



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS
3 december 2019

CANTARGIA
ÖVERRASKANDE STARKA DATA

Innehåll

Överraskande starka data	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Överraskande starka data	4
Mer än hälften har svarat på behandling	5
Tidiga effektdata i linje med de mest lovande behandlingarna	5
Troligen utmanande att åstadkomma stark effekt med monoterapi enbart... ..	6
...därför ligger fokus främst på kombinationsbehandling.....	6
Förbereder studier med checkpointhämmare i USA	6
Extern forskning indikerar synergier med checkpointhämmare.....	7
CANxx: IL-1-blockering kliniskt validerat i autoimmuna sjukdomar	7
Finansiering för pågående och aviserade studier	8
Investment Case	8
Värderingsansats	10
Tydlig uppjustering av motiverat värde.....	11
Disclaimer	13

Överraskande starka data

Cantargia presenterar mycket lovande tidiga effektdata från den pågående fas IIa-studien i lung- och bukspottkörtelcancer. Mer än hälften har hittills svarat på behandling. Vi höjer motiverat värde tydligt då vi ser ökad chans till stor framgång för nidanilimab.



Cantargia levererar en förtida nyårsmällare och släpper de första resultaten från den pågående fas IIa-studien. Än så länge har endast en liten grupp (tio) patienter utvärderats men mer än hälften uppvisar tumörrespons vid behandling med nidanilimab plus kemoterapi. Majoriteten utgörs av patienter med bukspottkörtelcancerpatienter, en mycket svårbehandlad cancerform. Även i lungcancer är resultaten mycket uppmuntrande och en komplett respons har observerats. Med brasklapp för att vi endast har tidiga data förefaller de sammantaget konkurrenskraftiga, även med exempelvis checkpoint-hämmare som måttstock. Vi tror på ytterligare ökat internationellt intresse för nidanilimab, ett projekt som redan förärats med en muntlig presentation på den stora cancerkonferensen ASCO i somras.

Även i lungcancer är resultaten mycket uppmuntrande och en komplett respons har observerats. Med brasklapp för att vi endast har tidiga data förefaller de sammantaget konkurrenskraftiga, även med exempelvis checkpoint-hämmare som måttstock. Vi tror på ytterligare ökat internationellt intresse för nidanilimab, ett projekt som redan förärats med en muntlig presentation på den stora cancerkonferensen ASCO i somras.

I syfte att bredda programmet avser Cantargia även att inleda en studie där nidanilimab ska undersökas i kombination med så kallade checkpoint-hämmare. Studien ska utföras i USA och kan ge besked om eventuella synergier mellan nidanilimab och denna ledande klass av immunterapi för cancerbehandling. Extern preklinisk forskning ger stöd åt att IL-1-hämning förbättrar antitumöreffekt med checkpoint-hämmare. Hämning av kronisk inflammation är även högst relevant för området autoimmuna sjukdomar och en läkemedelskandidat ska presenteras innan utgången av 2019.

Även om det är tidiga data ser vi resultaten hittills som tillräckligt lovande för att nu höja både sannolikhet till lansering och antagen toppförsäljning. Det slår tydligt på motiverat värde som stiger till cirka 35 kronor per aktie (från 24). Om CANFOUR-studien kan avslutas framgångsrikt ser vi goda förutsättningar för att Cantargia kan träffa ett lukrativt samarbete med en större partner. Omvänt är fallhöjden tydlig vid ett bakslag givet beroendet av cancerprojektet.

Nyckeltal

MSEK	2017	2018	2019P	2020P
Nettoomsättning	0	0	0	0
Rörelseresultat	-60	-93	-103	-105
Vinst per aktie, kronor	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	270	167	166	61

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

UPPDATERING
CANTARGIA
3 december 2019

Datum: 3 december 2019
Analytiker: Niklas Elmhammer, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Cantargia AB
Lista: Nasdaq Small Cap
Vd: Göran Forsberg
Styrelseordförande: Magnus Persson
Marknadsvärde: 1 226 MSEK
Senast: 16,84 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.

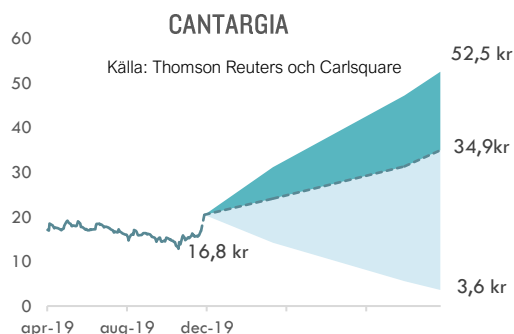
Vi bedömer att Cantargia har ett starkt patentskydd avseende antikroppen nidanilimab, målproteinet IL1RAP och tillämpningar.

Ägarbild är stark och verksamheten är finansierad till första halvåret 2021.

Risker och svagheter: Cantargia utvecklar behandlingar inom utmanande sjukdomsområden. Inom lungcancer är konkurrensen betydande.

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

Värdering: Bear 3,6 kr Bas 34,9 kr Bull 52,5 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 tillförde 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



Cantargia hade 194 MSEK i kassa och kortfristiga placeringar vid utgången av kv3 2019. Det 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.

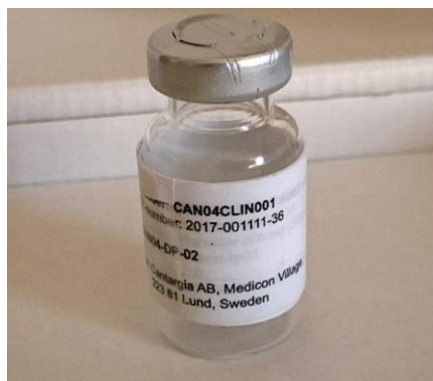
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter 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.

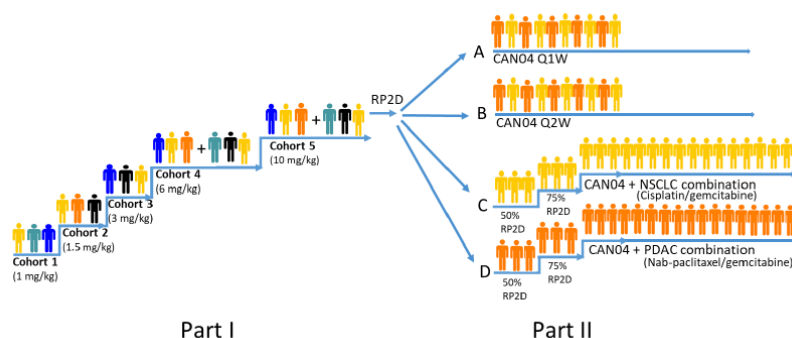
Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering,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



Överraskande starka data

Cantargia har lämnat de första resultaten från den avslutande (fas IIa delen) av CANFOUR-studien och går därmed in i det förmodligen viktigaste skedet i bolagets historia hittills. Som bekant består studien av tre armar: En grupp med lungcancer- eller bukspottkörtelcancerpatienter som enbart får nidanilimab, en grupp med lungcancerpatienter som får nidanilimab i kombination med kemoterapi (cisplatin+gemcitabin) och en grupp med bukspottkörtelcancer som också får en kombinationsterapi (nidanilimab+nab-paclitaxel+gemcitabin).

Upplägg i CANFOUR-studien



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

Cantargia väljer att släppa tidiga data från kombinationsarmarna med hänsyn till iögonfallande tecken på effekt. Av hittills tio utvärderbara patienter har sex uppvisat objektiv tumörrespons (fyra är hittills bekräftade med upprepad CT-skanning). En har bekräftad komplett tumörrespons (tumören eliminerades).

Mer än hälften har svarat på behandling

Majoriteten (sju av tio) av hittills utvärderade patienter har bukspottkörtelcancer, vilket är notoriskt svårbehandlat. Objektiv respons i denna patientgrupp är hittills 57 procent (43 procent bekräftad), en överlägset hög andel jämfört med befintliga behandlingar på marknaden. Responsen i dessa patienter korrelerar med kraftig minskning i CA19-9, en vanlig surrogatmarkör (blodprov) för att följa respons vid behandling av bukspottkörtelcancer. Därtill har i ett fall som initialt bedömts som progressiv sjukdom observerats en tumörminskning vilket talar för en fördröjd behandlingseffekt (så kallad pseudoprogession).

I gruppen lungcancerpatienter är responsen ännu högre på 67 procent (33 procent bekräftad). Än så länge är dock endast tre patienter utvärderbara vilket försvårar en jämförelse. Att responsen är högre i lungcancer förefaller dock logiskt med tanke på att bukspottkörtelcancer är mer svårbehandlat och givet stark klinisk evidens kring IL-1-blockering i lungcancer. En lungcancerpatient rapporteras ha fått komplett respons. Det är mycket sällsynt i spridd lungcancer.

De patienter som hittills har undersökts har rekryterats till de inledande säkerhetskohorterna och har fått doser om antingen 5 mg/kg eller 7,5 mg/kg. Det vill säga 50 procent respektive 75 procent av den rekommenderade fas II-dosen (10 mg/kg) som fastslogs efter fas I-studien. Det är lovande att patienterna tycks svara väl på lägre doser (samtliga patienter i bukspottkörtelarmen som fått 5 mg/kg står fortfarande på behandling efter mer än sex månader).

Den vanligaste rapporterade biverkningen i kombinationsstudien är en mild infusionrelaterad reaktion och Cantargia rapporterar att förekomsten är i linje med vad som rapporterades i fas I-studien. Av fjorton patienter som inlett kombinationsstudien har två avbrutit behandling efter den första infusionen med nidanilimab och kemoterapi.

Tidiga effektdata i linje med de mest lovande behandlingarna

Endast ett fåtal av de upp till 62 patienter som planeras rekryteras till kombinationsarmarna har alltså ännu utvärderats. Det bör också noteras att studien inte är kontrollerad. Effekresultaten förefaller emellertid mycket lovande. Behandling med enbart kemoterapi ger enligt kliniska studier respons i omkring en fjärdedel av dessa patienter. I detta visserligen tidiga skede ser vi alltså en omkring fördubblad respons med nidanilimab som tillägg.

Inom bukspottkörtelcancer har det till skillnad från många andra cancersjukdomar endast gjorts blygsamma framsteg de senaste åren. Exempelvis har checkpointhämmare som monoterapi visat sig vara ineffektiv. Ett lovande undantag är Apexigens APX005M, en CD40-hämmare som är en direkt konkurrent till svenska Alligator Biosciences ADC-1013. I en fas I/II-studie där bukspottkörtelcancerpatienter behandlades med APX005M + abraxane + gemcitabin + opdivo uppnåddes en tumörrespons på 58 procent (46 procent bekräftad) (24 utvärderbara patienter). Nidanilimab i kombinations med kemoterapi uppvisar alltså liknande effekresultat men i en mindre komplex, och av allt att döma betydligt mindre toxisk, kombinationsbehandling.

En tumörrespons på över 50 procent i lungcancer är även det konkurrenskraftigt.

Checkpointhämmaren Keytruda med kemoterapi har i kliniska studier gett en repons i strax under hälften av patienterna. Det bör noteras att i CANFOUR ingår patienter som återfallit efter eller inte svarat på behandling med checkpointhämmare. Det bådär gott för möjligheterna för nidanilimab plus kemoterapi som alternativ eller komplement till anti-PD-1-behandling i spridd lungcancer.

Troligen utmanande att åstadkomma stark effekt med monoterapi enbart...

Nästa rapportering kommer sannolikt att ske från monoterapidelen av fas II-studien CANFOUR. Resultat väntas under kv1 2020. Enligt ett pressmeddelande i somras var studien fullrekryterad (20 patienter) i juli. Därtill uppgavs att ytterligare tolv patienter skulle inkluderas för att studera en högre dosnivå (15 mg/kg jämfört med den rekommenderade fas II-dosen om 10 mg/kg). Resultaten ska förutom säkerhet också omfatta analys av radiologisk effekt, tumörbiopsier före och efter behandling samt biomarkörer från serumprover.

Patienterna i monoterapidelen kan förväntas vara svårt sjuka cancerpatienter vars sjukdom har fortskridit trots flera behandlingar och som därför kan förväntas vara mycket svårbehandlade. Det ger således utmanande förutsättningar och de kommande effektresultaten bör tolkas i det ljuset. I fas I-studien uppvisade drygt 40 procent stabil sjukdom efter minst åtta veckors behandling. Vi förväntar oss att andelen som åtminstone uppnår stabilisering bör ligga kring denna nivå eller något högre denna gång mot bakgrund av att patienterna i genomsnitt får en högre dos.

Nidanilimab är specialdesignad för att stimulera immunceller som NK-celler och makrofager att avdöda tumörer. Ytterligare evidens för denna effekt har nyligen presenterats i form av resultat från prekliniska modeller. Historien visar dock att det generellt är svårt att åstadkomma effekt på solida tumörer med antikroppsbehandling enbart i avancerad cancer.

...därför ligger fokus främst på kombinationsbehandling

Mot denna bakgrund, och givet mycket lovande inledande data, är det naturligt att störst intresse bör ligga på utfallet i kombinationsarmarna.

Cantargia bedömer att kombinationsarmen med bukspottkörtelcancerpatienter ska vara färdigrekryterad kv2 2020 och lungcancerarmen kv3 2020. Prekliniska studier har visat på tydliga synergistiska effekter av samtidig behandling med nidanilimab och kemoterapi. De första resultaten ger stöd åt att denna synergi går att åstadkomma även i människa.

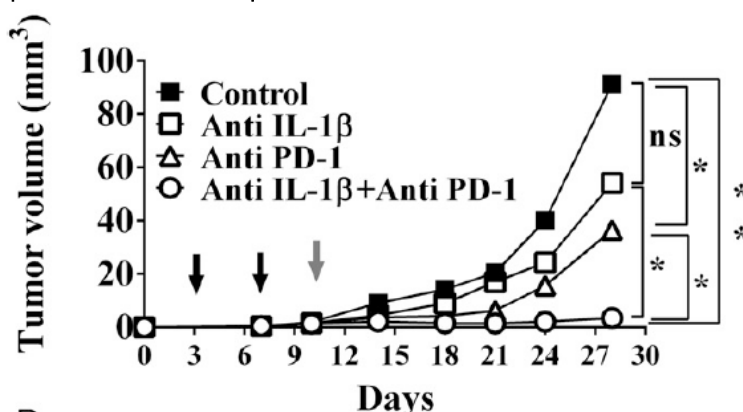
Förbereder studier med checkpointhämmare i USA

Cantargia planerar att starta en fas I-studie med nidanilimab i kombination med den ledande klassen av immunonkologiska behandlingar, så kallade checkpointhämmare. Studien ska genomföras i USA och nyligen meddelade Cantargia att bolaget haft ett pre-IND-möte med det amerikanska läkemedelsverket FDA. Det tänkta studieupplägget är att undersöka nidanilimab plus checkpointhämmare i patienter med antingen lungcancer, huvud-halscancer eller blåscancer som inte svarat på, alternativt fått återfall efter tidigare erhållit anti-PD-1/PD-L1-behandling.

Extern forskning indikerar synergier med checkpointhämmare

Förutom att det är i det närmaste "ett måste" att utvärdera nya immunterapier i kombination med anti-PD-1/PD-L1-behandling i stora cancersjukdomar som exempelvis lungcancer finns det en rational då forskning tyder på att förekomst av kronisk inflammation försämrar respons för anti-PD-1-behandling. Anti-PD-1-behandling syftar till att bryta tumörers tolerans mot aktiverade T-celler. Forskning tyder på att IL-1 β medverkar till att immunosupprimerande celler invaderar tumörer, möjligen som en "felriktad" bieffekt för att läka kroppen vid kronisk inflammation. Denna missriktade immunhämning hämmar T-cellernas aktivitet och riskerar att motverka effekten av anti-PD-1 behandlingen. Tumören får därmed fortsatt spelrum att växa. Prekliniska studier (se nedan) tyder på att behandling med IL-1 β -hämmare och anti-PD-1 har en synergistisk effekt mot tumörtillväxt.

Synergier mellan checkpointhämmare och IL-1 β -blockerare i bröstcancermodell



Källa: Kaplanov, I., et al, " Blocking IL-1 β reverses the immunosuppression in mouse breast cancer and synergizes with anti-PD-1 for tumor abrogation", *PNAS* 2018

Cantargia har ännu inte presenterat några egna prekliniska resultat rörande en kombinationsbehandling med nidanilimab och checkpointhämmare. Givet att nidanilimab har en snarlik verkningsmekanism som IL-1 β -blockerare bådär dock den ovan refererade studien gott.

CANxx: IL-1-blockering kliniskt validerat i autoimmuna sjukdomar

Cantargias projekt för behandling av autoimmuna och inflammatoriska sjukdomar har en än så länge haft en något undanskymd plats. Det finns dock en tydlig rational att utreda en antikropp mot IL-1RAP även för att behandla autoimmuna sjukdomar. Anakinra (en IL-1-receptorantagonist) är exempelvis godkänd för måttlig till svår ledgångsreumatism och canakimumab (IL-1 β -blockerare) används för ett flertal sällsynta autoimmuna sjukdomar. Dessa behandlingar hade under 2018 1,3 miljarder SEK respektive 554 MUSD i försäljning. En annan "klasskamrat", Xbiotechs IL-1 α -blockerare bermekimab, har visat lovande resultat i atopisk dermatit, en ganska vanlig inflammatorisk hudsjukdom. Förutom att IL-RAP

är en coreceptor för IL-1 har IL-RAP även en viktig roll i kedjan för andra inflammationsdrivande signaler som IL-33 och IL-36. Blockering av signaler som i sin tur är beroende av IL-33 utnyttjas idag för behandling av atopisk dermatit och astma (exempel: Dupilumab som väntas nå en försäljning på åtta miljarder USD 2024 enligt *Evaluate Pharma*).

Sammantaget tyder extern forskning på stora möjligheter för IL-1RAP-blockering i inflammatoriska och autoimmuna sjukdomar. I dagsläget vet vi inte vilka indikationer CANxx kommer att utvecklas mot. Som vanligt vid autoimmuna sjukdomar måste biverkningsprofilen nogt särskådas och IL-1-blockering är förknippat med ökad risk för infektioner. Det tyder på att initialt fokus bör ligga på svåra autoimmuna sjukdomar.

Målet är att väja en produktkandidat under 2019. Det skulle i så fall kunna möjliggöra start av kliniska studier på något års sikt.

Finansiering för pågående och aviserade studier

Forsknings- och utvecklingskostnader har under årets första nio månader ökat med omkring 25 procent till knappt 65 miljoner kronor. Ökningen beror på ökad klinisk aktivitet då fas IIa-studien påbörjades i början av året samt satsningar på preklinisk utveckling och produktion. Detta har delvis uppvägs av lägre administrationskostnader. Rörelseresultatet till och med den 30 september uppgick till -75 MSEK jämfört med -65 MSEK motsvarande period under 2018. Kassen uppgick till 194 MSEK vid utgången av tredje kvartalet. Jämfört med 2018 har kassen ökat från 167 MSEK till följd av en riktad emission i mars 2019 som tillförde knappt 100 MSEK efter kostnader.

Kostnaderna har stigit i något långsammare takt än vi tidigare hade räknat med. Bolaget bedömer att det finns tillräcklig finansiering för att slutföra CANFOUR-studien liksom den aviserade kombinationsstudien med checkpointhämmare i USA. Kostnadsutvecklingen under 2020 är beroende av hur snabbt den senare studien kan starta. Vi bedömer preliminärt att kostnaderna under 2020 kommer att ligga på en motsvarande nivå som under 2019. Med våra prognoser bör kassen således räcka en bit in i 2021.

För vidare klinisk utveckling därefter, inklusive att ta ett projekt inom autoimmuna sjukdomar in i klinisk fas, kommer Cantargia att behöva ytterligare finansiering. En möjlig förskottsbetalning vid en eventuell utlicensiering av nidanimab är en potentiell icke-utspäddande finansieringskälla. Cantargia har också en stark ägarbas vilket är en tydlig fördel när och om kapitalbehov uppstår.

Investment Case

I takt med att resultat från CANFOUR-studiens tre behandlingsarmar kan offentliggöras förväntar vi oss en större kursrörelse under de tolv månaderna.

Även om överlevnad är det viktigaste effektmåttet vid utvärdering av cancerbehandling är eventuell tumörrespons den parameter som kan observeras tidigast. Inför kommande avläsning av kliniska resultat i CANFOUR-studien ser vi ett flertal lovande tecken:

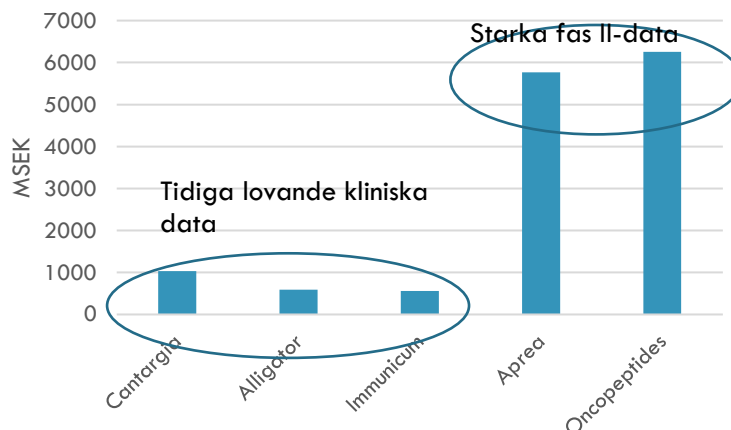
- Tidiga data pekar på överraskande stark respons för kombination av nidanilimab och standardbehandling i form av kemoterapi
- Stark extern klinisk evidens för IL-1-hämning i lungcancer i form av Novartis CANTOS-studie
- Verkningsmekanismen talar för att nidanilimab slår bredare mot IL-1-systemet än canakinumab (det vill säga Novartis IL-1 β -blockerare). Till skillnad från canakinumab är nidanilimab utvecklat med cancer i siktet och är bland annat specialdesignat för tumöravdödande så kallad ADCC-effekt.
- Som nämnts ger prekliniska resultat tydligt stöd för synergier med etablerade cellgiftsbehandlingar samt även att nidanilimab har en direkt tumöravdödande effekt genom rekrytering av NK-celler och makrofager (ADCC).
- Fas I-studien tyder på att nidanilimab generellt är väl tolererad och ingen maximalt tolererbar dos har ännu fastställts. Det ger flexibilitet vid dosering.

Faktorer som kan fördröja eller förhindra en potentiell uppvärdering är:

- Det är osäkert om resultaten från monoterapiarmen, vilka troligen ligger härnäst för presentation, kommer att ge någon tydlig vägledning om klinisk effekt. De kan därmed bli något svårtolkade.
- Det finns risk att rekrytering inom vissa patientgrupper kan dra ut på tiden med hänsyn till konkurrens från andra kliniska studier. Detta gäller i synnerhet lungcancerpatienter. CANFOUR-studien har fram tills nu drivits på ett 20-tal center i Europa vilket trots det bör ge goda förutsättningar (målsättningen är att rekrytera 31 lungcancerpatienter för kombinationsbehandling). Cantargia har valt att initiera ytterligare kliniker i studien för att kunna rekrytera tillräckligt med lungcancerpatienter.
- Statistiskt sett går mindre än hälften av alla cancerprojekt i fas II därefter vidare i klinisk utveckling

Om de vidare resultaten i CANFOUR kan bekräfta de initiala positiva data ser vi föga förvånande utrymme för en väsentlig uppvärdering. Nedan jämför vi bolag som utvecklar innovativa cancerbehandlingar med avseende på styrka och mognad för kliniska data.

Forskningsvärde för cancerbolag i klinisk utveckling



Källa: Thomson Reuters, Carlsquare. Forskningsvärde = Börsvärde minus nettoskuld

Även om Aprea och Oncopeptides kommit längre i den kliniska utvecklingen så pekar jämförelsen ovan på en möjlig miljardvärdering för Cantargia vid en framgång i CANFOUR. Vi bedömer att en fas III-studie i bukspottkörtelcancer skulle kunna inledas relativt snart efter CANFOUR, givet att denna behandlingsarm fortsätter att visa lovande resultat, och en så kallad "Breakthrough Therapy Designation" borde i så fall även vara inom räckhåll.

Värderingsansats

Cantargias strategi är i första hand att licensiera ut nidanilimab 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	Probodiy™	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	Probodiy™	Cancer+2	Prekl.	448	25	5-12%
Fstar*	Merck Kga	mAB ² ™	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, Carlsquare. *Affär omfattar fler program, värde är bedömt genomsnitt per program

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

Tydlig uppjustering av motiverat värde

Det senaste halvårets nyheter, med interimresultaten från fas IIa-studien som grädden på moset, medför en tydlig höjning av motiverat värde.

- Vi höjer sannolikhet till lansering till 20 procent (tidigare 16 procent)
- Antagen toppförsäljning höjs preliminärt med en tredjedel till 3 600 MUSD (från 2 700) för att återspegla ökade marknadsmöjligheter inom lung-, bukspottkörtel-, och även blåscancer. Detta som en följd dels av att de tidiga resultaten stärker bilden av att nidanimab kan erbjuda viktiga behandlingsfördelar i tänkta målpopulationer. dels en aviserad breddning av programmet (nya indikationer och en eventuell kombination med checkpointhämmare).
- Därtill påverkar ett sänkt avkastningskrav (till 12,6 procent från tidigare 12,8) och en starkare dollar positivt.

I viss mån uppvägs det av högre kliniska kostnader med hänsyn till ett breddat kliniskt program.

Nedan sammanfattar vi vår värdering baserad på riskjusterat motiverat värde. I basscenariot beräknar vi ett riskjusterat motiverat värde på cirka 2,5 miljarder kronor eller 34,9 kronor per aktie (tidigare 24 kronor). Det motsvarar en höjning med cirka 45 procent.

Värdering av summan av delarna i Cantargia

Indikation	Fas	Toppförsäljning (MUSD)	Riskjusterat NPV (MSEK)	Per aktie (kronor)	Antagande
nidanilimab	Ila	3600	2489	34,2	20 % chans till lansering, 15 % royalty, 985 MUSD milstolpar
Overhead			-114	-1,6	15 MSEK/år
Nettokassa/-skuld			166	2,3	Per 2019-12-30 (P)
Totalt			2541	34,9	72,8 miljoner aktier

Källa: Carlsquare

Värderingen är mycket känslig för antaganden om exempelvis toppförsäljning, tid till marknad och antagen sannolikhet till lansering. Samtliga faktorer är osäkra bedömningar i detta förhållandevis tidiga skede.

- I ett optimistiskt scenario (BULL) slutförs CANFOUR-studien med övertygande 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, på ungefär tolv månaders sikt, beräknar vi ett värde på 3,8 miljarder kronor eller cirka 52,5 kronor per aktie.
- I ett tydligt pessimistiskt scenario (BEAR) antar vi att inga tydliga relevanta signaler på effekt kan bekräftas i den större populationen i fas Ila. Inflammatoriska sjukdomar och hematologisk cancer utgör då back up-möjligheter, om än i tidigare utveckling. Vi räknar med att ett kapitalbehov uppstår och beräknar ett preliminärt riskjusterat värde om 400 MSEK motsvarande 3,6 kronor per aktie efter antagen utspädning. I ljuset av nyligen presenterade data framstår det som ett mindre sannolikt scenario.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. 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 kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

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