



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS
29 maj 2019

KANCERA

KLINISKA STUDIER I SIKTE

Innehåll

Kliniska studier i sikte	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Kliniska studie i sikte.....	4
Viktigt steg mot hjärtinfarktsstudie kan tas under sommaren.....	4
Ny läkemedelskandidat kan addera värde till Fractalkineprojektet	4
Finansiell utveckling.....	5
Värderingsansats	6
Något sänkt värde innan pusselbitar fallit på plats	6
Disclaimer.....	8

Kliniska studier i sikte

Kancera har fått godkännande att genomföra en fas Ib-studie för KAND567. Därmed kan ett viktigt steg mot en kommande studie i hjärtinfarktpatienter tas de närmaste månaderna. Portföljen har breddats med ett nytt inflammationsprojekt i tidig fas.



Kancera har erhållit godkännande för en fas Ib-studie med KAND567 för att ställa in doseringshastigheten vid intravenös tillförsel och bekräfta en god säkerhetsprofil även i människa.

Planen är att starta studien i juni 2019. Om studien blir fram-

gångsrik skulle en kontrollerad fas IIa-studie i patienter med hjärtinfarkt kunna inledas mot slutet av innevarande år. Det ger sammantaget förutsättningar för att viktiga värdehöjande steg kan tas för Kanceras mest framskridna projekt. KAND567 är ett unikt projekt vilket understryks av att Kancera inbjudits att presentera sin forskning vid en stor konferens om hjärtkärlsjukdomar som äger rum i september.

Kancera meddelar att en ny läkemedelskandidat, KAND145, har tagits fram inom klassen blockerare av Fractalkinesystemet. Än så länge är informationen om projektet begränsad, men Kancera ser möjligheter att utveckla behandlingar av nischsjukdomar inom området kronisk inflammation. Externa kliniska studie pekar på att Fractalkinesystemet är ett relevant sjukdomsmål för exempelvis inflammatorisk tarmsjukdom. Vi ser därför det nya projektet som en logisk breddning av forskningsportföljen och är positivt överraskade av att utvecklingen har skett i ett raskt tempo. I takt med att mer data kring KAND145 kan avtäckas ser vi möjlighet att det kan addera ett tydligt värde till Kanceras portfölj.

Kancera närmar sig ett skede med tydligt ökad klinisk aktivitet och därmed viktigt kursdrivande nyhetsflöde under det kommande halvåret. Även om bolaget har ett finansieringsavtal med GCF på plats bedömer vi att ytterligare finansiering troligen kommer att behövas mot slutet av året framför allt för att driva KAND567-projektet framåt i ett önskvärt tempo. Innan denna pusselbit har kommit på plats sänker vi riskjusterat motiverat värde i basscenariot något till 1,5 kronor per aktie (från 1,7).

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2016	2017	2018	2019P
Nettoomsättning	0,3	0,1	0,1	0,0
Rörelseresultat	-22	-56	-45	-35
VPA, kronor	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	55	25	21	6

Källa: Kancera (utfall) och Carlsquare (prognoser).

Datum: 29 maj 2019
Analytiker: Niklas Elmhammer, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Kancera AB
Lista: Nasdaq First North Premier
Vd: Thomas Olin
Styrelseordförande: Erik Nerpin
Marknadsvärde: 204 MSEK
Senast: 1,03 kronor
Kort om Kancera: Kancera grundades i maj 2010 av forskare från cancercentrum på Karolinska Institutet, iNovacia AB och en grupp privata investerare. Verksamhetens främsta fokus är att utveckla läkemedelskandidater för behandling av hjärtkärlsjukdomar, cancer och inflammatoriska sjukdomar utifrån nya behandlingskoncept. Bolaget avser att starta en fas IIa-studie 2019.

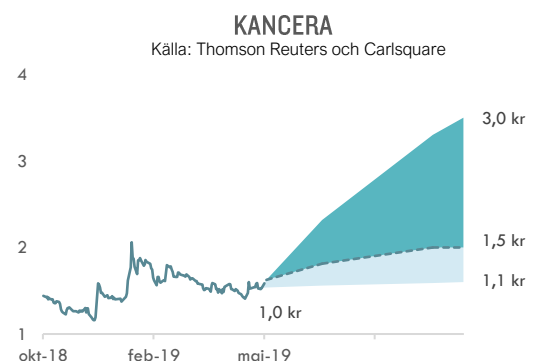
Möjligheter och styrkor: Det längst gångna projektet KAND567 har avancerat genom fas I (oral administrering) vilket ger viktig validering. Inom kort väntas en fas Ib-studie starta där säkerhet och dosering vid intravenös behandling undersöks.

Externa studier pekar på många tillämpningsområden för blockering av Fractalkinesystemet inom hjärtkärlsjukdomar, cancer och inflammatoriska sjukdomar.

Risker och svagheter: Det är utmanande att utveckla behandlingar inom hjärtkärlområdet, vilket är den tänkta förstahandsindikationen för det kliniska projektet KAND567.

Vi bedömer att bolaget behöver finansiering inför nästa år för att genomföra planerade kliniska aktiviteter.

Värdering: **Bear** 1,1 kr **Bas** 1,5kr **Bull** 3,0 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Thomas Olin, COO Martin Norin och Projektdirektör Johan Schultz har lång erfarenhet av läkemedelsforskning från bland annat Biovitrum och Pharmacia. Ledningsgruppen har de senaste två åren förstärkts med personer med lång erfarenhet av klinisk utveckling och affärsutveckling från bland annat AstraZeneca. Detta ger ett mycket värdefullt kompetenstillskott inför den vidare utvecklingen av det kliniska projektet KAND567.

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



Personer från bolagets ledning och styrelse finns bland de tio största ägarna. I övrigt är ägandet spritt. Större institutionella ägare saknas i ägarbilden.

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



Vi ser ett finansieringsbehov mot slutet av 2019 för att genomföra planerade kliniska aktiviteter. Kancera har ett finansieringsavtal med GCF upp till 60 MSEK vilket ger viss flexibilitet.

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



Vi ser potential till uppvärdering. Detta bygger att tydliga framsteg mot start av fas Ila-studier kan tas det kommande halvåret.

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



Kanceras portfölj består av läkemedelsprojekt i tidig fas och risken är därför betydande. Under 2018 har bolaget slutfört en fas I-studie för projektet KAND567.

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.



Kliniska studie i sikte

Viktigt steg mot hjärtinfarktsstudie kan tas under sommaren

Kancera har rapporterat att läkemedelsverket och berörd etisk kommitté har godkänt start av en fas Ib-studie med KAND567. Syftet är att ställa in doseringshastigheten vid intravenös tillförsel och bekräfta en god säkerhetsprofil även i människa. Som bekant har redan en fas I-studie utförts med en beredning för oral administrering där resultaten visade att KAND567 generellt var väl tolererad. En intravenös administrering behövs för vidare klinisk utveckling av en behandling av hjärtinfarktpatienter. Planen är att kunna starta studien i juni 2019 och Kancera beräknar att den tar cirka två månader att utföra. Därefter kan en ansökan om start av en fas IIa-studie lämnas in. Det talar enligt vår bedömning för att denna viktiga studie skulle kunna starta under fjärde kvartalet innevarande år, under förutsättningar att inga större förseningar uppstår.

Kancera ska muntligen presentera Fractalkineprojektet inklusive prekliniska resultat för KAND567 på en stor kardiologikonferens (ESC) i Paris i september 2019. Det kan ge mycket värdefull uppmärksamhet för projektet gentemot potentiella partners och ledande opinionsledare inom kardiologi. Antiinflammatoriska behandlingar har länge setts som en framkomlig väg för att nya terapier för hjärtkärlsjukdomar men inget projekt har nått ända fram. KAND567 är i en tidig utvecklingsfas men av allt att döma ett unikt projekt.

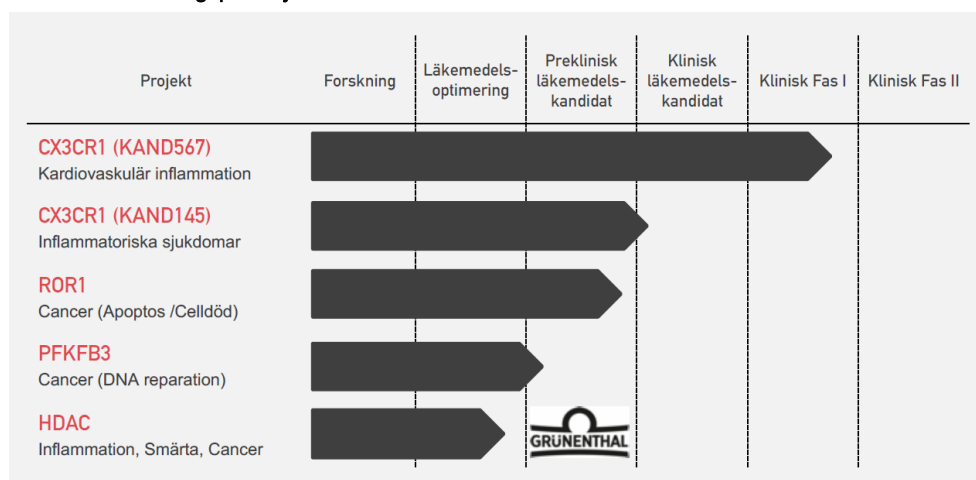
Ny läkemedelskandidat kan addera värde till Fractalkineprojektet

Bolaget har nominerat en ny läkemedelskandidat kallad KAND145. Det är en unik blockerare av Fractalkinesystemet. Vi vet ännu inte närmare hur den skiljer sig från Kanceras kliniska projekt KAND567. KAND145 omfattas av en patentansökan som lämnades in år 2018 och kan således erhålla ett väsentligt längre substanspatent än KAND567 (där patentet löper ut 2027, en ny ansökan om tillverkningspatent lämnades in under förra året). Kancera ser möjligheter att utveckla KAND145 som en behandling av nischsjukdomar inom kronisk inflammation. Resultat i externa kliniska studier med antikroppsbehandlingen E6011 (utvecklas av Eisai) ger stöd åt

hypotesen att blockering av Fractalkinesystemet är en framkomlig väg vid behandling av autoimmuna sjukdomar. Då KAND567 i första hand är inriktad mot akut inflammation utgör KAND145 ett potentiellt komplement.

Det är ett tydligt positivt besked att utvecklingen av nya föreningar inom Fractalkineprojektet går framåt i rask takt. Än så länge finns det sparsamt med information om projektet och vi väljer därför att avvakta med att inkludera KAND145 i vår värdering. Om och när prekliniska data kan presenteras bör det kunna addera värde till vår värdering.

Kanceras forskningsportfölj



Källa: Kancera

Finansiell utveckling

Förberedelser inför kommande kliniska studier har medfört att de underliggande kostnaderna de senaste kvartalen har legat något över våra prognoser. Per den 31 mars 2019 uppgick kassan till drygt 15 MSEK. Kancera tecknade under hösten 2018 ett finansieringsavtal med Global Corporate Finance (GCF) om finansiering via riktade emissioner på totalt upp till 60 MSEK under 30 månader. I slutet av maj meddelades att fem miljoner aktier emitterats till GCF.

Vi bedömer att Kancera kommer att behöva kompletterande finansiering för att driva den kommande fas IIa-studien med ett högt tempo. Vi bedömer att en nyemission sannolikt kommer att vara en finansieringskomponent. Vi bedömer att KAND567-projektet borde ha goda förutsättningar att erhålla forskningsstöd från EU vilket skulle kunna minska kapitalbehovet väsentligt. Vi vet dock inte om några sådana processer pågår.

En ytterligare finansieringskälla är möjliga utlicensieringar av de prekliniska projekten. Därtill finns utestående teckningsoptioner med teckningsperiod i november 2019 som kan inbringa 39 MSEK före kostnader. Då lösenpriset på 1,95 ligger väsentligt över dagskurs är denna finansieringskälla osäker i dagsläget.

Värderingsansats

En investering i läkemedelsutveckling är mycket riskfylld och karaktäriseras av dess binära natur, i den meningen att antingen erhåller läkemedelskandidaten ett godkännande, eller så gör den det inte. Vår föredragna metod är att värdera Kancera som summan av bedömda riskjusterade och diskonterade värden på projekten i portföljen. Vi utgår från scenarion där projekten når marknaden. Milstolpesbetalningarna och royaltyintäkter riskjusteras för att avspegla sannolikheten att utveckling samt försäljning faktiskt blir som i antaget scenario. Vi modellerar med sannolikheter med utgångspunkt från historiska data från USA enligt *Biotechnology Innovation Organization (BIO) (2016)*. Vi har generellt använt en diskonteringsränta på 14,5 procent (tidigare 14,0). Detta baserat på en riskfri ränta på 0,2 procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 11 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2019* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,8 procent och ett storleksbaserat tillägg på 4,2 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt *Damodaran Online*.

Något sänkt värde innan pusselbitar fallit på plats

Vi gör inga förändringar i antaganden på projektnivå vad gäller försäljnings- antaganden eller klinisk risk jämfört med sist. Vi har räknat med ett något högre avkastningskrav enligt ovan vilket i allt väsentligt kompenseras av den positiva effekten av en högre dollar. Kassan har minskat mer än väntat sedan den senaste analysen vilket påverkar motiverat aktieägarvärde som vi beräknar till 351 MSEK (tidigare 369 MSEK).

Vi räknar i basscenariot att ytterligare finansiering kommer att behövas för att bland annat bedriva kommande fas IIa-studier på ett effektivt sätt. Vi har antagit ett finansieringsbehov på cirka 39 MSEK motsvarande det möjliga belopp som utestående teckningsoptioner kan inbringa vid fullt utnyttjande. Vi har antagit att en kapitalanskaffning kan ske till samma pre-money värdering som den senaste emissionen som genomfördes 2018. Vi har antagit en sannolikhet på 90 procent för en kompletterande finansiering.

Värdering av summan av delarna i Kancera

Projekt	Fas	Toppförsäljning (MUSD)	Riskjusterat NPV (MSEK)	Per aktie (kronor)	Antagande
KAND567, hjärtinfarkt	I	1 000	268	1,4	10% chans t lansering, 15 % royalty, 400 MUSD milst.
ROR-1, KLL	Preklin.	300	43	0,2	9% chans t lansering, 5% % royalty, 250 MUSD milst., 60 procent rabatt
PFKFB3, äggstockscancer	Preklin.	250	31	0,2	4% chans t lansering, 5 % royalty, 250 MUSD milst., 60 procent rabatt
HDAC6, Multipelt Myelom	Preklin.	300	23	0,1	3% chans t lansering, 5 % royalty, 250 MUSD milst., 60 % rabatt
Grünenthalavtal		1 000	21	0,1	4% chans t lansering, 5 % royalty, 38 MUSD milst.
Overhead			-46	-0,2	13 mnkr/år t o m 2023
Nettokassa/-skuld			11	0,1	Per 2019-06-30 (P)
Totalt			351	1,8	197,8 miljoner aktier
GCF-avtal			55		55 miljoner nya aktier
Totalt efter utspädning			406	1,6	255 miljoner aktier (GCF + betalning Acturum)
Antagen emission			36		
Efter utspädning			442	1,5	

Källa: Carlsquare

Med justering för full utspädning från finansieringsavtalet med GCF och antagen ytterligare finansiering beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 1,5 kr (tidigare 1,7).

- I ett optimistiskt scenario (BULL). på cirka sex månaders sikt, genomförs förberedelserna inför fas IIa planenligt och studien startar mot slutet av innevarande år. Vi antar vidare att ROR-1-projektet licensieras ut och att en förskottsbetalning från en sådan affär kan finansiera fas IIa-studien med KAND567. Vi räknar också med ett preliminärt värde på KAND145 på omkring 100 MSEK. Det motiverade värdet stiger med dessa antaganden till ca 650 MSEK eller cirka 3 kronor per aktie justerat för antagen utspädning från utestående teckningsoptioner.
- I ett försiktigt scenario (BEAR) räknar vi inte med någon vidare utveckling av de prekliniska projekten och sätter värdet av dessa till noll (exklusive Grünenthalavtalet). Vidare antar vi att den kliniska utvecklingen av KAND567 drar ut på tiden och fas I-studien inte hinner slutföras under året. Vi antar också sämre villkor i en kompletterande finansiering. I det scenariot beräknar vi ett motiverat värde på 1,1 kr per aktie.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.com, nedan benämnt Carlsquare, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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 Carlsquare. Carlsquare 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 Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare 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.