

Cantargia

Sektor: Biotech

I en unik position

Cantargia står inför en nyhetsintensiv period under de närmaste månaderna som toppas av de första resultaten för CAN04 (IL1RAP) från pågående fas IIa-studie, CANFOUR. Marknadens förväntningar inför dessa studieresultat är i linje med ett genomsnittsprjekt inom cancer, vilket vi anser är för lågt. Det finns tydliga argument som talar för en betydligt lägre utvecklingsrisk av CAN04 och vi ser en uppsida för aktien på 50 procent.

Kombinationsdata är det som vi tror mest på

Tidigare i år rapporterades slutliga resultat från fas I-delen i CANFOUR-studien, där CAN04 gavs som monoterapi till stegrande doser och en dos på 10 mg/kg identifierades. Studien har därefter gått över i fas IIa-delen och i år förväntar vi oss de första resultaten från monoterapi-armen, där patienter med icke-småcellig lungcancer (NSCLC) och pankreascancer studeras vid upprepade behandling av CAN04. Där vi ser bäst möjligheter för starka resultat i CANFOUR-studie är i de två kombinationsarmarna, där CAN04 ges tillsammans med cellgifter (samma indikationer som nämndes ovan). Här förväntar vi oss säkerhets- och tolererbarhetsdata i år som även kan innehålla signaler om effekt.

Stöd för måltavlan

De starka resultaten som rapporterats från CANTOS-studien kan knappast undgått någon investerare av Cantargia - en studie som gav stöd för IL1-systemets relevans för att minska risken att utveckla cancer. Därtill finns kliniskt stöd som pekar på överlevnads fördelar hos cancerpatienter när den kroniska inflammationen trycks ned. Det finns även data som exempelvis indikerar att CAN04 kan minska toxicitet och resistensutveckling av cellgifter. Sammantaget anser vi CAN04 stöds av omfattande preklinisk och klinisk data som talar för lägre utvecklingsrisk än ett genomsnittligt cancerprojekt.

Vi höjer värderingen

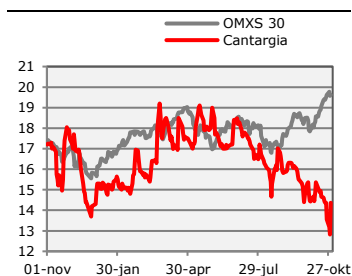
Inför de första studieresultaten har vi sett över och uppdaterat våra förväntningar, prognoser och rating av Cantargia, vilket resulterat i höjd värdering till SEK 21 (10) per aktie. Vi har även uppdaterat Bear case och Bull case, där Bull case utgår ifrån positiva fas IIa-resultat inom en av de två cancerindikationerna i CANFOUR-studien, medan Bear case bygger på svaga resultat som inte motiverar att gå vidare.

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Net sales	0	0	0	0	202
EBITDA	-60	-93	-107	-125	106
EBIT	-60	-93	-107	-125	106
EPS (adj.)	-1.3	-1.4	-1.5	-1.7	1.5
EV/Sales	Na	Na	Na	Na	4.3
EV/EBITDA	4.5	-8.3	-8.0	-7.8	8.3
EV/EBIT	4.5	-8.3	-8.0	-7.8	8.3
P/E	0.0	-10.3	-9.5	-8.1	9.7

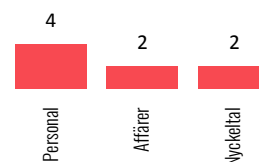
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
6.0	21.0	44.0

CANTA.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	CANTA.ST
Lista	First North
Aktiekurs (SEK)	13.8
Börsvärde (MSEK)	1.005
Nettoskuld 19E (MSEK)	-167
Free Float	81 %
Dagl oms. ('000)	92

ANALYTIKER

Klas Palin
 klas.palin@redeye.se
 Arvid Necander
 Arvid.necander@redeye.se

Solid finansiell ställning

Cantargia kommer att presentera sin rapport för det tredje kvartalet den 15 november. Vi bedömer att rörelsekostnaderna kan hamna omkring SEK 25m för perioden och ett kassaflöde på samma nivå. Därmed bör bolagets kassa hamna strax under SEK 200m, vilket vi bedömer ger finansiering åt verksamheten in i H1 2021.

Vi räknar inte med att Cantargia kommer att ha några intäkter i verksamheten i år eller nästa, men ser möjlighet att bolaget ska kunna leverera ett licensavtal 2021 och här har vi i vår prognos risk-justerat vi en kontantersättning på USD 60m. Vi tror att intresset för CAN04 kommer vara omfattande om det visas lovande resultat i någon av indikationerna i CANFOUR-studien.

Prognoser, riskjusterade

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Nettoförsäljning	0,0	0,0	0,0	0,0	201,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	201,6
FoU	-52,4	-77,0	-90,4	-107,0	-75,0
Admin	-7,4	-15,8	-15,7	-17,9	-21,0
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-0,5	-0,4	0,0	0,0
Rörelsekostnader	-60,0	-93,3	-106,6	-124,9	-96,0
EBIT	-60,0	-93,3	-106,6	-124,9	105,6
Finansnetto	-0,2	2,1	0,3	0,0	0,0
EBT	-60,3	-91,2	-106,2	-124,9	105,6
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovinst	-60,3	-91,2	-106,2	-124,9	105,6
EPS	Neg	Neg	Neg	Neg	4,3

Baserat på våra prognoser är det troligt att Cantargia tar in ytterligare kapital under 2020, men det kommer styras av utformning av nya studier och expansion av CANFOUR-studien.

Investment Case

- CAN04 är en antikropp riktad mot en unik målstruktur
- CAN04 backas upp av omfattande prekliniska och kliniska resultat
- Bra finansiering – tillräcklig för att nå betydelsefulla milstolpar i utvecklingen

Det ledande projektet CAN04 är en anti-IL1RAP antikropp som utvärderas inom icke-småcellig lungcancer (NSCLC) och pankreascancer. Fas IIa-delen i CANFOUR-studien inleddes under 2019 och första indikationerna om effekt väntas redan i år (2019).

Fas I-delen har framgångsrikt avslutats med en rekommenderad dos identifiera. Som förväntat noterades inga tydliga signaler om effekt i denna del av studien med mycket svårbehandlade patienter, utan det är i fas IIa-delen vi kan få se mer konklusiva data. Det som ger stöd inför dessa resultat och varför vi anser att chanserna att lyckas är högre än för genomsnittsprojektet inom cancer bygger främst på starka resultat för canakinumab från Novartis. I en flerårsstudie (CANTOS) i över 10.000 hjärt-kärlpatienter, vilka behandlades profylaktisk med canakinumab, uppvisades kraftigt minskad risk för att utveckla eller dö av

cancer med mellan 67 och 77 procent. Studien var inte designad för att visa på behandlingseffekt av cancer, men det är intressanta resultat som visar att IL-1 har en roll vid cancerutveckling.

Resultaten för canakinumab har stärkt intresset inom industrin för målstrukturen och hos Novartis i synnerhet som satsar på konceptet. Konkurrensen kan tyckas hård för Cantargia, men CAN04 är differentierad, då canakinumab utvecklats för autoimmuna och inflammatoriska sjukdomar, där en ADCC-effekt (celldödande) är ofördelaktig, och antikroppen blockerar endast signalmolekylen IL-1beta. CAN04 är däremot optimerad för cancerbehandling och har en dubbelmekanism i att både trycka ned kronisk inflammation och kunna avdöda cancerceller (ADCC).

Med tanke på konceptets samt antikroppens fördelar så bedömer vi att CAN04 har god chans att visa på positiva resultat i pågående CANFOUR-studie, speciellt sätter vi våra förhoppningar till kombinationsarmarna i denna studie. Vid positivt utfall ser vi ytterligare uppsida för aktien mot vårt Bull case på SEK 44.

Även om utvecklingsrisken är lägre än i det genomsnittliga projektet i samma fas och indikation, så finns fortsatt en betydande risk i projektet. Det saknas ännu resultat som visar på effekt i patienter med metastaserade tumörer.

Värdering

Vår värdering av Cantargia bygger på en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje enskilt projekt i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vi anser att denna modell är bäst lämpad vid värdering av bolag inom tidig läkemedelsutveckling när det saknas löpande intäkter eller varaktig finansiering, då den tydliggör potential och risker i enskilda projekt. Fokus i analysen riktas mot bolagets läkemedelskandidat CAN04, där vi anser att det finns en tydlig plan och finansiering för att driva projektet framåt.

Uppdaterad NPV SOTP ger ett värde för Cantargia om SEK 21 (10) per aktie. Anledning till vår uppjustering är en omprövad syn på caset, men även att bolaget gjort viktiga framsteg med CAN04 samt förbättrat finansieringen. Framtida kassaflöden på indikationsnivå är diskonterade med en WACC om 14 procent.

Sum-of-the-parts									
Projekt	Målstruktur	Kombination	Indikation	LOA*	Royalty nivå	Peak sales (USDm)	Market entry	NPV	NPV per aktie
CAN04	IL1RAP	Cisplatin/gemcitabin Gemcitabin/nab-paklitaxel Checkpointinhibitorer	NSCLC Pankreas Solida tumörer	16% 8% 6%	16% 16% 16%	1 600 900 500	2026 2024 2028	1417	19,5
Teknologi värde (EV)								1 417	
Nettokassa (SEKm)								197	2,7
Gemensamma kostnader (SEKm)								-85	-1,2
Totalt värde (SEKm)								1 529	21,0
Antal aktier (milj.)								73	
Värdering per aktie (SEK)									21,0

* sannolikhet för att nå ett godkännande

Aktien handlas med en betydande rabatt mot vårt fundamentalt motiverade värde. När vi räknar på vad som är inprisat i aktien verkar förväntningarna på projektet ligga i linje med snittprojektet inom dessa cancerindikationer, vilket vi anser är fel. Måltavlan har kliniskt validerats som relevant för minska risken att utveckla cancer. Därtill finns omfattande preklinisk data som ger stöd för relevansen av IL1-hämmning vid cancer.

Modellantaganden

I vår modellering av framtida intjäningspotential för Cantargia har vi fokuserat på CAN04 inom indikationerna icke-småcellig lungcancer (NSCLC) och pankreascancer. Vi har även inkluderat estimat för CAN04 i kombination med checkpointhämmare inom solida tumörer. För det senare har vi i dag få detaljer om inriktningen, men vi förväntar oss mer tydlighet från bolaget senare i år. I väntan på detta använder vi konservativa antaganden om en försäljningspotential på USD 500m.

Det är inom NSCLC som vi anser det finns starkast stöd för att en antikropp som CAN04 ska kunna visa bra resultat och således den indikation som vi bedömer att utvecklingsrisken är lägst, se tabell nedan.

Utvecklingsrisk per fas och indikation – CAN04

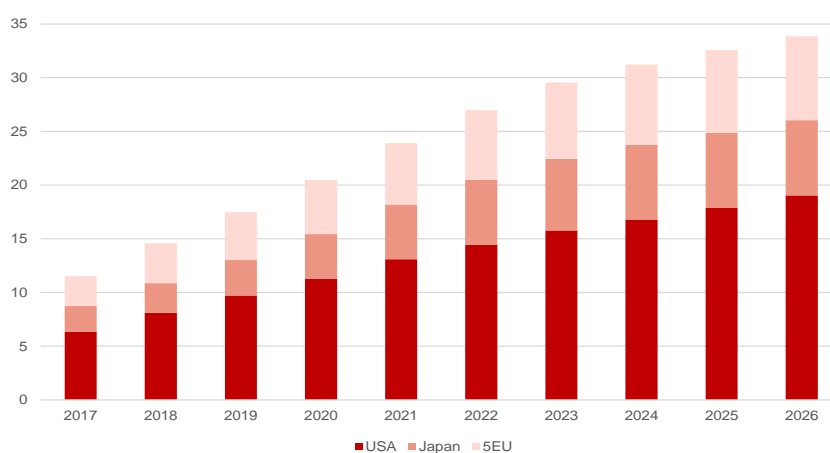
CAN04	Preklin	Fas I	Fas II	Fas III	Reg	Total	Genomsnitt samma fas
NSCLC	100%	100%	45%	40%	90%	16%	10%
Pankreas	100%	100%	30%	30%	90%	8%	5%
Solida tumörer	100%	70%	30%	30%	90%	6%	5%

Pågående eller avklarad fas

Fas II-studieprogrammets inriktning mot NSCLC och pankreascancer är cancerindikationer där målstrukturen IL1RAP är uttryckt hos de flesta patienterna. Detta ökar möjligheten att visa klinisk effekt utan att behöva screena patienterna och det bidrar positivt till vår syn på utvecklingsrisken i studien.

Icke-småcellig lungcancer är kommersiellt den största av alla cancerindikationer och försäljningen förväntas överstiga USD 30bn inom fem år enligt antaganden från Datamonitor.

Försäljningsprognos inom NSCLC



Källa: Datamonitor 2018

Dominerande läkemedel inom NSCLC är så kallade PD-1/L1-hämmare. I CANFOUR-studien uppfattar vi att CAN04 är positionerad att utvärderas i patienter vid andra linjens behandling, efter PD-1/L1-hämmare inom NSCLC. Vi beräknar att patientpopulationen i denna behandlingslinje uppgår till 6-7.000 i USA, 14-17.000 på de fem största EU-marknaderna och 7-8.000 i Japan. I dagsläget saknas effektiv behandling för denna patientgrupp, ofta används

cellgifter men som endast uppvisar modesta effekter. Vi tror därför att bra resultat i denna patientgrupp har potentialen att bli en ny standard och därmed kan leda till högt användande. Vi räknar med en penetration om 70 procent.

Toppförsäljning NSCLC – fördelning per marknad

USA	USD 600m
5EU	USD 700m
Japan	USD 300m

Pankreascancer är en betydligt mer nischad indikationen än NSCLC. Därtill finns få effektiva godkända behandlingar mot sjukdomen, vilket håller tillbaka den kommersiella storleken inom området. Antalet patienter som behandlas med läkemedel för icke-opererbar pankreas-cancer beräknar vi till drygt 40.000 i USA, 50.000 på de fem största EU-marknaderna och 20.000 i Japan. Att det ännu inte finns någon klinisk data som backar upp potentialen för CAN04 inom indikationen är anledning till att vi går försiktigt framåt när vi sätter estimat och använder en penetration om 10 procent inom första linjens behandling. Nedan presenteras våra toppförsäljningsestimat inom indikationen.

Toppförsäljning Pankreas – fördelning per marknad

USA	USD 500m
5EU	USD 300m
Japan	USD 100m

Våra prognoser för CAN04 utgår ifrån en prissättning i USA om USD 100.000 och i EU och Japan om USD 50.000.

Relativvärdering

Eftersom forskningsbolag saknar löpande intäkter och stabila vinster är det inte möjligt att använda vedertagna nyckeltal vid en relativvärdering. Istället använder vi oss av teknologivärdet (EV) för att skapa oss en uppfattning av värderingen av Cantargia jämfört med liknande nordiska bolag. Teknologivärdet är börsvärdet minus nettokassa.

Värderingen av Cantargia är högre än sina närmaste jämförbara bolag i tabell nedan. Det är i nuläget motiverat anser vi, utifrån att CAN04-konceptet stöds på mer omfattande preklinisk och klinisk data, men även är det projekt där mest betydande nyheter ligger närmast i tid.

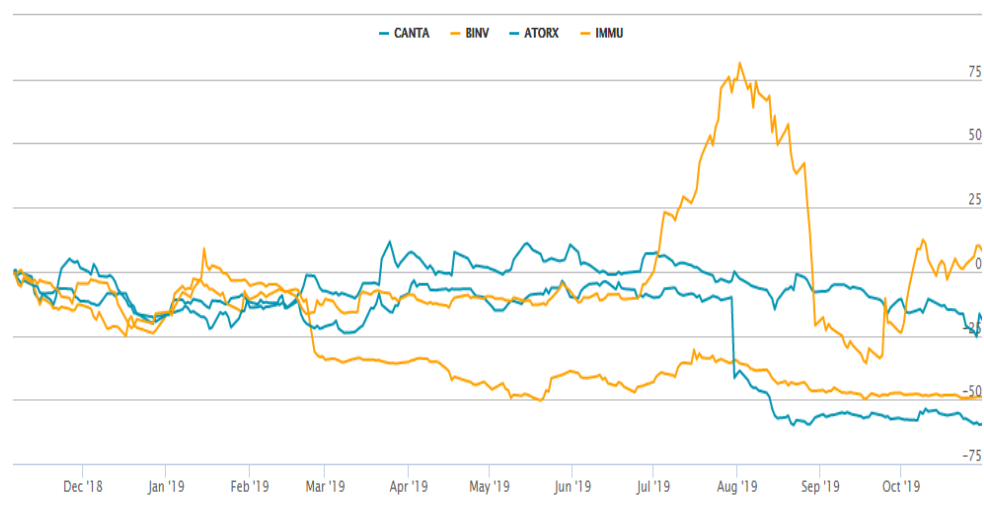
Relativvärdering - utv. läkemedel inom cancer

(MSEK)	Marknadsvärde	Aktiekurs	Nettokassa	EV	Antal projekt	Utv. fas
Alligator Bioscience (ATORX)	785	11,00	358	427	5	Fas I-II
Bioinvent (BINV)	631	1,26	210	421	5	Fas I/II
Cantargia (CANTA)	1 005	13,80	219	786	2	Fas II
Immunicum (IMMU)	859	9,31	363	496	1	Phase I-II
Medel	820			533		
Median	822			462		

Samtliga ovanstående jämförelsebolag har uppvisat svag kursutveckling under de senaste tolv månaderna, inklusive Cantargia vars aktie är ned med 19 procent. Alligator tyngs av avbrutet partnersamarbete med Johnson & Johnson, medan Bioinvent behövt ta in pengar till hög rabatt. Immunicum klarat sig bäst, då bolaget levererat lovande fas II-resultat. Det här

visar tydligt, anser vi, vikten av resultat som drivare av aktiekursutveckling, där Alligator och Bioinvent är mer än sex månader ifrån betydande resultat från sina pågående studier.

Relativutveckling Cantargia mot sina peers, senaste tolv månader



Källa: Nasdaq Stockholm

Scenarioanalys

Nedan beskriver vi två tänkbara scenarier, Bull case och Bear case, och hur dessa två scenarier slår på värderingen. Scenarierna kretsar kring huvudprojektet, vart det kan ha tagit sig inom 18 månader.

I vårt pessimistiska Bear case-scenario gör vi följande antaganden om CAN04:

- CAN04 visar inte tillräckligt bra resultat i kombination med cellgifter och utvecklingen fokuseras på kombination med checkpointhämmare
- Bolaget tar in SEK 100m via emission av 15 miljoner aktier under 2020
- CANxx är i slutfasen av den prekliniska utvecklingen

Vår modell ger ett fundamentalt värde om SEK 5

I vårt optimistiska Bull case-scenario gör vi följande antaganden om CAN04:

- CAN04 visar lovande resultat i patienter med NSCLC, men inte inom indikationen pankreascancer
- Bolaget tar in drygt SEK 100m via emission av 7 miljoner aktier under 2020
- Kombinationsstudien med checkpointhämmare visar bra säkerhet och tolerabilitet och indikationer på synergier
- Partnerförhandlingar är pågående och intresset är betydande med flera potentiella tagare
- CANxx är i slutfasen av den prekliniska utvecklingen

Vår modell ger ett fundamentalt värde om SEK 44

Catalysts

Feedback från FDA om kombo-studie

Under Q4 2019 väntas bolaget få återkoppling från den amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA avseende den planerade kombinationsstudien med CAN04 och immunterapi. Det kommer förhoppningsvis ge oss mer kött på benen kring planerna och innehålla data som ger stöd för inriktningen.

Nackedel			EFFEKT		Tidsram
Signifikans	Sannolikhet		Signifikans	Sannolikhet	
Liten	Extremt osannolikt		Måttlig	Väldigt sannolikt	Kortsiktigt
Fördel					

Val av läkemedelskandidat CANxx

Bolaget har indikerat att en läkemedelskandidat för inflammationsprojektet CANxx ska kunna väljas före årsskiftet 2019/20. Sådan kommunikation bör även kunna inkludera prekliniska resultat och indikationsinriktning.

Nackedel			EFFEKT		Tidsram
Signifikans	Sannolikhet		Signifikans	Sannolikhet	
Måttlig	Osannolikt		Måttlig	Väldigt sannolikt	Kortsiktigt
Fördel					

Första resultaten - fas IIa

Vi förväntar oss att Cantargia före årsskiftet 2019 kommer att presentera de första resultaten från pågående fas IIa-studie. Vid tidpunkten förväntar vi oss inte se tydliga effektsignaler, men förhoppningsvis enskilda patienter som svarat på behandlingen.

Nackedel			EFFEKT		Tidsram
Signifikans	Sannolikhet		Signifikans	Sannolikhet	
Stor	Osannolikt		Stor	Sannolikt	Kortsiktigt
Fördel					

Partneravtal CAN04

Den kommunicerade strategin går ut på att identifiera en partner inför pivotala studier. Vi räknar med att en sådan kan finnas på plats under 2021.

Nackedel			EFFEKT		Tidsram
Signifikans	Sannolikhet		Signifikans	Sannolikhet	
Stor	Sannolikt		Stor	Sannolikt	Långsiktigt
Fördel					

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

Personal: 4

Cantargia leds av ett kompakt erfaret och sammansvetsat team. VD Göran Forssberg har varit involverad vid licensavtal, vilket är en betydelsefull kunskap inför kommande partnerförhandlingar. Styrelsen anser vi är väl sammansatt och i den ingår personer med olika erfarenheter som kompletterar varandra. Det är även positivt att huvudägare Sunstone Capital har representation i styrelse.

Affärer: 2

Läkemedelsindustrin är en högmarginalbransch och där det finns tydliga produktskydd via patent för bolagets projekt. Det är generellt en bransch utan större konjunkturberoende. För bolag likt Cantargia finns, utöver själva utvecklingsrisken, risker kopplade till aktiemarknaden då kapitalbehovet i verksamheten är stort och det hanteras ofta via nyemissioner.

Nyckeltal: 2

Bolagets finanser är stabila och nuvarande kassa räcker mer än tolv månader framåt. Vi tror dock att mer kapital kommer behövas tas in från aktiemarknaden innan ett licensavtal blir aktuellt.

RESULTRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	0	0	0	0	202
Summa rörelsekostnader	-60	-93	-107	-125	-96
EBITDA	-60	-93	-107	-125	106
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-60	-93	-107	-125	106
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	2	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-60	-91	-107	-125	106
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoreultat	-60	-91	-107	-125	106

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
<i>Omsättningsstillgångar</i>					
Kassa och bank	270	167	167	42	143
Kundfordringar	1	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	0	2	3	3	5
Summa omsättn.	272	168	169	45	148
<i>Anläggningsstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	3	3	3	3	3
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	0	0	0	0	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	3	3	3	3	3
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	274	171	172	48	151
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	21	9	9	9	9
Övriga kortfristiga skulder	7	7	10	11	8
Summa kort. skuld	28	16	19	20	17
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	28	16	19	20	17
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	246	155	153	28	134
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	246	155	153	28	134
Summa skulder och E. Kap.	274	171	172	48	151

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	0	0	0	0	202
Sum. Rörelsekostnader	-60	-93	-107	-125	-96
Avskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-60	-93	-107	-125	106
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-60	-93	-107	-125	106
Avskrivningar	0	0	0	0	0
Bruttokassaflöde	-60	-93	-107	-125	106
Föränd. i rörelseskap	19	-11	2	1	-5
Investeringar	8	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-34	-105	-105	-124	101

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	90%	90%	89%	58%	89%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-270	-167	-167	-42	-143
Sysselsatt kapital	-24	-12	-13	-14	-9
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningsstillväxt	0%	0%	0%	0%	5,039.9
VPA tillväxt (just.)	-40%	7%	7%	17%	-184%

DCF VÄRDERING			
WACC (%)	14.0 %	Motiverat värde per aktie, SEK	21.
		Aktiekurs, SEK	13.8

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	-43%	-45%	-69%	-138%	131%
ROCE	-42%	-47%	-69%	-138%	131%
ROIC	-2625%	394%	903%	932%	-754%
EBITDA marginal	-	-	-	-	52%
EBIT marginal	-	-	-	-	52%
Nettomarginal	-	-	-	-	52%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	-1.28	-1.38	-1.47	-1.72	1.45
VPA just.	-1.28	-1.38	-1.47	-1.72	1.45
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-5.75	-2.52	-2.29	-0.58	-1.96
Antal aktier	46.94	66.19	72.80	72.80	72.80

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	-269.8	773.0	852.6	977.2	876.6
P/E	Neg	-10.3	-9.5	-8.1	9.7
P/E diluted	Neg	-10.3	-9.5	-8.1	9.7
P/Sales	Na	Na	Na	Na	5.1
EV/Sales	Na	Na	Na	Na	4.3
EV/EBITDA	4.5	-8.3	-8.0	-7.8	8.3
EV/EBIT	4.5	-8.3	-8.0	-7.8	8.3
P/BV	0.0	6.1	6.7	36.3	7.6

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	16/18E
1 mån	-8.9 %	Omsättning
3 mån	-17.4 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	-18.6 %	V/A, just
Årets början	-1.4 %	EK

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Sunstone Capital	7.9 %	7.9 %
Fjärde AP-fonden	6.6 %	6.6 %
Alecta Pensionsförsäkring	6.6 %	6.6 %
Första AP-fonden	6.3 %	6.3 %
Avanza Pension	5.5 %	5.5 %
Öhman Bank S.A.	4.3 %	4.3 %
Skandinaviska Enskilda Banken S.A	3.5 %	3.5 %
Nordic Cross Asset Management	3.4 %	3.4 %
Andra AP-fonden	3.0 %	3.0 %
Handelsbanken Fonder	1.9 %	1.9 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	CANTAST
Lista	First North Premier
Kurs	14.0
Antal aktier, milj.	72.8
Börsvärde, MSEK	1019.3

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Göran Forsberg
CFO	Bengt Jöndell
IR	
Ordf	Magnus Persson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q3 rapporten	2019-11-15

ANALYTIKER		Redeye AB
Klas Palin		Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
klas.palin@redeye.se		111 57 Stockholm

Arvid Necander
Arvid.necander@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal.

Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality diagrammet.

Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier: Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier: Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier: Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet.

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Dennis Berggren

dennis.berggren@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Linus Sigurdsson (Trainee)

linus.sigurdsson@redeye.se

Editorial

Jim Andersson

jim.andersson@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Mark Sjöstedt

mark.sjostedt@redeye.se

Johan Kårestedt (Trainee)

johan.karestedt@redeye.se

Life Science Team

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Erik Nordström

erik.nordstrom@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Jakob Svensson

jakob.svensson@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Oskar Bergman

oskar.bergman@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare så har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2019-11-04)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	11	9	1
3p - 4p	76	60	28
0p - 2p	10	28	68
Antal bolag	97	97	97

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Klas Palin äger aktier i bolaget: Nej

Arvid Necander äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
