



UPPDRAGSANALYS  
25 mars 2019

# CANTARGIA

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

|   |    |
|---|----|
| Andra halvlek i CANFOUR .....   | 2  |
| Temperatur .....  | 3  |
| Ledning och styrelse .....  | 3  |
| Ägare .....   | 3  |
| Finansiell ställning .....  | 3  |
| Potential .....   | 3  |
| Risk .....  | 3  |
| Andra halvlek i CANFOUR .....   | 4  |
| Snabb övergång till expansionsstudie .....  | 4  |
| Kompleta fas I-resultat viktigt datapunkt i närtid .....  | 4  |
| Första patient i fas IIa-del behandlad i januari .....  | 4  |
| Upp till hälften i avancerad lungcancer svarar på dagens behandlingar,<br>överlevnad alltfjämt utmaning ..... | 5  |
| Riktad nyemission för utökad klinisk aktivitet .....  | 6  |
| Novartis drivande i klassen .....   | 7  |
| Läkemedelsjätten har två IL-1-projekt i cancer .....  | 7  |
| Cantargia utreder kombination med den ledande immunterapibehandlingen .....                                   | 7  |
| Stor och föränderlig lungcancermarknad .....  | 8  |
| Checkpointhämmaren Keytruda har pole position .....   | 8  |
| ...men ett stort medicinskt behov kvarstår .....  | 8  |
| Lovande prekliniskt stöd i bukspottkörtelcancer .....   | 9  |
| Stärkt kassa och begränsade fasta kostnader .....   | 10 |
| Värderingsansats .....  | 10 |
| Snabbt avancemang medför högre motiverat värde .....  | 11 |
| Relativvärdering ger stöd åt möjlig uppvärdering .....  | 13 |
| Disclaimer .....  | 14 |

# Andra halvlek i CANFOUR

**Fas I-studien med cancerbehandlingen nidanilimab har slutförts och fas II-delen är nyligen påbörjad. En riktad emission ger möjlighet att öka klinisk aktivitet ytterligare. Vi höjer motiverat värde efter avancemang i klinisk utveckling.**



Cantargia rapporterade i december 2018 att fas I-delen i CANFOUR-studien slutförts. Ingen dosbegränsande toxicitet observerades vid administrering av bolagets cancerbehandling nidanilimab på den högsta dosnivån 10 mg/kg. Bilden överensstämmer med tidigare presenterade interimresultat.

Studien går nu vidare i en dosexpansionsdel i omkring 80 patienter med lungcancer eller bukspottkörtelcancer och även kombinationer med cellgiftsbehandling ska studeras. Målet är att studien ska vara fullrekryterad under 2019 och att topline-data ska kunna presenteras första halvåret 2020.

Det talar för ett intressant nyhetsflöde under resans gång. I första hand förväntas kompletta resultat från fas I-delen presenteras under andra kvartalet. Även om det är tidiga data kan fas I-resultaten ge intressanta tecken vad gäller påverkan på viktiga biomarkörer och då inkluderat patienter som fått de högsta doserna i fas I-delen. Det är även troligt att de första säkerhetsobservationerna från fas II-delen kan rapporteras under året. Helt nyligen har Cantargia genomfört en riktad nyemission på 106 MSEK. Syftet är att utöka den kliniska aktiviteten bland annat med en studie i USA. Det stärker förutsättningarna att bygga klinisk evidens för nidanilimab. Vi bedömer att det finns bra stöd för IL-1-hämning i cancer vilket understryks av att läkemedelsbolaget Novartis satsar stort på denna klass.

Vi höjer motiverat värde för Cantargia till 25,1 kr (22,6) mot bakgrund av att nidanilimab har avancerat i klinisk utveckling (vår beräkning är justerad för den riktade emissionen). En framgångsrik fas II-studie kan bana väg för utlicensering till en större partner. Givet att IL-1-hämning tycks vara relevant för ett flertal cancersjukdomar kan det tala för lukrativa villkor. Då Cantargia är starkt beroende av nidanilimab kan motgångar i detta projekt samtidigt slå mycket negativt mot aktiekursen.

## Nyckeltal

| MSEK                    | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019P |
|-------------------------|------|------|------|------|-------|
| Nettoomsättning         | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0    | 0     |
| Rörelseresultat         | -17  | -48  | -60  | -93  | -124  |
| Vinst per aktie, kronor | neg. | neg. | neg. | neg. | neg.  |
| Nettokassa              | 31   | 48   | 270  | 167  | 144   |

Källa: Cantargia (utfall) och Jarl Securities (prognoser).

Datum: 25 mars 2019  
Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

Företagsnamn: Cantargia AB  
Lista: Nasdaq Small Cap  
Vd: Göran Forsberg  
Styrelseordförande: Magnus Persson  
Marknadsvärde: 1 281 MSEK  
Senast: 17,6 SEK  
Kort om Cantargia: Cantargia utvecklar antikroppsbaseade läkemedel för behandling av i första hand olika cancersjukdomar. Bolaget har en produktkandidat, nidanilimab, som är riktad mot proteinet IL1RAP. Detta protein uttrycks i högre grad på cellytan hos både solida tumörer och leukemistamceller än hos friska celler. Hypotesen är att nidanilimab har en dubbel verkningsmekanism då den både kan aktivera immunförsvaret att hitta och bekämpa tumörceller med IL1RAP och även blockera den tumörtillväxtfrämjande funktionen hos IL1RAP.

Möjligheter och styrkor: Antikroppsbehandlingar med IL1RAP1 som mål har ett potentiellt stort användningsområde inom cancer och autoimmuna sjukdomar.

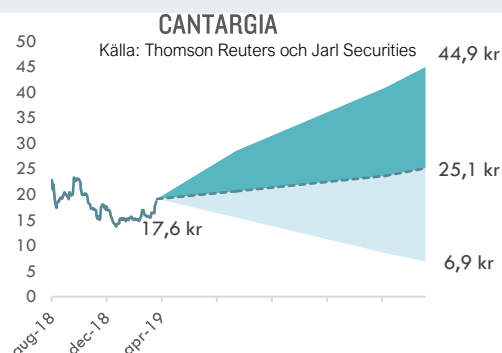
Vi bedömer att Cantargia har ett starkt patentskydd avseende antikroppen nidanilimab, målstrukturen IL1RAP och tillämpningar.

Risker och svagheter: Ägarbildningen är stark och verksamheten är finansierad till hösten 2020. Cantargia utvecklar behandlingar inom utmanande sjukdomsområden. Inom lungcancer är konkurrensen betydande.

Nidanilimab har ännu inte påvisat effekt i större kliniska studier.

Den kliniska utvecklingen kan drabbas av dyrbara förseningar om patientrekrytering inte kan genomföras i önskad takt.

Värdering: Bear 6,9 kr Bas 25,1 kr Bull 44,9 kr



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Vd Göran Forsberg har lång branscherfarenhet och har tillsammans med ledningsgrupp, forskargrupp och externa samarbeten lagt en bra grund för den kliniska projektutvecklingen, enligt vår bedömning.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



Största ägare är Venture Capital-fonden Sunstone. Ägarbildens stärktes betydligt via en riktad emission i december 2017 då större institutioner som Fjärde och Första AP-fonderna tillkom högt i ägarlistan. Den nyligen genomförda riktade nyemissionen tillför ytterligare institutioner till ägarlistan, bland annat Alecta.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Bolaget hade likvida medel om 167 miljoner per den 31 december 2018. En riktad nyemission på 106 MSEK har genomförts i mars 2019. Kassan bedöms täcka behovet till första halvåret 2021.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

### Potential



Bolaget siktar på att behandla spridda och svårbehandlade sjukdomar vilket ger betydande potential vid klinisk framgång. Det finns ett stort antal potentiella konkurrenter i utveckling främst inom lungcancerområdet.

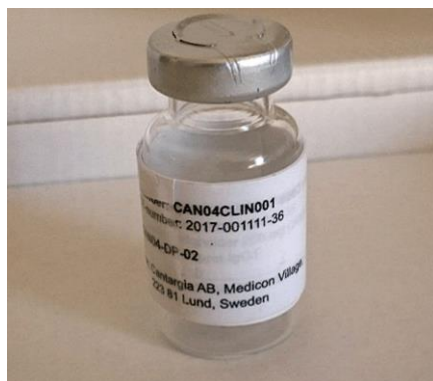
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



Bolaget fokuserar på utmanande sjukdomar. Bolaget är i dagsläget mycket beroende av en produktkandidat.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



## Andra halvlek i CANFOUR

### Snabb övergång till expansionsstudie

I december 2018 rapporterade Cantargia att fas I-delen av CANFOUR studien hade slutförts. På den högsta dosnivån 10 mg/kg har inga dosbegränsande biverkningar observerats med antikroppen nidanilimab. Som bekant presenterade Cantargia interimdata (för doser upp till 6 mg/kg) från studien på cancerkonferensen ESMO i oktober 2018. Bolaget planerar att presentera kompletta data från fas I-studien under andra kvartalet på en vetenskaplig konferens.

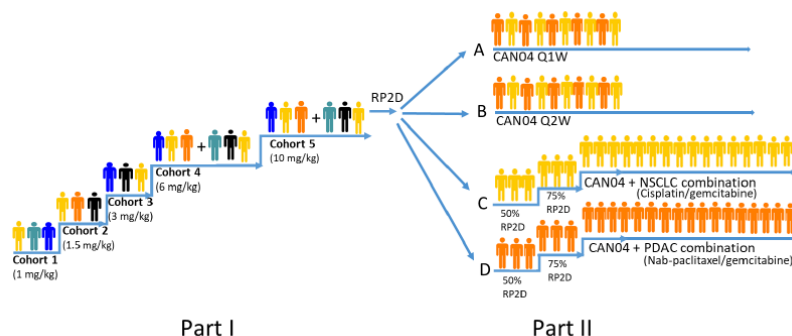
### Kompleta fas I-resultat viktig datapunkt i närtid

Fas I delen genomfördes på svårt sjuka cancerpatienter vars sjukdom har fortskridit trots flera behandlingar och som därför kan förväntas vara mycket svårbehandlade. Interimsanalysen visade att 5 av 13 eller 38 procent hade stabil sjukdom. Vi bedömer att dessa tidiga effektresultat avseende sjukdomskontroll är lovande. De kompletta studieresultaten kan ge intressant information om tidig klinisk effekt och biomarkörer från ett större underlag (sammanlagt har 22 patienter fått behandling) inklusive flera patienter som fått högre doser. Om exempelvis tumörrespons kan påvisas i något fall borde det kunna röna tydligt positiv uppmärksamhet. En viktig aspekt är att undersöka korrelation mellan biomarkörer och klinisk effekt.

### Första patient i fas IIA-del behandlad i januari

Cantargia rapporterade i slutet av januari 2019 att den kliniska utvecklingen har gått vidare och att den första patienten fått behandling med nidanilimab i fas IIA-delen av CANFOUR. Målet är att rekrytera 80 patienter varav 20 (lungcancer eller bukspottkörtelcancer) ska ges monoterapi och två armar på vardera 30 patienter (lungcancer respektive bukspottkörtelcancer) ska ges kombinationsbehandling med nidanilimab plus kemoterapi. Fas I-delen följde i stort sett den ursprungliga tidplanen. Cantargia avser att hålla en hög takt även för fas IIA-delen med målsättningen att studien ska vara fullrekryterad redan i år. Patientrekryteringen underlättas av att studien bedrivs på hela 20 kliniker i Europa.

## Upplägg i CANFOUR-studien



Källa: Cantargia. RP2D: Rekommenderad fas II-dos. Q1W: Veckovis dosering. Q2W: Dosering varannan vecka. NSCLC: Icke-småcellig lungcancer. PDAC: Bukspottkörtelcancer

Av etiska skäl kommer monoterapigruppen inkludera patienter som inte längre svarar på nuvarande standardbehandling medan kombinationsarmarna som ändå får standardbehandlingen och ett tillägg med CAN04 är ett tidigare sjukdomssegment. På förhand bedömer vi att det är i kombinationerna det finns bäst förutsättningar att påvisa effekt, framför allt i lungcancergruppen.

### *Upp till hälften i avancerad lungcancer svarar på dagens behandlingar, överlevnad alltjämt utmaning*

Det finns goda möjligheter att vi redan under innevarande år kan få inledande säkerhetsresultat från den pågående studien, och det blir inte minst intressant att se säkerhet i kombinationsgrupperna. Vad gäller effektdata är tumörrespons och sjukdomskontroll de tidigaste parametrar att hålla koll på när toplinerresultaten presenteras (första halvåret 2020). Cisplatin plus gemcitabine har i tidigare kliniska studier visat en tumörrespons i drygt 20 procent av fallen lungcancer. Cantargias prekliniska studier tyder starkt på synergier med cisplatin vilket allt annat lika talar för förbättrad effekt med nidanilimab som tillägg. Det är samtidigt alltid vanskligt att jämföra resultat mellan olika studier och CANFOUR är en relativt liten studie utan kontrollarm.

Överlevnadsdata är den viktigaste effektparametern i cancerstudier men kommer sannolikt att ta längre tid att sammanställa. Som framgår nedan har pembrolizumab plus kemoterapi satt ribban förhållandevis högt i lungcancer.

## Översikt studieresultat för lungcancerbehandlingar

| Studie                 | Keynote-189               | Keynote-189      | Keynote-024 | E4599                        | AVAIL                 | IMPower 150                 |
|------------------------|---------------------------|------------------|-------------|------------------------------|-----------------------|-----------------------------|
| Indikation             | mNSCLC, 1L                | mNSCLC, 1L       | mNSCLC, 1L  | mNSCLC, 1L                   | mNSCLC, 1L            | mNSCLC, 1L                  |
| Behandling             | Pembro + Alimta + platina | Alimta + platina | Pembro      | Avastin + paklitaxel+platina | Cisplatin+gemcitabine | Atezo+Avastin+pakli+platina |
| Fas                    | III                       | III              | III         | III                          | III                   | III                         |
| Drivande mutation?     | Nej                       | Nej              | Nej         | Nej                          | Nej                   | Nej                         |
| PD-L1 -selektion?      | Nej                       | Nej              | Ja, 50%+    | Nej                          | Nej                   | Nej                         |
| Medianöverlevnad (mån) | NR                        | 11,3             | NR          | 12,3                         | 13,1                  | 19,2                        |
| Andel tumörrespons     | 48%                       | 19%              | 45%         | 35%                          | 22%                   | 55%                         |
| Biverkningar≥ grad 3   | 60%                       | 65%              | 27%         | 18%                          | 35%                   | 44%                         |
| Avbröt behandling      | 13%                       | 7%               | 5%          | NA                           | 23%                   | 15%                         |

Källor: Bolagsupplygifter. mNSCLC: Spridd icke småcellig lungcancer. 1L: Första linjens behandling. Pembro: Pembrolizumab (Keytruda). Atezo: Atezolizumab (Tecentriq)

I avancerad bukspottkörtelcancer som tillhör de mest svårbehandlade cancersjukdomarna är ribban lägre och det saknas godkända målstyrda behandlingar. Förstahandsbehandlingen i spridd bukspottkörtelcancer, Abraxane plus gemcitabine, har i kliniska studier visat tumörrespons i en fjärdedel av fallen och en medianöverlevnad på 8,5 månader.

## Riktad nyemission för utökad klinisk aktivitet

I dagarna har Cantargia genomfört en riktad nyemission om 106 MSEK före kostnader. Emissionen görs till cirka 16 kr per aktie vilket ger en utspädning på 9 procent. Likviden ska användas dels till att starta en klinisk studie i USA för ett nytt segment av onkologi, dels till att utöka den pågående fas IIa-studien med ytterligare 30-50 patienter. Det senare ska ses mot bakgrund av CANFOUR-studiens upplägg där två indikationer undersöks parallellt med tre olika behandlingar där nidanilimab ingår antingen som monoterapi eller kombinationsbehandling. Flera armar snabbar upp den kliniska utvecklingen men graden av klinisk evidens riskerar samtidigt att spädas ut. Genom att planera för en förlängning av den mest lovande armen adresserar Cantargia denna fråga och stärker förutsättningarna för att generera ett bra dataunderlag för framtida klinisk utveckling.

Man kan spekulera i om beslutet i någon mån kan vara föranlett av eventuella önskemål som framkommit i diskussioner med potentiella partners. I vilket fall medför en större studie ett bättre underlag för sådana förhandlingar givet att fas IIa-studien är framgångsrik

En naturlig följdfråga är vad den planerade USA-studien kommer att omfatta. En möjlighet som ligger nära till hands är en kombination med PD-(L)1-hämmare som är den ledande formen av immunterapi inom cancer. En annan möjlighet är studier i leukemi där det finns lovande prekliniska resultat för behandlingar riktade mot IL1RAP. Cantargia kommer inleda en diskussion med FDA för att med fas I-studien i ryggen erhålla en s.k. IND för nidanimab i USA. Detta är ett krav innan en klinisk studie kan påbörjas.

## Novartis drivande i klassen

### *Läkemedelsjätten har två IL-1-projekt i cancer*

Det finns bred klinisk evidens kring att IL-1-blockering har effekt i inflammatoriska sjukdomar och även cancer. Läkemedelsbolaget Novartis satsar stort på klinisk utveckling för att utreda möjligheterna för IL-1 $\beta$ -antikroppen canakinumab inom cancer. Detta efter de lovande resultaten i den mycket omfattande CANTOS-studien som presenterades 2017. Tre fas III-studier pågår i lungcancer, varav en (CANOPY-1) i kombination med marknadsledaren Keytruda och kemoterapi. Vid sidan av canakinumab har Novartis även en annan IL-1 $\beta$  antikropp, gevokizumab, under utveckling (avser att starta en fas Ib-studie inom kort). Det är intressant att fas III-studierna med canakinumab utförs i lungcancer samtidigt som gevokizumab ska studeras i kolorektalcancer, njurcancer och matstrups-cancer. Novartis tycks alltså ha en delvis annan syn än Cantargia vad gäller vilka cancersjukdomar som, vid sidan av lungcancer, är mest lämpade för IL-1-blockering. Det kan bero skillnader i verkningsmekanism då canakinumab enbart blockerar IL-1 $\beta$ . Det kan noteras att IL-1 $\alpha$ -blockeraren Xilonix utvärderas i bukspottkörtelcancer. Tidigare har anakinra (SOBI) (en rekombinant modifierad version av den naturligt förekommande IL-1-receptor-antagonisten) även visat effekt mot Multipelt Myelom. Såväl canakinumab (Ilaris) som anakinra (Kineret) är redan godkända på marknaden, dock inte ännu som cancerbehandlingar.

### *Cantargia utreder kombination med den ledande immunterapi-behandlingen*

Novartis bedömer att det finns stöd för en kombinationsterapi med anti-PD1-behandling (den ledande klassen inom immunterapi för cancer) då kartläggning av data från kliniska studier med dessa checkpointhämmare tyder på att de är mindre effektiva i patienter med kronisk inflammation reflekterat i höga CRP-värden. CRP är sammankopplat med IL-1, som canakinumab blockerar. Om Novartis hypotes stämmer kan det peka på ökade kombinationsmöjligheter även för nidanimab. För närvarande gör Cantargia prekliniska studier för att utreda möjligheter med en anti-PD1-kombination.



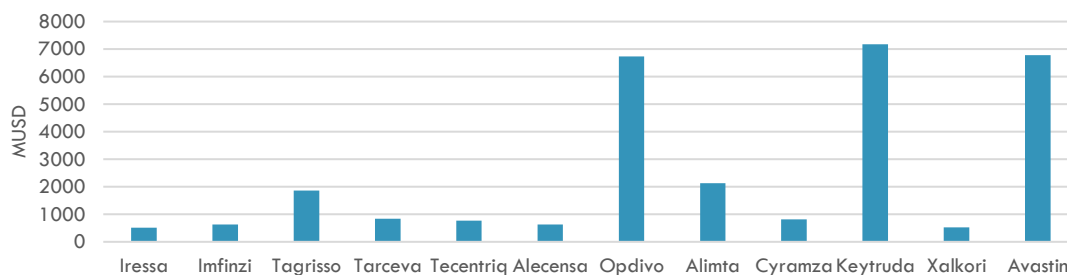
## Stor och föränderlig lungcancermarknad

### Checkpointhämmaren Keytruda har pole position...

Marknaden för icke-småcellig lungcancer var värd drygt 18 miljarder USD 2017 (Källa: *Nature Reviews Drug Discovery*) varav målstyrda behandlingar utgjorde cirka 85 procent och resten utgjordes av kemoterapi. PD-1-blockeraren Keytruda (pembrolizumab) ser ut att inneha ledartröjan de närmaste åren efter att fått marknadsgodkännande som första linjens behandling med eller utan kemoterapi. Merck anger inte exakt hur mycket av Keytrudas försäljning som kommer från lungcancerterapi men mycket tyder på att det nu har blivit den bäst säljande lungcancerläkemedlet.

Såvida inte nya behandlingar kan visa jämförbar effekt som pembrolizumab tycks möjligheterna i första linjen handla om PD-L1-negativa patienter utan drivande mutation. Vid sidan av Keytruda ser Tecentriq (atezolizumab) och Alimta på förhand ut som de främsta konkurrenterna till nidanilimab. PD-L1-hämmaren Tecentriq har nyligen godkänts i första linjen som kombination tillsammans med Avastin och kemoterapi efter goda resultat i fas III-studien IMPower 150. Alimta lär gynnas av kombinationsmöjligheter med Keytruda efter den framgångsrika Keynote-189-studien.

### Läkemedel godkända för lungcancer, försäljning 2018



Källor: Bolagsupplygter. Observera att försäljningen även inkluderat försäljning utanför lungcancer, vilket utför en betydande andel för exempelvis Keytruda, Opdivo och Avastin.

### ...men ett stort medicinskt behov kvarstår

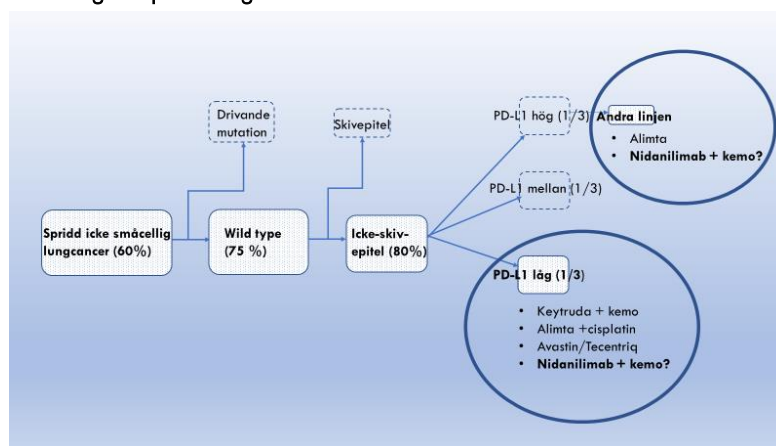
Trots konkurrensen ser vi nidanilimab som en lovande kandidat för lungcancer:

- Novartis CANTOS-studie ger stark klinisk evidens för IL-1-blockering som angreppssätt mot lungcancer.
- Målproteinet IL1RAP uttrycks i hög grad i lungcancertumörer.
- Mycket talar för kombinationsmöjligheter med befintliga terapier då behandlingen tycks vara bättre tolererad än konkurrerande läkemedel och då prekliniska studier tyder på synergier med cellgiftsbehandlingen cisplatin.
- Lungcancer upptäcks generellt sent och sprids ofta till exempelvis lever och hjärna. Prekliniska studier tyder på att nidanilimab motverkar spridning av cancer från huvudtumören.

Cantargia ser en möjlig positionering som första linjens behandling i spridd icke-småcellig cancer (icke-skivepitel) i patienter med lågt uttryck av PD-L1 och/eller som andra linjens behandling i patienter som fortskrider trots behandling med checkpointhämmare. Vi bedömer att dessa målpopulationer totalt utgör uppåt 100 000 patienter i USA, EU och Japan.

Om den fortsatta prekliniska och kliniska utvecklingen visar på tydliga synergier mellan nidanilimab och checkpointhämmare kan våra bedömningar förändras radikalt i positiv riktning. Såväl Cantargias egna studier som Novartis program för canakinumab kommer här att ge viktig vägledning.

### Möjlig positionering för Cantargia i spridd lungcancer



Källa: Jarl Securities

### Lovande prekliniskt stöd i bukspottkörtelcancer

Bukspottkörtelcancer, som drabbar omkring 65 000 årligen i USA och EU-5 (fem största marknaderna i EU), är mycket svårbehandlad i den avancerade formen. Godkända läkemedelsbehandlingar är Abraxane i kombination med gemcitabine, en "cocktail" av kemoterapi kallad FOLFIRINOX eller gemcitabine som monoterapi. Dessvärre finns det inget särskilt lovande eller omdanande i sen utveckling. En nyligen avslutad fas III studie med cancerbehandlingen Imbruvica i kombination med Abraxane och gemcitabine visade inte på några fördelar relativt standardbehandlingen. Två relativt sena projekt (i fas III) som väntas släppa kliniska resultat det närmaste året är Lillys AM0010 (Peglyerat IL-10) kombinerat med kemoterapi och Halozymes PEGPH20 (peglyerat enzym som byter ned hyalonsyra) i kombination med Abraxane och gemcitabine.

Cantargias strategi är i likhet med många pågående projekt att kombinera nidanilimab med standardbehandlingen Abraxane och gemcitabine. I kliniska studier har Abraxane plus gemcitabine visat en medianöverlevnad på 8,5 månader och en tumörrespons i cirka en fjärdedel av patienterna. Cantargias förhoppning är att med nidanilimab som tillägg ska denna effekt kunna förbättras. Vid sidan av spridd bukspottkörtelcancer kan det på sikt även finnas möjligheter som adjuvant

behandling i ett tidigare skede i lokalt avancerad cancer efter kirurgi.

Stöd för IL-1-blockering vid bukspottkörtelcancer finns i prekliniska studier som tyder på att tillförsel av IL-1-receptorantagonister minskar resistens mot cellgiftsbehandling med gemcitabine och 5FU. Andra studier tyder på att i synnerhet IL-1 $\alpha$  är inblandat i tumörfrämjande inflammation i denna cancerform. Vidare har retrospektiva studier visat att ett högt uttryck av IL1RAP i bukspottkörtelcancerpatienter är förknippat med sämre överlevnad. Cantargias egen kartläggning tyder vidare på att målproteinet IL1RAP uttrycks i hög grad i bukspottkörtelcancer.

## Stärkt kassa och begränsade fasta kostnader

Kostnaderna under andra halvåret kom in något högre än våra förväntningar. En viktig orsak är produktionskostnader för fas IIa-delen vilket belastade i synnerhet det fjärde kvartalet. För helåret uppgick rörelseförlusten till -93 MSEK (-60). Försämringen beror till största delen på ökade forsknings- och utvecklingskostnader. Vid utgången av 2018 uppgick kassan till 167 MSEK (270 MSEK).

Efter den riktade emissionen som genomfördes i mars 2019 bedömer bolaget att kassan räcker till första halvåret 2021. Vi har antagit att kostnaderna kommer att öka ytterligare med omkring en tredjedel under 2019 till följd av att omfattningen på den kliniska studien ökar tydligt, vilket delvis motverkas av att produktionskostnaderna redan är tagna. Vi har här ännu inte räknat med någon USA-studie i väntan på mer information. Cantargia är en virtuell organisation med mycket begränsade fasta kostnader jämfört med andra bolag i motsvarande utvecklingsfas. Bolaget arbetar i stället med ett stort antal (ett 30-tal) externa konsulter. Även om det ställer ganska höga krav på projektledningsegenskaper medför det att kostnadsnivån kan anpassas snabbt. Liksom i många bioteknikbolag är dock den finansiella ställningen likväl känslig för förseningar i den kliniska utvecklingen. Den stärkta kassa ger en större buffert för att hantera eventuella förseningar.

## Värderingsansats

Cantargias strategi är i första hand att licensiera ut nidanimab efter ett "proof of concept". Detta innebär i så fall tidigast efter att CANFOUR-studien har genomförts. Vår värderingsmodell är baserad på att projektet licensieras ut och antaganden om villkor i en sådan affär får stor betydelse i vår värdering.

Vad gäller immunonkologiska behandlingar baserade på antikroppar specifikt identifierar vi nedan ett urval av licensaffärer. Medelvärdet per program beräknar vi till 760 MUSD (median 610 MUSD). Enstaka affärer når värde över en miljard USD.

## Urval av licensaffärer inom immunonkologi, behandlingar baserade på antikroppar

| Bolag       | Partner      | Projekt          | Indikation     | Fas      | Värde (MUSD) | Upfront (MUSD) | Royalties   |
|-------------|--------------|------------------|----------------|----------|--------------|----------------|-------------|
| Alligator   | Janssen      | ADC-1013         | Cancer         | I        | 695          | 35             | ca 10 %     |
| CytomX*     | BMS          | Probody™         | Cancer         | Preklin. | 298          | 50             | 5-12%       |
| Merck Kga   | Pfizer       | Avelumab         | Cancer         | I        | 2850         | 850            | 50%         |
| MacroGenics | Janssen      | MGD011           | Blodcancer     | I        | 625          | 50             | tvåsiffriga |
| Innate      | AZN          | IPH2201          | Cancer         | II       | 1275         | 250            | tvåsiffriga |
| Ablynx*     | Merck        | Nanobody         | Cancer         | Prekl.   | 418          | 42,6           |             |
| MacroGenics | Janssen      | MGD015           | Solida tumörer | Prekl.   | 740          | 75             | tvåsiffriga |
| Xencor*     | Novartis     | Xmab Fc          | Blodcancer     | Prekl.   | 1205         | 75,0           | 5-12%       |
| Sorrento    | Servier      | STI-A1110        | Cancer         | Prekl.   | 882          | 30,0           | 8-12%       |
| Jounce*     | Celgene      | JTX-2011+4       | Solida tumörer | Prekl.   | 505          | 45             |             |
| Argenx      | Abbvie       | ARGX-115         | Cancer         | Prekl.   | 725          | 40             | tvåsiffriga |
| Pieris      | Servier      | PRS-332          | Solida tumörer | Prekl.   | 369,3        | 31,3           | tvåsiffriga |
| CytomX      | BMS          | Probody™         | Cancer+2       | Prekl.   | 448          | 25             | 5-12%       |
| Fstar*      | Merck Kga    | mAB2™            | Cancer         | Prekl.   | 200          | 26             |             |
| CytomX      | Amgen        | EGFRxCD3         | Cancer         | Prekl.   | 495          | 40             | tvåsiffriga |
| Pieris      | Seattle Gen. | Anticalin®       | Cancer         | Prekl.   | 410          | 10             | tvåsiffriga |
| OSE         | BI           | OSE-172          | Cancer         | Prekl.   | 1320         | 18             |             |
| Tusk*       | Roche        | anti-CD25/- CD38 | Cancer         | Prekl.   | 379,5        | 40,5           |             |
| Agenus*     | Gilead       | Flera            | Cancer         | Prekl.   | 609,7        | 40,0           |             |
| Medel       |              |                  |                |          | 760          | 93             |             |
| Median      |              |                  |                |          | 610          | 40             |             |

Källa: Bolagsupplygifter, Jarl Securities. \*Affär omfattar fler program, värde är bedömt genomsnitt per program

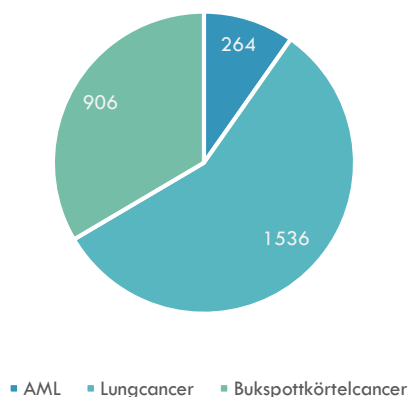
För projekt i klinisk fas beräknar vi ett medianvärde på cirka 985 MUSD.

## Snabbt avancemang medför högre motiverat värde

Efter att nidanilimab har avancerat in i fas IIa har vi höjt sannolikhet till lansering från 14 till 16 procent. Det medför ett högre projektvärde i vår modell. Vi har även räknat med en högre dollarkurs (9 SEK), vilket delvis motverkas av att vi antar en något lägre prissättning för nidanilimab (cirka 63 000 USD per årsbehandling jämfört med tidigare 67 000 USD). Detta med hänsyn till att något mer försiktiga antaganden rörande nettoprissättning i USA.

Vi har sammantaget antagit en toppförsäljning på 2 700 MUSD för nidanilimab, varav lungcancer utgör den största delen:

### Prognoser för toppförsäljning nidanilimab (MUSD)



Källa: Jarl Securities bedömning

Nedan sammanfattar vi vår värdering baserad på riskjusterat motiverat värde. I basscenariot beräknar vi ett riskjusterat motiverat värde på cirka 25 kronor, en höjning med cirka 11 procent. Detta är inklusive justering för den nyligen genomförda riktade emissionen.

### Värdering av summan av delarna i Cantargia

| Indikation        | Fas | Toppförsäljning (MUSD) | Riskjusterat NPV (MSEK) | Per aktie (kronor) | Antagande  |
|-------------------|-----|------------------------|-------------------------|--------------------|--|
| nidanilimab       | Ila | 2700                   | 1649                    | 22,6               | 16 % chans till lansering, 15 % royalty, 985 MUSD milstolpar |
| Overhead          |     |                        | -54                     | -0,7               | 15 MSEK/år   |
| Nettokassa/-skuld |     |                        | 236                     | 3,2                | Per 2019-03-31 (P)   |
| <b>Totalt</b>     |     |                        | <b>1831</b>             | <b>25,1</b>        | <b>72,8 miljoner aktier</b>                                  |

Källa Jarl Securities

Värderingen är mycket känslig för antaganden om exempelvis toppförsäljning, tid till marknad och antagen sannolikhet till lansering. Samtliga faktorer är osäkra bedömningar i detta tidiga skede. Mer information om inriktningen på USA-studien kan även föranleda förändringar i vår modell, exempelvis om den innebär att det kliniska programmet breddas till fler indikationer.

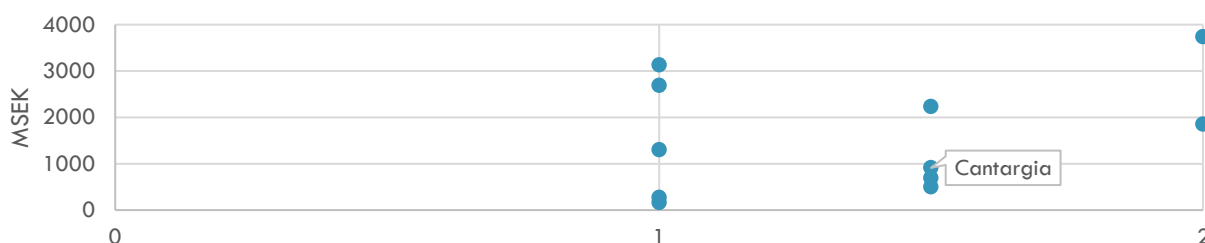
- I ett optimistiskt scenario (BULL) slutförs CANFOUR med lovande resultat vilket leder till att nidanilimab ganska omgående utlicensieras i en affär värd upp till 985 MUSD, varav tio procent up front. I det scenariot beräknar vi ett värde på 3,3 miljarder kronor eller cirka 45 kronor per aktie.

- I ett pessimistiskt scenario (BEAR) antar vi att inga tydliga relevanta signaler på effekt kan påvisas i fas IIa. Inflammatoriska sjukdomar och hematologisk cancer utgör då back up-möjligheter. Vi antar att värderingen (forskningsvärdet) närmar sig botten av jämförelsegruppen nedan på knappt 500 MSEK. Dessa förenklade antaganden renderar ett motiverat värde på cirka sju kronor per aktie.

## Relativvärdering ger stöd åt möjlig uppvärdering

I grafen nedan har vi jämfört Cantargia med ett antal jämförelseobjekt som utvecklar antikroppsbaseade cancerbehandlingar. Den visar klinisk fas på x-axeln och forskningsvärde (det vill säga börsvärde minus nettokassa) på y-axeln. Vi har inkluderat bolag med projekt upp till klinisk fas II.

### Forskningsvärde (börsvärde minus nettokassa) och klinisk fas för ett urval av bolag som utvecklar antikroppar för cancerbehandling



Källa: Thomson Reuters. I jämförelsegruppen ingår Alligator, Biolinvent, Nordic Nanovector, CytomX, Pieris, Agenus, Aptevo, Zymeworks, Sutro och Affimed.

Medianen för de övriga jämförelseobjekten ligger på ett forskningsvärde på knappt 1,6 miljarder kronor. Det motsvarar ett börsvärde på 1,8 miljarder kronor eller omkring 25 kronor per aktie för Cantargia (inräknat en antagen nettokassa om 232 MSEK (efter emission) per 2019-03-31). Vi bedömer att relativvärderingen ger ett stöd åt vår värdering baserat på riskjusterade projektvärden.

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämmt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.