

Uppdatering

KANCERA AB

Kancera har sedan grundandet 2010 arbetat med utveckling av småmolekylära läkemedelskandidater för inflammationssjukdomar och cancer. Bolaget bedriver klinisk utveckling i hjärtinfarkt.

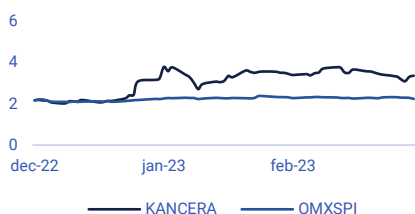
VD: Thomas Olin
SO: Erik Nerpin
www.kancera.com

Bloomberg: KAN:SS
Refinitiv Eikon: KANC.ST

Lista: Nasdaq OMX First North Premier

Aktie, senast: 3,2 SEK
Marknadsvärde: 252 MSEK

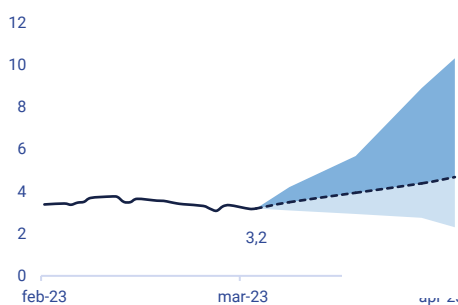
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-54	50	-38	-8

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL (SEK)



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	2,3	4,7	10,3
Upp-/nedsida (%)	-28%	47%	223%

Källa: S&P Capital IQ and Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Niklas Elmhammer
Senior Equity Analyst

Herman Kuntscher
Associate Equity Analyst

Cancerstudie förväntas starta inom kort

Carlsquare Equity Research höjer motiverat värde för Kancera sedan bolaget den senaste tiden har uppnått två viktiga delmål för den kliniska utvecklingen av fraktalkinprojektet. Hjärtinfarktstudien är fullrekryterad med förväntad resultatavläsning under kv3 2023. En studie i avancerad äggstockscancer startar också inom kort där vi förväntar oss tidiga effektresultat redan nästa år.

På tröskeln till studiestart i cancer

Under innevarande halvår planerar Kancera att starta två nya kliniska studier: i) en fas Ib/IIa i patienter med äggstockscancer som behandlas med KAND567 i kombination med carboplatin ii) en fas Ia-studie med KAND145 i friska frivilliga. Nyligen gav det svenska läkemedelsverket sitt godkännande för att genomföra cancerstudien. Ansökningar till de danska och norska läkemedelsverken skickade sin in i januari. Även om det är en liten studie kommer den att ge en första indikation om Kanceras fraktalkinhämmare kan hämma resistens mot platinumbaserad kemoterapi i patienter med avancerad äggstockscancer enligt bolagets hypotes. Det senare är en indikation där behandlingsalternativen tyvärr är begränsade i dagsläget men där den kommersiella potentialen för nya behandlingar i gengäld är betydande.

Färdigrekryterad hjärtinfarktstudie höjer temperaturen inför H2

Häromveckan meddelade Kancera dessutom att hjärtinfarktstudien FRACTAL är färdigrekryterad. Därmed har nedräkningen till presentation av övergripande resultat (förväntas kv3 2023) börjat. Det är en binär händelse där vi bedömer att ett positivt utfall motsvarar en tydlig positiv trend i kliniska effektparametrar jämfört med placebo. I ett sådant scenario (bull case) bedömer vi att aktien kan flerdubblas på kort tid. Omvänt, i ett negativt scenario (bear case) där utfallet inte ger stöd för vidare utveckling inom hjärtinfarkt, ser vi en risk för en åtminstone temporär större nedgång (+30 procent). Ett breddat kliniskt program till cancer gör dock Kancera mindre beroende av en enskild indikation vilket allt annat lika borde mildra risken i aktien.

Ytterligare kapitaltillskott möjligt i vår

Vi höjer motiverat värde i basscenariot med cirka 15 procent till 4,7 (4,1) SEK per aktie med hänsyn till att fraktalkinprojektet fått klartecken för kliniska studier i Sverige i äggstockscancer och då vi gör något mer optimistiska försäljningsantaganden. Vi tror att godkännande i Danmark och Norge borde följa efter inom kort. Vi bedömer att Kancera har en lägre värdering än andra bolag i motsvarande utvecklingskede.

Under hösten 2022 genomförde Kancera en företrädesemission om 46 MSEK. Den finansiella ställningen kan förstärkas ytterligare om utestående teckningsoptioner, med teckningsperiod i maj och lösenpris tre kronor per aktie, utnyttjas i hög grad.

Nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	213,0
Totala rörelseintäkter	5,4	1,9	0,8	0,1	0,1	213,1
EBITDA	-38,4	-44,9	-51,6	-66,9	-89,0	197,3
EBIT	-40,1	-45,3	-51,9	-66,9	-89,1	197,7
EBT	-40,5	-45,7	-52,5	-66,9	-89,1	197,7
Vinst p. aktie (SEK)	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	1,9
EV/Sales	NA	NaN	NaN	NaN	NaN	NA
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	N/A	Neg.	0,9
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,9

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Innehållsförteckning

Cancerstudie förväntas starta snart.....	3
Tidslinjer klarnar för klinisk utveckling.....	3
Investment case	4
Viktig milstolpe och breddning i sikte	4
Prognoser.....	10
Prognoser för intäkter och lönsamhet	10
Värdering.....	14
Breddat kliniskt program ger uppsida	14
Risker och utmaningar.....	17
Nyckeltal och räkenskaper.....	18
Friskrivning.....	21

Cancerstudie förväntas starta snart

Fraktalkinprojektet har nått viktiga milstolpar i form av att hjärtinfarktstudien är färdigrekryterad och att cancerstudien nu fått klartecken av svenska myndigheter. I ljuset av detta höjer vi vårt värderingsintervall.

Tidslinjer klarnar för klinisk utveckling

Det svenska läkemedelsverket har godkänt ansökan att genomföra studien i patienter med äggstockscancer med KAND567 som tillägg till karboplatin. Kancera arbetar med det slutliga förberedelserna för att starta studien på två svenska kliniker. Därtill väntar Kancera på besked från danska och norska myndigheter angående ansökan om kliniska prövningar även i dessa länder.

Patienterna kommer att ges KAND567 peroralt två gånger per dag i 13 dagar i samband med varje karboplatincykel (normalt en gång var fjärde vecka). Behandling kan pågå i upp till sex cykler eller cirka 24 veckor. Studien är uppdelad i en inledande doseskaleringsdel och därefter en doseexpansionsdel (fas IIa). De patienter som ingår i studien är andra till fjärde linjens behandling som återfallit inom sex månader efter tidigare behandling med platinumbaserade cellgifter.

Nyligen meddelade Kancera att 71 patienter har rekryterats till den pågående kontrollerade studien i hjärtinfarkt med fraktalkinhämmaren KAND567 och att FRACTAL-studien därmed är färdigrekryterad. Som bekant har inte kompletta provtagningar kunnat samlas in från alla patienter varför studien i september 2022 utökades från initialt 60 patienter. Målet är att kunna presentera övergripande studieresultat under det tredje kvartalet 2023.

Samarbete med nordiskt nätverk för kliniska prövningar

För genomförandet av cancerstudien har Kancera träffat ett samarbete med den kliniska prövningsenheten inom Nordic Society of Gynaecological Oncology (NSGO-CTU). Samarbetet torde underlätta genomförandet av studien, exempelvis vad det gäller rekrytering. Kancera har vidare anställt Dr. Hanjing Xie som ny CMO (Chief Medical Officer). Hon är specialist inom bland annat onkologi och har bakgrund från bland andra Oncopeptides och Bayer. Hennes fokus kommer att ligga på KANDOVA-studien och klinisk utveckling av fraktalkinhämmare inom onkologi.

Vi bedömer att utnämningen tillsammans med den kommande studiestarten sammantaget understryker Kanceras ökade satsning inom onkologi. Den tidigare CMO:n Torbjörn Lundström är kardiolog vilket var ett naturligt val mot bakgrund av FRACTAL-studien. Lundström kommer att kvarstå som rådgivare för analysen och slutrapporteringen från hjärtinfarktstudien. Som vi uppfattar det har Dr Xie en bred erfarenhet inom kliniska prövningar. Det ska understrykas att Kancera samarbetar med ledande extern expertis inom valda terapiområden, bland annat i form av ovan nämnda NSGO-CTU inom cancer samt, inom kardiovaskulär immunologi, en grupp ledd av Professor Ioakim Spyridopoulos. Den senare hör till de mest framstående forskarna på fraktalkinområdet globalt.

Tidpunkten för förändringen kommer måhända något överraskande med tanke på att den pågående FRACTAL-studien för bolagets mest avancerade projekt ännu inte har avslutats. Vi ser dock inga direkta tecken på att den är relaterad till säkerhets- eller effekteresultat från FRACTAL eftersom studien ännu är blindad och Kancera därför inte borde ha någon insikt i utfallet.

Därtill förväntas en fas Ia i friska frivilliga med KAND145 (en fraktalkinhämmare med förbättrade egenskaper för äggstockscancer) också kunna inledas redan

under andra kvartalet 2023. Det är en viktig pusselbit inte minst för utvecklingen av cancerprojektet.

Tillverkningspatent beviljat för fraktalkinblockerare

Nyligen har Kancera fått ett patent för att skydda bolagets tillverkningsmetod för fraktalkinblockerare beviljat i USA. Patentet har en löptid till 2039. Vi ser det som ett väntat, samt positivt, besked som bekräftar IP-skyddet för fraktalkinportföljen. Det finns visserligen andra externa fraktalkinhämmare i varierande utvecklingsfas men KAND567 är differentierat bland annat genom att det binder till en annan del av målreceptorn.

Planenliga besked i bokslutskommuniké

Vi bedömer inte att rapporten förkv4 2023 avvek väsentligt från våra förväntningar ur ett finansiellt perspektiv. Kostnaderna steg sekventiellt till cirka 14 MSEK men var oförändrade jämfört med motsvarande period 2021. Kassaflödet från den löpande verksamheten förbättrades till följd av ökade leverantörsskulder. Som en följd av den företrädesemission som Kancera genomförde under november 2022 förstärktes kassan till 95 MSEK jämfört med 68 MSEK i slutet av september. Vi anser att det viktigaste beskedet i rapporten, som beskrivits ovan, var att utvecklingen i fraktalkinprojektet tycks skrida framåt enligt tidigare kommunicerade planer.

Investment case

Ett positivt utfall från den första fas II-studien i hjärtinfarkt kan leda till snabb uppvärdering för Kancera under 2023, och vice versa. Start av en cancerstudie enligt förväntan kan ge ett kursstödande nyhetsflöde innan dess. Redan under 2024 väntas tidiga effektresultat i en relevant patientpopulation. Vi beräknar ett värderingsintervall om cirka två till tio SEK per aktie på cirka nio månaders sikt. Vår riskjusterade värdering i base case uppgår till 4,7 SEK per aktie efter full utspädning vilket vi bedömer stöds av en relativvärdering.

Viktig milstolpe och breddning i sikte

Kancera har sedan grundandet 2010 arbetat med utveckling av småmolekylära läkemedelskandidater för inflammationssjukdomar och cancer. Bolaget inledde klinisk utveckling med KAND567 2017 och sedan 2020 har prövningar pågått i patienter. Under 2021 inleddes en kontrollerad studie i ST-förhöjd hjärtinfarkt i patienter som genomgår kranskärlsutvidgning.

- **Betydande klinisk milstolpe stundar.** Kancera att presentera top-lineresultat från den randomiserade fas IIa studien i hjärtinfarktpatienter under tredje kvartalet 2023. Det utgör en mycket väsentlig milstolpe där vi förväntar oss att de första resultaten rörande klinisk effekt i denna patientgrupp kan presenteras.
- **Andra generationen fraktalkinhämmare närmar sig klinik.** KAND567 har i tidigare studier varit generellt säker och tolererbar men kräver hög dosering. Kancera har slutfört den prekliniska utvecklingen av kandidaten KAND145 som har förbättrade egenskaper med bland annat ett ökat upptag i tumörer. Förutom förbättrad formulering medför KAND145 även ett förlängt patentskydd om patentansökan godkänns, vilket torde underlätta diskussioner med potentiella partners.
- **Breddat kliniskt program stärker möjligheter.** Kancera står på tröskeln till att inleda klinisk utveckling med fraktalkinprojektet i cancer. Fokus ligger på äggstockscancer och kombination med standardbehandling. Vi ser det som en

välkommen breddning och accelerering av det kliniska programmet för fraktal-kinhämmare.

- **God vetenskaplig och kommersiell rational i äggstockscancer.** Prekliniska resultat tyder på att Kanceras kandidat kan motverka tumörers resistens mot platinabaserade cellgifter genom att hindra DNA-reparation. Äggstockscancer är en utmanande indikation men framgången för PARP-hämmare som Astra Zenecas multiblockbuster Lynparza visar att blockad av DNA-reparation är en framkomlig väg. Det saknas i dagsläget adekvata behandlingar av platinumresistent äggstockscancer vilket understryker potentialen.
- **Möjligt ytterligare kassatillskott redan i vår.** Kancera genomförde under november 2022 en företrädesemission om cirka 46 MSEK för att finansiera aviserad klinisk utveckling av KAND567 och KAND145. Bolaget kan tillföras ytterligare kapital redan under det andra kvartalet via utnyttjande av teckningsoptioner TO6. Lösenpriset är tre kronor per aktie. För närvarande handlas aktien över lösenpris vilket allt annat lika ger goda förutsättningar för att optionsinnehavare kommer att vilja lösa in optionerna. Vid fullt utnyttjande tillförs Kancera omkring 23 MSEK före kostnader. Om teckningsgraden blir hög och den finansiella uthålligheten förlängs bör det ge stöd till kursen. Teckningsperioden är den 3 maj till och med den 17 maj 2023. I den händelse att Kancera inte får in något kapital via TO6 kan ett nytt finansieringsbehov uppstå tidigare än planerat.

Tänkt utvecklingsplan för Kancera

	Upptäckt	Prekliniskt PoC	Preklinisk tox	Fas I	Fas II	Fas III	NDA
KAND567	→						
KAND145	→			2023			
PFKFB3	→						
ROR1	→						

Källa: Carlsquare.

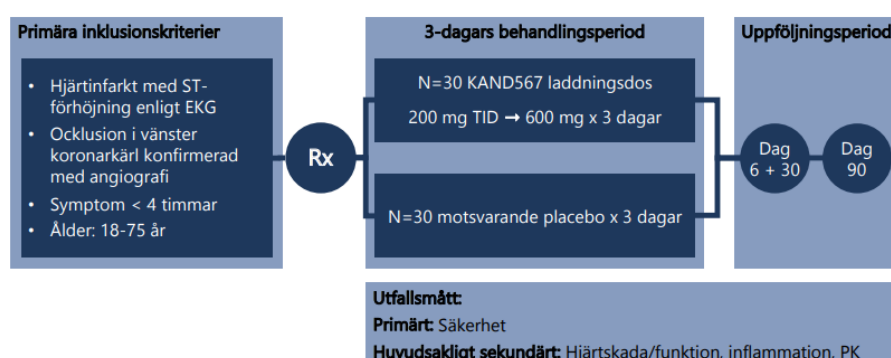
- **Stor potential och risk i hjärtstudie.** Vi bedömer att Kancera värderas något lägre än liknande bolag. Vi räknar med att kommande topline-resultat i hjärtinfarkt kommer att få stor betydelse för synen på aktien och bolaget. I ett positivt scenario bedömer vi att kursen kan flerdubblas från dagens nivåer. Detta med hänsyn till att dagens värdering reflekterar låga förväntningar om chans till framgång, något som i sin tur troligen till stor del förklaras av att indikationen historiskt varit utmanande för klinisk utveckling. Endast drygt 20 procent av alla fas II-studier är framgångsrika inom indikationen hjärtsjukdomar. I ett negativt scenario där utvecklingen inom hjärtinfarkt läggs ned ser vi däremot ytterligare fallhöjd, preliminärt till drygt två kronor per aktie.

Klinisk utveckling pågår i hjärtinfarkt

För närvarande pågår fas IIa-studien FRACTAL med totalt 71 patienter som har drabbats av hjärtinfarkt i hjärtmuskelnns främre vägg (STEMI). Nyligen rapporterades att studien var färdigrekryterad. Topline-data ska presenteras under tredje kvartalet. Vi bedömer att studien följt tidplanen i stort som förväntat och att rekryteringstakten har varit god. Ett visst frågetecken var att kompletta provtagningar inte hade kunnat samlas in för alla patienter vilket medförde att studien under hösten 2022 utökades från planerade 60 till omkring 70 patienter.

Studien är placebokontrollerad (1:1). Målsättningen med studien är i första hand säkerhet och tolererbarhet vid intravenös behandling med en bolusdos om 134 mg under sex timmar följt av peroral behandling (en tablett om 200 mg var åttonde timme under tre dagar).

Studieupplägg hjärtinfarktstudie



Figur 4. Så är Kanceras kliniska fas IIa-studie upplagd i hjärtinfarkt.
 Design: Randomiserad dubbelblind 2-arms parallellgrupstudie.

Källa: Kancera

Tidigare studier talar för att primär målsättning uppfylls

Som referens visade en fas Ib-studie i 17 personer att intravenös tillförsel av KAND567 under sex timmar tolererades väl. Vid längre tids infusion har inflammation i blodkärlen observerats.

Även peroral administrering har generellt tolererats väl. Under 2020 till 2021 genomfördes en studie i Covid-patienter varav 15 fick KAND567 250 mg två gånger per dag i sju dagar. Enligt top-lineresultat tolererades denna dos väl och inga behandlingsrelaterade säkerhetssignaler kunde identifieras. I en fas I multipeldosstudie var behandlingen väl tolererad vid doser upp till 1000 mg per dag (2 x 500 mg). Vid högre doser förekom dosbegränsande toxicitet i form av kliniskt relevant, men övergående, påverkan på levervärden.

Sammantaget ska KAND567 administreras i förhållandevis höga doser men under kort tid. Då liknande dosering och behandlingstid redan har undersökts talar det för att även den pågående studien kommer att visa åtminstone acceptabel tolerabilitet. Dock har ännu inte kombinationen av intravenös och peroral behandling undersökts i människa och som i all läkemedelsutveckling är det inte säkert att alla säkerhetsproblem uppdagas redan under de inledande studierna i människa.

Fraktalkin bidrar till ökad överlevnad för makrofager. Hämning av fraktalkinsystemet torde därför teoretiskt leda till en viss nedsättning av immunförsvaret. Hittills finns det dock inga rapporter om svåra biverkningar i kliniska studier. En brasklapp är att vi inte känner till bakgrunden till att ett samarbete mellan Ablynx och

Boehringer Ingelheim rörande fraktalkinreceptorblockerare, som det förefaller, lades ned efter en fas I-studie.

Utfall kommer att särskådas för trender i effekt

Sekundära målsättningar i hjärtinfarktstudien är biologiska och kliniska effektmått som aktiverade T-celler, inflammationsmarkörer som CRP och effektmått som bedöms utifrån bilddiagnostik som infarktstorlek och hjärtfunktion. Vi bedömer att studien, då den relativt sett är liten, troligen har för låg statistisk styrka för att skillnaderna mellan grupperna ska vara statistiskt signifikanta. Vi tror dock sammantaget att resultatet kommer att tolkas positivt om vi ser en tydlig positiv och relevant trend i kliniska effektmått, och vice versa. Att åstadkomma en minskning av infarktstorlek är av största vikt då det finns en tydlig koppling till mortalitet. En utmaning är att motverka den ursprungliga infarkt som redan har inträtt innan behandling sätts in. Den kan förväntas uppgå till minst 50 procent av den slutliga infarkten (Fröhlich, G., et al., " Myocardial reperfusion injury: looking beyond primary PCI", *European Heart Journal*, 2013)

I Covid-19-studien var den primära målsättningen att utreda effekten på syresättning (ROX-index) och andning i patienter med SARS-Cov-2-infektion. Enligt top-line-resultat var det ingen skillnad vad gäller graden av lungskador, mätt med CT-scan, eller syreupptagningsförmåga. Inga resultat vad gäller effekten på inflammationsmarkörer som CRP eller cytokiner har kommunicerats. Studien var liten och det var en obalans mellan studiearmarna vad avser inflammationsstatus till nackdel för KAND567. Enligt Kancera uppmättes emellertid en effekt i form av en signifikant minskad aktivering av immunceller som bar på markören CD163. Denna påverkan höll i sig i flera månader vilket tyder på att även kortvarig behandling med '567 har långsiktig farmakologisk effekt.

Nya läkemedel kan förändra behandling av svår äggstockscancer

Antikroppskonjugat under lupp efter preliminärt godkännande

Sedan vår initieringsanalys har FDA beviljat ett accelererat godkännande för Elahere (mirvetuximab soravtansine), ett antikroppskonjugat riktat mot molekylen folatreceptor alpha (FR α) som ofta uttrycks i äggstockscancer. Beslutet baserades på resultat från en relativt liten (n=106), icke-randomiserad studie som monoterapi i patienter som fått upp till tre behandlingslinjer och som var platinumresistenta. Den primära målsättningen var objektiv respons och i studien uppnåddes 32 procent. Behandlingen är indikerad för FR α -positiva patienter enligt ett diagnostiskt test. Elahere är samtidigt försett med en s.k. "Black Box Warning" för ögontoxicitet. Inom kort förväntas resultat i en bekräftande studie att kunna presenteras, med syftet att nå fullständigt godkännande utifrån progressionsfri överlevnad som primär målsättning. Det blir en avgörande händelse för utsikterna för Elahere och med en stor påverkan på konkurrentlandskapet i äggstockscancer.

Kombinationsmöjligheter nyckel till större framgångar

Parallellt har det gjorts framsteg med Elahere som kombinationsterapi. Enligt NCCN:s riktlinjer kan Elahere redan ges som kombinationsbehandling med bevacizumab i platinumresistenta patienter, trots att formellt godkännande för kombinationen ännu inte finns på plats. Bakgrunden är lovande resultat i en liten studie där mirvetuximab kombinerades med just bevacizumab i FR α -positiva, platinumresistenta patienter i andra linjen.

Trots att det ännu finns några frågetecken kring Elahere (förutom ögontoxiciteten är exempelvis effekten på total överlevnad inte klarlagd) torde försäljningen kunna gynnas av lovande tumöreffekt och brist på godkända behandlingsalternativ. Enligt en sammanställning av Global Data förväntas en försäljning på 377 MUSD år 2026 för Elahere. Givet att fullständigt godkännande erhålls och att indikationen därefter kan breddas förefaller denna bedömning ligga inom räckhåll. Det mot bakgrund av ett mycket högt listpris på motsvarande 29 000 USD per månad.

Ett annat FR α -riktat antikroppskonjugat, luveltamab tazevibulin, är under utveckling. Med tidiga resultat som förefaller vara i linje med, eller något bättre, än Elahere. Vi bedömer att FR α -riktade behandlingar sannolikt kommer att få en god penetration och att konkurrensen bör öka på längre sikt i synnerhet i andra linjen. Det kan dock öppna möjligheter i senare linjers behandling.

Fler innovativa projekt, inklusive immunterapi, i sen klinisk fas

Tillväxten för PARP-hämmare har samtidigt fått sig en knäck efter att studier inte kunnat bekräfta någon fördel i patienter i sena behandlingslinjer. Som en följd har tillverkarna dragit tillbaka behandlingar i dessa indikationer. Som tidigare beskrivits är PARP-hämmarna underhållsbehandlingar och vi bedömer därför inte att de är direkta konkurrenter med Kanceras fraktalkinhämmare om den når marknaden.

Under 2023 förväntas top linerresultat från en randomiserad fas III-studie med kombinationsbehandling med **batiraxcept** plus paclitaxel i platinumresistenta ovarialcancerpatienter. Batiraxcept är ett fusionsprotein som blockerar en signalväg, AXL, som antas ha en roll i att driva såväl tumörers läkemedelsresistens som deras spridning. Det fanns lovande effektsignaler i en fas Ib-studie men halveringstiden är kort och höga doser krävs för att nå effektiva koncentrationer.

Immunterapi har haft svårt att uppnå kliniska framgångar i ovarialcancer. Exempelvis gav tillägg av atezolizumab till standardbehandling ingen fördel i första linjens behandling av avancerad cancer. Det finns dock andra immunterapikombinationer som är under utveckling. Ett exempel är **nemvaleukin alpha** i kombination med pembrolizumab, ett projekt som drivs av Alkermes. Nemvaleukin alpha

är en modifierad version av cytokinen IL-2 i syfte att ta fram en mer specifik variant av IL-2 (som annars förknippas med svåra biverkningar). Tidiga resultat i platinumresistent ovarialcancer är förhållandevis lovande (cirka 30 procent objektiv respons), och en fas III-studie pågår.

Svenska Vivesto har utvecklat **Apalea** som är en ny formulering av paclitaxel. Behandlingen är godkänd i EU i platinumresistent äggstockscancer (vid första återfall) i kombination med carboplatin. Det gör Apalea till en intressant benchmark för Kancera. I kliniska studier var progressionsfri överlevnad 10,7 månader. Det ska dock understrykas att majoriteten av patienterna var "first relapse" det vill säga förhållandevis "friska" och antagligen med bättre utsikter än en genomsnittlig patient som kommer att ingå i KANDOVA-studien. Exempel på andra svenska bolag som bedriver eller planerar klinisk utveckling inom ovarialcancer är Bioinvent (immunonkologi) och Spago Nanomedical (radionuklider).

Sammantaget är möjligheten till ett accelererat godkännande i platinumresistent cancer kittlande. I bästa fall skulle det kunna räcka med en icke-randomiserad fas II-studie (i svårt sjuka patienter i senare linjers behandling) med tumörrespons som primär målsättning. För att nå fullt godkännande för behandling från andra linjen ser vi det emellertid som troligt att myndigheter kan ställa hårdare kriterier och krav på kontrollerade bekräftande studier.

Omkring 30 procent tumörrespons ett rimligt benchmark

Den kommande KANDOVA-studien är ett spännande utvecklingssteg för fraktalkinprojektet. Studien är öppen för att ta in patienter redan i andra linjen vilket vi ser som positivt och som förklaras av att carboplatin redan är indikerat för denna patientgrupp. Ju tidigare behandlingslinje desto större chans till respons. Sannolikt kommer dock en stor andel utgöras av patienter med mer avancerad sjukdom. Nedan redovisar vi resultat från externa kliniska studier i motsvarande patientgrupper som KANDOVA. Det ska poängteras att till skillnad från KANDOVA handlar sammanställningen nedan om någorlunda stora fas III-studier.

Behandlingar för avancerad platinumresistent äggstockscancer

Behandling	Fas	Patienter	N (patienter)	ORR %	PFS, mån	OS, mån
Kemoterapi (ej platinumbaserad) (FORWARD I)	3	PROC 2-4L, FR α +	109	10%	4,4	12,0
Kemoterapi (ej platinumbaserad) (AURELIA)	3	PROC 2-3L	182	13%	3,4	13,3
BEV + Kemoterapi (ej platinumbaserad) (AURELIA)	3	PROC 2-3L	179	31%	6,7	16,6
mirvetuximab (SORAYA)	3	PROC 2-4L, FR α +	106	32%	4,3	13,8

Källa: Carlsquare. PROC: Platinumresistent ovarialcancer. FR α +: Tumörer med högt uttryck av folatreceptor alpha. ORR: Objektiv tumörrespons. PFS: Progressionsfri överlevnad (median). OS: Total överlevnad (median)

Den främsta standardbehandlingen är bevacizumab plus kemoterapi som därför normalt används relativt tidigt. Vi bedömer att i brist på kontrollarm torde omkring 30 procent tumörrespons ses som konkurrenskraftigt även om det alltid är vanskligt att jämföra resultat mellan studier.

Prognoser

Kancera har de senaste åren minskat fasta kostnader och styrt alltmer resurser till klinisk utveckling. Vi ser den främsta chansen till intäktsgenererande partnersamarbeten i fraktalkinprojektet. Relativt begränsad konkurrens talar för höga marknadsandelar om Kanceras kandidater når ända fram. Vi ser störst intäktspotential inom onkologi, varav drygt 600 MUSD i ovarialcancer.

Prognoser för intäkter och lönsamhet

Breddat kliniskt program

Fokus för den operativa verksamheten ligger på att slutföra den pågående fas IIa "FRACTAL"-studien i hjärtinfarkt och att starta den första studien i cancerpatienter inklusive ansökan om godkännande.

I våra prognoser har vi även vidare antagit att Kancera, givet att FRACTAL-studien ger stöd för vidare utveckling, kommer att inleda en fas IIb-studie i hjärtinfarkt på egen hand för att ytterligare utvärdera effekt och då kunna utgå från fas IIa för att kalibrera effektmått.

Jämfört med tidigare prognoser har vi ökat sannolikheten för lansering för cancerprojektet (från sju till nio procent) mot bakgrund av det svenska Läkemedelsverket i februari godkände Kanceras ansökan att genomföra en fas Ib/IIa-studie i patienter med äggstockscancer. Det medför ett högre värde på cancerprojektet (se nedan) samtidigt som de riskjusterade kostnadsprognoserna stiger.

Givet att en eller flera av de planerade kliniska studierna blir framgångsrika ser vi att fraktalkinprojekten kan utlicensieras på några års sikt. I vårt basscenario räknar vi med att det kan inträffa 2025. Vi antar att en samarbetspartner därefter tar över kostnader för vidare klinisk utveckling och kommersialisering.

Kostnadsprognoser (MSEK) riskjusterade



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Projektantaganden

Fraktalkinhämmare i hjärtinfarkt

Enligt statistik från American Heart Association så diagnostiseras ungefär 635 000 fall årligen med hjärtinfarkt i USA. Statistik från European Society of Cardiology indikerar en incidens på över 900 000 i EU och Storbritannien. Om vi antar att ST-förhöjd hjärtinfarkt utgör 30 procent (Källa: Swedeheart Annual Report 2021) betyder det omkring 460 000 fall totalt för dessa geografiska områden.

Vi antar vidare att i genomsnitt 80 procent får PCI-behandling. Andelen varierar dock och är lägre för patienter över 80 år men högre bland yngre patienter. I FRACTAL-studien inkluderas patienter med infarkt i vänster kranskärls främre

nedåtstigande gren (LAD) och vi antar att det kommer att vara indikationen även efter ett marknadsgodkännande. Vi räknar med att det är 50 procent av populationen. Med dessa antaganden skulle en fraktalkinhämmare adressera en population motsvarande 12 procent av alla hjärtinfarktfall.

Ett antagande om penetration eller marknadsandel i detta tidiga skede är behäftad med stor osäkerhet. FDY-5301 är en konkurrent som har ett försprång i den kliniska utvecklingen och, som det verkar, en enklare administrering med en singeldos. I brist på jämförbara data antar vi ett "duopol" och en 50 procentig penetration i USA, EU och Storbritannien.

Kancera har låtit utföra analyser som bygger på en prissättning om mellan 2 000 och 9 000 USD per tre-dagarsbehandling. Eftersom det inte finns någon godkänd läkemedelsbehandling mot skador vid hjärtinfarkt finns det en osäkerhet hur KAND567 skulle kunna prissättas. Ett flertal anti-inflammatoriska behandlingar som är godkända i andra indikationer har även testats i hjärtinfarktpatienter, exempelvis anakinra och tocilizumab. I kliniska studier har anakinra administrerats med höga doser vilket indirekt talar för en mycket hög kostnad/prissättning medan i gengäld förhållandevis låga doser har använts för exempelvis tocilizumab vilket i sin tur talar för en betydligt lägre prissättning. Efter genomförd kranskärlutvidgning behandlas patienter med blodförtunnande behandling som exempelvis ticagrelor (en så kallad P₂Y₁₂-receptorantagonist) i upp till 12 månader. Med utgångspunkt i listpriser i USA är kostnaden för en årsbehandling cirka 5 500 USD. Givet en mindre målpopulation så använder vi Kanceras kartläggning som riktmärke för KAND567 och antar en nettointäkt om 8000 USD i USA och 4000 USD i Europa.

Antaganden om toppförsäljning hjärtinfarkt

2038P	USA	Europa	Totalt
Hjärtinfarkt	690000	910000	1600000
STEMI-hjärtinfarkt	30%	30%	
Behandlade	85%	85%	
PCI-intervention	80%	80%	
LAD-lokalisering	50%	50%	
Kancera andel	50%	50%	
Kancera behandlade	35190	46410	81600
Nettointäkt per behandlad, USD	8000	4000	
Försäljning, MUSD	282	186	467

Källa: Carlsquare

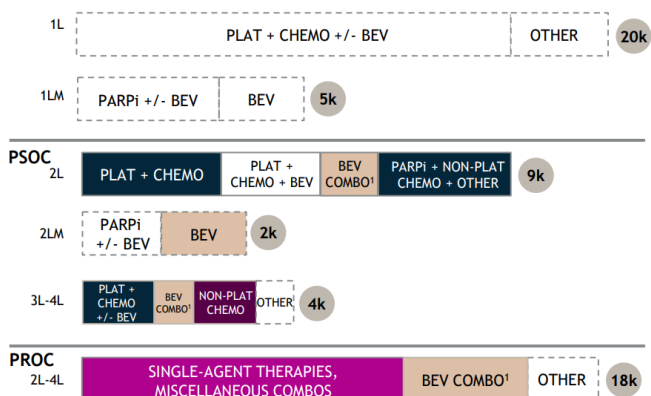
Sammantaget har vi räknat med en möjlig toppförsäljning om 470 MUSD.

Fraktalkinhämmare för avancerad äggstockscancer

Som vi beskrivit ovan siktar Kancera i första hand på att utveckla en fraktalkinhämmare i avancerad platinumresistent äggstockscancer.

I USA uppgår läkemedelsmarknaden i första linjen till omkring 20 000 behandlade patienter per år (Källa: Roche, ImmunoGen). Antalet behandlade patienter med resistent cancer i senare linjer bedöms vara något mindre.

USA-marknad för avancerad ovarialcancer



Källa: ImmunoGen. PSOC: Platinakänslig ovarialcancer. PROC: Platinaresistent/refraktär ovarialcancer. xL: Behandling i linje x. xLM: Underhållsbehandling. PLAT: Platinumbaserad kemoterapi. BEV: Bevacizumab. PARPi: PARP-hämmare.

I det här tidiga skedet är det svårt att bedöma hur konkurrentlandskapet kommer att se ut. Förenklat antar vi att mirvetuximab eller bevacizumab kommer att utgöra de främsta konkurrenterna. Det finns dock teoretiskt sett en potential att även kombinera med exempelvis bevacizumab trots att den begränsas av att antikroppsbehandlingen används redan i tidigare linjer. PARP-hämmarna däremot är främst underhållsbehandlingar och vi betraktar dem därmed snarast som kompletterande.

Vi gör smärre förändringar i våra prognoser då vi ser att konkurrensen kan bli hårdare än vi tidigare antagit, i första hand från antikroppskonjugat riktade mot folatreceptor alpha och nya kombinationsbehandlingar. Det gör att vi antar något lägre penetration om 25 procent mot tidigare 30 procent i gruppen spridd platinumbaserad ovarialcancer. I gengäld tror vi att prissättningen kan bli högre än vi tidigare räknat med. Detta mot bakgrund av att vi tror på högre doser i cancer. Den höga kostnaden för mirvetuximab ger också stöd åt mer offensiva antaganden. Sammantaget höjer vi vårt antagande om toppförsäljning med cirka tio procent till drygt 600 MUSD.

Antaganden om toppförsäljning ovarialcancer

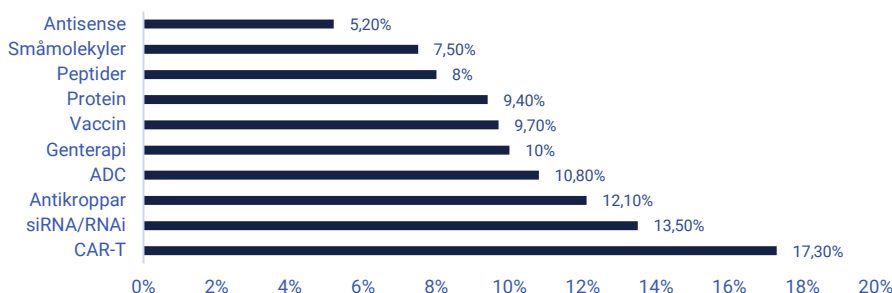
2041P	USA	EU+UK+JP	Totalt
Spridd ovarialcancer, incidens	23409	42240	
Platinum R/R, behandlade	20065	36206	
Kancera andel	25%	25%	
Kancera patienter	5016	9051	14068
Pris per behandling	64 000	32 000	
Försäljning (MUSD)	321	290	611

Källa: SEER, Roche, ImmunoGen, Carlsquares beräkningar

Sannolikhet till marknad

Baserat på statistik om läkemedelsutveckling bedöms sannolikheten att nå marknaden vara 7,9 procent för ett genomsnittligt läkemedelsprojekt i fas I. För onkologi är motsvarande sannolikhet 5,4 procent ("Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011–2020", Bio/Informa Pharma/QLS). Även för hjärtkärlsjukdomar är nålsögat trångt med en sannolikhet på 4,8 procent. Faktorer som påverkar möjligheterna är indikation, mål molekyl och modalitet.

Sannolikhet till godkännande från Fas I, per modalitet



Källa: Bio/Informa Pharma/QLS

Vi har använt oss av historiska sannolikheter för respektive indikation. Vi har justerat sannolikheten för KAND145 med hänsyn till genomförda kliniska studier med KAND567 vilket vi bedömer motiverar ett antagande om högre sannolikhet jämfört med andra projekt i fas I.

Antaganden sannolikhet till marknad

Projekt	Indikation	Prekl.	Fas I	Fas II	Fas III	NDA	LOA
KAND567	Hjärtinfarkt	100%	100%	21%	55%	83%	10%
KAND145	Onkologi	100%	75%	25%	50%	92%	9%

Källa: Bio/Informa Pharma/QLS, Carlsquare LOA: Sannolikhet till lansering

Våra prognoser bygger på utlicensiering från 2025

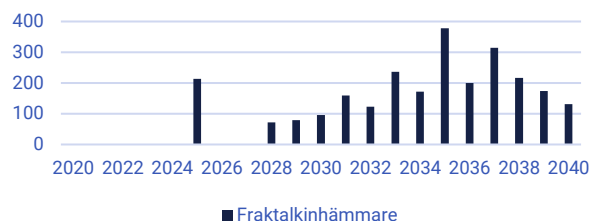
För våra intäktsantaganden antar vi att fraktalkinprojektet utlicensieras efter proof of concept i människa, vilket vi bedömer sker 2025.

Prognos royaltointäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Prognos totala intäkter, riskjusterade (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vi har antagit licensaffärer värda upp till totalt 700 MUSD för fraktalkinprojektet. Eftersom KAND567 och KAND145 är snarlika ser vi det som logiskt att båda projekten i så fall licensieras ut samtidigt då vi antar att en licenstagare rimligen föredrar kontroll över samtliga Kanceras fraktalkinhämmare. Det scenariot är emellertid inte avgörande för vår värdering. Vi räknar med en upfrontbetalning upp till

50 MUSD för fraktalkinhämmarna. Vi har antagit varierande royaltysatser om 20 till 25 procent, se nedan. Våra antaganden bygger på det (förvisso begränsade) urval av licensaffärer som vi redovisade i [initieringsanalysen](#).

Värdering

Breddat kliniskt program ger uppsida

Framsteg i cancerprojekt höjer motiverat värde

Vår värdering i ett basscenario bygger på de försäljningsantaganden som vi beskrivit i prognosavsnittet ovan. Vi har använt oss av en riskjusterad DCF-värdering, enligt nedan. Riskjusteringen är baserad på utvecklingsrisker som vi tagit upp, där vi räknar med sannolikheter att nå marknad på omkring tio procent. I vår modell har vi använt en diskonteringsränta på 14,8 procent, en höjning jämfört med tidigare 14,3. Detta baserat på en riskfri ränta på 2,4 (1,9) procent, ett betavärde på 1,2 och en riskpremie på 10,3 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien* 2022 och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,7 procent och ett storleksbaserat tillägg på 3,6 procent.

Vi beräknar ett rörelsevärde på cirka 330 (290) MSEK. Höjningen är främst en följd av högre sannolikhet till godkännande för cancerindikationen för fraktalkinprojektet efter godkännande för studiestart från det svenska läkemedelsverket. Dessutom har vi höjt förväntad toppförsäljning som vi har beskrivit ovan. Detta motverkas till mindre del av ett högre avkastningskrav.

Vår värdering bygger på att Kancera kan hitta en partner för fraktalkinhämmarna efter framgångsrik utveckling i fas II. För att nå dit bedömer vi att finansiering krävs vilket bolaget delvis kan adressera om utestående teckningsoptioner T06 utnyttjas fullt ut. För att ta hänsyn till utspädning från förväntad finansiering inklusive teckningsoptioner har vi applicerat en rabatt på tio procent. Sammantaget blir det riskjusterade motiverade värdet, justerat för antagen utspädning, 4,7 (4,1) SEK per aktie i vårt basscenario.

Eftersom företrädesemissionen i november inte blev fulltecknad har vi förändrat våra antaganden för finansiering. Givet att pågående och förväntade fas II-studier blir framgångsrika behöver utfallet inte vara en tydlig nackdel. Detta om vi antar att kommande finansieringar kan göras till en högre värdering med ökad klinisk evidens i ryggen vilket vi anser är rimligt allt annat lika.

Vi har dragit ned värderingen på den prekliniska portföljen tydligt med hänsyn till att vi tror att Kancera kommer att prioritera fraktalkinprojektet i än högre grad än tidigare då den kliniska aktiviteten ökar.

Sammanställning Sum-of-the-parts-värdering, basscenario, MSEK

Projekt	Indikation	LOA*, %	Royalty, %	Peak Sales, MUSD	Lansering	rNPV, MSEK
KAND567	STEMI	10%	25%	470	2029	254
KAND145	Äggstockscancer	9%	20%	610	2031	231
Övriga	-	-	-	-	-	3
Teknologivärde före skatt						488
Overhead och skatter						-158
EV						330
Nettokassa (23'Q1P)						85
Motiverat värde						415
Antal aktier						79,5
Per aktie, SEK						5,2
Rabatt för förväntad finansiering						10%
Motiverat värde per aktie, SEK						4,7

Källa: Carlsquare *LOA: Sannolikhet till lansering

Värderingsintervall

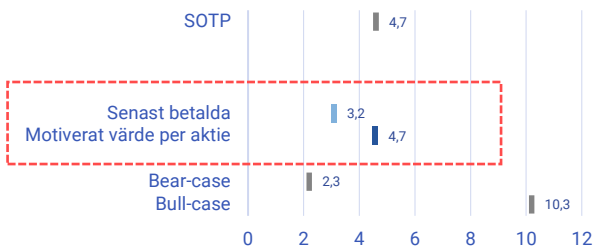
I ett **optimistiskt bullscenario** räknar vi med att

- Fas IIa i hjärtinfarkt slutförs med lovande resultat och vi höjer LOA till 27 procent från tio procent.
- Kliniska studier i cancer med fraktalkinhämmare inleds som planerat

Vi beräknar ett motiverat rörelsevärde om cirka 900 MSEK eller omkring tio SEK per aktie efter utspädning.

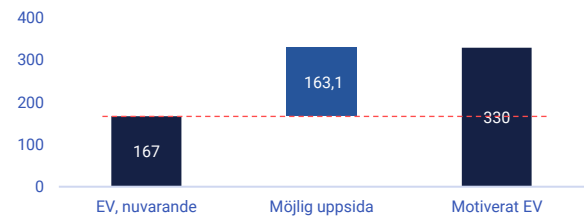
I ett **försiktigt Bear scenario** räknar vi med att resultaten i hjärtinfarkt blir nedslående och sätter värdet till noll för denna indikation. Vi antar att kliniska studier i cancer inleds enligt plan. Vi beräknar ett värde om drygt två SEK per aktie efter utspädning.

Motiverat värde inom ett intervall, SEK



Källa: Carlsquare prognoser

Visualisering marknadsvärde, basscenario (MSEK)



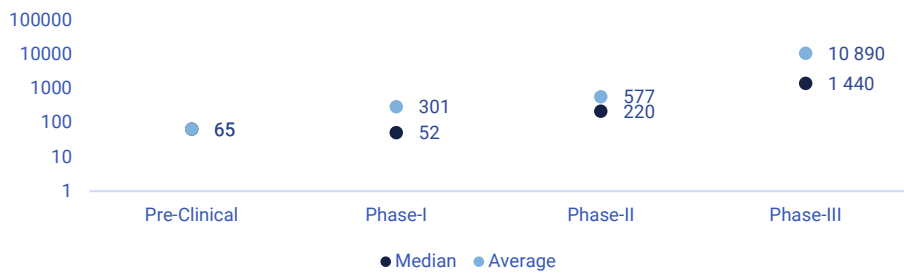
Källa: Carlsquare prognoser

Relativvärdering ger stöd

Nedan redovisas värdering (Enterprise value) av nordiska biotechbolag per fas per 2022-12-31. För fas 2-bolagen låg värdet på 220 MSEK (median) och 577 MSEK (medel). Jämförelsen tyder på att Kancera värderas lägre än jämförbara bolag på nordiska börser.

Värdering nordiska biotechbolag

Enterprise value by phase (SEKm log scale)



Källa: S&P Capital IQ, Carlsquare

Risker och utmaningar

Utmanande indikationer

Cancer och hjärtkärlsjukdomar tillhör de mest utmanande områdena inom klinisk utveckling med en relativt sett låg sannolikhet för framgång. Kliniska studier inom hjärtkärlsjukdomar är omfattande. Det krävs sannolikt att Kancera ingår samarbete med en större partner för att kunna genomföra en eventuell fas III-studie. Även om det finns evidens för biologisk effekt i människor för Kanceras fraktalkinhämmare är det inte säkert att det kommer att gå att översätta i en relevant klinisk effekt i patientgrupper med akut hjärtinfarkt eller avancerad cancer. Det finns också en risk att behandlingen inte är tillräckligt säker i patienter med avancerad cancer som exempelvis kan ha metastaser i levern och nedsatt leverfunktion. Vid höga doser (över 1000 mg per dag) har oralt KAND567 visat övergående levertoxicitet i friska frivilliga.

Finansiering för klinisk utveckling

Det finns en risk att utestående teckningsoptioner inte kommer att utnyttjas eller utnyttjas i låg grad. I så fall kan Kancera tvingas att be aktieägarna om nytt kapital tidigare än förväntat. I ett positivt scenario kan framtida finansiering ske via aktieemissioner prissatta till en högre värdering än i dagsläget, alternativt genom att en större partner tar ansvar för vidareutvecklingen i ett licensieringsavtal.

Konkurrens

Det finns ett tydligt medicinskt behov av behandlingar för att förbättra utfall vid kärlutvidgning vid akut hjärtinfarkt. Även om Kancera är ledande vad gäller fraktalkinblockerare finns det externa projekt i pipeline med andra verkningsmekanismer som kommit längre i den kliniska utvecklingen än KAND567.

Inom cancer råder det hög klinisk aktivitet (exempelvis pågick 4 700 kliniska studier inom immunonkologi under 2021). Många bolag och läkemedelskandidater konkurrerar om resurser och att rekrytera patienter till kliniska studier.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	2022, kv3	2022, kv4	2023, kv1	2023, kv2	2023, kv3	2023, kv4
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelsekostnader	-10,9	-14,0	-10,3	-13,6	-19,2	-24,0
EBIT	-10,7	-14,0	-10,3	-13,6	-19,2	-24,0
EBITDA	-10,6	-13,9	-10,2	-13,5	-19,1	-23,9
EBT	-10,9	-14,0	-10,3	-13,6	-19,2	-24,0
Resultat per aktie (SEK)	-0,19	-0,22	-0,13	-0,16	-0,22	-0,27

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	213,0
Övr rörelseintäkter	2,7	1,9	0,8	0,1	0,1	0,1
Totala intäkter	5,4	1,9	0,8	0,1	0,1	213,1
Handelsvaror	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	5,4	1,9	0,8	0,1	0,1	213,1
Just. bruttoresultat	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	213,0
FOU	-39,3	-43,1	-45,6	-59,9	-81,9	-8,0
Admin. o försäljn. kostn.	-6,2	-4,0	-7,1	-7,1	-7,3	-7,4
Av- och nedskrivningar	-1,7	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelsekostnader	-45,5	-47,1	-52,7	-67,0	-89,2	-15,4
EBIT	-40,1	-45,3	-51,9	-66,9	-89,1	197,7
EBITDA	-38,4	-44,9	-51,6	-66,9	-89,0	197,3
Finansnetto	-0,3	-0,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
EBT	-40,5	-45,7	-52,5	-66,9	-89,1	197,7
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-40,5	-45,7	-52,5	-66,9	-89,1	197,7
Resultat per aktie	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,9	1,9

Tillväxt	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsättning						
EBIT	NA	-13%	-15%	-29%	-33%	322%
EBITDA	NA	-17%	-15%	-30%	-33%	322%
EBT	NA	-13%	-15%	-28%	-33%	322%
Periodens resultat	NA	-13%	-15%	-28%	-33%	322%
Resultat per aktie	NA	31%	-3%	13%	-20%	306%

Marginaler	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Bruttomarginal						100,0%
EBIT-marginal						92,8%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
TILLGÅNGAR						
Immateriella anläggningstillgångar	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0	21,0
Materiella anläggningstillgångar	0,9	0,6	0,2	0,2	0,1	-1,6
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	21,9	21,6	21,2	21,2	21,2	19,4
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortsiktiga fordringar	6,2	5,5	4,3	4,3	4,3	4,3
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassa och bank	55,0	106,5	95,1	48,6	2,3	201,8
Summa omsättningstillgångar	61,2	112,0	99,5	52,9	6,6	206,1
Summa tillgångar	83,1	133,6	120,7	74,1	27,8	225,5
EGET KAPITAL						
Summa eget kapital	72,3	122,8	106,9	60,4	14,1	211,8
SKULDER						
Skulder till kreditinstitut	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	1,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	9,8	10,4	13,8	13,8	13,8	13,8
Övriga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	9,8	10,4	13,8	13,8	13,8	13,8
Summa egetkapital och skulder	83,1	133,6	120,7	74,2	27,9	225,6
Likviditet						
Current ratio	6,2	10,7	7,2	3,8	0,5	14,9
Cash ratio	5,6	10,2	6,9	3,5	0,2	14,6
Beläning och soliditet						
Nettoskuld (-)/Nettokassa (+)	54,0	106,1	95,1	48,6	2,3	201,8
Nettoskuld/EBITDA	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Nettoskuld/EK	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.
Skuld/EK	15%	9%	13%	23%	98%	7%
Soliditet	87%	92%	89%	81%	51%	94%
Beläning och soliditet						
ROA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	87,7%
ROE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	93,4%
ROIC	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	69,6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
KF löpande verksamhet	-38,9	-43,6	-47,7	-66,9	-89,0	197,3
KF investeringsverksamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,1
KF finansieringsverksamhet	82,1	95,2	36,2	20,4	42,8	0,0
Periodens kassaflöde	43,2	51,5	-11,5	-46,5	-46,3	199,5
Likvida medel, BoP	11,8	55,0	106,5	95,1	48,6	2,3
Likvida medel, EoP	55,0	106,5	95,1	48,6	2,3	201,8
Nyckeltal						
KF löpande verksamhet/Nettoomsättning	-14,5	NaN	NaN	NaN	-8900,1	0,9
KF löpande verksamhet/Summa tillgångar	-0,5	-0,3	-0,4	-0,9	-3,2	0,9
Utdelning per aktie (kr)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

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 Carlsquare för analystäckning. 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.

Analytikerna Niklas Elmhammer och Herman Kuntscher äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.