



UPPDRAGSANALYS
11 februari 2019

KANCERA

ANALYSGUIDEN

Innehåll

| | |
|---|---|
| Konstruktivt från Kancera | 2 |
| Temperatur | 3 |
| Ledning och styrelse..... | 3 |
| Ägare..... | 3 |
| Finansiell ställning..... | 3 |
| Potential..... | 3 |
| Risk | 3 |
| Fractalkineprojektet går framåt | 4 |
| Positiva toxicitetsresultat gott tecken inför nya kliniska studier | 4 |
| Nya resultat ger stöd åt utveckling av läkemedelskandidat för lymfom..... | 4 |
| Motgångar för externa projekt i hjärtkärlsjukdomar..... | 5 |
| Livstecken från preklinisk portfölj..... | 5 |
| Finansieringsavtal minskar risk på kort sikt | 6 |
| Värderingsansats | 6 |
| Avtal och högre dollar ger viss uppjustering | 7 |
| Relativvärdering understryker potential..... | 8 |
| Disclaimer..... | 9 |

Konstruktivt från Kancera

Förberedelserna inför kommande kliniska studier med KAND567 avseende behandling efter hjärtinfarkt går framåt. Ett avtal om möjlig utlicensiering av ett prekliniskt projekt har därtill gett vissa intäkter. Vi höjer motiverat värde något.



Kancera har tagit ytterligare steg mot att starta en klinisk studie för behandling med KAND567 efter hjärtinfarkt. Slutförda prekliniska studier tyder på att intravenös administrering med doser som bedöms ge hjärtskyddande effekt är tolererbara.

Närmast väntar ytterligare en fas I-studie för att ställa in doseringshastigheten vid intravenös tillförsel och bekräfta en god säkerhetsprofil även i människa.

Målsättningen är att därefter kunna inleda en kontrollerad fas II-studie i patienter med hjärtinfarkt under andra halvåret 2019. Bolaget har också meddelat att studier av immunceller från lymfompatienter ger stöd åt att utveckla behandlingar av lymfom med fractalkinesystemet som mål. Kancera avser att ta fram nya läkemedelskandidater baserade på unika blockerare av detta system. Det kan bredda möjligheterna för Kanceras Fractalkineprojekt.

Vid en strategisk översyn under hösten 2018 valde Kancera att fokusera på Fractalkineprojektet och samtidigt nedprioritera utvecklingen av den prekliniska portföljen. Detta med hänsyn till begränsade finansiella resurser. Bolaget har gjort ett konstruktivt framsteg i form av ett licensavtal med det tyska läkemedelsbolaget Grünenthal avseende delar av HDAC6-projektet. Kancera erhåller en forskotts betalning på 3 MSEK och rätt till möjliga milstolpsbetalningar på upp till 33 MEUR samt royalties på framtida försäljning. Avtalet ger validering åt Kanceras forskning och visar på möjligheter att inom ramen för den nya strategin ändå lyfta fram värden i den prekliniska portföljen.

Vi förväntar oss att den ökade kliniska aktiviteten är kostnadskrävande. Kancera träffade under november ett finansieringsavtal på upp till 60 MSEK med amerikanska GCF. Det ger ökad arbetsro i upploppet inför den kommande fas II-studien. Vi höjer det riskjusterade motiverade värdet i basscenariot något till 1,7 kr (1,6) mot bakgrund av avtalet med Grünenthal och en högre dollarkurs.

Utfall och prognoser, basscenario

| MSEK | 2016 | 2017 | 2018P | 2019P* |
|-------------------------|------|------|-------|--------|
| Nettoomsättning | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 3,0 |
| Rörelseresultat | -22 | -56 | -45 | -41 |
| Vinst per aktie, kronor | neg. | neg. | neg. | neg. |
| Nettokassa | 55 | 25 | 26 | 10 |

Källa: Kancera (utfall) och Jarl Securities (prognoser). * Antaget att avtal med GCF utnyttjas till fullo.

Datum: 11 februari 2019
Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

Företagsnamn: Kancera AB
Lista: Nasdaq First North Premier
Vd: Thomas Olin
Styrelseordförande: Erik Nerpin
Marknadsvärde: 212 MSEK
Senast: 1,1 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 II-studie 2019.

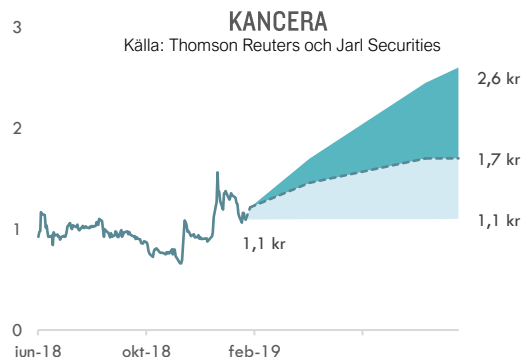
Möjligheter och styrkor: Det längst gångna projektet KAND567 har avancerat genom fas I vilket ger viktig validering.

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 under nästa år för att genomföra planerade kliniska aktiviteter.

Värdering: Bear 1,1 kr Bas 1,7kr Bull 2,6 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 mitten 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 IIa 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.



Fractalkineprojektet går framåt

Positiva toxicitetsresultat gott tecken inför nya kliniska studier

Kancera rapporterade nyligen att den prekliniska toxicitetsstudie för intravenös administrering med KAND567 har slutförts och att resultaten talar för att förväntade dosnivåer som ska ges till hjärtinfarktpatienter är säkra.

Kancera har också tillsammans med en kontraktstillverkare framgångsrikt genomfört storskalig tillverkning av KAND567 och tillverkningen inför kommande kliniska studier ska inledas under innevarande kvartal. Planen är att genomföra en fas I-studie för att fastställa önskad doseringshastighet samt säkerhet med intravenös administrering under våren och därefter kunna inleda en fas IIa-studie under hösten. Även om det innebär en viss förskjutning jämfört med tidigare kommunicerade planer (start av fas IIa andra kvartalet) är det positivt att förberedelserna inför kommande kliniska studier går framåt.

Nya resultat ger stöd åt utveckling av läkemedelskandidat för lymfom

Bolaget har också slutfört analyser av immunceller från lymfompatienter som visar att fractalkinesystemet är mer aktiverat hos sjuka individer. Observationerna ger stöd för vidare undersökningar om läkemedelskandidater som påverkar fractalkinesystemet har potential för behandling av lymfom. Analysen gjordes på patienter med kronisk lymfatisk leukemi, diffust storcelligt B-cellslymfom samt Hodgkins lymfom. Vi ser cancerspåret som en mycket intressant back-up möjlighet för Fractalkineprojektet. Utvecklingen är i ett relativt tidigt skede och kan vara beroende av att Kancera är framgångsrika i arbetet med att ta fram av andra läkemedelskandidater mot fractalkinesystemet vid sidan av KAND567. Detta då vi ser det som strategiskt svårt att utveckla KAND567 mot såväl cancer som hjärtkärlsjukdomar parallellt. Tidigare (november 2018) har bolaget uppgett ett mål att inom cirka tolv månader ta fram en ny läkemedelskandidat inom Fractalkineprojektet baserad på unika blockerare. Det kan vara tydligt värdeskapande på omkring ett års sikt.

Även inom området smärta pågår viss aktivitet. Kancera har tilldelats ett forskningsanslag om 250 000 EUR från Horizon 2020 för att finansiera en doktorand i syfte att utforska Fractalkinesystemets roll i uppkomsten av smärta vid ledinflammation.

Motgångar för externa projekt i hjärtkärlsjukdomar

Vad gäller hjärtkärlsjukdomar har antiinflammatoriska behandlingar länge setts som en möjlig väg då studier har påvisat att en hög halt biomarkörer för inflammation har kunnat kopplas till en ökad risk för dessa åkommor. Även om kliniska studier har visat vissa lovande tecken har ingen anti-inflammatorisk behandling gått hela vägen till marknad. Ett uppmärksammat projekt är Novartis projekt Canakinumab, en antikroppsbehandling med cytokinen IL-1 β som mål. Fas III studier visade på en 15 procentig minskning av hjärtinfarkt eller stroke. Novartis lämnade in en ansökan om godkännande för subgrupper med hög risk för hjärtinfarkt baserat på biomarkörer men fick avslag av FDA i oktober 2018. Nyligen publicerade resultat från en fas III-studie rörande en annan antiinflammatorisk behandling, Metotrexat, visade ingen förbättring jämfört med placebo vad avser incidensen av hjärtinfarkt eller stroke vid behandling av patienter med åderförkalkning.

Det visar på utmaningarna inom området. Det är samtidigt svårt att göra jämförelser med KAND567 då det rör sig om olika verkningsmekanismer och då KAND567 är tänkt som en terapeutisk behandling efter hjärtinfarkt medan projekten ovan avsåg att förebygga risker.

Livstecken från preklinisk portfölj

I december meddelades att Kancera träffat ett avtal inom HDAC6-projektet med det tyska läkemedelsföretaget Grünenthal avseende utveckling av en behandling för neuropatisk smärta. Grünenthal erhåller en option att licensiera in projektet mot en förskottsbetalning på 3 MSEK till Kancera. Om den tyska partnern väljer att licensiera in projektet kan Kancera erhålla upp till 33,15 MEUR i milstolpsbetalningar plus royalties från framtida försäljning.

De kommersiella villkoren är ganska modesta och återspeglar att det handlar om en affär i tidig utvecklingsfas. Det ska dock noteras att Kancera behåller rättigheterna för vissa serier som är primärt lämpade för cancer och även rätten att utveckla nya HDAC-hämmare för cancer. Kancera har således lyckats karva ut en indikation från HDAC6-projektet för möjlig utlicensiering, som passar väl in i Grünenthals inriktning mot smärta, gikt och inflammation, samtidigt som viktiga rättigheter kan behållas. Avtalet ger också validering åt den prekliniska portföljen. Som bekant valde Kancera under 2018 att fokusera den vidare egna utvecklingen på Fractalkineprojektet vilket medförde att projekten i tidigare utveckling nedprioriterades. Mot den bakgrunden är avtalet med Grünenthal ett konstruktivt steg.

Vi känner inte till exakta strukturen av avtalet, exempelvis hur milstolpsbetalningarna är fördelade, men vi gissar att det kan ta omkring två år innan en läkemedelskandidat kan tas fram. Det vore en naturlig milstolpe som kan utlösa nästa utbetalning till Kancera om Grünenthals utveckling blir framgångsrik.

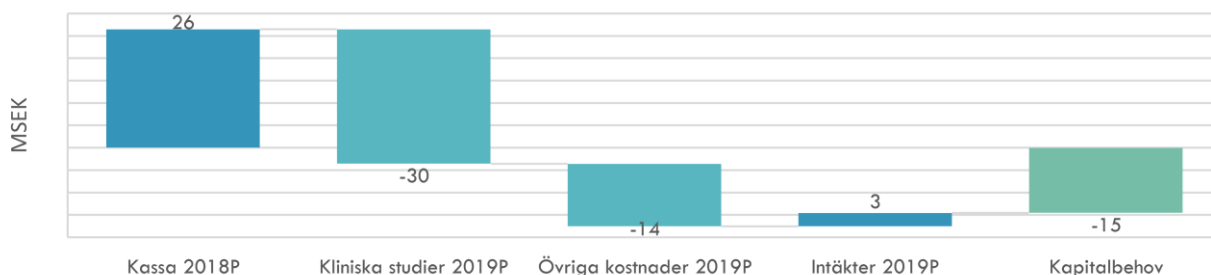
Finansieringsavtal minskar risk på kort sikt

Kancera har under hösten träffat ett avtal med företaget Global Corporate Finance (GCF) om finansiering genom riktade emissioner. Avtalet omfattar 60 MSEK under 30 månader. Emissionerna sker i flera omgångar ("trancher") och ska göras till nio procents rabatt till marknadspris. För upplägget betalar Kancera därtill en engångsavgift på 3,5 procent av det totala emissionsbeloppet i form av emitterade aktier.

Det finns flera exempel på liknande upplägg på den svenska aktiemarknaden, med varierande utfall. Normalt sett är dessa investeringar av finansiell snarare än strategisk karaktär vilket tidvis kan skapa säljtryck i aktien i fråga. Fördelen för Kancera är ökad finansiell flexibilitet och arbetsro att slutföra förberedelserna inför den viktiga fas IIa-studien. Det kan i sin tur öka det bedömda värdet på KAND567 och förbättra förutsättningar att resa långsiktig finansiering.

Vi bedömer att det finns ett kapitalbehov på minst 15 MSEK under 2019 (se nedan). Det tyder på att finansieringsavtalet med GCF kan täcka kapitalbehovet åtminstone under 2019 (Kancera har möjlighet att resa 2 MSEK per månad eller totalt cirka 24 MSEK per år). Utlicensieringar av projekt exempelvis från den prekliniska portföljen är en annan möjlig finansieringskälla. Det är dock svårt att förutspå om och när sådana avtal kan komma till stånd. 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.

Bedömt finansieringsbehov för Kancera



Källa: Jarl Securities bedömning

Värderingsansats

En investering i läkemedelsutveckling är mycket riskfylld och karaktäriseras av dess binära natur, i den mening 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 procent. Detta baserat på en riskfri ränta på 0,6 procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 10,3 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2018* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,4 procent och ett storleksbaserat tillägg på 3,9 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt Damodaran Online.

Avtal och högre dollar ger viss uppjustering

Nedan redovisas vår värdering av summan av delarna i Kancera baserat på riskjusterade motiverade projektvärden. De viktigaste förändringarna utgörs av

- Vi har lagt till avtalet med Grünenthal i vår modell. Eftersom Kancera behåller rättigheterna inom cancerområdet ger det ett tillskott utöver vår tidigare värdering av hämmare riktade mot HDAC6. Vi känner inte till alla detaljer i avtalet och gör därför preliminära antaganden enligt tabellen nedan.
- Vi räknar nu med finansieringsavtalet med GCF på upp till 60 miljoner SEK i modellen vilket får en svagt positiv effekt (vi räknar med ett större belopp men högre emissionskurser än tidigare då vi kalkylerade med en företrädesemission till högre rabatt).
- Vi räknar med en högre dollarkurs med hänsyn till valutarörelserna under det senaste året. Det får en generell positiv påverkan på projektvärden då vi räknar med att stora delar av möjliga framtida intäkter i form av milstolpsersättningar och royalties är dollardenominerade.

Värdering av summan av delarna i Kancera

| Projekt | Fas | Toppförsäljning (MUSD) | Riskjusterat NPV (MSEK) | Per aktie (kronor) | Antagande |
|--------------------------------|----------|------------------------|-------------------------|--------------------|--|
| KAND567, hjärtinfarkt | I | 1000 | 269 | 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 | 30 | 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 | | 1000 | 22 | 0,1 | 4 % chans t lansering, 5 % royalty, 38 MUSD milst. |
| Overhead | | | -45 | -0,2 | 13 MSEK/år t o m 2023 |
| Nettokassa/-skuld | | | 26 | 0,1 | Per 2018-12-31 (P) |
| Totalt | | | 369 | 1,9 | 192 miljoner aktier |
| GCF-avtal | | | 60 | | 59,9 miljoner nya aktier |
| Totalt efter utspädning | | | 429 | 1,7 | 254 miljoner aktier (GCF + betalning Acturum) |

Källa: Jarl Securities

Med hänsyn till förändrade antaganden enligt ovan har vi höjt aktieägarvärdet för Kancera med cirka 8 procent till 369 MSEK (342). Liksom tidigare har vi applicerat

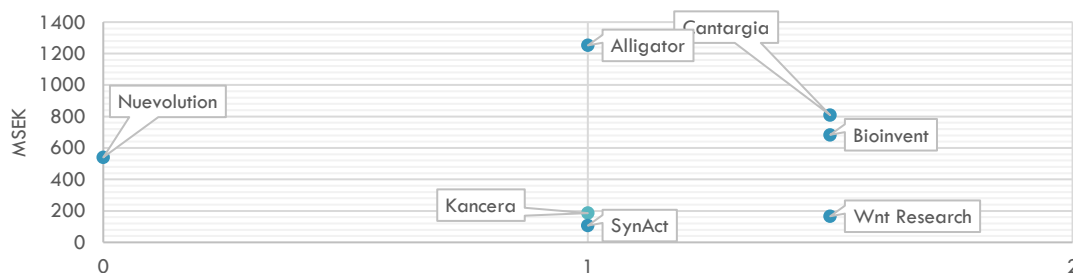
en rabatt på 60 procent för den prekliniska portföljen (exklusive avtalet med Grünenthal) med hänsyn till osäkerhet om och till vilka villkor Kancera kan hitta externa samarbeten för att driva projekten vidare. Med justering för full utspädning från finansieringsavtalet med GCF beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 1,7 kr (tidigare 1,6).

- I ett optimistiskt scenario (BULL). på cirka nio månaders sikt, genomförs förberedelserna inför fas IIa planenligt och myndighetsgodkännande erhålls för studiestart. Vi antar vidare att ROR-1-projektet licensieras ut och att en förskottsbetalning från en sådan affär kan finansiera fas IIa-studien med KAND567. Det motiverade värdet stiger med dessa antaganden till ca 560 MSEK eller 2,6 kronor per aktie.
- 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 är ännu inte genomförd vid utgången av det tredje kvartalet 2019. I det scenariot beräknar vi ett motiverat värde på 1,1 kr per aktie.

Relativvärdering understryker potential

I grafen nedan har vi jämfört Kancera med ett antal jämförelseobjekt på den svenska aktiemarknaden. 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 jämförelseobjekt



Källa: Thomson Reuters.

Medianen för de övriga jämförelseobjekten ligger på ett forskningsvärde på drygt 600 MSEK. Det skulle motsvara ett börsvärde på 640 MSEK (med antagen nettokassa per 2018-12-31) eller omkring 2,9 kronor per aktie för Kancera (antaget full utspädning från avtalet med GCF). Relativvärderingen ger ett stöd åt vår värdering baserad på riskjusterade motiverade projektvärden, snarast tyder den på att vår värderingsmodell kan vara konservativ. De högst värderade bolagen i jämförelsen har dock en bättre finansiell ställning än Kancera i dagsläget.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt 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.