras avslutas under Q4-26 givet estimerad tillkommande likvid från TO 2026. En utebliven utlicensiering eller försäljning av Bolaget efter studien medför behov av ytterligare extern finansiering för att realisera värdet av forskningsportföljen, vilket utgör en finansieringsrisk.

BETYDANDE
MEDICINSKT OCH
KOMMERSIELLT
VÄRDE

KAN ERHÅLLA
ACCELERERAT
GODKÄNNANDE

2,0 KR
VÄRDE PER AKTIE
BASE SCENARIO

Adresserar miljardmarknader med hög betalningsvilja

Modus adresserar genom läkemedelskandidaten Sevuparin tre omfattande och medicinskt högprioriterade sjukdomsområden – kronisk njursjukdom med anemi, sepsis och svår malaria – vilka tillsammans står för en betydande global sjukdomsburda med hög dödlighet och stora samhällskostnader. Dessa tillstånd drabbar hundratals miljoner människor världen över och saknar i flera fall effektiva behandlingsalternativ. Sepsis drabbar ca 50 miljoner människor årligen och beräknas kosta bara det amerikanska sjukvårdssystemet över 50 mdUSD årligen, medan CKD med anemi bedöms drabba ca 2,5 % av befolkningen globalt årligen. Genom att angripa centrala sjukdomsmekanismer såsom inflammation, kärlskador och järnreglering kan Sevuparin potentiellt förbättra både behandlingsutfall och överlevnad inom dessa områden. Givet de medicinska behoven och de ekonomiska konsekvenserna för sjukvården finns en stark betalningsvilja för terapier som kan minska dödlighet och belastning, Analyst Group bedömer därför att Modus adresserar marknader med betydande medicinskt och kommersiellt värde.

Tydliga fördelar mot dagens behandlingsalternativ med potential för snabbare regulatorisk väg

Dagens behandlingar inom Sevuparins målordikationer – kronisk njursjukdom (CKD) med anemi, sepsis och svår malaria – är i flera avseenden otillräckliga. Vid CKD-relaterad anemi svarar många patienter dåligt på dagens ESA-behandlingar vid inflammation, eftersom höga nivåer av hepcidin hindrar järnet från att användas i blodbildningen. Sevuparin verkar istället genom att sänka hepcidin och förbättra järntillgängligheten, vilket kan förstärka effekten av befintliga terapier utan att öka säkerhetsrisken. Vid sepsis och svår malaria saknas i dag läkemedel som direkt påverkar de immunologiska och kärlrelaterade störningar som orsakar organskador. Sevuparin har i prekliniska och kliniska studier visat sig kunna stabilisera blodkärlen och dämpa den skadliga inflammationen. Givet den stora medicinska behovsbilden och avsaknaden av effektiva behandlingar inom dessa indikationer bedöms Sevuparin potentiellt kunna kvalificeras för accelererat godkännande hos regulatoriska myndigheter såsom FDA och EMA, vilket skulle underlätta vägen mot marknadsgodkännande samt medföra lägre kostnader, vilket även valideras genom att potentiella konkurrenter har erhållit sådana regulatoriska lättnader.

Stark säkerhetsprofil med stöd i klinisk data och heparins kliniska historik

Sevuparin bygger på den välkända substansen heparin, som använts i decennier inom sjukvården. Genom att begränsa den blodförtunnande effekten har Sevuparin utvecklats för att bevara heparinets skyddande och antiinflammatoriska egenskaper utan att öka blödningsrisken. Prekliniska och kliniska studier visar en gynnsam säkerhetsprofil, vilket bekräftats i både friska frivilliga och patienter. I en tidigare fas II-studie inom sicklecellanemi observerades förvisso ingen effekt på sjukdomsförloppet inom just den indikationen, men resultaten visade på mycket god tolerabilitet och säkerhetsprofil. Även tidigare studier inom nuvarande indikationsområden bekräftar god tolerabilitet, även i kombination med standardbehandlingar. Sammantaget talar såväl kliniska data som Sevuparins farmakologiska släktskap med heparin för en god säkerhetsprofil för Sevuparin.

Prognos och värdering: Sammanfattning

Modus affärsmodell är att driva Sevuparin genom fas II-studier (s.k. *proof of concept*-studier) för att sedan, givet gynnsamma studier, initiera en försäljning av Bolaget eller utlicensiera Sevuparin till en extern aktör för att på sikt kommersialisera kandidaten. Analyst Group estimerar att Modus tecknar en partnerdeal under år 2027 med ett totalt värde om 180 MUSD, varav ca 14 MUSD i upfront-betalning samt 9 % i estimerad royalty på framtida försäljning av Sevuparin. Vi värderar Modus genom en rNPV-modell där framtida licenssamt royaltyintäkter estimeras och riskjusteras utifrån den bedömda sannolikheten för kommersialisering inom de olika indikationerna. De estimerade kassaflödena nuvärdesberäknas med en WACC om 17,1 %, vilket medför ett härlett nuvärde per aktie om 2,0 kr i ett Base scenario.

Klinisk utveckling innebär hög potential till hög risk

Bioteknikbolag i klinisk fas innehar en hög utvecklingsrisk som medför binära utfall, där Modus för närvarande befinner sig i fas II (*proof-of-concept*-studier), vilket brukar anses vara den fas där flest läkemedelskandidater faller bort. Modus har dock till viss del hanterat denna risk genom att ha flera pågående projekt inom tre olika indikationer. Vidare är kliniska studier kostsamma och Modus är i behov av ytterligare finansiering för vidare studier, där vi estimerar ett licensavtal under år 2027 genom vilket partnern finansierar vidare utveckling. Om ett sådant avtal skulle utebli och Modus bedriver utvecklingen vidare i egen regi skulle ytterligare externt kapital behövas.

STARTAT KLINISK STUDIE

Kvartalet präglades av kliniska framsteg

Den 10 december år 2025 meddelade Modus att den första patienten har doserats i del 2 av Bolagets pågående fas IIa-studie som utvärderar Sevuparin vid kronisk njursjukdom (CKD) med anemi. Del 2 utgör *proof-of-concept*-fasen i studien och följer på att del 1 slutfördes under Q3-25 och ses som den viktigaste värde drivaren för Modus under kommande år. Sedan studiestarten uppger Modus att patientrekryteringen har fortskridit enligt plan, där studien förväntas slutföras under Q4-26, vilket tyder på att Bolaget fortsätter hålla den kommunicerade tidsplanen för den enligt Analyst Group viktigaste värde drivande aktiviteten.

BEGRÄNSAD EFFEKT MED DAGENS BEHANDLINGS- METODER

Den andra delen av studien syftar till att utvärdera effekterna av upprepad behandling av Sevuparin på mätpunkter som är relevanta för blodbrist, hepcidin, njurstatus och biomarkörer hos patienter med svårare kronisk njursvikt och anemi. Dagens behandling av CKD med anemi baseras främst på EPO-injektioner och järntillskott, men effekten begränsas ofta av inflammation som höjer hepcidinnivåerna och försämrar järnutnyttjandet. Detta medför behov av höga EPO-doser och ökad risk för biverkningar såsom hypertoni, blodproppar och stroke, medan nyare HIF-PHI-läkemedel har väckt frågor kring kardiovaskulär säkerhet. Sevuparin angriper i stället den underliggande inflammationen genom att sänka hepcidin och öka järntillgängligheten, och har i både prekliniska och kliniska studier visat signifikant minskning av hepcidin samt förbättrad blodbildning och njurfunktion vid CKD med anemi.

Inom svår malaria slutfördes patientrekryteringen i fas Ib-studien SEVUSMART under mars år 2025 i samarbete med Imperial College London. Samarbetet innebär att läkemedelsutvecklingen sker med begränsade kostnader för Modus, där finansiering i stället avses ske genom internationella finansörer, SEVUSMART-studien finansierades exempelvis av Wellcome Trust, en välgörenhetsstiftelse grundad för att förbättra människors och djurs hälsa genom forskning. Framgent förväntas rapportering av resultaten av fas Ib-studien, för att därefter tillsammans med Imperial College utvärdera nästa steg i utvecklingen, där avsikten är att erhålla finansiering som innebär begränsade kostnader för Modus.

Fortsatt god kostnadskontroll – kostnadsökning hänförlig till kliniska aktiviteter

Modus rörelsekostnader uppgick till 5,3 MSEK (4,8), motsvarande en ökning om 10 %. Ökningen antas vara hänförlig till kliniska aktiviteter, primärt den nu startade fas IIa-studien inom CKD med anemi. Vi har tidigare estimerat att studiekostnaderna kommer uppgå till ca 12 MSEK, vilket är utöver Modus fasta kostnadsbas som vi bedömer uppgår till ca 9–10 MSEK årligen.

Kassan uppgick till 11,4 MSEK – kan stärkas genom TO 2026 i april

Vid utgången av Q4-25 uppgick Modus kassa till 11,4 MSEK, vilken stärktes i augusti genom en övertecknad unitemission, där Bolaget tillfördes ca 28,3 MSEK före emissionskostnader och kvittning av lån om 5,4 MSEK. Efter emissionskostnader och kvittning av lån tillfördes Modus en nettolikvid om 20,2 MSEK. Baserat på kassan vid utgången av år 2025 och de estimerade kostnaderna för den pågående fas IIa-studien för CKD med anemi, bedöms Modus vara i behov av ytterligare kapital för att färdigställa studien. Kassan kan stärkas med upp till 10 MSEK genom teckningsoptioner av serie TO 2026 med teckningsperiod i april år 2026 till en teckningskurs om 0,35 kr per aktie, vilket förväntas vara tillräckligt med kapital för att färdigställa studien, givet full teckning. Utfallet i TO 2026 blir därmed en central faktor för Bolagets finansiella handlingsutrymme och möjligheten att genomföra fas IIa-studien utan ytterligare extern finansiering utöver optionslikviden.

EMISSION TECKNADES TILL 189 %

Den övertecknade unitemissionen om 189 % i augusti indikerar enligt vår bedömning ett betydande investerarintresse och en tilltro till Bolagets utvecklingsplan. Det faktum att emissionen attraherade kapital utöver det initialt avsedda beloppet stärker bilden av en engagerad ägarbas, vilket vi ser positivt på inför kommande kapitalanskaffning.

Sammanfattningsvis präglas Modus Q4-rapport av fortsatt klinisk framdrift och bibehållen kostnadskontroll, där del 2 av fas IIa-studien inom CKD med anemi fortskrider enligt plan och utgör den centrala värde drivaren inför planerad studiefärdigställande under Q4-26. Sevuparins mekanism, som adresserar den underliggande inflammationen vid CKD-relaterad anemi, positionerar kandidaten som ett potentiellt komplement eller alternativ till dagens behandlingar på en marknad som efterfrågar ytterligare behandlingar. Parallellt fortskrider utvecklingen inom svår malaria genom externa samarbeten med begränsad kostnadsexponering för Modus. Vid utgången av året uppgick kassan till 11,4 MSEK, och ytterligare kapital bedöms krävas för att slutföra den pågående studien, där teckningsoptionerna av serie TO 2026 i april blir en faktor för det finansiella handlingsutrymmet.

Ordlista

Anemi – även kallat blodbrist, innebär för få röda blodkroppar i blodet, vilket orsakar trötthet, yrsel och huvudvärk.

Heparin – blodförtunnande läkemedel.

Systemisk inflammation – utbredd inflammation i flera organ.

Hemoglobin – ett protein som finns i röda blodkroppar som transporterar syre från lungorna till kroppens vävnader.

Hepcidin - ett hormonellt protein som fungerar som kroppens huvudsakliga järnregulator.

Modus är ett svenskt bioteknikbolag som startades år 2011 och som har utvecklat den patenterade läkemedelskandidaten Sevuparin. Patentet för molekylerna lämnades in under år 2012 och gäller därmed till år 2032, med möjlighet till förlängning om 4-5 år därefter. Initialt drevs forskningen mot indikationen akut sickelcellsanemi och Bolaget genomförde en fas II-studie som avslutades under år 2019, vilken inte visade någon förbättring av sjukdomsstatus jämfört med placebo, däremot uppvisades en gynnsam säkerhetsprofil för Sevuparin. Verksamheten har därefter styrts om och för närvarande utvecklas Sevuparin inom tre indikationer, kronisk njursjukdom med anemi, svår malaria och sepsis (även känt som blodförgiftning). Dessa indikationer är samtliga sådana med stora kvarvarande medicinska behov med hänsyn till de behandlingsmetoder som finns idag.

Sevuparin

Modus läkemedelskandidat Sevuparin är en vidareutveckling av de kroppsegna heparinmolekylerna, s.k. heparaner. Heparin är ett blodförtunnande läkemedel som har använts sedan 1930-talet bl.a. för förebyggande och behandling av blodproppar. Läkemedlet har även visat sig kunna dämpa systemisk inflammation som kan uppstå vid exempelvis sepsis, men där användning har försvårats p.g.a. en hög blödningsrisk med hänsyn till heparins blodförtunnande egenskaper. Det är mot bakgrund av detta som Sevuparin har utvecklats, då kandidaten har designats för att behålla de inflammationsdämpande egenskaperna, men orsakar mindre blodförtunning. Genom detta kan Sevuparin ges i högre doser än exempelvis heparin, vilket möjliggör behandling av olika sjukdomar som orsakas av kraftig inflammation.

Indikationsområden – Kronisk inflammation/njursjukdom med anemi

Kronisk njursjukdom med anemi



Sjukdomsbeskrivning

Anemi definieras som blodbrist, mer specifikt brist på röda blodkroppar eller låga nivåer av hemoglobin, proteinet i blodkropparna som binder och transporterar syre. Denna typ av blodbrist kan uppstå vid kronisk njursjukdom (CKD), när njurarna förlorar dess endokrina funktion att producera erythropoietin (EPO), hormonet som stimulerar bildning av röda blodkroppar, samtidigt förekommer en lågradig kronisk inflammation. Dessa faktorer leder till anemi (blodbrist) hos majoriteten av patienter med måttlig till avancerad CKD. Anemin orsakar trötthet, nedsatt livskvalitet och ökad belastning på hjärta-kärl. En central roll för anemin spelas av hepcidin, ett leverproducerat hormon som reglerar järnomsättningen. Vid inflammation stiger hepcidinhalten, vilket låser in järn i kroppens depåer och hindrar det från att användas för nybildning av hemoglobin. Detta fenomen gör att CKD-patienter kan ha lågt hemoglobin trots adekvata järnlager, eftersom järnet inte är tillgängligt för benmärgen.

Nuvarande behandling



Hur sker behandling idag?

Nuvarande standardbehandling för kronisk njursjukdom med anemi är erythropoiesstimulerande läkemedel (ESAs), d.v.s. injektioner av EPO-analoger som underlättar kroppens produktion av röda blodkroppar, i kombination med järnsubstitution. Behandlingen har dock begränsningar då patienter svarar sämre på behandlingen vid aktiv inflammation och därmed höga hepcidinnivåer, eftersom järnet då hålls inspärat och inte kan utnyttjas för blodbildning. Detta kan medföra att höga EPO-doser behövs för behandling, vilket kan ge biverkningar, exempelvis högt blodtryck och ökad risk för blodproppar samt stroke. En annan, nyare, behandlingsmetod är s.k. HIF-PHI-läkemedel, vilka stimulerar kroppens egen EPO-produktion och ökar därmed bildningen av röda blodkroppar. Trots detta har behandlingen mötts av oro kring säkerhet, särskilt kardiovaskulära risker, vilket begränsat dess genomslag. En behandling som istället angriper inflammationen och därmed sänker hepcidinhalten samt förbättrar järntillgängligheten skulle därmed kunna underlätta behandling av kronisk njursjukdom med anemi, där tidigare studier har visat att Sevuparin kan ha sådana egenskaper.

Sevuparin



Potential med Sevuparin och status

Sedan år 2018 har Modus ett samarbete med Universitetet i Brescia, vilket har gett upphov till prekliniska och kliniska data för Sevuparins potential vid behandling av specifika anemier, vilket bl.a. har publicerats i den vetenskapliga tidskriften HemaSphere. Dessa data visade en signifikant reduktion av hepcidin i både prekliniska modeller och friska frivilliga. Tidigare har även positiva data i en preklinisk sjukdomsmodell för CKD med anemi presenterats, vilket visade att Sevuparin sänkte hepcidinhalten, behandlade anemisyttom och förbättrade njurstatus hos möss med CKD. Inga nuvarande anemiläkemedel verkar primärt via hepcidinreglering, vilket gör att Sevuparin potentiellt kan fylla en terapeutisk nisch för inflammation-orsakad anemi, vilket är bakgrunden till att Modus i december år 2024 startade en klinisk fas IIa-studie. Del 1 av studien syftade till att utvärdera säkerheten och fastställa dosnivåer av Sevuparin till del 2 genom enstaka doser till patienter med olika grad av njurfunktionsnedsättning, samt till en mindre referensgrupp friska frivilliga. I augusti år 2025 meddelades att del 1 av studien bekräftade att Sevuparin tolererades väl och att inga behandlingsavbrott p.g.a. biverkningar förekom. Del 2 av studien startades under Q4-25 och förväntas slutföras under H2-26.

Indikationsområden – Sepsis och septisk chock

Sepsis



Sjukdomsbeskrivning

Sepsis, ofta kallat blodförgiftning, är ett livshotande tillstånd som uppstår när en bakterieinfektion orsakar ett överdrivet immunsvår, vilket resulterar i kraftig systemisk inflammation, där den allvarligaste formen av sepsis kallas septisk chock. Inflammationen kan i sin tur orsaka försämrad organfunktion och om tillståndet inte behandlas kan det leda till akut organsvikt och allvarliga vävnadsskador. Vanliga symtom till följd av tillståndet är bl.a. andningskollaps, cirkulationsvikt, njursvikt samt ändrad koagulation som kan leda till blodproppar och blödningar. Sepsis är en av de ledande dödsorsakerna inom intensivvården globalt, med en dödlighet som ofta överstiger 30 % vid septisk chock.

Nuvarande behandling



Hur sker behandling idag?

Trots att sepsis är ett allvarligt tillstånd saknas idag godkända läkemedel som specifikt behandlar de immunologiska och kärlrelaterade störningar som uppstår vid tillståndet. Den behandling som erbjuds i dagläget består främst av intensivvårdssatser med syfte att stödja kroppens funktioner, vilket innefattar bl.a. snabb intravenös antibiotikabehandling för att bekämpa infektionen, vätsketillförsel och läkemedel som drar ihop blodkärlen för att stabilisera blodtrycket, samt syrgas eller respiratorstöd vid nedsatt andning. Kortison kan även användas för att dämpa inflammatoriska reaktioner. Även om dessa insatser är avgörande för överlevnad, riktar de sig inte direkt mot den okontrollerade inflammation och störda koagulation som orsakar skador på kroppens organ. Tidigare försök att utveckla läkemedel mot sepsis har inte lyckats och det finns därmed ett stort medicinskt behov av nya behandlingar som tidigt kan bromsa den skadliga inflammationen, förbättra organfunktionen och öka överlevnaden.

Sevuparin



Potential med Sevuparin och status

Prekliniska och kliniska data visar att Sevuparin kan motverka de skadliga inflammationsreaktioner som uppstår vid sepsis. Genom att neutralisera ämnen som frisätts av aktiverade vita blodkroppar skyddas kärlväggarna, vilket minskar risken för plasmaläckage, lungsvikt och blodtrycksfall, något som är centrala faktorer bakom organsvikt vid septisk chock. I en placebokontrollerad Fas Ib-studie på friska frivilliga med inducerad systemisk inflammation visade Sevuparin immunmodulerande effekter, bland annat i form av bibehållna nivåer av vita blodkroppar samt dämpad andningspåverkan. Behandlingen tolererades väl, även i kombination med blodförtunnande läkemedel, vilket är särskilt relevant vid sepsis där koagulationsrubbningar är vanliga. Sammantaget indikerar resultaten att Sevuparin har potential att bli det första läkemedlet som direkt angriper den överaktiva inflammation som driver sjukdomsförloppet vid sepsis, där nästa steg i utvecklingen är en Fas IIa-studie på sepsispatienter.

Indikationsområden – Svår malaria

Svår malaria



Sjukdomsbeskrivning

Malaria kan ge allt från milda symtom som liknar en influensa till allvarlig sjukdom och död, varför sjukdomen brukar delas upp som okomplicerad malaria eller svår malaria. Svår malaria kan orsaka systemisk inflammation och därmed likna symtomen vid sepsis, exempelvis andningskollaps, cirkulationssvikt samt ändrad koagulation med blodproppar och blödningar som följd. Symptomen orsakas av parasiter i blodet, vilka ger upphov till inflammationen som i sin tur ger symtom. Vid vissa förhållanden kan malaraiinfekterade röda blodkroppar ansamlas och fästa vid blodkärlens innerväggar, en process som kallas sekvestring, vilket anses spela en central roll i utvecklingen av svår malaria och därmed utgöra en nyckel för att behandla tillståndet.

Nuvarande behandling



Hur sker behandling idag?

Nuvarande behandling för svår malaria är snabb behandling med effektiva antimalariamedel för att döda parasiterna samt, likt vid sepsis, intensivvård för att hantera symtom. Trots dessa behandlingar har svår malaria en hög dödlighet om ca 10-20 % och drabbar främst barn under fem år, vilket beror på att antimalariamediciner inte hinner börja verka i tid. Behandlingen går ut på att eliminera parasiten, men inget läkemedel finns idag för att direkt motverka de farliga inflammation- och koagulationsförändringar som parasiten orsakar, varför det medicinska behovet av ett sådant läkemedel är stort för att kunna sänka dödligheten ytterligare i svår malaria.

Sevuparin



Potential med Sevuparin och status

Heparin har tidigare visat sig fungera som behandling av svår malaria men dess blodförtunnande effekt gör att användning avråds idag p.g.a. blödningsrisk. Sevuparin har utvecklats för att efterlikna heparin men med begränsad blodförtunnande effekt, med målet att uppnå samma behandlingsnytta, vilket visats i prekliniska studier. Genom dess anti-adhesiva egenskaper kan Sevuparin hindra parasitmittade blodceller från att klumpa ihop sig och blockera små blodkärl, vilket kan vara orsaken bakom de syrebristskador i vitala organ som leder till dödliga komplikationer. Sevuparin kan därmed komplettera antimalariamediciner genom att adressera en annan dimension av sjukdomen, den immunologiska reaktionen. Dessutom ger Sevuparin potentiellt omedelbara effekter medan nuvarande behandlingsmetoder börjar verka med full effekt efter ca 8-10 timmar. Modus genomför ett program för klinisk utveckling i samarbete med Imperial College London, där Bolaget i mars år 2025 meddelade att fas Ib-studien har slutfört rekryteringen.

Pipeline

Kandidater	Indikationer	Utveckling	Discovery	Pre-klinisk	Fas I	Fas II	Fas III
Sevuparin	CKD med anemi	Modus					
	Svår malaria	Samarbete					
	Sepsis	Modus					

Brescia Universitet

Universitetet är ett italienskt forskningsuniversitet med ledande expertis inom järnmetabolism och hepcidinreglering. Sedan år 2018 samarbetar universitetet med Modus i utvecklingen av Sevuparin, där forskningsresultat från cell- och djurmodeller samt friska frivilliga tydligt visat att Sevuparin minskar uttrycket av hepcidin. Denna insikt har varit central för valet av indikation inom kronisk inflammation med anemi, särskilt vid njursjukdom där förhöjda hepcidinnivåer ofta begränsar effekten av dagens behandlingar. Därtill har Sevuparin visat sig skydda njurvävnaden från fibros i en modell i möss med CKD.

Imperial College London

Imperial College London är ett forskningsuniversitet, med särskilt fokus på medicin, teknik och naturvetenskap, vilket rankades som nummer två i världen på QS World University Rankings 2026. Universitetet bedriver omfattande forskning inom global hälsa och infektionssjukdomar, särskilt malaria, och har lång erfarenhet av kliniska prövningar i Afrika genom samarbeten med lokala sjukhus och internationella finansörer såsom Wellcome Trust. Denna etablerade infrastruktur och expertis gör Imperial till en central partner i utvecklingen av Sevuparin mot svår malaria.

Modus har en kandidat inom tre olika indikationer enligt tabellen ovan. Sevuparin grundas i den kroppsegna molekylen heparin men med en modifiering för att göra den mer tolerabel och potentiellt utvecklas i flera delar av kroppens biologi där den är relevant för sjukdom. Därigenom har Modus genom en substans skapat en diversifierad portfölj med inriktningen på tre olika indikationer.

Tidsplan

Längst fram i utvecklingen ligger indikationen mot **kronisk njursjukdom med anemi**, där en fas IIa-studie för närvarande pågår sedan Q4-24, vilken är uppdelad i två delar. Del 1 avslutades under Q3-25 och fastställde att Sevuparin tolererades väl samt vilka dosnivåer som ska användas för del 2, vilken startades under Q4-25 och förväntas avslutas under Q4-26. Nästa steg förväntas vara en klinisk fas IIb-studie, vilken beräknas kunna starta under Q2-27 med tillgängliga data under Q1-29, givet att erforderlig finansiering då finns tillgänglig.

Sett till indikationen mot **svår malaria** så utvecklas den genom ett samarbete mellan Modus och Imperial College London, i mars år 2025 meddelades att fas Ib-studien blivit fullrekryterad, vid positiva resultat förväntas en utvärdering ske tillsammans med partners kring hur vidare utveckling kan ske, där nästa steg då förväntas vara en fas II-studie. Avseende indikationen mot **sepsis** så meddelades under Q1-23 positiva top-line data från Bolagets fas Ib-studie, där nästa steg förväntas vara en fas IIa-studie. Studiestarten av denna är beroende på slutgiltig design samt vilken finansieringsform som finnes mest lämplig.

Affärsmodell och strategisk utsikt

Modus har som strategi att driva Sevuparin genom fas II-studier (s.k. *proof of concept*-studier) för att sedan, vid gynnsamma studier, initiera en försäljning av Bolaget eller licensiera ut Sevuparin till en extern aktör för att på sikt kommersialisera kandidaten. Ett licensavtal kan ha flera former med olika fördelningar av upfront-betalningar, milestone-betalningar samt royaltyintäkter, där en upfront-betalning erhålls vid ingången av avtalet, milestone-betalningar sker under utvecklingens gång i takt med att förutbestämda mål uppnås och royaltyintäkter erhålls baserat på en andel av den totala försäljningen av läkemedlet. En potentiell partnerdeal kan dessutom se olika ut avseende vad i Modus pipeline som ingår, antingen hela kandidaten Sevuparin eller specifika indikationer. Om ingen partnerdeal ingås efter fas IIa-studier kan Modus fortsätta utvecklingen i egen regi för att därefter återuppta dialoger med externa aktörer.

På längre sikt, givet gynnsamma studieresultat, i närtid avseende studien inom kronisk njursjukdom med anemi, och att ett partnerskap erhålls, förväntas kassaflödena från et sådant avtal användas till att återinvesteras i Modus verksamhet och användas till att utveckla Sevuparin inom andra indikationer där Bolaget har positiva prekliniska data.

Alternativ vid vidare utveckling av Sevuparin



Försäljning av Modus



Licensavtal

Kan innehålla upfront-, milestones- och royaltybetalningar



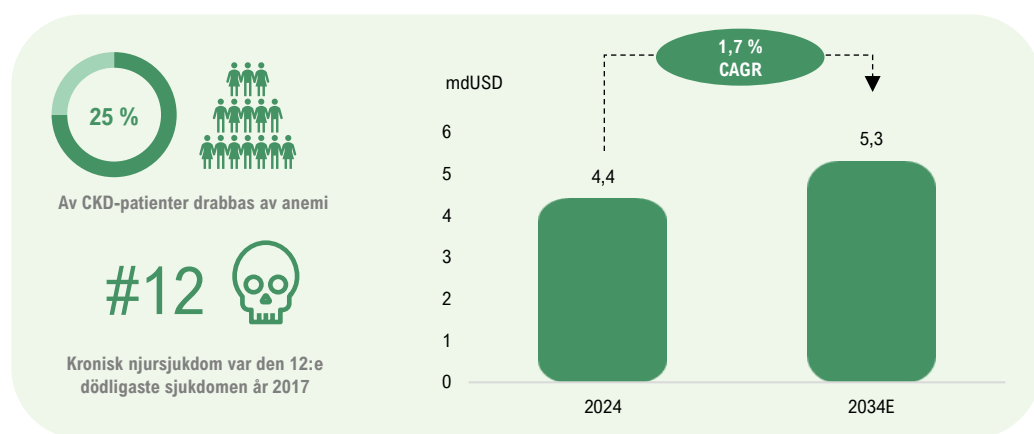
Vidareutveckling i egen regi

**10 %
AV BEFOLK-
NINGEN GLOBALT
DRABBAS**

Kronisk njursjukdom med anemi

Kronisk njursjukdom (CKD) är en omfattande global sjukdom som drabbar ca 10 % av befolkningen globalt. Kronisk njursjukdom har gått från att rankas som den 17:e dödligaste sjukdomen år 1990 till den 12:e dödligaste sjukdomen år 2017. Ökningen i omfattning antas vara hänförlig till dels att människor lever längre idag, dels att förekomsten av bakomliggande orsaker som diabetes och högt blodtryck, har ökat.¹ En vanlig följd effekt av kronisk njursjukdom är anemi, även kallat blodbrist, vilket leder till symtom som trötthet, nedsatt livskvalitet och ökad belastning på hjärta-kärl. Anemi drabbar än fler jämfört med CKD med en global prevalens om ca 23 % år 2019², motsvarande ca 1,8 miljarder människor, där CKD är en vanlig bakomliggande orsak till anemi, då det drabbar ca 25 % av patienterna med CKD. Marknaden för CKD med anemi värderades av GlobalData till 4,4 mdUSD och estimeras växa med en CAGR om 1,7 % för att värderas till 5,3 mdUSD år 2034, Modus adresserar således en potentiell miljardmarknad genom Sevuparin.

Marknadsdata för kronisk njursjukdom med anemi.



Källor: Modus, Karolinska Institutet och GlobalData

WHO har tidigare haft en målsättning om att halvera förekomsten av anemi bland kvinnor i reproduktiv ålder (15-49 år) fram till år 2025, men där målet nyligen fick skjutas till år 2030 p.g.a. långsamma framsteg, vilket talar för att nuvarande behandlingsmetoder inte är tillräckliga. Som tidigare nämnt begränsas dagens ESA-behandling vid anemi hos CKD-patienter av dåligt svar vid inflammation, vilket kräver höga doser och ökar risken för biverkningar. En behandling som sänker hepcidin och förbättrar järntillgängligheten, vilket Sevuparin har visat potential för, kan därför underlätta behandlingen.

HIF-prolylhydroxylashämmare (HIF-PHI) representerar en nyare klass av läkemedel för behandling av kronisk njursjukdom med anemi, där de genom att påverka kroppens egen EPO-produktion erbjuder ett alternativ till traditionell EPO-terapi. Trots initiala förhoppningar har utvecklingen präglats av betydande utmaningar, där kliniska prövningar har visat på osäkerheter kring både effekt och säkerhet, vilket har lett till regulatoriska motgångar och i vissa fall avslag från FDA. Även om vissa preparat, som roxadustat och daprodustat, fått godkännande i enskilda regioner eller patientgrupper, har tveksamheter kring långsiktig säkerhet begränsat klassens kommersiella genomslag.

Potentiella konkurrenter i utvecklingsfas

Analyst Group har identifierat ett annat projekt utvecklingsfas som inriktas på att sänka produktionen av hepcidin och därigenom behandla CKD med anemi, vilket utvecklas av det amerikanska bioteknikbolaget Disc Medicine. Bolagets kandidat DISC-0974 är en monoklonal antikropp vilken hämmar signalering som behövs för produktion av hepcidin genom hemojuvelin (HJV). Disc Medicine har initierat en fas Ib/II-studie avseende DISC-0974 på patienter inom hos icke-dialys-behandlade patienter med CKD. I oktober år 2024 publicerades positiva data från fas Ib-studien som visade att singeldoser av kandidater uppvisade kraftig och varaktig sänkning av hepcidin, förbättrad järnmobilisering samt ökad hemoglobin. Kandidaten har fått *Fast Track Designation* från FDA, vilket påskyndar utvecklingen och granskningen av läkemedel för allvarliga tillstånd för att möta ett ouppfyllt medicinskt behov. Utvecklingen utgör således en potentiell konkurrent till Sevuparin, samtidigt som erhållandet av *Fast Track Designation* från FDA påvisar behovet av hepcidin-inriktade terapier och det stora ouppfyllda medicinska behovet inom CKD med anemi.

¹[Global, regional, and national burden of chronic kidney disease, 1990–2017: a systematic analysis for the Global Burden of Disease Study 2017](#)

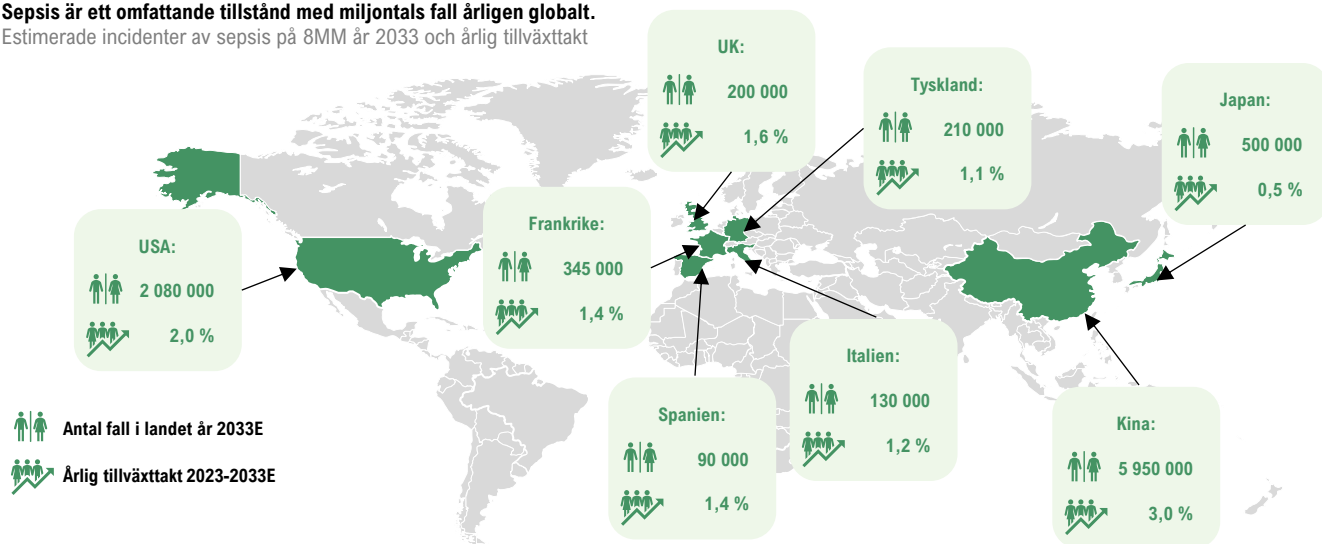
²[Global, Regional, and National Prevalence of Anemia and Its Causes in 204 Countries and Territories, 1990–2019](#)

Sepsis och septisk chock

Sepsis är ett livshotande tillstånd som uppstår när kroppens immunförsvar reagerar extremt på en infektion, vilket orsakar skador på kroppens egna vävnader och organ, något som kan medföra bl.a. multiorgansvikt och chock. Likt anemi och kronisk njursjukdom så är sepsis ett omfattande globalt tillstånd och en av de vanligaste dödsorsakerna enligt WHO. År 2020 uppskattar organisationen att det fanns 48,9 miljoner fall av sepsis och 11 miljoner dödsfall som var relaterade till tillståndet, vilket motsvarar ca 20 % av globala dödsfall. Sett till 8MM (eight major markets), förväntas antalet fall av sepsis öka från ca 7,6 miljoner år 2023 till ca 9,5 miljoner år 2033, motsvarande en årlig ökning om 2,5 %.

Sepsis är ett omfattande tillstånd med miljontals fall årligen globalt.

Estimerade incidenter av sepsis på 8MM år 2033 och årlig tillväxttakt



Källa: GlobalData

52 MDUSD
I SAMMANLAGDA
SJUKHUS-
KOSTNADER FÖR
SEPSISVÅRD
ÅRLIGEN I USA

Den allvarligaste formen av sepsis kallas septisk chock, vilket leder till livshotande cirkulationssvikt och organskada och har en uppskattad dödlighet om ca 30 %. Givet dess omfattning medför sepsis höga kostnader för sjukvården, i USA uppskattades den sammanlagda sjukhuskostnaden för sepsisvård till ca 52 mdUSD år 2021¹. Trots sepsis och septisk chock omfattande påverkan på världshälsan så saknas specifika behandlingsmetoder för tillstånden, då dagens behandling fokuserar på att bekämpa den underliggande infektionen snarare än de immunologiska och kärlrelaterade störningar som uppstår vid tillståndet. Sevuparin har visat potential att dämpa den överaktiva inflammation som driver sjukdomsförloppet vid sepsis, genom att skydda blodkärlen och minska risken för organsvikt. Genom att adressera ett tillstånd med höga sjukvårdskostnader bedöms betalningsviljan för nya effektiva läkemedel inom området vara hög.

Den ökande antibiotikaresistensen är en global hälsoutmaning som drivs av överanvändning av antibiotika inom både sjukvård och djurhållning, vilket leder till att resistenta bakterier selekteras och sprids, där var sjätte infektion inom sepsis orsakas av resistenta bakterier, varigenom AMR prioriteras allt mer av EU för medicinska motåtgärder. Detta ökar behovet av alternativa eller kompletterande behandlingar vid svåra infektioner och sepsis, där traditionell antibiotika får allt sämre effekt, där Sevuparin kan utgöra en sådan, vilket är en mekanismbaserad behandling.

Potentiella konkurrenter i utvecklingsfas

Trots det stora behovet av nya behandlingsmetoder för sepsis har endast ett läkemedel för att behandla sepsis specifikt godkänts, Xigris, vilket även kommersialiserades. Läkemedlet togs dock senare bort från marknaden efter att en uppföljningsstudie inte kunde bevisa att Xigris hade någon överlevnadsvinst jämfört med standardbehandlingar. Avsaknaden av godkända läkemedel illustrerar dels utmaningar avseende läkemedelsutveckling inom indikationen och en hög konceptuell risk, dels ett lågt intresse för läkemedelsutveckling trots de omfattande konsekvenserna för global hälsa, där exempelvis cancer har fått betydligt mer uppmärksamhet.

¹An Assessment of Sepsis in the United States and its Burden on Hospital Care

Marknadsanalys

Det finns likväl ett antal projekt under utveckling som utgör potentiella konkurrenter till Sevuparin inom sepsis och septisk chock. Det tyska privatägda bolaget **AdrenoMed** utvecklar kandidaten Enibarcimab, vilken riktar sig mot adrenomedullin, en viktig regulator av kärntegritet, för att behandla livshotande tillstånd i samband med ökat kärlläckage, nästäppa och chock, där den ledande indikationen är mot sepsis och septisk chock. AdrenoMed har genomfört en fas II-studie som visade en relativ minskning av mortalitet jämfört med placebo om 60 % vid dag 28 samt en gynnsam säkerhetsprofil, där nästa steg en fas III-studie. Däremot slutfördes fas II-studien under år 2020, där problem med att hitta finansiering antas vara bakgrunden till att en fas III-studie inte har kunnat startats. AdrenoMed erhöll Fast Track Designation för Enibarcimab mot sepsis och septisk chock under april år 2024.

Svår malaria

600 000
DÖDSFALL VID
MALARIA ÅR 2023

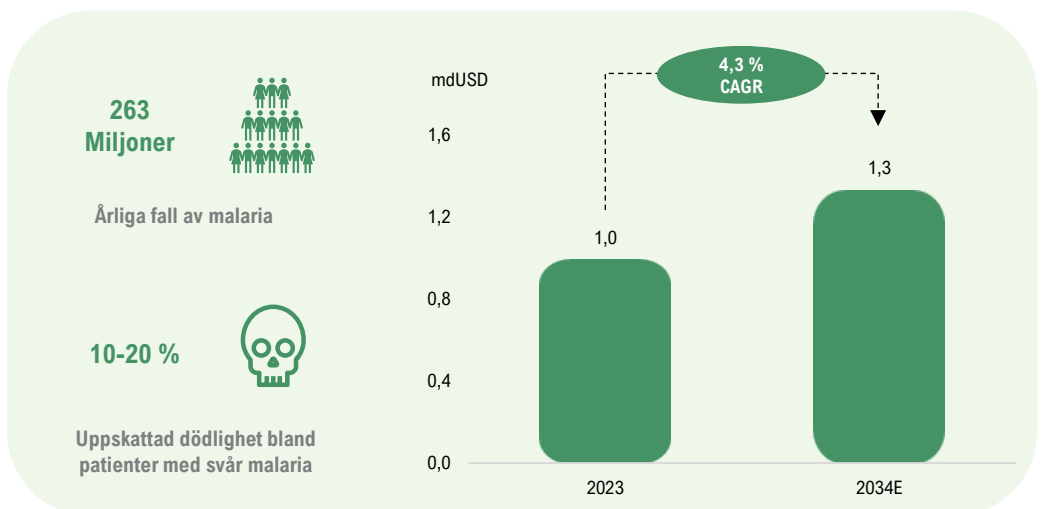
År 2023 estimeras det ha funnits 263 miljoner fall av malaria och ca 600 000 dödsfall globalt, varav ca 95 % av såväl antalet fall som antalet dödsfall skedde i Afrika, därtill var ca 76 % av dödsfallen i världsdelen barn under fem år. Svår malaria är en livshotande form av malaria som kan leda till allvarliga komplikationer och död. Tillståndet kännetecknas av symtom som exempelvis kraftig trötthet, medvetandepåverkan, upprepade krampor och andningssvårigheter och liknar därmed symtomen vid sepsis. Svår malaria har en uppskattad dödlighet om 10-20 % även vid erhållen behandling.

1,33 MDUSD
VÄRDE PÅ DEN
GLOBALA
MARKNADEN FÖR
MALARIA-
BEHANDLINGAR
ÅR 2030E

Behandling av svår malaria sker idag med snabba antimarialamedel och intensivvård, men dödligheten är fortsatt hög (ca 10–20 %), särskilt bland små barn. Nuvarande terapier eliminerar parasiten men motverkar inte de allvarliga inflammations- och koagulationsförändringar som uppstår tidigt vid den svåra formen av malaria samt att de verkar med fördröjd effekt, varför behovet av nya kompletterande läkemedel är stort. Den globala marknaden för malariabehandlingar värderades enligt Grand View Research till ca 990 MUSD och förväntas växa med en CAGR om 4,3 % mellan åren 2024-2030 för att då värderas till ca 1,33 mdUSD. Marknadstillväxten förväntas bl.a. drivas av nya behandlingar och regulatoriska godkännanden, med ett extra fokus på behandlingar som fokuserar på mekanismerna som driver de tidiga och allvarliga symtomen.

Sevuparin är utvecklat för att efterlikna heparin utan blödningsrisk och kan genom sina anti-adhesiva egenskaper förhindra blockering av små blodkärl vid svår malaria. Kandidaten kan därmed komplettera befintliga behandlingar med en snabbare effekt och adressera sjukdomens immunologiska komponent. Även om 95 % av de globala malariafallen drabbar Afrika så finns det även regulatoriska fördelar i höginkomstländer. I USA klassas malaria som en ovanlig sjukdom med färre än 2 000 årliga fall, vilket gör att läkemedel kan få sär läkemedelsstatus, vilket innebär bl.a. marknadsexklusivitet i sju år, lägre regulatoriska kostnader och extra stöd i godkännandeprocessen. Intravenösa artemisinpreparat utgör ett exempel på behandlingar som erhållit sär läkemedelsstatus både i USA och inom EMA för användning vid svår malaria. Därmed utgör såväl västvärlden som hårt drabbade marknader i Afrika potentiella målmarknader för Sevuparin mot svår malaria.

Marknadsdata för malaria.



Källor: WHO, Modus och Grand View research

Finansiell historik och utgångspunkt för prognoser

Givet att Modus befinner sig i utvecklingsfas har Bolaget en historik utan intäkter och negativa kassaflöden, likt andra bioteknikbolag i klinisk fas. Bolagets kostnader historiskt och framgent förväntas bestå av kostnader för studier samt overheadkostnader såsom personal och IP-kostnader. Modus utvecklar läkemedelskandidaten Sevuparin inom tre olika indikationsområden, CKD med anemi, sepsis och septisk chock samt svår malaria, där vi i våra prognoser har utgått från vidare utveckling inom samtliga tre indikationer, vilka således intäcks- och värderingsmodellen baseras på.

Våra prognoser utgår ifrån att en utlicensiering av Sevuparin till en partner genomförs. I praktiken ser vi det som mindre sannolikt att partnern i det skedet går vidare med samtliga tre indikationer utan snarare väljer att satsa på en av dessa och istället kompenserar Modus för de andra indikationerna i form av ett högre *deal value*. För att synliggöra potentialen i Modus portfölj som den ser ut idag samt härleda en värdering av denna, har vi dock valt att prognostisera en potentiell kommersialisering av varje indikation för sig, med individuella antaganden avseende pris, marknadsandel och Likelihood of Approval (LoA).

Licensavtal

LICENSAVTAL ÄR EN VIKTIG MILSTOLPE

Modus startade del 2 av fas IIa-studien avseende Sevuparin inom kronisk njursjukdom med anemi, vilken under Q4-25, vilken förväntas pågå t.o.m. Q4-26. Efter studiens slutförande och givet positivt utfall, förväntar vi oss att Bolaget initierar en utlicensiering av Sevuparin till en partner för fortsatt utveckling och för att på sikt kunna etablera Sevuparin på marknaden, alternativt en försäljning av hela Modus. I ett scenario där inget avtal sker med partner kan Modus driva utvecklingen vidare i egen regi, initialt med vidare fas IIb/III-studier inom CKD med anemi. Dessa studier förväntas dock vara både finansiellt och organisatoriskt mycket omfattande, varför Modus skulle vara i behov av ytterligare extern finansiering för att genomföra dessa. Givet detta ser vi ett ingånget licensavtal med en större läkemedelspartner som en viktig värde drivare för Modus, där partnern kan finansiera återstående klinisk utveckling innan ett marknadsgodkännande potentiellt kan uppnås.

Även om Modus primära fokus för närvarande är på den pågående fas IIa-studien, parallellt som Fas Ib-studien avseende svår malaria har avslutats i samarbete med Imperial College London, ser vi det som mest sannolikt att en licensiering avser hela kandidaten Sevuparin, alltså inom samtliga tre indikationer, där partnern därmed kan driva utvecklingen vidare enligt deras individuella operativa respektive strategiska förutsättningar. Ett bredare avtal ökar dessutom den kommersiella potentialen för båda parter, samt minskar komplexiteten kring IP-rättigheter.

Tabellen nedan redovisar historiska licensaffärer inom CKD med anemi som bedöms vara relevanta riktmärken för Sevuparin. Även om transaktionerna genomfördes för 8-20 år sedan utgör de fortsatt värdefulla referenspunkter, då de avser samma indikation med liknande medicinska behov och en affärsstruktur jämförbar med Modus potentiella avtal. Inom sepsis-området har relevanta deals ej kunnat identifierats, där tidigare studier inom området primärt antas ha finansierats med utvecklingsbolagens egna medel samt offentliga medel.

Licensgivare	Licenstagare	År	Affärstyp	Upfront (MUSD)	Deal value (MUSD)	Rättigheter /Geografi	Royalty rate	Fas	Indikation
FibroGen	Astellas	2005	Licensavtal	n.a.	173	Japan	Tiered, low 20% range	Fas I	CKD med anemi
FibroGen	Astellas	2006	Licensavtal	55	745	Europa, Mellanösten	Tiered, low 20% range	Fas I	CKD med anemi
FibroGen	AstraZeneca	2013	Licensavtal	350	815	USA, China	Tiered, low 20% range	Fas III	CKD med anemi
Akebia	Otsuka	2016	Licensavtal	265	1 030	USA	Tiered, double-digit	Fas III-redo	CKD med anemi
Akebia	Otsuka	2017	Licensavtal	208	657	Europa, Kina	Tiered, double-digit	Fas III-redo	CKD med anemi
Genomsnitt				220	684				
Median				237	745				

AVTAL ESTIMERAS ÅR 2027

Analyst Group estimerar att Modus kan ingå en partnerdeal år 2027, när den pågående fas IIa-studien är slutförd, vilket beräknas till Q4-26. Vidare estimerar vi att avtalet innefattar en initial upfront-betalning, följt av milestone-ersättningar kopplade till kliniska och regulatoriska framsteg samt löpande royalty på framtida försäljning. Vidare estimerar vi att en presumtiv licenspartner åtar sig samtliga kostnader för kliniska studier, tillverkning, marknadsföring och försäljning. Realiseringen av det framtida värdet blir därmed i hög grad beroende av licenspartners förmåga att framgångsrikt föra kandidaten genom återstående utvecklingsfaser till marknadsgodkännande. För att härleda ett estimerat totalt *deal value* görs även en jämförelse med svenska bioteknikbolag i liknande klinisk fas som Modus och historiskt ingångna partnerdeals sedan år 2020, vilka presenteras nedan.

Licensgivare	Licenstagare	År	Affärstyp	Upfront (MUSD)	Deal value (MUSD)	Rättigheter / Geografi	Royalty rate	Fas
Aqilion	Merck	2023	Licensavtal	12	1 114	Globalt		Preklinisk
Saniona	Jazz Pharmaceuticals	2025	Licensavtal	43	993	Globalt	Tiered royalties mid-single digits to low double digits	Preklinisk
Cantargia	Otsuka	2025	Licensavtal	33	580	Globalt		Fas I
Affibody	Acelyrin	2021	Licensavtal	25	280	Globalt	Tiered royalties mid-single digits to low double digits	Fas II
Hansa Biopharma	Sarepta	2020	Licensavtal	10	398	Globalt	Tiered royalties low double digits	Pågående Fas II
Irlab therapeutics	Ipsen	2021	Licensavtal	28	363	Globalt	Tiered royalties mid-single digits to low double digits	Pågående Fas IIb
Genomsnitt				25	621			
Median				27	489			
Modus Therapeutics		2027E	Licensavtal	14	180	Globalt	9%	Fas IIb/III-redo

För såväl referensavtalen inom liknande indikationer som Modus adresserar, som referensavtalen bland andra svenska bioteknikbolag i utvecklingsfas, så uppgår de genomsnittliga avtalsvärdena till ca 600 MUSD. Avtalen inom Modus indikation CKD med anemi avser dock endast två olika kandidater, där de fem olika avtalen speglar olika geografier men där de totala värdena på global basis således är än större, vilket påvisar ett intresse från större aktörer samt att Modus adresserar en potentiell miljardmarknad. Samtidigt utgör referensavtal avseende endast två kandidater en smal referenspunkt, varför en jämförelse med svenska bioteknikbolag också är relevant. Extra relevant anser vi att avtalen för kandidater i fas II är, Affibody, Hansa Biopharma och Irlab Therapeutics, för vilka genomsnittsvärdet uppgick till 347 MUSD.

180 MUSD ESTIMERAT DEAL VALUE

9 % ESTIMARAD ROYALTY RATE

Vi antar en konservativ ansats avseende avtalsvärde i våra estimat, där en partnerdeal uppgående till 180 MUSD estimeras tecknas under år 2027, efter att den pågående fas IIa-studien har avslutats, vilket avser Sevuparin inom samtliga tre indikationer på global basis. I relation till jämförbara avtal med bioteknikbolag i liknande fas får detta anses vara konservativt, vilket bl.a. grundas i att patentet för molekylerna Sevuparin löper ut år 2032 om än med förlängningsmöjlighet till år 2036-2037. Även om Modus har pågående patentansökningar för indikationerna mot CKD med anemi och sepsis som vid godkännande skulle löpa till år 2043 respektive 2044, förväntas en potentiell partner ändå lägga vikt vid substanspatentet, då det ger bredast skydd och underlättar potentiell vidare expansion till fler sjukdomsområden. Det estimerade avtalet inkluderar en initial upfront-betalning om ca 14 MUSD samt milestone-betalningar kopplade till kliniska respektive försäljningsrelaterade framsteg. Därtill applicerar vi en sannolikhet om ca 29 % för att ett avtal faktiskt ingås, vilket är i linje med vår applicerade sannolikhet att den pågående fas II-studien lyckas, och riskjusterar respektive milestone-betalning utifrån den kumulativa sannolikheten för respektive utfall. Vidare estimeras en royalty rate om 9 % på framtida försäljning, vilket inte är inkluderat i ovan nämnda deal value.



Försäljningsprognos – kronisk njursjukdom med anemi

Prevalens och adresserbar population

I våra försäljningsestimat för Sevuparin utgår vi från försäljning på 7MM (7 Major Markets), USA, Japan, Storbritannien, Tyskland, Frankrike, Spanien och Italien. En studie från år 2017 undersökte den globala, regionala och nationella bördan av kronisk njursjukdom, vilken visade att ca 9 % av befolkningen led av kronisk njursjukdom globalt, andelen var liknande för 7MM, i genomsnitt 9,5 % av befolkningen år 2017¹. Vi estimerar att ca 70 % av patienterna lider av CKD grad 3-5 samt att ca 20 % av dessa patienter lider av anemi i samband med den kroniska njursjukdomen. Enligt GlobalData förväntas den totala diagnostiserade prevalensen av fall av kronisk njursjukdomsanemi växa med 0,9 % årligen mellan åren 2024-2034, vilket vi applicerar från år 2017. Sammantaget medför detta en adresserbar population för Sevuparin om ca 10 miljoner vid den estimerade försäljningsstarten år 2032 och 10,6 miljoner patienter då kandidaten estimeras nå mognadsfas år 2038. Detta är i nära linje med Modus som tillsammans med det externa analysföretaget XPLICCO har identifierat en adresserbar marknad för Sevuparin inom CKD-associerad anemi (stadium 3-5) som förväntas omfatta över 10 miljoner patienter inom 7MM år 2038.

**10 MILJONER
PATIENTER I
ADRESSERBAR
POPULATION**

Prisnivå och marknadsandel

I vår modell har vi utgått från ett pris per behandling för Sevuparin inom CKD-patienter med anemi om 5 TUSD i USA och 2,5 TUSD på övriga marknader, vilket grundas i prisnivån för den primära behandlingsmetoden idag, d.v.s. injektioner av EPO-analoger. Priserna har viktats mot respektive marknadsandel av den estimerade patientpopulationen för att erhålla ett genomsnittligt intäktspris per behandling, vilket således uppgår till 3,5 TUSD, där priset antas växa i takt med inflationen om 2 % under prognosperioden.

**3,5 TUSD
ESTIMERAT PRIS
PER BEHANDLING**

Behandling av kronisk njursjukdom med anemi bygger i dag främst på EPO-injektioner (ESAs) och järntillskott, men effekten försämras vid inflammation då höga hepcidinnivåer blockerar järnets tillgänglighet, vilket ofta kräver höga doser med risk för biverkningar, medan nyare HIF-PHI-läkemedel inte har lyckats etablera sig brett på grund av säkerhetsfrågor. Sevuparin har istället potential att angripa grundproblemet genom att sänka hepcidinhalten, förbättra järntillgängligheten och därmed fylla ett behandlingsgap inom inflammationsrelaterad anemi vid CKD. Ytterligare en fördel är att Sevuparin i tidigare studier som utvärderats i kombination med dagens standardbehandling EPO, där Modus kandidat ökade och bibehöll den positiva effekten på anemin, även vid en dossänkning av EPO. Givet detta har Sevuparin potential att etableras dels för patienter som inte svarar på EPO-behandling, dels som ett komplement till standardbehandlingen, vilket gör marknadspotentialen hög.

**4 %
ESTIMERAD
MARKNADS-
ANDEL**

Analyst Group estimerar att Sevuparin når en marknadsandel om 4 % (*peak*) av den adresserbara populationen, vilket är en konservativ ansats. Detta grundas bl.a. i att det fortsatt finns en osäkerhet avseende om behandlingen kan användas tillsammans med EPO eller endast för patienter som är hyporesponsiva mot EPO, vilket skulle innebära en mindre adresserbar population jämfört med den som används i vår modell. Därtill tar den estimerade marknadsandelen hänsyn till att konkurrerande läkemedel kan nå marknaden före Sevuparin.

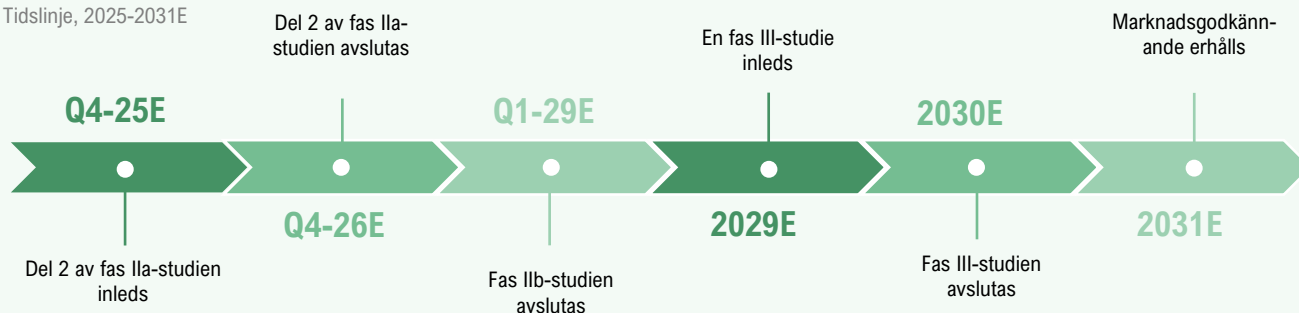
Förväntad tidslinje och toppförsäljning

Del 2 av den pågående fas IIa-studien startades under Q4-25 och förväntas pågå till Q4-26, den syftar till att utvärdera effekt på blodvärde, hepcidin och järnstatus på 50-60 patienter med upprepad behandling. Efter studien, och givet positiva data, estimeras en partnerdeal tecknas för att därefter initiera en fas IIb-studie. Denna studie avser optimera doseringen i en placebokontrollerad miljö, med hemoglobin som primärt effektmått, och beräknas omfatta ca 200 patienter. Fas IIb-studien förväntas starta under Q2-27 med tillgängliga data under Q1-29. Därefter förväntas en omfattande fas III-studie, varefter marknads-godkännande estimeras i slutet av år 2031, då intäkter börjar genereras. År 2038 beräknas toppförsäljning uppnås, vilket uppgår till ca 17,5 mdSEK årligen, vilket utifrån en royalty rate om 9 % innebär årliga intäkter om ca 1,6 mdSEK för Modus. Detta förväntas sedan genereras fram tills att patentet för indikationen väntas gå ut under år 2043, varefter intäkterna bedöms falla.

¹[Global, regional, and national burden of chronic kidney disease, 1990-2017: a systematic analysis for the Global Burden of Disease Study 2017](#)

Övergripande estimerad tidslinje för Sevuparin för CKD med anemi, givet framgångsrika studier.

Tidslinje, 2025-2031E



Källa: Analyst Groups prognoser

Sevuparins potential att förbättra njurens status för CKD-patienter utgör en option på gjorda prognoser

Utöver inriktningen mot patienter med kronisk njursjukdom med anemi, så har Sevuparin visat potential att förbättra njurens status avseende funktion och vävnad vid kronisk njursjukdom i prekliniska studier, vilket kan addera ytterligare kommersiell potential för Sevuparin inom kronisk njursjukdom. Den potentiella effekten att kunna bromsa försämringen av njurstatus är något som Analyst Group bedömer ha ett högt kommersiellt värde givet den omfattande globala prevalensen av kronisk njursjukdom och de behandlingskostnader som är kopplade till detta. En tänkbar indikation för Sevuparin är då att kandidaten förlångsamar försämringen av njurens status och därmed senarelägger tidpunkten då en njurtransplantation behövs, vilket vi bedömer skulle ha betydande kommersiellt värde.

Modus förväntas kunna undersöka huruvida denna mekanism fungerar på människor genom behandling av Sevuparin i kommande studier på patienter med kronisk njursjukdom med anemi, primärt i senare fas IIb/III-studier med längre behandlingstid, vilket möjliggör för att tydliggöra effekterna samt en potentiell kommersiell väg framåt. Däremot, givet att dessa effekter hittills endast har påvisats i prekliniska modeller på möss, väljer vi att inte inkludera dessa indikationer i våra prognoser för närvarande, utan bör snarare ses som en option på gjorda prognoser.

Försäljningsprognos – Sepsis och septisk chock

Incidens och adresserbar population

För sepsis har vi estimerat den adresserbara populationen genom att analysera antalet nya fall per år på respektive marknad, där incidensen enligt olika studier uppgår till mellan 0,2–0,5 % av den totala befolkningen inom 7MM. I genomsnitt räknar Analyst Group med att ca 0,3 % av befolkningen drabbas av sepsis årligen, vilket resulterar i en total adresserbar population om ca 3,5 miljoner patienter år 2025, vilket därefter växer med ca 0,5 % årligen.

Prisnivå och marknadsandel

Dagens behandlingsmetoder utgår endast ifrån intensivvårdsåtgärder som stödjer kroppens funktioner, men inga läkemedel som riktar sig mot den skadliga inflammationen och koagulationsrubbingarna. Sevuparin har potential att fylla detta tomrum genom att skydda kärlväggarna, dämpa inflammationen och därmed minska risken för organsvikt. Eftersom intensivvård är kostsamt förväntas nya läkemedel som har potential att minska behovet av intensivvård kunna prissättas högt. Analyst Group estimerar en prisnivå i likhet med Xigris, det enda tidigare kommersialiserade läkemedlet mot sepsis specifikt, vilket senare togs bort från marknaden. Xigris såldes för ca 7-8 TUSD i genomsnitt per behandling i USA enligt Eli Lilly, varför vi estimerar ett liknande pris för Sevuparin mot sepsis, något som anses vara konservativt givet att Xigris var kommersialiserat för ca 20 år sedan. För övriga sex marknader estimeras ett pris per behandling om ca 4 TUSD, vilket medför ett viktat pris om 5,7 TUSD.

**3,5 MILJONER
PATIENTER I
ADRESSERBAR
POPULATION**

**5,7 TUSD
ESTIMERAT PRIS
PER BEHANDLING**

**6 %
ESTIMERAD
MARKNADS-
ANDEL**

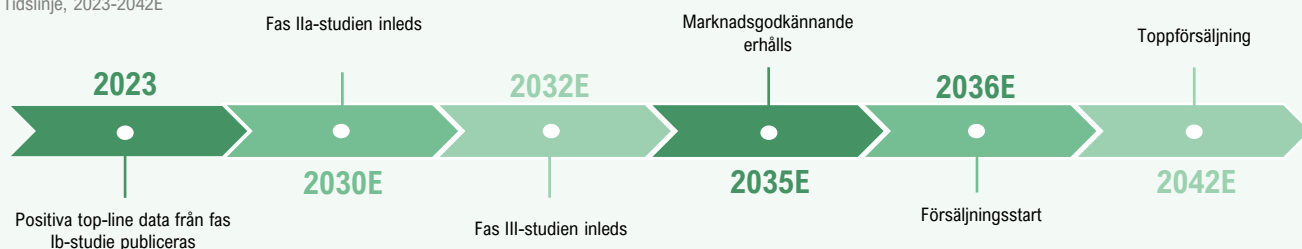
Avseende marknadsandel bedömer Analyst Group att avsaknaden av effektiva behandlingsmetoder idag motiverar en betydande marknadsandel vid en kommersialisering av Sevuparin mot sepsis. Å andra sidan estimeras indikationen i vår modell prioriteras ned under kommande år i samband med att Sevuparin mot anemi vid CKD utvecklas, varför försäljningsstart estimeras först år 2036, varigenom konkurrerande läkemedel då kan ha erhållit marknadsgodkännande före Sevuparin. Det är också viktigt att beakta att det är möjligt att inte alla patienter som diagnostiseras med sepsis kan behandlas, exempelvis på grund av samtidiga akuta tillstånd eller andra allvarliga underliggande sjukdomar. Mot bakgrund av ovan resonemang estimerar Analyst Group att Sevuparin når en marknadsandel om 6 % (peak) av den adresserbara populationen, vilket vi ser som konservativt.

Förväntad tidslinje och toppförsäljning

Modus slutförde en lyckad fas I-studie under år 2023, där nästa steg förväntas vara att initiera en fas II-studie. Analyst Group bedömer att primärt fokus under kommande år kommer vara den kliniska utvecklingen inom indikationen CKD med anemi, varpå utvecklingen av sepsisindikationen förväntas fortsätta i ett senare skede. Vi modellerar att Fas II-studien initieras under inledningen av år 2030 och att försäljningsstart, givet lyckade fas II och III-studier samt att marknadsgodkännande uppnås, sker år 2036. År 2042 beräknas toppförsäljning uppnås, vilket uppgår till ca 16,5 mdSEK årligen, vilket utifrån en royalty rate om 9 % innebär årliga intäkter om ca 1,5 mdSEK för Modus. Detta förväntas sedan genereras fram tills att patentet för indikationen väntas gå ut under år 2044, varefter intäkterna bedöms falla.

Övergripande estimerad tidslinje för Sevuparin för sepsis och septisk chock, givet framgångsrika studier.

Tidslinje, 2023-2042E



Källa: Analyst Groups prognoser

Försäljningsprognos – Svår malaria

Prevalens och adresserbar population

Enligt WHO så drabbades ca 263 miljoner personer av malaria år 2023, varav ca 600 000 personer avlider. Ca 95 % av dödsfallen sker i Afrika och givet ett antagande om att 15 % av de som drabbas av svår malaria avlider, innebär det ca 3,9 miljoner fall av svår malaria i Afrika årligen, vilket bedöms utgöra Modus primära adresserbara population inom indikationen. Därtill förväntas Modus kunna adressera höginkomstländer, där malaria är sällsynt men ändå förekommer, i USA beräknas antalet årliga fall till ca 2 000, där en liknande siffra för övriga sex *major markets* tillsammans estimeras.

Affärsmodell

Sett till affärsmodellen för svår malaria så har Modus ett samarbete med Imperial College London, vilket innebär att Modus bidrar med Sevuparin till de olika faserna av kliniska studier i patienter med svår malaria, medan Imperial College London ansvarar för att genomföra de kliniska studierna, där programmet har erhållit finansiering genom forskningsanslag från Wellcome Trust. Vid en potentiell kommersialisering finns det två s.k. värdeströmmar, dels en mindre men betalningsvillig marknad i höginkomstländer där patienter utgörs av exempelvis återvändande turister, soldater, biståndsarbetare, dels låginkomstländer, primärt i Afrika, där den stora sjukdomsördan finns men med lägre betalningsvilja.

I USA finns möjlighet att ansöka om *orphan drug designation* (särsläkemedelsstatus) hos FDA, vilket bland annat innebär sju års marknadsexklusivitet, reducerade regulatoriska kostnader samt möjlighet till särskilt myndighetsstöd, det finns även en liknande möjlighet även inom EU. Ett godkännande som särsläkemedel på någon av dessa marknader är viktigt, då det kan öppna för att exempelvis WHO och globala fonder köper in och distribuerar läkemedlet i låginkomstländer där behovet är som störst, främst i Afrika.

**3,9 MILJONER
I ESTIMERADE
FALL AV SVÅR
MALARIA
ÅRLIGEN**

EN PRIORITY
REVIEW VOUCHER
GER BETYDANDE
KOMMERSIELLT
VÄRDE

8 %
ESTIMERAD
MARKNADS-
ANDEL

Vidare omfattas malaria av FDA:s Priority Review Voucher-program (PRV), vilket syftar till att stimulera utvecklingen av läkemedel mot sjukdomar som annars inte lockar kommersiell forskning. Ett godkänt läkemedel inom en sådan indikation kan tilldelas en voucher som ger prioriterad granskning av ett annat läkemedel eller kan säljas vidare till tredje part. Detta innebär att Sevuparin, vid ett eventuellt godkännande i USA, förväntas kvalificera för en PRV under FDA:s Tropical Disease-program. Dessa vouchers har tidigare visat sig ha betydande kommersiellt värde, där flera transaktioner har skett för över 100 MUSD – exempelvis sålde det danska läkemedelsbolaget Bavarian Nordic en PRV för 160 MUSD i juni år 2025.

Prisnivå och marknadsandel

Avseende prisnivå estimerar Analyst Group en prisnivå per behandling i nivå med sepsis avseende 7MM, symtomen vid svår malaria liknar de vid sepsis som exempelvis andningskollaps, cirkulationssvikt, ändrad koagulation med blodproppar och blödningar samt njursvikt. Därmed modellerar vi ett pris per behandling om 8 TUSD i USA samt 4 TUSD i Europa och Japan. Avseende den mer omfattande afrikanska marknaden räknar vi med att exempelvis WHO eller en global fond såsom Global Fund ser värde i att införskaffa och distribuera Sevuparin som läkemedel i regionen, givet de fördelar som läkemedlet, vid ett eventuellt godkännande, har för patienter med svår malaria. På dessa marknader förväntas dock prissättningen vara lägre, där vi estimerar ett pris per behandling om ca 0,075 TUSD. Samtidigt ska det nämnas att det finns betydande kommersiell potential även på denna marknad, vilket bl.a. illustreras av UNICEFs och GAVIs avtal med GSK om att köpa 18 miljoner doser av världens första malariavaccin (RTS,S) för upp till 170 MUSD.

Sett till marknadsandel räknar vi med att Sevuparin kan nå ca 8 % av patienterna på såväl 7MM som i Afrika som drabbas av svår malaria på sikt, vilket grundar sig i de tidigare nämnda fördelarna med Sevuparin mot nuvarande behandlingsalternativ. Därtill finns det en ökande resistensen mot befintliga behandlingar, vilket gör att Sevuparin har en extra styrka då dess verkningsmekanism inte påverkas av sådan resistens, något som är ytterligare ett argument för en betydande marknadsandel för Sevuparin.

Förväntad tidslinje och toppförsäljning

Inom svår malaria färdigkryterades en fas Ib-studie i mars år 2025 och rapportering av resultatet förväntas år 2026, efterföljande studie förväntas färdigställas i slutet av år 2029, därefter förväntas Modus kunna erhålla särsläkemedelsstatus hos FDA år 2030. Därefter estimeras kommersialisering på såväl 7MM som till mer utsatta regioner. Toppförsäljningen beräknas uppgå till ca 300 MSEK, vilket utifrån en royalty rate om 9 % innebär årliga intäkter om ca 27 MSEK för Modus. Särsläkemedelsstatusen förväntas ge marknadsexklusivitet i sju år, därefter bedöms intäkterna falla.

Den största delen i det kommersiella värdet avseende svår malaria bedöms dock bestå av erhållandet av en PRV-Voucher. Vi modellerar att Modus erhåller en sådan vid marknadsgodkännande år 2030 och säljer den vidare till tredje part under året därpå, till ett värde om 150 MUSD, i linje med nyligen genomförda transaktioner. Slutligen applicerar vi en sannolikhet om ca 7,9 % för att Modus erhåller en voucher, vilket är i linje med vår applicerade sannolikhet att indikationen svår malaria erhåller marknadsgodkännande.

Likelihood of Approval (LoA)

En central parameter vid utvärderingen av läkemedelskandidater under klinisk utveckling är sannolikheten för framgång (Probability of Success, PoS) i respektive fas samt den kumulativa sannolikheten för marknadsgodkännande (Likelihood of Approval, LoA). LoA är därmed en nyckelkomponent vid riskjustering av framtida intäktsströmmar och kassaflöden, då den beaktar den inneboende osäkerheten i kliniska studier. Vid fastställandet av LoA för Modus respektive indikationer har vi beaktat data från en studie¹, vilken undersöker PoS för respektive fas inom läkemedelsutveckling, vilket har applicerats på Modus indikationer beroende på vilken fas de befinner sig i enligt tabellen nedan. För indikationerna CKD med anemi och sepsis så är nästa steg att genomföra en fas II-studie, vilket sammantaget medför en estimerad LoA om 15,1 % för dessa indikationer. Avseende svår malaria så slutrekryterades en fas Ib-studie under mars år 2025, vilket medför en estimerad LoA om 7,9 %.

PoS	Fas I → Fas II	Fas II → Fas III	Fas III → Reg. ansökan	Godkännande	LoA
Samtliga terapiområden	52,0%	28,9%	57,8%	90,6%	7,9%
CKD med anemi	100,0%	28,9%	57,8%	90,6%	15,1%
Sepsis	100,0%	28,9%	57,8%	90,6%	15,1%
Svår malaria	52,0%	28,9%	57,8%	90,6%	7,9%

¹Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011–2020

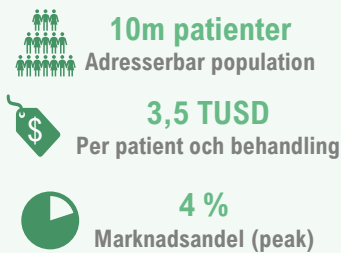


Sammanfattning av intäktsprognos

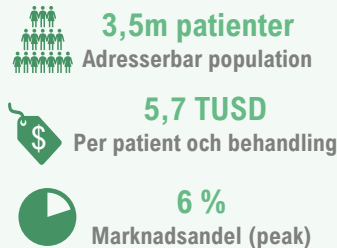
Vi estimerar att Modus under år 2027 tecknar ett globalt licensavtal för Sevuparin avseende samtliga tre indikationer, med ett estimerat avtalsvärde om 180 MUSD. Strukturen antas bestå av en upfront-betalning om ca 14 MUSD samt milestone-ersättningar kopplade till regulatoriska framsteg och kommersiell utveckling. För att reflektera den binära risken i avtalsförhandlingarna tillämpar vi en sannolikhet om 29 % för att ett avtal faktiskt sluts, och riskjusterar därefter samtliga milestone-betalningar utifrån den kumulativa sannolikheten. Royaltyintäkter estimeras uppgå till 9 % av framtida försäljning, men ingår inte i ovan nämnda deal value.

För CKD med anemi beräknas den adresserbara populationen uppgå till ca 10 miljoner vid marknadsgodkännande, varav Modus estimeras uppnå en marknadsandel om 4 % på sikt, vilket bäddar för toppförsäljning om ca 17,5 mdSEK. För sepsis estimeras adresserbar population till ca 3,5 miljoner patienter årligen och givet en uppnådd estimerad marknadsandel om 6 % estimeras toppförsäljning om ca 16,5 mdSEK. För svår malaria estimeras en population om ca 4 miljoner drabbas årligen och baserat på en uppnådd marknadsandel om 8 % estimeras en toppförsäljning om ca 300 MSEK men där det mest omfattande kommersiella värdet förväntas bestå av en estimerad försäljning av en PRV-voucher om 150 MUSD år 2031. Slutligen riskjusteras intäktsströmmarna med en LoA om 15,1 % för CKD med anemi och sepsis samt 7,9 % för svår malaria.

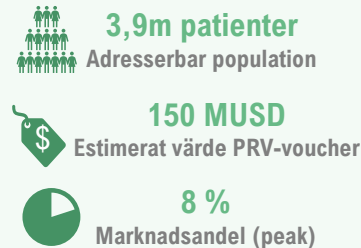
CKD med anemi



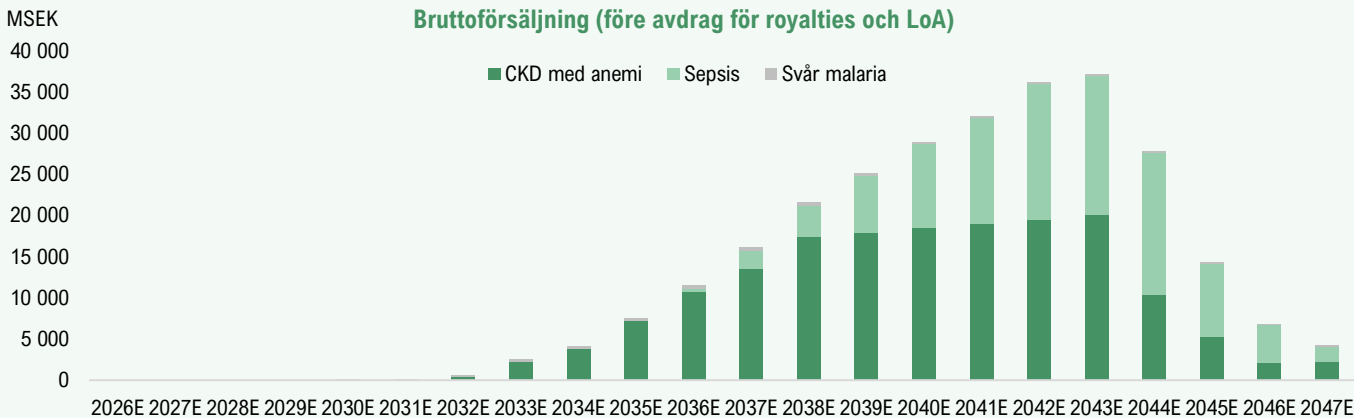
Sepsis



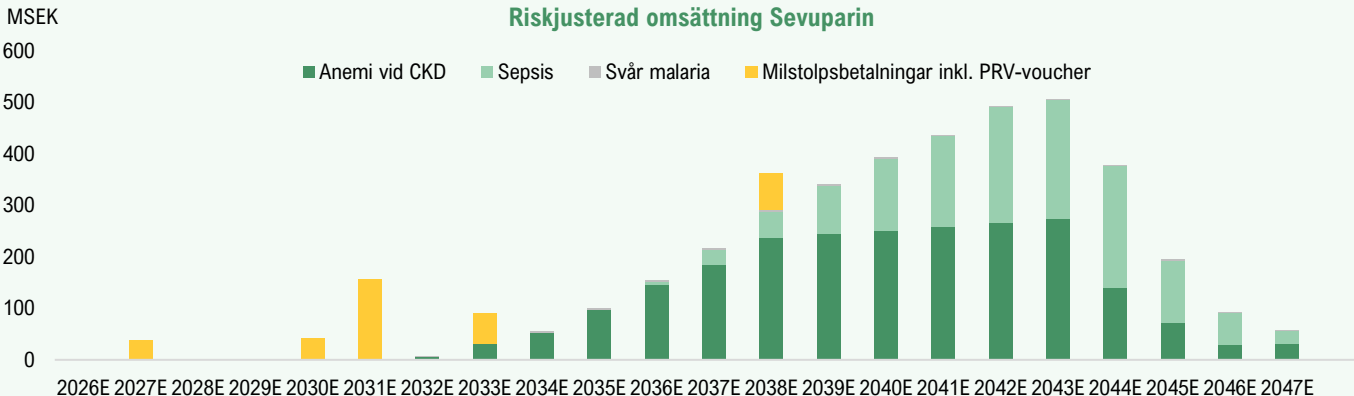
Svår malaria



Bruttoförsäljning (före avdrag för royalties och LoA)



Riskjusterad omsättning Sevuparin



Prognos rörelsekostnader

Modus rörelsekostnader antas historiskt primärt vara hänförliga till studiekostnader för de genomförda kliniska studierna, under de senaste åren har de totala rörelsekostnaderna pendlat mellan ca 16-20 MSEK årligen. Utöver studiekostnader antas kostnadsbasen primärt bestå av personalkostnader till två anställda, VD och CFO, IP-kostnader samt noteringskostnader, vilket estimeras uppgå till ca 9-10 MSEK årligen. Modus har en pågående studie, fas Ila-studien för CKD med anemi, samtidigt som fas Ib-studien i samarbete med Imperial College avseende svår malaria slutförde patientrekryteringen i mars år 2025. Gällande studien för svår malaria så bedöms Imperial College stå för merparten av kostnaderna, där Modus primärt bistår med läkemedelssubstansen Sevuparin. I fas Ila-studien estimeras dock Modus stå för kostnaderna, för nuvarande del 2 av studien estimeras kostnaderna till ca 12 MSEK under det år den beräknas pågå, vilket således adderas till den fasta kostnadsbasen.

LICENSPARTNER
ESTIMERAS STÅ
FÖR RESTERANDE
UTVECKLINGS-
KOSTNADER

Vid ett potentiellt licensavtal, vilket estimeras tecknas år 2027, räknar Analyst Group med att licenspartnern bär kostnaderna för den fortsatta kliniska utvecklingen. Våra prognoser utgår därtill ifrån att partnern bär framtida kostnader avseende tillverkning, marknadsföring och distribution av Sevuparin. Givet detta förväntas Modus kostnadsbas gradvis minska efter det estimerade avtalet och kostnaderna blir försumbara i relation till de intäkter som Sevuparin kan inbringa givet en framgångsrik kommersialisering.

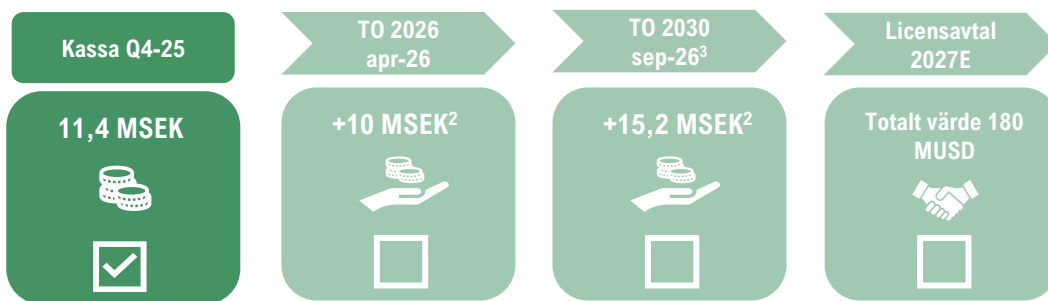
Finansiell ställning

Modus är i dagsläget ett forskningsbolag utan intäkter och har historiskt varit beroende av externt kapital för att finansiera verksamheten. Kassan vid utgången av Q4-25 uppgick till 11,4 MSEK, vilken stärktes i augusti genom en övertecknad unitemission, där Bolaget tillfördes ca 28,3 MSEK före emissionskostnader och kvittning av lån om 5,4 MSEK. Efter emissionskostnader och kvittning av lån tillfördes Modus en nettolikvid om 20,2 MSEK. Därtill kan kassan stärkas med ytterligare 10 MSEK genom teckningsoptioner av serie TO 2026, med teckningsperiod i april år 2026, där teckningskursen är 0,35 kr per aktie.

Vi estimerar att Modus nuvarande kassa räcker för att finansiera den pågående fas Ila-studien och rörelsekapital fram till att en partnerdeal tecknas, givet att teckningsoptioner av serie TO 2026 tillför Modus med kapital i april år 2026. Vidare finns utestående teckningsoptioner av serie TO 2030, vilka har en årlig nyttjandeperiod i september år 2026-2030, där teckningskursen är 0,4 kr per aktie och kan tillföra Modus totalt 15,2 MSEK. I det fall en partnerdeal inte tecknas år 2027 och Modus fortsatt bedriver den kliniska utvecklingen i egen regi så förväntas ytterligare kapital behövas, där vi ser extern kapitalanskaffning som det mest sannolika alternativet.

FINANSIERADE
ÖVER PÅGÅENDE
FAS IIA-STUDIE¹

Modus förväntas vara finansierade till dess att ett licensavtal estimeras tecknas under år 2027, givet kapitaltillskott från TO 2026.



¹Givet att Modus tillförs kapital genom TO 2026

²Givet full teckning

³Kan lösas in under teckningsperiod om två veckor i september år 2026-2030

Värdering: rNPV-modell

rNPV: Sammanfattning (MSEK)	
Riskjusterat EV (nuvärde)	332,4
Nettokassa	-36,6
Market cap	369,0
Antal aktier	188,3
Värde per aktie	2,0

Värderingen av Modus görs genom riskjusterad DCF-modell, där modellen baseras på våra finansiella prognoser för Sevuparin inom de tre indikationerna CKD med anemi, sepsis och svår malaria samt att en partnerdeal med ett totalt värde om 180 MUSD tecknas år 2027. De estimerade erhållna kassaflödena baserat på våra prognoser riskjusteras med en LoA (Likelihood of Approval) beroende på vilken fas de olika indikationerna befinner sig i. Under de kommande åren estimeras Modus kostnadsbas påverkas av den pågående fas IIa-studien för CKD med anemi, varefter en partnerdeal estimeras tecknas där licenspartnern bär kostnaderna för den fortsatta kliniska utvecklingen, därefter estimeras således en låg fast kostnadsbas för Modus. De estimerade riskjusterade kassaflödena diskonteras med en WACC om 17,1 %, vilken återspeglar avkastningskravet och de risker i Bolaget som inte är relaterade till marknadsgodkännande. Dessa risker är främst relaterade till Bolagets storlek, risken i affärsmodellen med potentiella partners samt finansieringsrisk. Genom att diskontera samtliga riskjusterade framtida kassaflöden uppgår det nuvärdesberäknade bolagsvärdet (Enterprise Value) till ca 332 MSEK.

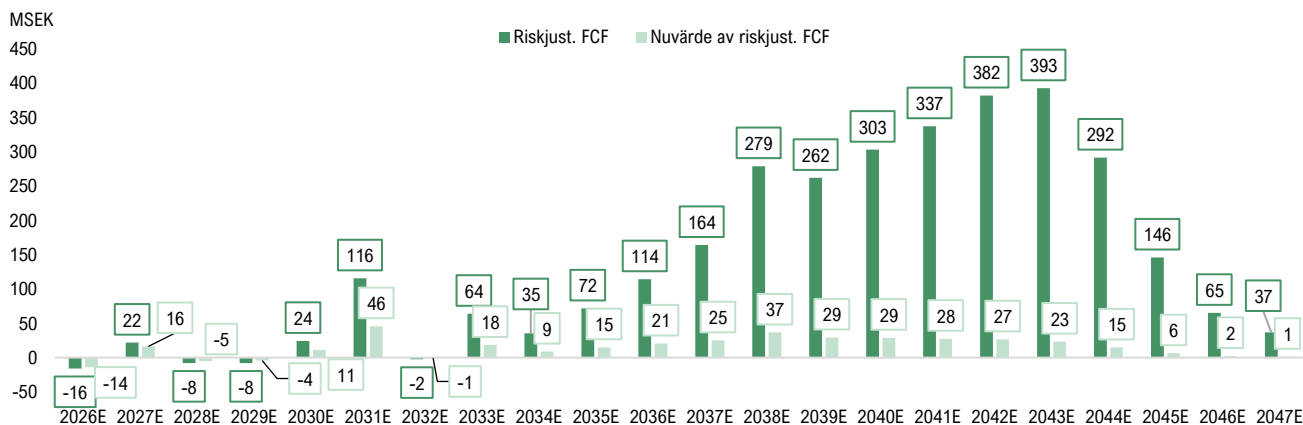
Analyst Group estimerar att Modus är finansierade fram till den antagna licensdealen år 2027 genom den fulltecknade företrädesemissionen i augusti år 2025 samt estimerad tillkommande likvid från teckningsoptioner av serie TO 2026 med teckningskurs om 0,35 kr per aktie och teckningsperiod i april år 2026. Därtill finns utestående teckningsoptioner av serie TO 2030, vilka har en årlig nyttjandeperiod i september år 2026-2030, där teckningskursen är 0,4 kr per aktie och kan tillföra Modus totalt 15,2 MSEK. Vi ser villkoren i teckningsoptionerna som fördelaktiga och estimerar att båda tecknas till 100 % under år 2026, varför vi har räknat med tillkommande likvid och antal aktier för full teckning i vår värderingsmodell. Givet detta beräknas nettokassan uppgå till ca 36,6 MSEK, baserat på kassan vid utgången av Q4-25 och likvider från teckningsoptioner av serie TO 2026 och TO 2030. Med hänsyn till kapitaltillskotten beräknas antalet aktier uppgå till ca 188,3 miljoner vid fullt utnyttjande av samtliga teckningsoptioner.

2,0 KR
VÄRDE PER AKTIE
BASE SCENARIO

Sammantaget, med ett härlett bolagsvärde om ca 332 MSEK, en nettokassa om ca 36,6 MSEK samt ca 188,3 miljoner utestående aktier, motsvarar det ett potentiell nuvärde om 2,0 kr per aktie.

Tidsaspekten får en betydande påverkan på nuvärdet av de estimerade riskjusterade fria kassaflödena.

Estimerade riskjust. FCF samt diskonterade riskjust. FCF, Base scenario 2026E-2047E



Källa: Analyst Groups prognoser

Känslighetsanalys

Riskjusterade DCF-modeller innehåller flera antaganden om variabler långt in i framtiden vilka får stor påverkan på det härledda värdet per aktie. I tabellen till höger återfinns en känslighetsanalys som återger hur olika nivåer av royalty rate på framtida försäljning samt diskonteringsränta påverkar det härledda värdet per aktie.

		Royalty Rate				
		7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%
WACC	15,1%	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
	16,1%	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
	17,1%	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
	18,1%	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
	19,1%	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

Relativvärdering: Disc Medicine

Disc Medicine är ett amerikanskt bioteknikbolag noterade på Nasdaq Global Market vilka fokuserar på nya behandlingar för hematologiska sjukdomar (sjukdomar relaterade till blod och blodbildning). Bolaget har tre kandidater under utveckling inom sammanlagt sex indikationer, där kandidaten DISC-0974 ses som extra relevant vid en jämförelse med Modus. Enligt vår kännedom är kandidaten den enda utöver Sevuparin som är under utveckling med syftet att sänka hepcidinhalten och därmed behandla anemi som kan uppstå vid inflammation. Kandidaten utvecklas inom två indikationer, en mot anemi vid Myelofibros och en mot CKD med anemi, vilket är Modus inriktning.

För DISC-0974 pågår för närvarande en fas II-studie avseende indikationen mot anemi vid Myelofibros och för indikationen CKD med anemi förväntas en fas IIa-studie initieras under år 2026, varför Disc Medicine befinner sig i en liknande utvecklingsfas som Modus. Värderingsdiskrepansen är dock stor, vilket framgår av tabellen nedan, något som Analyst Group till viss del anser vara befogat. Disc Medicine har tre kandidater under utveckling, utöver DISC-0974 kandidaten Bitopertin i fas III och DISC-3405 i fas I, vilket skapar en mer riskdiversifierad portfölj och motiverar en premie. Vidare har Disc Medicine *Fast Track Designation* från FDA vilket enligt Analyst Group bör premieras, samtidigt som det stärker tesen om att även Modus kan erhålla detta. Slutligen innebär det faktum att Disc Medicine är listade i USA generellt sett en värderingspremie då bolag ofta värderas högre där.

Bolag	Lista	Huvudkandidat	Antal kandidater i klinisk fas	Klinisk fas	Börsvärde (MSEK)
Disc Medicine	Nasdaq Global Market	DISC-0974	3	Pågående fas II	23 330,9
Modus Therapeutics	First North Stockholm	Sevuparin	1	Pågående fas IIa	36,1

VI ANSER ATT VÄRDERINGS-DISKREPANSEN ÄR FÖR STOR

Även om värderingsdiskrepansen mellan Disc Medicine och Modus till viss del är befogad så visar den ändå på att effekten att kunna sänka hepcidin värderas högt, där behovet av hepcidinriktade terapier och det stora ouppfyllda medicinska behovet även illustreras av erhållandet av *Fast Track Designation* från FDA. Sammantaget anser Analyst Group dock att diskrepansen i värdering mellan Disc Medicine och Modus är för stor och motiverar en uppvärdering av Modus, vilket är i linje med vår härledda värdering.

Relativvärdering: Svenska bioteknikbolag

För att ge ytterligare färg till värderingen görs en jämförelse med andra svenska noterade bioteknikbolag i liknande fas som Modus. Bolagen skiljer sig åt avseende adresserbar marknad, finansiell ställning och till viss del vilken fas de befinner sig i. Analyst Group anser likväl att jämförelsen är relevant samt påvisar att Modus värderas lågt i förhållande till andra svenska bioteknikbolag som befinner sig i en liknande utvecklingsfas, vilket vi ser som stöd till vår härledda värdering av Bolaget.

Bolag	Lista	Huvudkandidat	Antal kandidater i klinisk fas	Klinisk fas (ledande projekt)	Kassa (MSEK)	Börsvärde (MSEK)
Pila Pharma	First North Stockholm	XEN-D0501	1	Fas Ib/IIa-redo	19,3	53,0
Alligator Bioscience	Small Cap Stockholm	Mitazalimab	2	Fas III-redo	62,2	102,7
Active Biotech	Small Cap Stockholm	Tasquinimod	2	Pågående fas II	65,1	137,3
Mendus	Small Cap Stockholm	Vididencel	2	Pågående fas II	64,7	269,4
Initiator Pharma	First North Stockholm	Pudafensine	2	Pågående fas II	26,2	206,7
Bioinvent	Mid Cap Stockholm	BI-1808	2	Fas II	690,5	1 457,6
Cereno Scientific	First North Stockholm	CS1	2	Fas II	74,2	1 880,6
Cantargia	Small Cap Stockholm	Nadunolimab	2	Fas II	281,8	1 118,8
Genomsnitt					160,5	653,3
Median					64,9	238,1
Modus Therapeutics	First North Stockholm	Sevuparin	1	Pågående fas IIa	11,4	36,1

Värdering: Sammanfattning

Sammanfattningsvis härleder vi, med stöd av rNPV-modellen, ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om ca 369 MSEK, motsvarande 2,0 kr per aktie inklusive full teckning av TO 2026 och TO 2030, där relativvärderingen ger understöd till den härledda värderingen. Även om realiseringen av värdet i Modus läkemedelsportfölj är beroende av ett licensavtal samt fortsatt kliniska framsteg, och därmed binärt till sin natur, bedömer vi att potentialen i Bolagets forskningsportfölj i dagsläget inte återspeglas i marknadsvärdet.

2,0 KR
VÄRDE PER AKTIE
BASE SCENARIO

Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras en potentiell partner se än större värde i Modus utvecklingsportfölj, varigenom en licensdeal tecknas till ett högre värde jämfört med ett Base scenario, uppgående till 250 MUSD med 10 % initial upfront-betalning, följt av milestone-ersättningar kopplade till kliniska och regulatoriska framsteg samt löpande royalty på framtida försäljning, vilken estimeras uppgå till 11 %.

Vidare estimeras Sevuparins fördelar möjliggöra att kandidaten uppnår en högre marknadsandel i jämförelse med ett Base scenario. Inom CKD med anemi medför Sevuparins potential att sänka hepcidin-halten att kandidaten kan nå en marknadsandel om 5 % av den adresserbara populationen på sikt, därtill estimeras ett något högre genomsnittligt pris per behandling, 3,9 TUSD jämfört med 3,5 TUSD.

För indikationen mot sepsis estimeras också en högre marknadsandel om 7 % (6 % i ett Base scenario) samt ett högre genomsnittligt pris per behandling om 6,2 TUSD. Därtill räknar vi med att en potentiell partner i ett tidigare skede prioriterar den fortsatta utvecklingen av indikationen mot sepsis, vilket leder till ett tidigare estimerat marknadsgodkännande år 2033, något som medför att intjäningen kan starta tidigare och pågå under fler år innan patentet går ut. Slutligen estimeras även indikationen mot svår malaria uppnå en högre marknadsandel om 9 % samt kunna säljas till ett högre pris än i ett Base scenario.

De estimerade riskjusterade kassaflödena diskonteras med en WACC om 17,1 %, varigenom det nuvärdesberäknade bolagsvärdet (Enterprise Value) uppgår till ca 619 MSEK. Även i ett Bull scenario estimeras full teckning av teckningsoptioner av serie TO 2026 och TO 2030, därmed inkluderas detta i värderingsmodellen, vilken härleder ett potentiellt nuvärde per aktie om 3,5 kr i ett Bull scenario.

3,5 KR
VÄRDE PER AKTIE
BULL SCENARIO

Bear scenario

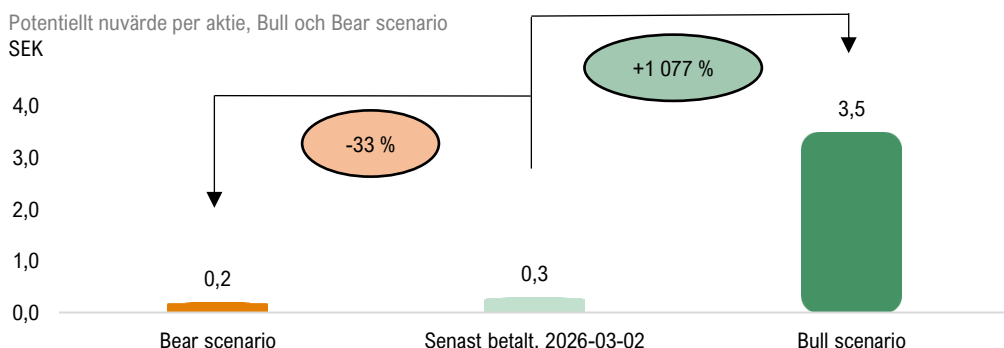
I ett Bear scenario estimeras Modus inte teckna ett licensavtal efter avslutad fas IIa-studie för indikationen CKD med anemi till följd av att marknads intresse är för lågt, vilket medför att Bolaget fortsätter den kliniska utvecklingen i egen regi. Kliniska studier är kostsamma och den fortsatta utvecklingen kräver ytterligare externt kapital utöver de utestående teckningsoptionerna TO 2026 och TO 2030, vilket vid ett fortsatt svalt investeringsklimat för olönsamma småbolag kan komma att ske till ogynnsamma villkor för befintliga investerare.

En licensdeal estimeras tecknas efter avslutad fas IIb-studie år 2030, där en utdragen process successivt försvagat Modus förhandlingsposition, dels genom en försämrad finansiell ställning, dels genom att konkurrenter hinner stärka respektives positioner på marknaden. Följden blir ett avtal med lägre värde uppgående till 50 MUSD samt lägre royalties uppgående till 6 %. Vidare estimeras lägre uppnådd marknadsandel samt pris för indikationerna kronisk njursjukdom med anemi och svår malaria samt ett lägre värde på den estimerade erhållna PRV-vouchern från FDA om 80 MUSD jämfört med 150 MUSD i ett Base scenario. I ett Bear scenario antas därtill indikationen inom sepsis misslyckas i den kliniska utvecklingen, varför den inte avancerar vidare i utvecklingen.

I ett Bear scenario härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 0,2 kr genom vår riskjusterade DCF-modell baserat på ovan antaganden.

0,2 KR
VÄRDE PER AKTIE
BEAR SCENARIO

Illustration av potentiell värdering i ett Bull respektive Bear scenario.



Källa: Analyst Groups värdering



John Öhd, VD

John Öhd har varit VD för Modus sedan år 2020 och dessförinnan Chief Medical Officer sedan år 2018. Han är legitimerad läkare och medicine doktor med lång erfarenhet av läkemedelsutveckling inom områden som CNS-sjukdomar, onkologi och hematologi. John har tidigare haft ledande befattningar inom forskningsorganisationerna på AstraZeneca och Shire samt verkat som Chief Medical Officer på bioteknikbolaget Medivir. Han är för närvarande Chief Scientific Officer på KDventures AB och styrelseledamot i Umecline Cognition AB, SVF Vaccines AB och Boost Pharma.

Aktieinnehav: John äger 3 260 591 aktier (2,7 %) i Modus.



Claes Lindblad, CFO

Claes Lindblad har varit finansdirektör för Modus Therapeutics sedan år 2021. Han har en magisterexamen i kemi och ekonomi från Karlstads universitet och över 25 års erfarenhet från ledande roller inom life science-sektorn. Claes har tidigare varit CFO på medicinteknikbolaget OssDesign, där han ansvarade för bolagets finansiella och administrativa funktioner samt spelade en central roll i bolagets börsnotering på Nasdaq First North Growth Market år 2019. Dessförinnan hade han flera ledande befattningar, bland annat som Sverigechef för medicinteknikföretaget ConvaTec och försäljningsansvarig för OTC- och generika-portföljen på Nycomed/Takeda.

Aktieinnehav: Claes äger 79 056 (0,1 %) aktier i Modus.



Viktor Drvota, Styrelseordförande

Viktor Drvota har varit styrelseordförande i Modus Therapeutics sedan år 2016. Han är legitimerad läkare, docent och biträdande professor i kardiologi vid Karolinska Institutet, med över 18 års erfarenhet inom riskkapital och investeringar i life science-sektorn. Viktor var tidigare ansvarig för life science-området på SEB Venture Capital mellan åren 2002–2016 och har lång erfarenhet av styrelsearbete i bioteknik- och medicinteknikbolag. Han är för närvarande VD i KDventures AB och Umecline Cognition AB, samt styrelseordförande i Umecline Cognition AB. Därutöver är han styrelseledamot i KDev Investments AB, UC Research AB, Dilafor AB, AnaCardio AB och Dilafor Incentive AB samt styrelsesuppleant i Svenska Vaccinfabriken Produktion AB.

Aktieinnehav: Viktor är VD i KDventures AB som äger 70 436 703 aktier, inkl. KDev invests ägande om 2 711 516 aktier, (57,9 %) i Modus.



Johan Dighed, Styrelseledamot

Johan Dighed har varit styrelseledamot i Modus Therapeutics sedan september år 2024. Han har en juristexamen från Lunds universitet och över 20 års erfarenhet inom finansiell- och affärsjuridik. Johan har tidigare varit chefsjurist för SEB AG i Tyskland och arbetat som jurist på SEB AB, samt dessförinnan vid advokatbyrå Baker & McKenzie och inom det svenska domstolsväsendet. Han är i dag vice VD och chefsjurist på KDventures AB samt styrelseledamot i bland annat AnaCardio AB, Pharmnovo AB och Promimic AB (publ).

Aktieinnehav: Johan är vice VD i KDventures AB som äger 70 436 703 aktier, inkl. KDev invests ägande om 2 711 516 aktier, (57,9 %) i Modus.



Ellen K. Donnelly, Styrelseledamot

Ellen K. Donnelly har varit styrelseledamot i Modus Therapeutics sedan år 2020. Hon har en doktorsexamen i neurovetenskap från Yale School of Medicine och lång erfarenhet av ledarskap inom life science-industrin. Ellen har tidigare varit VD för Modus samt haft seniora befattningar inom Pfizer och CombinatoRx. Hon har även varit VD för Epigenetics Division och Juvenescence samt arbetat som rådgivare och konsult inom läkemedelsstrategi. Ellen är i dag VD för Neumeirna Therapeutics och styrelseledamot i AlzeCure Pharma AB.

Aktieinnehav: Ellen äger 195 073 aktier (0,2 %) i Modus.

Base scenario, intäktsprognos	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E	2044E	2045E	2046E	2047E
CKD med anemi																						
Prevalens (tusental)	9 516	9 602	9 688	9 775	9 863	9 952	10 042	10 132	10 223	10 315	10 408	10 502	10 596	10 692	10 788	10 885	10 983	11 082	11 182	11 282	11 384	11 486
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,6%	1,0%	1,8%	2,6%	3,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%	1,0%	0,4%	0,4%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0	60,6	102,0	185,1	269,7	334,9	422,2	425,9	429,6	433,3	437,1	440,9	222,4	112,2	45,3	45,6
Pris per behandling (TSEK)	33	33	34	35	35	36	37	37	38	39	40	41	41	42	43	44	45	46	47	47	48	49
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	441	2 270	3 893	7 210	10 715	13 568	17 450	17 953	18 472	19 005	19 554	20 118	10 350	5 324	2 191	2 254
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	0	0	40	204	350	649	964	1 221	1 570	1 616	1 662	1 710	1 760	1 811	931	479	197	203
LoA (%)	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,0	30,9	53,0	98,2	145,9	184,8	237,7	244,5	251,6	258,9	266,3	274,0	141,0	72,5	29,8	30,7
Sepsis																						
Prevalens (tusental)	3 547	3 565	3 583	3 601	3 619	3 637	3 655	3 673	3 691	3 710	3 728	3 747	3 766	3 785	3 804	3 823	3 842	3 861	3 880	3 900	3 919	3 939
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,9%	1,5%	2,7%	3,9%	4,8%	6,0%	6,0%	6,0%	3,0%	1,5%	0,6%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,7	33,7	56,5	102,2	148,3	183,5	230,5	231,7	232,8	117,0	58,8	23,6
Pris per behandling (TSEK)	52	53	54	55	56	58	59	60	61	62	64	65	66	67	69	70	72	73	74	76	77	79
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	427	2 186	3 735	6 892	10 205	12 876	16 498	16 913	17 337	8 886	4 555	1 868
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	38	197	336	620	918	1 159	1 485	1 522	1 560	800	410	168
LoA (%)	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,8	29,8	50,9	93,9	139,0	175,4	224,7	230,4	236,1	121,0	62,0	25,4
Svår malaria																						
Prevalens (tusental)	3 958	3 978	3 998	4 018	4 038	4 058	4 078	4 099	4 119	4 140	4 161	4 181	4 202	4 223	4 244	4 266	4 287	4 308	4 330	4 352	4 373	4 395
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	1,2%	3,6%	5,2%	6,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	6,4%	5,2%	4,0%	2,0%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	9,7	48,7	146,8	213,1	263,6	331,2	332,9	334,5	336,2	236,5	169,8	85,4	34,4	34,5	34,6	34,8	35,0	35,2
Pris per behandling, viktat genomsnitt (TSEK)	0,75	0,77	0,78	0,80	0,81	0,83	0,85	0,86	0,88	0,90	0,92	0,93	0,95	0,97	0,99	1,01	1,03	1,05	1,07	1,09	1,12	1,14
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	8	40	124	184	232	297	305	312	320	232	172	93	40	36	37	38	39	40
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	1	4	11	17	21	27	27	28	29	21	16	8	4	3	3	3	4	4
LoA (%)	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,9	1,3	1,6	2,1	2,2	2,2	2,3	1,6	1,2	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Licensavtal																						
Riskjusterade uppfrott/milstolpsbetalningar samt PRV-voucher (MSEK)	0,0	37,5	0,0	0,0	40,6	155,3	0,0	58,2	0,0	0,0	0,0	0,0	70,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	37,5	0,0	0,0	40,6	155,6	6,9	90,5	54,7	100,3	153,9	216,8	361,6	340,1	391,8	434,9	491,3	504,6	377,4	193,8	92,2	56,4

Bull scenario, intäktsprognos	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E	2044E	2045E	2046E	2047E
CKD med anemi																						
Prevalens (tusental)	9 516	9 602	9 688	9 775	9 863	9 952	10 042	10 132	10 223	10 315	10 408	10 502	10 596	10 692	10 788	10 885	10 983	11 082	11 182	11 282	11 384	11 486
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,8%	1,3%	2,3%	3,3%	4,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%	1,3%	0,5%	0,5%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	15,1	76,0	127,8	232,1	338,3	420,1	529,8	534,6	539,4	544,3	549,2	554,1	279,5	141,0	56,9	57,4
Pris per behandling (TSEK)	36	37	37	38	39	40	40	41	42	43	44	45	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	608	3 129	5 367	9 943	14 781	18 723	24 086	24 789	25 512	26 257	27 023	27 811	14 311	7 365	3 032	3 120
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	0	0	67	344	590	1 094	1 626	2 059	2 649	2 727	2 806	2 888	2 973	3 059	1 574	810	333	343
LoA (%)	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	10,1	52,1	89,3	165,5	246,1	311,7	401,0	412,7	424,7	437,1	449,9	463,0	238,2	122,6	50,5	51,9
Sepsis																						
Prevalens (tusental)	3 547	3 565	3 583	3 601	3 619	3 637	3 655	3 673	3 691	3 710	3 728	3 747	3 766	3 785	3 804	3 823	3 842	3 861	3 880	3 900	3 919	3 939
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	1,1%	1,8%	3,2%	4,6%	5,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	3,5%	1,8%	0,7%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	7,8	39,0	65,2	118,0	171,3	211,9	266,3	267,6	268,9	270,3	271,6	136,5	68,6	27,6
Pris per behandling (TSEK)	57	58	60	61	62	63	65	66	67	69	70	71	73	74	76	77	79	80	82	84	85	87
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	521	2 670	4 562	8 417	12 463	15 724	20 149	20 655	21 173	21 704	22 249	11 404	5 845	2 397
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	57	294	502	926	1 371	1 730	2 216	2 272	2 329	2 387	2 447	1 254	643	264
LoA (%)	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	8,7	44,4	75,9	140,1	207,5	261,8	335,4	343,8	352,5	361,3	370,4	189,8	97,3	39,9
Svår malaria																						
Prevalens (tusental)	3 958	3 978	3 998	4 018	4 038	4 058	4 078	4 099	4 119	4 140	4 161	4 181	4 202	4 223	4 244	4 266	4 287	4 308	4 330	4 352	4 373	4 395
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	1,4%	4,1%	5,9%	7,2%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	7,2%	5,9%	4,5%	2,3%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	10,9	54,8	165,2	239,8	296,6	372,6	374,5	376,3	378,2	304,1	248,3	192,0	96,5	38,8	39,0	39,2	39,4	39,6
Pris per behandling, viktat genomsnitt (TSEK)	0,83	0,84	0,86	0,88	0,89	0,91	0,93	0,95	0,97	0,99	1,01	1,03	1,05	1,07	1,09	1,11	1,13	1,16	1,18	1,20	1,23	1,25
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	10	50	154	227	287	368	377	386	396	325	271	213	109	45	46	47	48	50
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	1	5	17	25	32	40	41	43	44	36	30	23	12	5	5	5	5	5
LoA (%)	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,4	1,3	2,0	2,5	3,2	3,3	3,3	3,4	2,8	2,3	1,8	0,9	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Licensavtal																						
Riskjusterade uppför/milstöpsbetalningar samt PRV-voucher (MSEK)	0,0	65,0	0,0	0,0	56,4	174,3	0,0	80,9	0,0	0,0	0,0	0,0	92,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	65,0	0,0	0,0	56,5	174,8	11,5	134,9	100,5	213,2	325,3	455,2	704,1	677,3	762,5	782,8	803,3	824,7	609,0	312,9	148,2	92,3

Bear scenario, intäktsprognos	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E	2043E	2044E	2045E	2046E	2047E
CKD med anemi																						
Prevalens (tusental)	9 516	9 602	9 688	9 775	9 863	9 952	10 042	10 132	10 223	10 315	10 408	10 502	10 596	10 692	10 788	10 885	10 983	11 082	11 182	11 282	11 384	11 486
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%	0,3%	0,5%	0,7%	0,8%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,5%	0,3%	0,1%	0,1%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,0	15,3	25,8	46,8	68,3	84,8	106,9	107,9	108,9	109,8	110,8	55,9	28,2	11,4	11,5
Pris per behandling (TSEK)	24	25	25	26	26	27	28	28	29	29	30	30	31	32	32	33	34	34	35	36	36	37
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	85	439	753	1 395	2 074	2 628	3 380	3 479	3 580	3 685	3 792	1 952	1 004	413	425
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	5	26	45	84	124	158	203	209	215	221	228	117	60	25	26
LoA (%)	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	4,0	6,8	12,7	18,8	23,9	30,7	31,6	32,5	33,5	34,4	17,7	9,1	3,8	3,9
Sepsis																						
Prevalens (tusental)	3 547	3 565	3 583	3 601	3 619	3 637	3 655	3 673	3 691	3 710	3 728	3 747	3 766	3 785	3 804	3 823	3 842	3 861	3 880	3 900	3 919	3 939
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,3%	0,5%	0,9%	1,3%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%	0,5%	0,2%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	11,2	18,8	34,1	49,4	61,2	76,8	77,2	77,6	39,0	19,6	7,9
Pris per behandling (TSEK)	39	40	41	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55	56	57	58	59
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	107	547	934	1 723	2 551	3 219	4 125	4 228	4 334	2 222	1 139	467
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	6	33	56	103	153	193	247	254	260	133	68	28
LoA (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Svår malaria																						
Prevalens (tusental)	3 958	3 978	3 998	4 018	4 038	4 058	4 078	4 099	4 119	4 140	4 161	4 181	4 202	4 223	4 244	4 266	4 287	4 308	4 330	4 352	4 373	4 395
Uppnådd marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,6%	1,8%	2,6%	3,2%	4,0%	4,0%	4,0%	3,2%	2,6%	2,0%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	4,8	24,3	73,4	106,5	131,8	165,6	166,4	167,3	168,1	135,1	110,4	85,3	42,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pris per behandling, viktat genomsnitt (TSEK)	0,56	0,57	0,59	0,60	0,61	0,62	0,63	0,65	0,66	0,67	0,69	0,70	0,71	0,73	0,74	0,76	0,77	0,79	0,80	0,82	0,84	0,85
Bruttoomsättning (MSEK)	0	0	0	0	3	14	44	67	86	110	114	117	120	98	82	65	33	0	0	0	0	0
Royalties (MSEK)	0	0	0	0	1	3	4	5	7	7	7	7	7	6	5	4	2	0	0	0	0	0
LoA (%)	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Licensavtal																						
Riskjusterade uppfritt/milstolpsbetalningar samt PRV-voucher (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	11,3	56,7	0,0	13,0	16,1	0,0	19,1	0,0	0,0	0,0	0,0	21,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	11,3	56,7	0,2	14,1	20,5	7,4	32,3	19,4	24,4	31,2	32,0	54,6	33,6	34,4	17,7	9,1	3,8	3,9

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Modus Therapeutics AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2026). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.