

Uppdatering: Kv1 2024

ABERA BIOSCIENCE

Abera Bioscience utvecklar vaccin- och läkemedelskandidater för allvarliga infektionssjukdomar och cancer. Teknologin bygger på bakteriedelar som kan modifieras och förses med skräddarsydda antigen och framställas med korta ledtider.

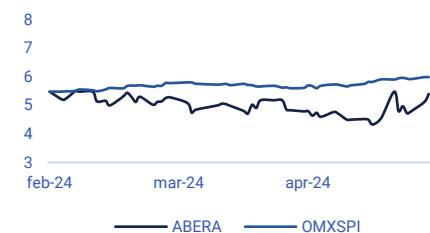
VD: Maria Alriksson
 SO: Anders Ericson
www.aberabio.com

Bloomberg: ABERA:SS
 Refinitiv Eikon: ABERA.ST

Lista: Spotlight

Aktiekurs, senast: 5 SEK
 Marknadsvärde: 76 MSEK

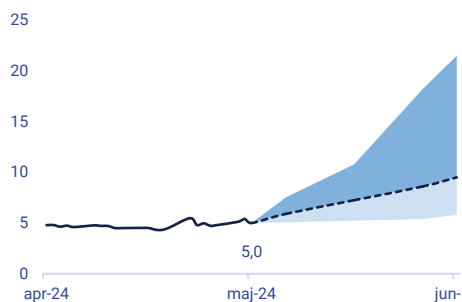
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	0	-3	-11	4

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	5,8	9,5	21,5
Upp-/nedsida (%)	16	90	330

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Niklas Elmhammer
 Senior Equity Analyst

Herman Kuntscher
 Equity Analyst

Ökat fokus på nya projekt

Carlsquare Equity Research ser den nya influensasatsningen som en lovande utvecklingsmöjlighet för Abera, om än i tidig fas. Stödet från UK Vaccine Network för pandemiföberedelser ger förlängd finansiell uthållighet i väntan på att formerna för den vidare utvecklingen av pneumokockprojektet kommer på plats. Vi justerar värderingen i basscenariot med hänsyn till det nya influensaprojektet och ändrade antaganden om formen för vidare utveckling av Ab-01.12. Det nya motiverade värdet i basscenariot blir cirka SEK 10 per aktie.

Breddar utveckling till influensa

Abera har under 2024 påbörjat en breddning av utvecklingen av vaccin inom luftburna sjukdomar till säsongsinfluensa. Det finns redan ett nasalt influensavaccin, FluMist, på marknaden, som dock endast används i relativt begränsad omfattning. Vi ser ett utrymme för ett mer effektivt nasalt vaccin med en bredare indikation, och BERA-teknologin innebär flera potentiella fördelar framför exempelvis vaccin baserade på avdödade virus. Därmed finns en rational att sikta på denna betydande marknad (~sju miljarder USD) även om konkurrensen är hård. I februari genomfördes en riktad emission om fyra miljoner SEK för att finansiera utvecklingen av en vaccinkandidat.

Efter prekliniska framsteg utreds formerna för pneumokockprojektet vidare

Under slutet av förra året slutfördes den prekliniska utvecklingen av Ab-01.12 (vaccin mot pneumokocker) framgångsrikt. Det var ett väntat och positivt besked som torde stärka förutsättningarna att resa finansiering för den tidiga kliniska utvecklingen. Som tidigare diskuterats är det styrelsens plan att i första hand försöka hitta externa finansierare till ett separat bolag för pneumokockprojektet. Vi ser samtidigt en risk att ett joint venture för bolagets mest framskridna projekt kan medföra att uppsidan för Aberas aktieägare späds ut och begränsas i viss mån. Det skall vägas mot utmaningarna för Abera att erhålla tillräcklig finansiering på egen hand för att uppnå tidiga kliniska milstolpar. Givet att ingen finansiering ännu finns på plats och ingen ansökan om start av kliniska studier lämnats in räknar vi nu med att klinisk utveckling för pneumokockprojektet kan påbörjas tidigast under 2025.

Vi stugar om i värderingsmodellen med ökad vikt på tidig utveckling

Vi förändrar vår värderingsmodell med hänsyn till dels tillägget av en ny indikation (influensa), dels nya antaganden om framtida ägarstruktur för, och finansiering av, Ab-01.12. Vi bedömer att vi sannolikt tidigare har varit för optimistiska rörande Aberas kapacitet och vilja att ta pneumokockprojektet till viktiga värdedrivande kliniska milstolpar på egen hand. I väntan på besked kring utformningen av den vidare utvecklingen gör vi tills vidare mer konservativa antaganden. Totalt medför de nya antagandena en justering av värderingen i basscenariot till ca SEK 10 per aktie (11,8). Vi har här tagit hänsyn till ändrade kostnadsprognoser då vi inte längre räknar med att någon klinisk utveckling i egen regi kommer att inledas under 2024. Det tillsammans med det pågående samarbetet med, och forskningsstödet från, UK Vaccine Network innebär sammantaget en förbättrad finansiell uthållighet på kort sikt jämfört med vår tidigare prognos.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022	2023	2024P	2025P
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelseintäkter	0,7	1,2	1,9	2,6	15,5	4,2
Bruttoresultat	0,7	1,2	1,9	2,6	15,5	4,2
EBITDA	-3,5	-9,2	-19,4	-16,8	-2,0	-19,3
EBIT	-3,5	-9,2	-19,4	-16,8	-2,0	-19,3
EBT	-3,6	-9,2	-19,4	-16,7	-2,0	-19,3
Vinst per aktie	-0,5	-0,9	-1,7	-1,3	-0,1	-1,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN	NaN
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	NM

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser, och värdering

Tidig forskning visar att Aberas vaccinteknologi kan tillämpas framgångsrikt mot flera infektionssjukdomar. Det har resulterat i forskningsstöd och samarbeten med renommerade institutioner, senast UK Vaccine Network. Satsningen på pneumokocker bådär gott då Aberas kandidat täcker fler bakterievarianter än befintliga vaccin, då det finns ett stort medicinskt behov och med hänsyn till en betydande kommersiell potential på en marknad värd över 7,5 miljarder USD. Vi beräknar ett riskjusterat motiverat värde på cirka 10 kronor och ser ett stort utrymme för ytterligare uppvärdering vid framsteg i kliniska studier och affärsutveckling.

Klinisk utveckling gäcker ännu

Abera har sedan grundandet 2012 arbetat med utveckling av vacciner baserat på nya metoder att uttrycka och fästa antigen på exempelvis framrenade bakteriedelar.

- **Lovande teknologi för att adressera utmaningar i vaccinutveckling.** Pandemin har ökat acceptansen för ny vaccinteknologi och understrukit behovet av säkra vacciner som kan tillverkas snabbt och i stora volymer. Aberas BERA-plattform har mer än tio års utveckling i ryggen med dessa mål i sikte. Lovande resultat har uppnåtts i interna och externa prekliniska studier i infektionssjukdomar som pneumokocker och Covid-19 (det senare ett samarbete med mycket ansedda Johns Hopkins University School of Medicine). Nyligen beviljades Abera sitt största ekonomiska stöd hittills av UK Vaccine Network om motsvarande ca 24 MSEK för att utveckla plattformen för pandemiförberedelser (se nedan). Det tidigare resultaten bådär gott även för detta samarbete.
- **Siktat på betydande infektionsmarknader.** Pneumokocker är en av de vanligaste orsakerna till bland annat lunginflammationer och ingår sedan ett femton-tal år i nationella vaccinationsprogram för spädbarn. Abera gör förberedelser för att kunna inleda kliniska studier med ett pneumokockvaccin (Ab-01.12). Marknaden är värd över 7,5 miljarder USD trots att dagens vacciner inte ger skydd mot alla varianter. Aberas lösning utmärker sig då den täcker i princip alla varianter och då vaccinet är betydligt enklare att tillverka än de ledande vaccinerna på marknaden. Extern och intern (preklinisk) evidens ger stöd åt Aberas teknologi baserad på ofarliga renade delar av bakterier, så kallade membranvesiklar (OMV). I början av 2024 meddelade Abera att bolaget även påbörjar utveckling av en vaccinkandidat mot influensa. Denna marknad är av ungefär samma storlek som pneumokocker, samtidigt som dagens vacciner skyddar endast i cirka 50 procent av fallen.
- **Start av kliniska studier kan trigga uppvärdering.** Aberas forskningsportfölj är i preklinisk fas och saknar klinisk evidens. Det gör projekten ännu svårbedömda och risken är hög. I slutet av 2023 rapporterade Abera att regulatoriska prekliniska toxikologiska studier har genomförts framgångsrikt. Enligt Abera visade slutrapporten att vaccinet tolereras väl, har en god säkerhetsprofil och att ingen av de testade doserna gav upphov till bestående biverkningar. Därtill har Abera arbetat med prekliniska proof of principle-studier inom immunonkologi.

- **Storaffär understryker potential.** Finansieringen av kliniska studier inom pneumokocker blir därtill en nyckelfråga. Abera arbetar med att lägga Ab-01.12 i ett separat bolag och huvudspåret är att ta in externa finansiärer för pneumokockprojektet snarare än en företrädesemission i moderbolaget. En hög aktivitet inom såväl klinisk utveckling som affärsutveckling på området kan bidra till gynnsamma förutsättningar. I början av juni 2022 offentliggjorde läkemedelsjätten GSK ett bud om 2,1 miljarder USD (+ möjlig tilläggsköpeskilling/milstolpsersättningar om 1,2 miljarder USD) för forskningsföretaget Affinivax, som utvecklar ett nytt pneumokockvaccin (fas II genomförd i vuxna). Denna affär, tillsammans med värderingen av konkurrenten Vaxcyte (ett fas II-bolag med börsvärde över sju miljarder USD) understryker att det finns ett stort intresse bland strategiska och finansiella investerare för innovativa pneumokockvacciner som kan utmana eller komplettera marknadsledaren; Pfi-zers Prevnar.

Nyheter under 2024

- Abera genomförde i februari en riktad nyemission om 4 MSEK (888 888 aktier till en teckningskurs på 4,50 SEK). Syftet var att finansiera utvecklingen av en nasal vaccinkandidat mot influensa.
- Abera meddelade i mars att bolaget etablerar ett eget laboratorium i Uppsala. Därmed flyttas forskningen från Nederländerna till Sverige och samlas på en plats. Etableringen inklusive labbpersonal finansieras delvis av stödet från UK Vaccine Network om motsvarande 24 milj. SEK för ett projekt att under två år utveckla BERA inom vaccinfremställning under pandemier.

Pandemisamarbete validerar plattform och minskar finansieringsbehov

I början av november 2023 meddelade Abera att bolaget har vunnit ett anslag om motsvarande 24 milj. SEK för ett projekt att utveckla BERA inom vaccinfremställning under pandemier.

Projektet finansieras av Department of Health and Social Care som en del av UK Vaccine Network (UKVN), ett brittiskt program för att utveckla vacciner mot sjukdomar med epidemisk potential i låg- och medelinkomstländer (LMIC). Projektet löper två år och finansieringen kommer att täcka kostnader relaterade till löner, utveckling och produktion av material och sträcker sig upp till kliniska fas I-prövningar. UKVN kan även finansiera vidare steg i projektutvecklingen efter en ytterligare prövningssomgång (upp till 5 MGBP).

Icke-utspädande finansiering för att utveckla tillverkningsprocess

Det är uppmuntrande att BERA-plattformen erhåller validering från större institutioner i ett av de ledande länderna inom vaccinforskning och -utveckling. Även om det är svårt att i detta förhållandevis tidiga skede sia om de långsiktiga kommersiella möjligheterna för programmet så ser vi det som ett konkret framsteg i riktning mot potentiellt mer omfattande vaccinsamarbeten där BERA kan inkluderas i "verktygsådan". Det mest kända projektet som sponsrats av programmet är en MERS-vaccinkandidat som utvecklades av University of Oxford. Det projektet bidrog till i

sin tur till en snabb utveckling av Covid-19 vaccinet Vaxzevria som togs fram tillsammans med AstraZeneca.

Eftersom BERA är en plattform för i första hand nasala vaccin gissar vi att utvecklingen kommer att fokuseras mot luftburna smittspridning. UKVN prioriterar ett antal namngivna patogener med sitt program. Aberas projekt är dock så vitt vi förstår inte inriktat mot någon specifik befintlig patogen utan en hypotetisk sjukdom "Disease X". Dock har influensa- och coronasjukdomar bevisligen pandemisk potential. BERA har teoretiskt sett stora fördelar vid dessa sjukdomar då plattformen innebär en möjlighet att på mycket kort tid ta fram ett vaccin som verkar mot kolonisering/smittspridning via andningsvägarna.

Anslaget bedöms täcka en stor del av bolagets lönekostnader under de kommande två åren. Allt annat lika minskar således det vidare finansieringsbehovet.

Nya vaccininitiativ

Det finns fler tecken på ett ökat intresse för nya typer av vacciner. Exempelvis har Novo Nordisk-stiftelsen öronmärkt 260 MUSD för att tillsammans med Köpenhamns universitet lansera ett initiativ, NIVI, för att ta fram nya eller förbättrade vacciner för luftburna sjukdomar. Mer specifikt ligger fokus på att generera immunrespons lokalt i de övre luftvägarna snarare än en systemisk immunrespons. Syftet är att förhindra även mild infektion och därmed i slutändan spridning av luftburna patogener vid exempelvis tuberkulos eller influensa. NIVI kommer att utvärdera olika former av administrering inklusive nässpray. Aberas strategi förefaller passa väl in med inriktningen av detta initiativ och det är ytterligare ett bevis på möjligheter till forskningsstöd inom vaccinområdet, inte minst efter covid-pandemin.

Ett förbättrat nasalt vaccin mot influensa?

Abera meddelade i början av 2024 att bolaget genomfört en riktad emission om 4 MSEK med syfte att finansiera start av utveckling av en nasal vaccinkandidat mot influensa.

Det är ur en kommersiell synvinkel självklart intressant med en breddning till influensavacciner. Moderna Therapeutics bedömer att den globala marknaden för influensavaccin uppgår till mellan 500 och 600 miljoner doser årligen eller motsvarande omkring sju miljarder USD (Moderna, "Vaccines Day", 2024). Sanofi är ledande inom influensavaccin med en försäljning på 2,7 miljarder USD 2023 och tvåan CSL Seqirus rapporterade 1,8 miljarder i försäljning under det senaste räkenskapsåret. Dagens ledande influensavacciner utgörs av äggbaserade eller rekombinanta inaktiverade (avdödade) virus. Nya typer av influensavaccin baserade på mRNA som utvecklats av Pfizer eller Moderna kan nå marknaden inom en ganska snar framtid under förutsättningen att pågående fas III-studier slutförs framgångsrikt. De första mRNA-vaccinen baseras på vissa antigen (HA) från ytan av fyra olika virusstammar.

Behov av mer effektiva vaccin driver pipeline

En rationell för att använda BERA för att ta fram ett influensavaccin är bland annat att intranasala vaccin i teorin kan ge ett bättre skydd mot kolonisering via luftvägarna. Därtill skulle ett vaccin baserat på bakteriella membranvesiklar troligen kunna tillverkas betydligt snabbare än traditionella vacciner. En snabb

tillverkningsstid minskar ledtiden från att tillverkning inleds till vaccinering vilket i sin tur minskar risken för att viruset muterar. Normalt sett har influensavaccin en skyddseffekt på omkring 50 procent, även om resultaten i kliniska studier kan se bättre ut. Snabbare tillverkning skulle i teorin kunna bidra till ett förbättrat skydd.

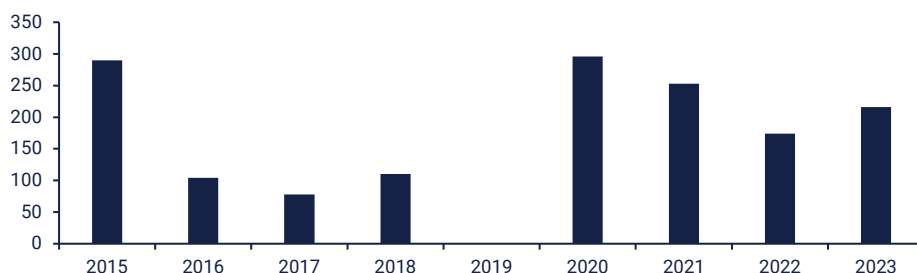
En parallell fråga är den om universella influensavaccin som är riktade mot delar av influensavirus som bevaras mellan olika serotyper. I teorin skulle det kunna minska eller ta bort behovet av årlig immunisering men en knäckfråga är att vaccinet i fråga i så fall måste ha en långvarig effekt. mRNA-vaccin har nämnts som en möjlig väg mot universella vaccin men mycket utveckling återstår i sådant fall.

Myndigheter kräver ett underlag med stora studier för att godkänna nya influensavaccin. Detta inte minst för att noggrant kartlägga eventuella säkerhetsproblem. Det kan dock räcka med placebokontrollerade studier för att mäta effekt (dock inte för högriskgrupper). Typiskt sett krävs minst 40-45 procent effekt för godkännande. För kommersiell framgång behövs dock troligen bättre effekt än så. Mediantid för klinisk utveckling från fas II och framåt är 4-5 år (MacPherson, A. et al, "Probability of Success and Timelines for the Development of Vaccines for Emerging and Reemerged Viral Infectious Diseases", *Annals of Internal Medicine*, 2020)

Jämförelsevis blygsam försäljning för befintligt nasalt influensavaccin

Det finns redan sedan en längre tid tillbaka ett nasalt influensavaccin på marknaden. FluMist (AstraZeneca, marknadsförs som Fluenz Tetra i Europa) bygger på levande försvagade virus. Den årliga försäljningen har som bäst uppgått till omkring 300 MUSD (2023: 216 MUSD, vara 188 MUSD i Europa).

Försäljning av FluMist (MUSD)



Källa: Astra Zeneca, Carlsquare. Uppgift saknas för 2019

En förklaring till den begränsade försäljningen är förmodligen att FluMist inte är godkänt för vissa stora grupper som personer 50 år eller äldre, barn under två år eller personer med nedsatt immunförsvar. I Europa är indikationen begränsad till målgruppen två till 17 år. Den smala indikationen jämfört med andra vaccin beror på att det i kliniska studier inte har kunnat påvisas någon skyddsfördel med FluMist jämfört med placebo i personer som är 50 år eller över. Därtill finns en ökad risk för väsande andning eller sjukhusvistelse jämfört med injicerat vaccin hos barn under två år. Vidare kan observeras att

- FluMist/Fluenz Tetra förefaller ha en ganska hög marknadsandel bland europeiska barn och tonåringar i åldrarna 2-17 år men inte mycket försäljning annars. Det är naturligt att tänka sig att det finns en större motvilja mot sprutor i denna

åldersgrupp jämfört med befolkningen i stort och i gengäld föredras intranasala vaccin i större utsträckning.

- Det finns än så länge inga tydliga bevis för att intranasala vaccin skulle ge ett bättre skydd totalt sett än injicerade vaccin. Dock är urvalet av intranasala vaccin i dagsläget begränsat till ett vilket gör en jämförelse skev.

Det kan noteras att AstraZeneca nyligen har ansökt om godkännande för självadministrering med FluMist. Om FDA ger grönt ljus för självvaccinering (besked väntas inom kort) skulle det kunna bidra till ökad försäljning.

Bedömning av potential försvåras av stor variation i vaccinationsgrad

Det är ännu tidigt i utvecklingen för influensaprojektet och det är sammantaget svårt att bedöma den kommersiella potentialen. Konkurrensen kan öka framöver. En förändrad syn på beredskap mot pandemier och influensaepidemier i spåret av Covid-19 kan dock gynna nya aktörer. Ur ett vetenskapligt perspektiv är influensa i våra ögon ett naturligt breddningsområde för Abera. Det stöds till exempel av lovande prekliniska resultat med Ab-01.12 mot SARS-Cov-2-virus. En knäckfråga är om ett BERA-vaccin är lika effektivt som injicerade vaccin och om det kan ges en bredare indikation än FluMist.

Vaccinationsgraden mot säsongsinfluensa varierar kraftig mellan regioner, exempelvis mellan USA och Europa. Benägenheten att vaccinera är tydligt högre i USA och ligger kring 45 procent av befolkningen (källa: CDC, Moderna). För Europa är statistiken mer osäker. Vi bedömer dock sammantaget att det är en relativt liten andel av den europeiska befolkningen som vaccineras mot influensa, förutom i gruppen 65+.

Värdet per dos är förhållandevis lågt. Vi bedömer exempelvis att FluMist har ett pris på omkring 25 USD per dos i USA. Moderna spår dock att nya vacciner kan komma att prissättas något högre. Ett antagande om marknadsandel i detta tidiga skede är vidare behäftat med stor osäkerhet, inte minst mot bakgrund av relativt blygsamma kommersiella framgångar för intranasala vaccin hittills. Vi bedömer att FluMist har en marknadsandel på 2,5 procent eller mindre. Konkurrensen på influensamarknaden är ganska utmanande men vi antar preliminärt att Aberas vaccin kan nå en högre marknadsandel om 7-8 procent. En skillnad är att vi räknar med ett bättre upptag på den amerikanska marknaden. Sammantaget renderar våra antaganden (se sammanfattning nedan) en toppförsäljning på uppåt 600 MUSD.

Antaganden om toppförsäljning influensavaccin

2041P	USA	Europa	Totalt
65+ åringar prevalens	59 870 000	75 133 000	135 003 000
Andel som vaccineras	69,7%	50,8%	
19-64 år, prevalens	224 053 000	285 591 000	509 644 000
Andel som vaccineras	38,0%	10,0%	
Vuxna vaccinerade, per år	126 869 530	66 726 664	193 596 194
Abera andel	5%	5%	5%
Vuxna vaccinerade Abera	6 513 183	3 493 172	10 006 355
Nettointäkt per vaccinerad, USD	32	38	
Försäljning, MUSD	208	131	339
Barn 0-18 år	39 337 830	10 443 692	49 781 522
Andel som vaccineras	45%	13%	
Barn vaccinerade per år	17 702 024	1 305 461,52	19 007 485
Ab-01.12 andel	15,0%	15,0%	
Barn vaccinerade Abera	5 900 675	1 566 554	7 467 228
Nettointäkt per vaccinerad, USD	32	38	
Försäljning, MUSD	188	59	247
Total försäljning, MUSD	400	190	590

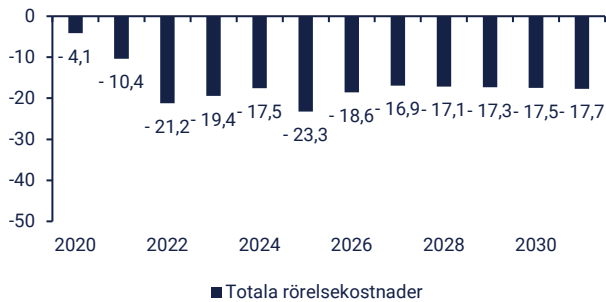
Källa: CDC, Eurostat, Carlsquare

Antaganden och prognoser

Anslag håller tillbaka förluster

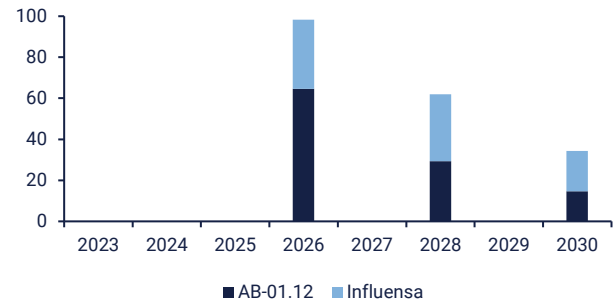
Under kv1 2024 minskade rörelseförlusten tydligt till -2,6 MSEK (-4,4). Det förbättrade resultatet berodde bland annat på intäkter i form av bidrag från UK Vaccine Network på omkring 2,3 MSEK.

Driftskostnader (MSEK), årlig utveckling (riskjusterade)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

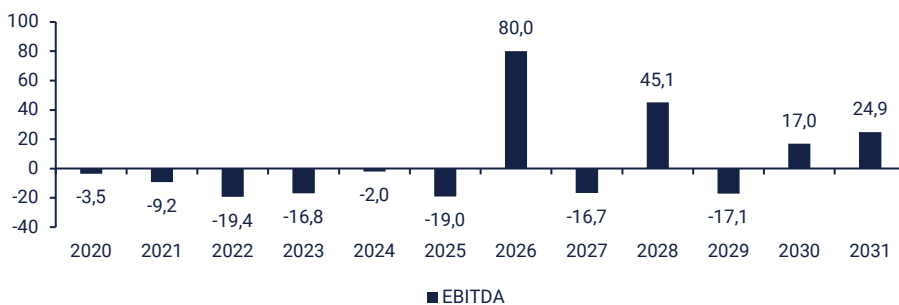
Nettoomsättning (MSEK), årlig utveckling (riskjusterad)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser. Avser Aberas andel av respektive projekt.

Vi har stuvat om i våra prognoser och räknar inte längre med att Abera kommer att bedriva klinisk utveckling med Ab-01.12 på egen hand. Vi antar i stället att det kommer att ske inom ramen för ett joint-venture. Exakt hur ett sådant samarbete kommer att se ut och redovisas är ännu oklart, Vi gör ett förenklat antagande att Aberas andel av ägande och kostnader uppgår till cirka 50 procent. Vidare räknar vi med att kliniska studier inleds först 2025. I gengäld har vi lagt till kostnader för den inledande utvecklingen av influensaprojektet.

Som vi skev i vår förra uppdatering räknar vi med att stödet från UK Vaccine Network under 2024 och 2025 innebär tydligt lägre förluster totalt sett jämfört med tidigare prognoser.

EBITDA (MSEK) (prognoser är riskjusterade)


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vi antar en relativt tidig utlicensiering inom influensa

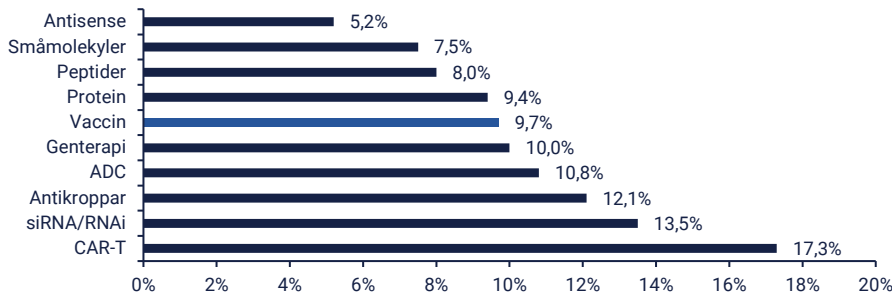
Som tidigare antar vi att Ab-01.12 utlicensieras efter genomförda fas IIa-studier, där våra antaganden bygger på att tidiga effektsignaler kan påvisas i en human challenge modell (pneumokocker). Vi räknar i vår modell med en utlicensiering 2026 i en affär värd upp till 660 MUSD. Vi räknar med en upfrontbetalning motsvarande fem procent av möjligt totalt värde och en royaltysats om 12,5 procent. Våra antaganden påminner om ett (förvisso begränsat) urval av licensaffärer som vi sammanställde i [initieringsanalysen](#). Vi bedömer att Abera kommer att försöka hitta en licenstagare relativt tidigt i den kliniska utvecklingen vilket gör dealstrukturen baktung. För influensaprojektet antar vi att en affär sker innan klinisk utveckling påbörjas. Det påverkar villkoren och vi antar ett totalt möjligt värde om upp till 250 MUSD, en upfrontbetalning motsvarande 2,5 procent av möjligt totalt värde och en royaltysats om 7,5 procent.

Vad gäller influensa så bör det finnas förutsättningar för en jämförelsevis snabb utveckling av en läkemedelskandidat. Antigenen är välkänd och utgörs av hemagglutinin (HA) vilka är molekylära strukturer på influensavirusens yta. Vissa delar av utvecklingen kan även ske med bidraget från UKVN och det finns också väletablerade prekliniska influensamodeller som för ett möjligt "proof of principle" relativt tidigt. Med pneumokockprojektet som referens antar vi att Abera kommer att söka en partner för extern finansiering inom influensa innan kliniska studier påbörjas. Vi räknar med att det sker 2026.

Sannolikhet till marknad

Baserat på statistik om läkemedelsutveckling bedöms sannolikheten att nå marknaden vara 7,9 procent för ett genomsnittligt läkemedelsprojekt i fas I. Faktorer som påverkar möjligheterna är indikation, mål molekyl och modalitet. Exempelvis är infektioner och vacciner indikationsområden/modaliteter där det historiskt varit högre chans än genomsnitt att nå framgång i klinisk utveckling.

Sannolikhet till godkännande från Fas I, per modalitet



Källa: Bio/Informa Pharma/QLS

I det här skedet antar vi en något lägre sannolikhet (20 procent lägre) för Aberas kandidater jämfört med ett genomsnittligt vaccinprojekt. Inget vaccin baserat på proteinantigen har ännu blivit godkänt för pneumokocker och Aberas teknologi har ännu inte studerats i människa. Vi har höjt antagandet för Ab-01.12 sedan den förra uppdateringen mot bakgrund av genomförda regulatoriska prekliniska toxikologiska studier.

Antaganden sannolikhet till marknad

Projekt	Indikation	Prekl.	Fas I	Fas II	Fas III	NDA	LOA
AB -01.12	Pneumokocker	85%	48%	30%	54%	93%	6,2%
	Influensa	50%	48%	30%	54%	93%	3,6%

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

Värdering

Breddad projektportfölj

Ändrade antaganden om Ab-01.12

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 ovan, där vi räknar med sannolikheter att nå marknad på mellan fyra och sex procent, beroende på projekt. I vår modell har vi använt en diskonteringsränta på 14,1 procent (tidigare 14,9 procent). Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2023* och utgörs av en riskfri ränta på 2,25 procent, en marknadsriskpremie på 6,1 procent och ett storleksbaserat tillägg på 3,8 procent. Vi har antagit ett betavärde på 1,2.

Vi beräknar ett lägre rörelsevärde på cirka 159 (218) MSEK. Förändringen beror främst på att vi har justerat våra antaganden för Ab-01.12. Mer exakt förändringen kring vårt tidigare antagande om att Abera skulle finansiera den tidiga kliniska utvecklingen på egen hand. Vi räknar i stället med att utvecklingen sker i ett separat bolag med nya delägare (50 procent). Därmed skulle den inledande kliniska utvecklingen delvis få extern finansiering i enlighet med den plan som Abera har kommunicerat. För Aberas aktieägare kan en sådan lösning samtidigt innebära en

”indirekt utspädning” av värdet, åtminstone jämfört med det tidigare motiverade projektvärdet i vår modell.

I vår värdering har vi nu även tagit hänsyn till den riktade emissionen under februari. I gengäld räknar vi med ett lägre framtida finansieringsbehov än i vår tidigare prognos för preklinisk utveckling (influensa) och övrigt i rörelsekapitalbehov till och med 2026. Det gör att rabatt för förväntad framtida finansiering minskar till ca 13 (22) procent. Sammantaget blir det nya motiverade värdet 9,5 (11,8) kronor per aktie i vårt basscenario.

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

Projekt	Indikation	LOA*, %	Royalty, %	Peak Sales, MUSD	Lansering	rNPV, MSEK
Ab-01.12**	Pneumokocker	6,2%	12,5%	1 510	2031	226
	Influensa	3,6%	7,5%	590	2033	69
Neoantigen***	mNSCLC, mCRC	-	-	-	-	-
Teknologivärde före skatt						295
Overhead och skatter						-136
EV						159
Nettokassa (24'Q2P)						8
Motiverat värde						167
Antal aktier						15,4
Per aktie, SEK						10,9
Rabatt för finansieringsbehov						13%
Motiverat värde per aktie, SEK						9,5

Källa: Carlsquare *LOA: Sannolikhet till lansering. **Värdering avser Aberas andel, som vi antar till 50 procent *** Exkluderat från värderingen i basscenarioet

Värderingsintervall

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

- Klinisk utveckling av Ab-01.12 påbörjas framgångsrikt.
- Vi utgår från att Ab-01.12 kan ta över ledarpositionen som första vaccindos i både barn och vuxna med en marknadsandel på över 40 procent och en toppförsäljning om 3,1 miljarder dollar (det vill säga dubbelt så högt som i basscenarioet.)
- Vi räknar med omkring dubbelt så hög toppförsäljning i influensa (~1,2 miljarder USD)
- Vi inkluderar även Neoantigenprojektet i vår värdering.

Vi beräknar ett motiverat värde om cirka 350 MSEK eller omkring 22 kronor per aktie efter utspädning.

I ett **försiktigt Bear scenario** räknar vi med att Ab-01.12 endast används som en booster för vuxna patienter och når en toppförsäljning om 500 MUSD. Neoantigenprojektet läggs ned. Vi beräknar ett motiverat värde om cirka 5,8 kronor per aktie efter utspädning.

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK)

	2023, kv3	2023, kv4	2024, kv1	2024, kv2p	2024, kv3p	2024, kv4p
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	0,0	2,6	2,3	5,5	2,3	5,5
Bruttoresultat	0,0	2,6	2,3	5,5	2,3	5,5
Totala rörelsekostnader	-4,2	-5,1	-2,6	-5,0	-4,9	-5,0
EBIT	-4,2	-2,5	-0,4	0,5	-2,6	0,5
EBITDA	-4,2	-2,5	-0,4	0,5	-2,6	0,5
EBT	-4,2	-2,4	-0,4	0,5	-2,6	0,5
Resultat per aktie	-0,32	-0,17	-0,02	0,02	-0,17	0,02

	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övr rörelseintäkter	0,7	1,2	1,9	2,6	15,5	4,2
Totala intäkter	0,7	1,2	1,9	2,6	15,5	4,2
Handelsvaror	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	0,7	1,2	1,9	2,6	15,5	4,2
Just. bruttoresultat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga externa kostnader	-1,5	-5,9	-15,2	-12,7	-11,0	-15,2
Personalkostnader	-2,6	-4,5	-5,9	-6,6	-6,5	-8,4
Av- och nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0
Totala rörelsekostnader	-4,1	-10,4	-21,2	-19,4	-17,5	-23,6
EBIT	-3,5	-9,2	-19,4	-16,8	-2,0	-19,3
EBITDA	-3,5	-9,2	-19,4	-16,8	-2,0	-19,3
Finansnetto	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
EBT	-3,6	-9,2	-19,4	-16,7	-2,0	-19,3
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0
Periodens resultat	-3,6	-9,2	-19,4	-16,7	-2,2	-19,3
Resultat per aktie	-0,5	-0,9	-1,7	-1,3	-0,1	-1,0

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
TILLGÅNGAR						
Immateriella anläggningstillgångar	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Materiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
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	0,2	17,3	0,8	0,8	0,0	0,0
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,0	0,2	1,5	3,4	0,0	0,0
Kassa och bank	0,9	12,0	15,4	3,3	5,5	0,4
Summa omsättningstillgångar	1,1	29,5	17,7	7,5	5,5	0,4
Summa tillgångar	3,0	31,4	19,6	9,3	7,4	2,3
EGET KAPITAL						
Summa eget kapital	0,5	29,2	16,8	5,7	7,4	2,3
SKULDER						
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,1	1,0	1,7	2,2	0,0	0,0
Övriga skulder	1,0	0,1	0,2	0,3	0,0	0,0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,4	1,2	1,0	1,2	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	2,5	2,2	2,8	3,7	0,0	0,0
Summa egetkapital och skulder	3,0	31,4	19,6	9,3	7,4	2,3

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2020	2021	2022	2023	2024p	2025p
KF löpande verksamhet	-3,5	-9,2	-19,4	-16,7	-1,1	-19,3
KF investeringsverksamhet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
KF finansieringsverksamhet	1,0	20,8	23,2	5,6	4,0	14,3
Periodens kassaflöde	-1,8	11,1	3,5	-12,1	2,5	-5,1
Likvida medel, BoP	2,7	0,9	12,0	15,4	3,3	5,8
Likvida medel, EoP	0,9	12,0	15,4	3,3	5,8	0,7

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.