



UPPDRAGSANALYS  
3 september 2018

# CANTARGIA

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

Viktiga framsteg .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse .....	3
Ägare .....	3
Finansiell ställning .....	3
Potential .....	3
Risk .....	3
Viktiga framsteg .....	4
Positiva tecken från CANFOUR .....	4
Fas IIa kan komma igång snabbt .....	4
Tecken på synergier med etablerade standardbehandlingar i cancervård .....	6
<i>ILRAP-blockering relevant i fler cancerformer?</i> .....	6
<i>Nya rön ger stöd till högre försäljningsantagande inom lungcancer</i> .....	7
Patentportföljen har stärkts ytterligare .....	9
Kostnadsökning i 2 kv., finansiell ställning fortsatt god .....	10
Värderingsansats .....	10
Framsteg och lägre avkastningskrav ger tydligt höjt motiverat värde .....	10
Disclaimer .....	12

# Viktiga framsteg

**Större delen av fas I-studien med cancerbehandlingen nidanilimab har genomförts med positiva förtecken. Nya prekliniska resultat ger vidare mycket intressant stöd inför den kommande fas IIa-studien. Vi höjer motiverat värde tydligt efter dessa framsteg.**



Sommaren har inneburit ett fortsatt positivt nyhetsflöde för Cantargia. Fas I-delen av den kliniska studien CANFOUR (produktkandidaten nidanilimab som behandling vid metastaserad cancer) närmar sig slutet och inga allvarliga biverkningar har observerats hittills. Bolaget har även rapporterat om mycket intressanta prekliniska resultat som

pekar på behandlingssynergier när nidanilimab kombineras med vanliga cellgiftsterapier. Därtill har den goda patentsituationen stärkts ytterligare.

Nyhetererna ovan bäddar för en intressant höst. Fas I-delen av CANFOUR väntas (något försenad) kunna slutföras under tredje kvartalet och data presenteras under fjärde kvartalet. Det blir ett viktigt steg att för att bekräfta att behandlingen som förmodat är säker vid administrering i människa. Cantargia står också fast vid planen att den större fas IIa-delen ska kunna starta mot slutet av året. Studieupplägget kommer att slutligen bestämmas efter att resultaten från den första delen har analyserats. Planen är att studera nidanilimab dels som monoterapi, dels i kombination med standardbehandling i patienter med icke-småcellig lungcancer och bukspottkörtelcancer.

Vi beräknar ett riskjusterat motiverat värde om 22,6 kronor per aktie (tidigare 11,8). Det är en betydande höjning motiverat av att vi har justerat upp vårt antagande om toppförsäljning och också höjt sannolikheter till lansering givet positiva resultat från fas I-delen av CANFOUR. Vi har också sänkt avkastningskravet. Utfallet i den efterföljande fas IIa-delen, där toplineresultat väntas i början av 2020, kommer att få avgörande betydelse för det bedömda värdet av Cantargia. Vid den tidpunkten beräknar vi ett spann i motiverat värde mellan 3,7 och 40,5 kronor beroende på utfall.

## Nyckeltal

MSEK	2015	2016	2017	2018P
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0
Rörelseresultat	-17	-48	-60	-85
Vinst per aktie, kronor	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	31	48	270	171

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

UPPDATERING  
CANTARGIA  
3 september 2018

Datum: 3 september 2018  
Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

Företagsnamn: Cantargia AB  
Lista: Nasdaq First North Premier  
Vd: Göran Forsberg  
Styrelseordförande: Magnus Persson  
Marknadsvärde: 1 310 MSEK  
Senast: 19,80 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 ILRAP1 som mål har ett potentiellt stort användningsområde inom cancer och autoimmuna sjukdomar.

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

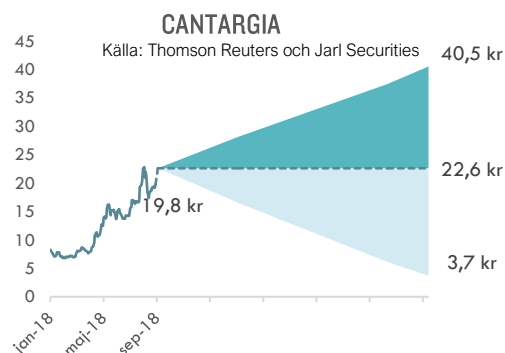
Ägarbild är stark och verksamheten är finansierad för ungefär två år framöver.

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

Nidanilimab har ännu inte påvisat effekt i större kliniska studier.

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

Värdering: Bear 3,7 kr      Bas 22,6 kr      Bull 40,5 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. Ägarbildningen stärktes betydligt via en riktad emission i december 2017 då större institutioner som Fjärde och Första AP-fonderna tillkom högt i ägarlistan.

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

## Finansiell ställning



Bolaget hade likvida medel om 213 miljoner per den 31 juni 2018. Det väntas täcka kapitalbehovet till 2020.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium 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.

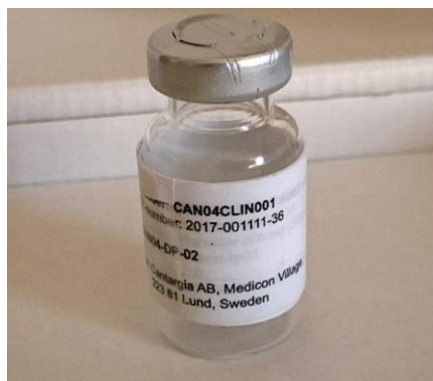
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter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



## Viktiga framsteg

### Positiva tecken från CANFOUR

Cantargia rapporterade nyligen att 15 patienter har behandlats i fas I-delen av CANFOUR-studien och att nidanimab har tolererats väl. Studien kommer att pågå något längre än den tidigare angivna slutpunkten ("sommaren 2018") då maximalt tolererbar dos ännu inte har nåtts och då rekommenderad dos för fas II-delen ännu inte fastställts. Vi tolkar det som att alla planerade dosstegringar ännu inte har genomförts. Studien utförs på överlag mycket sjuka cancerpatienter och vissa patienter har inte kunnat fullfölja behandlingen på grund av sin sjukdom vilket har bidragit till förseningen. Det handlar alltså inte om avhopp relaterade till någon biverkning orsakad av nidanimab. Bolaget bedömer att ett antal ytterligare patienter kommer att behöva inkluderas och planen är att lämna en slutrapport från fas I-delen under det fjärde kvartalet.

Denna inledande studie i människa har som mål att etablera säkerhet, studera halveringstid i kroppen och fastställa rekommenderad dos för kommande fas II-studier. Effektparametrar kommer att studeras men givet få patienter, en kort uppföljningstid och att patienterna får olika doser är det enligt vår bedömning osäkert om det kommer att finnas ett tillräckligt stort och enhetligt material för att dra slutsatser om sedvanliga effektmått som används i större cancerstudier som exempelvis tumörrespons. Det bör också noteras att även patienter med tumörtyper (bröstcancer och tjocktarmscancer) som kan förväntas ha ett lägre uttryck av IL1RAP ingår i fas-I-delen, bland annat i syfte att underlätta rekrytering. Allt annat lika torde inslaget av dessa patienter minska förutsättningarna att påvisa effekt i detta tidiga skede. Att inga allvarliga biverkningar har observerats hittills bådär enligt vår bedömning sammantaget gott inför den vidare kliniska utvecklingen.

### Fas IIa kan komma igång snabbt

Planen är att starta fas II-delen av CANFOUR i snar anslutning till att fas I har avslutats, och att detta kan ske redan under fjärde kvartalet i år. Planen kan synas något ambitiös mot bakgrund av förseningen i fas I. Det faktum att samma kliner kommer att inkluderas och samma protokoll ska användas även i fas II-delen bör

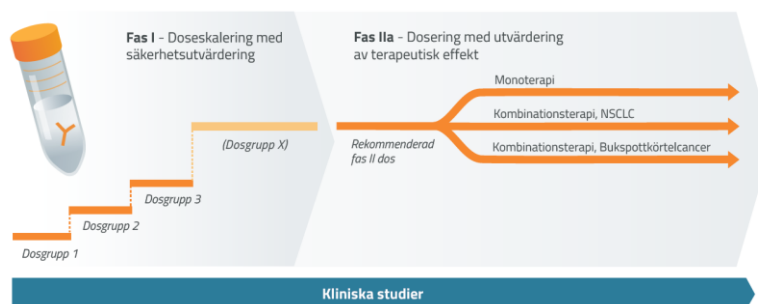
dock tala för en relativt snabb övergång. Efterhand ska studien expanderas med ytterligare ett femtontal kliniker.

Fas IIa kommer att bestå av tre armar av patienter med metastaserad cancer: (i) patienter med icke-småcellig lungcancer (NSCLC) eller bukspottkörtelcancer (PDAC) som får nidanilimab som enda behandling, (ii) NSCLC-patienter som inte tidigare fått cellgiftsbehandling som får nidanilimab i kombination med standardbehandlingen cisplatin/gemcitabin och (iii) PDAC-patienter som får nidanilimab i kombination med standardbehandlingen gemcitabin/nab-paclitaxel. Det kan understrykas att kombinationsbehandlingarna kommer att ges till patienter som är friskare medan nidanilimab som enskild terapi av etiska skäl ges till de svårast sjuka som inte längre svarar på standardbehandling.

Även för fas II-delen är säkerhet den primära målsättningen säkerhet men även tidiga tecken på effekt som tumörrespons kommer att studeras. Cantargia har nyligen rapporterat om prekliniska studier som indikerar möjliga synergistiska effekter vid kombinationsbehandling med nidanilimab och cisplatin (se nedan). Det är så klart mycket intressant med tanke på upplägget i fas IIa.

Upplägget ger möjlighet att utvärdera ett antal olika indikationer och behandlingar parallellt redan i ett tidigt skede. Bakgrunden är att Cantargias kartläggningar ger stöd för att blockering av IL1RAP har potentiell nytta inom många olika cancerformer. Som brukligt i tidiga kliniska prövningar är studien inte randomiserad eller kontrollerad vilket minskar klinisk evidensgrad. Det finns samtidigt ett stort medicinskt behov av nya behandlingar, i synnerhet inom bukspottkörtelcancer, vilket kan minska kraven från läkemedelsmyndigheter på omfattningen av kontrollerade studier i den vidare utvecklingen. Det kan i ett positivt scenario innebära möjlighet att gå in i registreringsgrundande studier redan efter CANFOUR, åtminstone inom bukspottkörtelcancer. Det återspeglas i Cantargias mål att ha en behandling på marknaden redan 2023, vilket vore mycket snabbt men inte helt unikt (cancerläkemedlet Gleevec, som brukar nämnas som "rekordinnehavare", blev godkänt av FDA efter cirka tre års klinisk utveckling).

### Upplägg i CANFOUR-studien



Källa: Cantargia

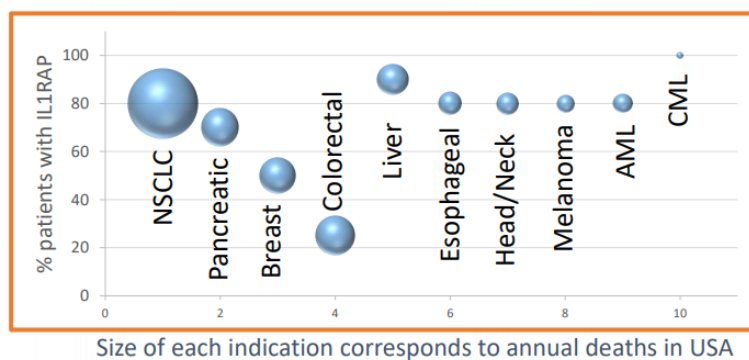
## Tecken på synergier med etablerade standardbehandlingar i cancervård

Cantargia rapporterade i juni 2018 om prekliniska resultat från en musmodell som tyder på tydliga synergistiska effekter av att kombinera nidanilimab med cellgiftsbehandlingen cisplatin. Detta dels med avseende på antitumöreffekt, dels i form av minskad toxicitet från cisplatin. Bolaget refererar också till externa studier har indikerat att IL1RAP-blockad (vilket nidanilimab åstadkommer) kan minska resistens mot gemcitabin. Resultaten är mycket intressanta eftersom Cantargia som ovan nämnts avser att studera nidanilimab som kombinationsbehandling med cisplatin och gemcitabin i den kommande fas IIa delen av den pågående kliniska studien CANFOUR. En möjlig förklaring till att nidanilimab kan passa väl i en kombinationsbehandling är förenklat att antikroppen blockerar inflammatoriska signaler som annars stärker tumörens motståndskraft. Observationen att nidanilimab kan minska toxicitet för cisplatin är kanske än mer uppseende-väckande, men lovande. Nya studier ska göras för att förstå bakgrunden. Det ska understrykas att än så länge har dessa synergistiska effekter endast observerats i möss.

### ILRAP-blockering relevant i fler cancerformer?

Cantargia har även tagit fram nya data som visar att IL1RAP är måttligt till starkt överuttryckt i flera andra cancerformer än vad som tidigare varit känt. Bolaget pekar ut levercancer, matstrupscancer och huvud-och halscancer som möjliga nya indikationer. Cantargias produktkandidat nidanilimab (tidigare CAN04) har i prekliniska försök med cellinjer visat sig kunna stimulera immunceller att effektivt avdöda tumörceller som är IL1RAP-positiva i dessa cancerformer. Tidigare har bolagets kartläggning visat att ett högt IL1RAP-uttryck kan spela en viktig roll i lungcancer, bukspottkörtelcancer, melanom och leukemi. De nya resultaten pekar på en möjligt breddad målmarknad för nidanilimab.

### Genomsnittligt uttryck av IL1RAP i olika tumörtyper



Källa: Cantargia. NSCLC: Icke småcellig lungcancer. AML: Akut Myeloisk Leukemi. CML: Kronisk Myeloisk Leukemi.

Med hänsyn till konkurrenssituation och marknadsstorlek finner vi särskilt observationerna rörande levercancer som intressanta. Levercancer är en av de vanligaste cancersjukdomarna globalt, även om förekomsten är lägre i Västvärlden. Betydande riskfaktorer är kronisk Hepatit B- eller Hepatit C-infektion. I USA uppskattas antalet nya fall till omkring 40 000 per år. Primär levercancer (HCC) svarar för majoriteten av alla levercancerfall (cirka 85 procent). Förstahandsbehandling är kirurgi eller levertransplantation vilket ger goda resultat men dessvärre ger levercancer få tidiga symptom och upptäcks därför oftast i ett sent stadium när kirurgiska ingrepp inte är möjliga. Det gör levercancer till en av de dödligaste cancerformerna.

Den ledande behandlingen mot levercancer, Nexavar, (generiskt namn sorafenib), sålde för 834 miljoner EUR under 2017. Det är dock även indikerat mot njurcancer. Förutom sorafenib är även Opdivo och Stivarga godkända behandlingar i andra linjen. Det finns flera orsaker till bristen på effektiva läkemedel. För det första varierar orsaker och genetiska mutationer mer än i andra cancerformer vilket gör det svårt att hitta ett lämpligt mål för målstyrda behandlingar. Leverceller är också i sig motståndskraftiga mot olika typer av läkemedel och cellgiftsbehandlingar.

Marknaden uppskattas till cirka 1,1 miljarder USD i dagsläget (Källa: Reuters). Även om marknaden idag är liten kommersiellt sett så finns det en god potential för en mer effektiv behandling än dagens läkemedels-behandlingar givet ett stort medicinskt behov. Strategiskt och kommersiellt är det av stor betydelse att bli godkänd för första linjens läkemedelsbehandling.

### **Nya rön ger stöd till högre försäljningsantagande inom lungcancer**

De nya prekliniska rönen rörande nidanilimab som möjlig kombination med cisplatin i lungcancer indikerar mycket intressanta möjligheter. Kan det bli en möjlig behandling i första linjen?

Marknaden för läkemedelsbehandling av lungcancer är omvandling då immunonkologiska behandlingar, så kallade checkpointhämmare, är på stark frammarsch. Det gäller i synnerhet Mercks Keytruda (pembrolizumab) som förefaller ligga i pole position, inte minst efter starka resultat i kliniska studier som kombinationsbehandling med kemoterapi. Målstyrda terapier inriktar sig framför allt mot metastaserad icke småcellig lungcancer (NSCLC stadium IV). Eftersom sjukdomen tyvärr ofta upptäcks sent handlar det om större delen av antalet årliga nya fall, omkring 60 procent enligt SEER.

NSCLC kan grovt indelas i två huvudkategorier: Där det finns specifika behandlingsbara mutationer (exempelvis EGFR, ALK) och övriga ("wild type"). Den första kategorin, ungefär 25 procent, behandlas sedan länge vanligen med så kallade EGFR-hämmare efter diagnostiskt test. I den andra större kategorin har det funnits en brist på målstyrda behandlingar. Det vill säga innan checkpointhämmarna kom in på marknaden. Dessa hämmar tumörens förmåga att via den så kallade PD1-receptorn skydda sig mot kroppens immunförsvär.

PD-L1-proteinet som binder till PD1-receptorn är centralt i tumörens motstånd. Enligt Mercks studier uppskattas omkring 66 procent vara så kallat PD-L1 positiva och 30 procent ha ett högt uttryck av PD-L1. Ju högre uttryck desto bättre svarar



patienterna på behandling med checkpointhämmare. Pembrolizumab är godkänd som monoterapi i första linjen vid högt uttryck och verkar gå mot godkännande som kombinationsbehandling även för lågt uttryck, kanske till och med oavsett uttryck. I första linjen finns även cellgiftsbehandlingen pemetrexed/cisplatin och Avastin.

Ovan tyder på att en ny effektiv behandling i första hand får sikta in sig på den cirka tredjedel som utgörs av PD-L1-negativa patienter, i konkurrens med pemetrexed/cisplatin, Avastin och troligen även pembrolizumab i kombination med cellgiftsbehandling. Justerat för att de som är ILRAP1-positiva (vi antar 85 procent) utgör denna kategori uppskattningsvis en målpopulation på cirka 50 000 per år i USA, EU och Japan. Vi antar att en möjlighet i andra linjen efter pembrolizumab utgör ytterligare en lika stor population. Detta är ett något osäkert antagande som vi baserar på uppgifter från Roche att cirka hälften går vidare från på andra linjen till tredje linjen. Antar vi att nidanilimab kan ta en fjärdedel av denna marknad (första samt andra linjen) motsvarar det 25 000 behandlingar eller en toppförsäljning på 1,7 miljarder dollar per år (givet en antagen kostnad om 67 000 USD per behandling).

#### Möjliga målpopulationer inom icke-småcellig lungcancer

	Stadium IV 1L	Stadium IV 2L	Totalt
Nya fall lungcancer/år	582 000	582 000	
NSCLC	85,0%	85,0%	
Stage IV	60,0%	60,0%	
Wild type	75,0%	75,0%	
Icke-skivepitel	80,0%	80,0%	
PD-L1-negativ	33,0%	66,0%	
ILRAP1+	85,0%	85,0%	
Andel	100%	50%	
Målpopulation	49 955	49 955	99 910
% av NSCLC	10%	10%	20%

Källa: Cantargia, Roche, Evaluate Pharma, SEER, Jarl Securities beräkningar. NSCLC: Icke småcellig lungcancer. 1L: Första linjens behandling. 2L: Andra linjens behandling.

En annan intressant möjlig väg är att behandla lungcancerfall i ett tidigare stadium. Detta mot bakgrund av de tecken på effekt mot tumörspridning som presenterades på cancerkongressen AACR i våras. Här är konkurrensen tydligt mindre vad gäller målstyrda terapier. AstraZenecas Imfinzi har ganska nyligen blivit godkänd för behandling av stadium III. Marknaden är samtidigt troligen mindre, stadium III utgör omkring 20 procent av lungcancerfallen. Givet att det finns färre konkurrenter bedömer vi dock att denna möjlighet vad gäller toppförsäljning kan vara i samma häradsområde som den avgränsning för stadium IV som vi gjort ovan. Det ger ytterligare stöd åt ett höjt antagande om toppförsäljning för NSCLC inom lungcancer.

## Patentportföljen har stärkts ytterligare

Vi bedömer att Cantargia har en stark patentportfölj då den både omfattar antikroppen nidanilimab (CAN04) och även generellt användningen av antikroppsbehandling riktade mot IL1RAP för både hematologiska cancerformer och solida tumörer. Patenten rörande antikroppen löper till 2035. Patentsituationen bör ge en fördelaktig sats inför eventuella framtida partnerdiskussioner.

Tidigare har en process pågått som rörde att en tredje part överklagat Cantargias europeiska patent runt mål-molekylen IL1RAP. Processen har under året avslutats till Cantargias fördel. De tidigare positiva förhandsbeskeden från USPTO har utmynnat i godkända patent avseende antikroppsbehandling mot IL1RAP som mål-molekyl för såväl hematologiska cancerformer som solida tumörer.

Bolaget har även fått ett positivt förhandsbesked i Europa avseende en liknande ansökan för behandling med IL1RAP som mål, vilket med tidigare godkända patent ger ett patentskydd som omfattar behandling av majoriteten av solida tumörer. Cantargia har vidare fått förhandsbesked om att det amerikanska patentverket avser att godkänna ansökan avseende antikroppen CAN03 som är den del av projektet CANxx. CANxx rör som bekant utveckling av behandling mot autoimmuna och inflammatoriska sjukdomar. Nyligen har även patentet för CAN04 godkänts i Kina.

### Översikt över Cantargias patentportfölj

Patentfamilj	Ansökan	Godkänt patent	Löptid
Hematologiska cancersjukdomar	Australien, Europa, Israel, Japan, Kanada, Kina, Mexiko, Sydafrika	Australien, Europa, Japan, Kina, Mexiko, Sydafrika, USA	2030
Solida tumörer	Australien, Europa*, Israel, Japan, Kanada, Kina, Mexiko, Sydafrika	Australien, Europa, Japan, Ryssland, USA	2032
CAN04	Australien, Brasilien, Europa, Indien, Israel, Japan, Kanada, Kina, Mexiko, Ryssland, Singapore, Sydafrika, Sydkorea, USA	Europa, USA, Kina	2035
CAN01 & CAN03	Australien, Brasilien, Europa, Indien, Japan, Kanada, Kina, Mexiko, Sydkorea, USA*	Nationell granskning påbörjad	2035

Källa: Cantargia. \*Positivt förhandsbesked

## Kostnadsökning i 2 kv., finansiell ställning fortsatt god

Under det andra kvartalet ökade förlusten i rörelsen till -29 MSEK jämfört med -15 MSEK föregående kvartal. Det försämrade resultatet berodde på ökade projektkostnader relaterade till kliniska studier och utveckling inom CANxx (forskning inom autoimmuna sjukdomar) samt även kostnader för omlistning.

Kostnaderna var högre än vi räknat med och vi har dragit ned våra prognoser för helåret. Per den 31 juni hade Cantargia 213 MSEK i kassan vilket räcker mer än väl för att slutföra CANFOUR-studien.

Cantargia har fortfarande för avsikt att notera aktien på börsens huvudlista under 2018. Som ett delsteg har listning skett på First North Premier.

## Värderingsansats

### Framsteg och lägre avkastningskrav ger tydligt höjt motiverat värde

Som en följd av de positiva preliminära resultaten har vi höjt sannolikheter för lansering över linjen i portföljen, vilket påverkar riskjusterade motiverade projektvärden positivt. Vi har också höjt antagande om toppförsäljning inom lungcancer till 1 700 MUSD från 750 MUSD, enligt diskussionen ovan.

Vi har sänkt diskonteringsräntan till 11,8 procent från 14,2 procent. Detta baserat på en riskfri ränta på 0,5 procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 8,7 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2018* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,4 procent och ett storleksbaserat tillägg på 2,3 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt Damodaran Online.

#### Värdering av summan av delarna i Cantargia

Indikation	Fas	Toppförsäljning (mnUSD)	Riskjusterat NPV (mnkr)	Per aktie (kronor)	Antagande
CAN04, Lungcancer	I	1700	707	10,7	14 % chans till lansering, 15 % royalty, 600 MUSD milstolpar, lansering 2025
CAN04, Pankreascancer	I	1000	379	5,7	6 % chans till lansering, 15 % royalty, 500 MUSD milstolpar, lansering 2023
CAN04, Leukemi	I	450	253	3,8	25 % chans till lansering, 15 % royalty, 200 MUSD milstolpar, lansering 2026
Overhead			-57	-0,9	15 mnkr/år t o m 2022
Nettokassa/-skuld			213	3,2	Per 2018-06-30
<b>Totalt</b>			<b>1495</b>	<b>22,6</b>	<b>66,2 miljoner aktier</b>

Källa Jarl Securities-

Generellt har vi antagit att en utlicensiering kan ske efter en utökad fas II-studie med en royaltysats på 15 procent. Vad gäller antagen om sannolikhet är dessa baserade på den historiska sannolikheten inom respektive indikation, justerad med

en premie på grund av att Cantargia avser att selektera patienter med biomarkörer. Undersökningar indikerar att detta tillvägagångssätt innebär en mer än tre gånger så hög sannolikhet till lansering för ett projekt i fas I. Eftersom biomarkörerna inte är färdigutvecklade ännu (utvecklingen sker parallellt med fas I-studierna) har vi inte räknat med denna premie fullt ut. För mer bakgrund till våra antaganden, se tidigare analys

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/cantargia-styr-i-klinik>.

Vår värdering av summan av delarna stiger med nya antaganden till cirka 1 500 miljoner kronor, eller 22,6 kronor per aktie (tidigare 11,8) i basscenariot.

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

- Målet är att kunna genomföra den pågående kliniska studien, inklusive fas IIa-delen, under andra halvåret 2019. I ett optimistiskt scenario visar studien på positiva tecken på effekt hos båda patientgrupperna (lungcancer och bukspottkörtelcancer) och att behandlingen är väl tolererad. Om dessa viktiga kliniska milstolpar kan nås föranleder det en tydlig höjning av riskjusterat motiverat värde. Om vi i tillägg även höjer antaganden om försäljningspotential med hänsyn till möjlig breddad målpopulation (vi antar då 1500 MUSD för pankreascancer) stiger sammanfattningsvis det motiverade värdet per aktie till 40,5 kronor per aktie.
- I ett pessimistiskt scenario antar vi att fas I genomförs slutförs enligt plan men att inga relevanta signaler på effekt sedan kan påvisas i fas IIa. I det läget räknar vi endast med AML-projektet i vår värderingsmodell. Det motiverade värdet blir då 3,7 kronor per aktie.

Om nidanimab mot förmodan stöter på avgörande hinder i samband med säkerhetsutvärderingen efter fas I kommer det bedömda värdet att påverkas mycket negativt. Givet att det inte har observerats några allvarliga biverkningar ännu förefaller det scenariot som mindre sannolikt. Det ska poängteras att vi ännu inte räknat med autoimmuna sjukdomar i vår värdering. Detta område ger ytterligare potential på ett till två års sikt.

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://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.