

Cancerprojekt kan flyga högt

Mangold inleder bevakning av det läkemedelsforskande bolaget WntResearch med Köp och riktkursen 5,50 kronor per aktie på 12 månaders sikt. Risken i bolaget är hög men samtidigt ger det chans till stor uppsida i aktien som uppgår till över 240 procent i vårt base case. Bolaget genomför en fas 2-studie med läkemedelskandidaten Foxy-5 som ska förhindra spridning av metastaser. Finansiering för projektet är säkrat med en förestående nyemission vilket ger stöd åt aktien.

Foxy-5 kan ta betydande marknad

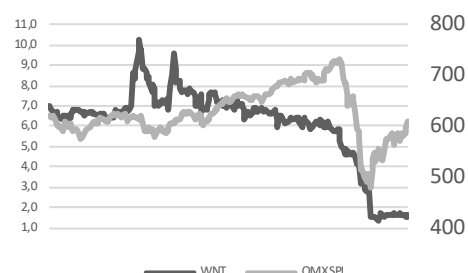
Om bolagets huvudprojekt Foxy-5 uppvisar en positiv trend i en pågående fas 2-studie är sannolikheten hög för att ett samarbete med ett läkemedelsbolag faller på plats vilket kan finansiera och avsluta studien. Foxy-5 har stor potential som förebyggande läkemedel inom kolorektal cancer och kan komma att ta en betydande del av denna marknad. Vid positiv fas 2-studie kan fler indikationer som bröst och prostata-cancer tillkomma vilket höjer värdet på bolaget.

Högriskaktie värd en chans

Bolagets aktie är lågt värderad utifrån genomförd riskjusterad DCF-värdering. Det ska framhållas att risken är hög i bolaget då bolagets enda projekt, Foxy-5 fortsatt har lång väg kvar till marknadsgodkännande. Detta har vi tagit höjd för med en rejäl riskjustering i projektet och ett högt avkastningskrav. Utifrån genomförd scenarioanalys med utgångspunkt i potentiell marknadsandel har vi valt att sätta rikturs 5,50 kronor per aktie i vårt base case.

Information

Rek/Rikturs (kr)	Köp 5,50
Risk	Hög
Kurs (kr)	1,60
Börsvärde (Mkr)	41
Antal aktier (Mln)	25,4
Free float	88%
Ticker	WNT
Nästa rapport	2020-08-13
Hemsida	wntresearch.com



Kursutveckling

	1m	3m	12m
WNT	-6,2	-74,6	-76,3
OMXSPI	8,3	-12,7	-20,3

Nyckeltal

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Intäkter (tkr)	-	-	-	100 000	100 000
EBIT (tkr)	-24 206	-25 082	-44 005	35 799	15 617
Vinst före skatt (tkr)	-24 206	-25 082	-44 005	35 799	15 617
EPS, justerad (kr)	-0,38	-0,40	-0,69	0,69	0,30
EV/Försäljning	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBITDA	-1,1	-1,0	-0,6	0,7	1,6
EV/EBIT	-1,1	-1,0	-0,6	0,7	1,6
P/E	-4,2	-4,0	-2,3	2,8	6,5

Ägarstruktur

	Kapital	Värde (MSEK)
Avanza Pension	11,1%	14,6
Nordnet Pension	10,7%	7,4
Kjell Stenberg	5,8%	7,2
Tommy Andersson	4,2%	5,8
Lars-Erik Forsgårdh	1,8%	4,8
Leif Bertils	1,1%	4,2
Nils Qvarner	1,1%	3,5
Bostadsrättsbyggarna	0,9%	2,7
Totalt	100%	

Investment Case

Cancerprojekt kan flyga högt

Mangold inleder bevakning av WntResearch med rekommendation Köp och en riktkurs på 5,50 kronor per aktie i ett 12-månaders perspektiv. Det innebär en uppsida på drygt 240 procent från börskursen 1,60 kronor beräknat på full utspädning i samband med den förestående företrädesemissionen och ett erbjudande om teckningsoptioner.

Köp rekommenderas med riktkurs 5,50 kronor per aktie

Foxy-5 fyller stort behov inom cancerbehandling

WntResearch har forskat fram en läkemedelskandidat som ska förhindra uppkomst av metastaser vid koloncancer. Det är ett område som saknar relevant behandling vilket gör att Foxy-5 kan komma att ta en stor del av marknaden. Inget av de läkemedel som bolaget konkurrerar med används för att förhindra metastaser. Mangold har räknat med ett försiktigt scenario om 3 procents marknadsandel inom kolorektal cancer i ett base case.

Läkemedelskandidat med unik position inom kolorektal cancer

Saker på plats i trögstartat cancerprojekt

Det har tagit längre tid än vad som varit planen för WntResearch att sätta en fas 2-studie för cancerprojektet Foxy-5, Neofox. En viktig pusselbit i att få igång studien har varit ny vd och styrelse samt ett inrättat vetenskapsråd. Nu när detta är på plats och studien pågår har förutsättningarna för ett positivt nyhetsflöde ökat.

Neofox- pågående fas 2-studie med Foxy-5

Starka forskningsdata ger stöd

För att förhindra uppkomst av metastaser har WntResearch tagit fram en peptid som hämmar proteinet WNT5A. Avsikten är att minska cancercellernas rörlighet vilket ska förhindra spridning av metastaser. Studien genomförs på koloncancer men om fas 2-studier visar effekt kan studier på andra indikationer som prostata och bröstcancer bli aktuellt vilket ökar potentialen.

Foxy-5 ska förhindra spridning av metastaser

Samarbete krävs för fortsatta studier

Bolaget väntas ge en uppdatering kring studien under det andra halvåret 2020. Om en trend kan påvisas där Foxy-5 ger effekt, dvs påverkar metastasering och återfallsrisk hos patienter med kolorektal cancer och indikationen tjocktarmscancer, lär samtal med eventuella partners för framtida studier ta fart något som höjer värdet på bolaget. Ett osäkerhetsmoment i tidsplanen är att Neofox-studien tillfälligt stoppats på grund av Corona-viruset.

Starkt nyhetsflöde väntas under andra halvåret

Corona-virus inger viss osäkerhet

DCF-värdering visar på uppsida

Mangold har valt att värdera WntResearch med en riskjusterad DCF-modell. Foxy-5 saknar konkurrerande läkemedel och teknikhöjden bedöms som hög. Utifrån dessa parametrar har vi i vårt base case kommit fram till ett motiverat värde på aktien som uppgår till 5,50 kronor per aktie.

Hög risk men stor potential i aktien

WntResearch - Bolag och ledning

En innovativ läkemedelsutvecklare inom cancer

WntResearch är ett forskningsbolag som utvecklar läkemedel inom cancerbehandling riktat till att motverka spridning av cancer. Bolaget grundades av professor Tommy Andersson och en forskargrupp vid Lunds Universitet. Syftet med bildandet var att utveckla proteinet WNT5A och dess funktion inom cancerbehandling. Bolaget driver läkemedelsprojektet Foxy-5, en ny typ av cancerläkemedel som hämmar tumörcellernas förmåga att sprida sig i kroppen. Tidigare preklinisk forskning har visat att Foxy-5 motverkar spridning av cancer, så kallad metastasering. För detta finns ett stort behov och Foxy-5 utvecklas i syfte att öka överlevnaden vid cancer genom att förhindra metastasering. Efter genomförda fas 1-studier med positiva resultat genomförs en fas 2-studie med Foxy-5. Bolaget noterades på Spotlight Stockmarket 2009.

Ny typ av cancerläkemedel som förhindrar metastaser

Ledning

Sedan 2017 har Peter Morsing varit vd för bolaget. Med en PhD i fysiologi och över 20 års erfarenhet från läkemedels- och bioteknikindustrin har Peter Morsing fört in kunskap i bolaget som exempelvis klinisk utveckling, strategiarbete och affärsutveckling. Han har en bakgrund inom hjärt- kärlsjukdomar men har även jobbat med onkologi. Peter Morsing har tidigare varit på Astrazeneca i olika positioner inom farmakologi och affärsutveckling samt arbetat som portföljförvaltare på andra AP-fonden med ansvar för de svenska och europeiska läkemedelsportföljerna. Senaste kom Peter Morsing från en tjänst som COO (Chief Operating Officer) för Vaccinogen Ind. Ett amerikanskt bioteknikbolag som utvecklar ett cancerläkemedel, Oncovax, för patienter med kolorektal cancer.

Erfaren vd har fört in ny kunskap i bolaget

Forskningschef i bolaget är Tommy Andersson. Han är grundare av bolaget och uppfinnare till de patent som finns i bolaget. Med en bakgrund som professor i experimentell patologi vid Lunds Universitet, docent och universitetslektor vid Linköpings universitet inom cellbiologi är han en nyckelperson i bolaget.

Tommy Andersson grundade bolaget

I teamet sedan 2016 finns Dennis Henriksen med som teknisk chef. Han har en bakgrund inom kemiteknik och över 20 års erfarenhet från bioteknikbolag som amerikanska Bionbraska, Bioscience, Verigen samt Sanos Biosciences. Det senare bolag var han med och grundade och som senare såldes. Dennis Henriksen har gedigen kunskap inom processvalidering och forskningsprojekt inom bioteknik däribland olika typer av cancer.

Finanschef (CFO) är Per-Ola Forsberg sedan 2016. Han har över 20 års erfarenhet från läkemedels- och bioteknikindustrin med positioner på börsnoterade life sciencebolag som Idogen, Lidds och Probi. På den senare var Per-Ola Forsberg även vice vd.

Branschkundig CFO

WntResearch - Styrelse och råd

Styrelsens medlemmar

Styrelsens ordförande är Gudrun Anstrén med en bakgrund som apotekare. Hon har haft olika befattningar i bolag som Organon, ICI-pharma och Astrazeneca och konsultverksamhet i bioteknikbolag. Erfarenhet finns inom alla delar i läkemedelsutvecklingen och inom olika terapiområden. Gudrun Anstrén har även varit ordförande i Föreningen för Klinisk Prövning inom Apotekarsocieteten.

Ordförande med bred bakgrund inom Life Science

Övriga ledamöter; Martin Olovsson, har en bakgrund som bland annat Nordenchef på Astrazeneca och vd för ett start-up bolag. Peter Ström, tidigare styrelseordförande, nu ledamot i WntResearch och en rad andra bolag som Vicore Pharma. Jan Nilsson, läkare och professor i experimentell kardiovaskulär forskning. Även ledamot i Vetenskapsakademien, Vetenskapsrådet och Abcentra samt ordförande i Hjärt-Lungfondens forskningsråd.

Vetenskapligt råd

WntResearch har genom det vetenskapliga rådet att tillgå en rad erfarna forskare inom tumörsjukdomar. Detta råd bistår med råd kring studiedesign samt tolkningar av dataresultat. Dessa medlemmar ingår även i säkerhetskommittén (DSMB-group, Data and Safety Monitoring Board).

Välrenommerat vetenskapligt råd

I bolagets vetenskapliga råd finns:

Joakim Gullbo, doktor med erfarenhet av klinisk forskning och cancer genom position som ansvarig för onkologi på Uppsala Universitetssjukhus. Han har en vetenskaplig bakgrund inom utveckling av läkemedel mot cancer. Arbetar med cancerstudier på amerikanska CRO-bolaget Theradex Oncology.

Jan Vermorken, professor från Nederländerna med intresse inom cancersjukdomar. Har varit verksam sedan 1975 och är numera konsult på universitet och sjukhus. Välkänd inom cancerforskning och erhåller ett stort nätverk inom Life science industrin,

Jan Vermorken, en viktig tillgång

Ramon Salazar, spansk doktor som specialiserat sig inom cancer. Har publicerat runt 200 artiklar i medicinska tidskrifter och är aktiv som talare på konferenser. Även huvudprövare för Neofox-studien.

Andrés Cervantes, spansk professor i medicin på Universitetet i Valencia. Verksam inom flera kommittéer och organisationer inom cancerområdet. Med i styrelsen för ESMO (European Society for Medical Oncology).

ESMO-ledamot inger tyngd

WntResearch - Verksamhet

Bakgrund

Spridning av cancer, metastaser, förekommer inom alla typer av cancer och ger i många fall upphov till livshotande tillstånd. Proteinet WNT5A, ett av fler proteiner i WNT-familjen, har en viktig funktion i att sprida cancerceller. Cancerceller med höga nivåer med WNT5A har visat sig vara mindre rörliga och därmed inte orsaka metastaser i samma utsträckning. WNT är ett protein som styr och påverkare ett antal processer i cellen. Den medverkar vid signalering mellan angränsande celler både under tidig utveckling samt under tillväxt och underhåll av olika vävnader. Vid cancer har det visat sig att WNT-signalering kan vara involverad i uppkomst och utveckling av tumörsjukdomar.

WNT5A finns naturligt i flera celler och ingår i olika cellulära processer. Proteinet (små proteiner) har bland annat visat sig vara involverat i olika typer av cancer där det hämmat metastasbildning genom att se till att cancerceller inte lossnar från vävnaden. Tumörceller med höga nivåer av WNT5A har visat sig ha en minskad förmåga att sprida sig. Låga nivåer har visat sig öka risken för metastasering. Enligt forskning korrelerar uttrycksnivån av WNT5A med risken av att dö i exempelvis bröst- kolon- och prostatacancer.

Foxy-5 en läkemedelskandidat

För att förhindra uppkomst av metastaser har WntResearch tagit fram en peptid som hämmar proteinet WNT5A vilket blivit läkemedelskandidaten Foxy-5. Denna peptid är löslig och enkel att hantera samt har lång hållbarhet. Avsikten med Foxy-5 är att minska cancercellernas rörlighet. WNT5A lämpar sig inte som läkemedel i sin naturliga form. Den binder till alla celler och vid en injektion skulle det innebära att den aldrig når fram till cancercellerna. För att komma runt problemet har en syntetisk kopia av en specifik del av proteinet WNT5A tagits fram.

Syftet med Foxy-5 är att den ska sättas in tidigt i behandlingen vid tumörupptäckt. Då väntas överlevnaden kunna öka. 40-50 procent av alla patienter med koloncancer bedöms ha ett lågt uttryck av WNT5A. Patienter med kolontumörer i stadium 3 (se appendix) har visat sig ha ett lågt uttryck av WNT5A. En pågående studie ledd av en forskargrupp i Danmark stärker denna hypotes: 70 procent av patienter i stadium 3 har visat lågt uttryck jämfört med 45 procent av patienter i ett tidigt stadium.

Mer om cancer och tumörer se appendix

WNT5A minskar risken att drabbas av metastaser

Tumör med mycket WNT5A släpper få tumörceller

Foxy-5 ska förhindra spridning av metastaser

Pågående studie stärker hypotes om att WNT5A påverkar sjukdomsförloppet

WntResearch - Projekt

Foxy-5 huvudspåret

Studier med Foxy-5 görs för att kunna påvisa att Foxy-5 påverkar metastasering och återfallsrisk hos patienter med koloncancer och indikationen tjocktarmscancer. Påvisad effekt skulle kunna öppna upp för fler studier inom cancersjukdomar exempelvis bröstcancer eller prostatacancer.

Fler studier med Foxy-5 möjliga

Studier med läkemedelskandidaten Foxy-5 i prekliniska studier har visat att den minskar tumörcellernas rörelseförmåga och motverkar uppkomsten av metastaser. Dessa effektstudier har genomförts i djurstudier (musmodell av bröstcancer) som visade att Foxy-5 minskade förekomsten av metastaser i lungor och lever med 70-90 procent jämfört med obehandlade djur. Dessa resultat har även bekräftats i musmodell av prostatacancer.

Foxy-5 minskar förekomst av metastaser i studie

Andra projekt

Möjligheten att använda Foxy-5 i kombination med andra läkemedel har undersökts. Detta skulle kunna bredda dess användningsområde. WntResearch har i ett samarbete med Köpenhamns Universitet genomfört prekliniska studier som visat att Foxy-5 kan ges samtidigt med immunonkologiska läkemedel utan att påverka deras effekt. Då Foxy-5 visat sig säker utan biverkningar finns även möjligheter till kombinationsbehandling med cytostatika.

Kombinationsbehandlingar med Foxy-5 kan bli aktuellt

Bolaget har tidigare framhållit Box-5 som en potentiell läkemedelskandidat, en hämmare av WNT5A. Det har dock framkommit i resultat från prekliniska studier att någon behandlingseffekt av Box-5 inom psoriasis inte kunnat påvisas. Psoriasis var ett sidospår och huvudindikationen är cancer. Dock så har bolaget valt att lägga detta projektet åt sidan för att kunna lägga resurser på Foxy-5.

Box-5 satt på vänt

Framgångsrika fas 1-studier

I fas 1-studier har det framkommit att Foxy-5 har en bra säkerhetsprofil och är väl tolererad. De doser som använts i säkerhetsstudier har varit avsevärt högre än vid förväntad human nivå. En fas 1b-studie genomfördes med ännu högre doser för patienter med spridd cancer och som drabbats av återfall efter behandling. Patientgruppen bestod av patienter med tumörer i bröst, prostata eller tjocktarm med mycket metastaser. Även i denna studie visade Foxy-5 god säkerhetsprofil. Toxikologisk expertis har även gett stöd till denna studie.

Foxy-5 vältolererad och säker i fas 1-studier

Neofox-studien

Studie med Foxy-5 i fas 2, benämnd NeoFox, genomförs på patienter med tjocktarmscancer med hög risk (patienter i stadie 3) för återfall efter att primärtumören opererats bort. Studien är öppen och resultat väntas kunna utvärderas redan under andra halvåret 2020. WntResearch inledde studiedesignen för en kommande fas 2-studie 2018 där Peter Morsing bidrog med sin erfarenhet. Studien med Foxy-5 i fas 2 har dragit ut på tiden dels på grund av ny utformning men rekryteringen har även försenats på grund av kompletterande ansökning i Ungern. Ett godkännande i Ungern gavs i februari 2020 där ett samarbete sker med Optimapharm i Ungern. Rekryteringstakten i Spanien har varit lägre än förväntat.

Neofox-studien sker med patienter i Spanien och Ungern

WntResearch - Projekt

Patientunderlaget har även visat sig vara för litet för att en analys av primär endpoint ska kunna göras under sommaren 2020 enligt tidigare plan. Nu väntas detta ske under andra halvåret 2020, givet att studien kommer igång efter paus på grund av virusutbrottet efter sommaren. Förhoppningen med denna studie är kunna påvisa en trend som ökar sannolikheten för statistisk signifikant effekt. Ungefär 100 patienter ska ingå i studien (antalet kan utökas då godkännande finns för 180 patienter).

Ett osäkerhetsmoment i tidsplanen är att Neofox-studien tillfälligt stoppats på grund av Corona-viruset. Detta gäller både för de spanska och ungerska klinikerna. När resurserna i sjukvården inte längre är upptagna av Covid-19 situationen ska studierna omgående kunna starta. När detta kan ske kan bolaget inte förutsäga.

Målet med studien är att visa att Foxy-5 förhindrar att cancer sprids (metastaser-ing). Så kallade endpoints utgörs av kriterier som tolerabilitet och tiden till återfall (här används en surrogatmarkör, ctDNA). Behandling ska pågå i 12 veckor (3 månader) och jämföras mot en kontrollgrupp utan Foxy-5 behandling. Patienterna kommer att följas i 24 månader och kontinuerligt utvärderas var tredje månad efter operation. Hur Foxy-5 påverkar tiden för återfall och antal patienter som får återfall i form av metastaser kommer att studeras. Dokumentering ska ske genom analys av cirkulerande tumör-DNA (ctDNA). Det har visat sig att ctDNA i blod ger besked om återfall tidigare än andra metoder som DT (datortomografi) eller MR (magnetrontgen) hos dessa patienter.

Uppdatering under andra halvåret 2020 för Neofox-studien - givet studiestart efter sommaren 2020


Corona-viruset har tillfälligt satt studien på paus

Hur Foxy-5 påverkar tiden för återfall studeras i studien

Fas 2-studie väntas pågå i 24 månader då slutligt resultat väntas

TIDSPLAN FAS 2-STUDIE MED FOXY-5

2019	2020H1	2020H2	2021	2022
Studiestart april	Patienter inkluderas	Rapportering indikativa resultat	Diskussioner om partnerskap	Studie avslutas mars



Källa: WntResearch

Samarbeten kring fas 2-studie

WntResearch är beroende av olika samarbeten för att kunna genomföra fas 2-studien med Foxy-5. Denna studie genomförs av kontraktsforskningsföretaget SMS Oncology (CRO) som hör hemma i Nederländerna. Bolaget har lång erfarenhet av cancerstudier med en etablering i Spanien. Det finns även ett avtal med svenska Biovica kring Divitum-analys som rör utveckling av en biomarkör till Foxy-5 för fas-2 studien. Bolaget har också knutit till sig Saga Diagnostics kring deras Kroma-teknologi för bestämning av ctDNA (cirkulerande tumör DNA). Det finns även ett samarbete med Sage Group i syfte att skapa ett intresse för WntResearch vilket kan underlätta framtida samarbeten.

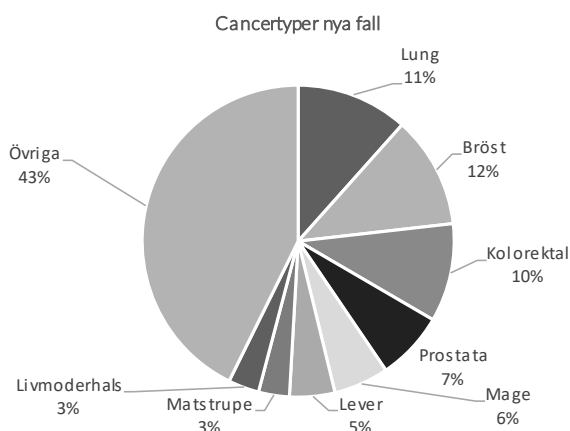
Sage Group viktig länk för framtida samarbeten

WntResearch- Marknad

Ökad förekomst av cancer - växande läkemedelsmarknad

WntResearch är inriktat på cancerläkemedel, en marknad som under senare år växt kraftigt. Globalt uppgick den till 99 miljarder dollar 2018 och väntas växa till 180 miljarder 2026. En tillväxttakt på 7,7 procent i snitt per år. USA är en viktig marknad och representerar 45 procent av den totala cancermarknaden. Utvecklingen av immunterapi har bidragit till en ökad läkemedelsförsäljning. Enbart marknaden för Immunterapi inom cancer väntas öka till över 115 miljarder dollar 2026 vilket innebär en tillväxt i snitt per år på över 10 procent enligt analyshuset Acumen Research & Consulting.

Cancerläkemedel har växt kraftigt under senare år

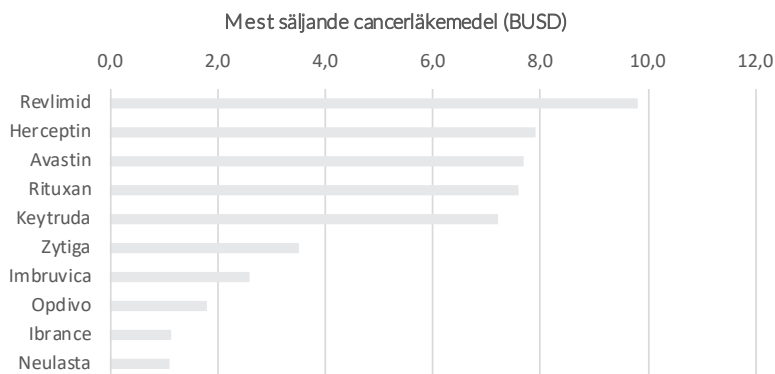


Flera olika typer av cancer där kolorektal cancer utgör 1/10 av den totala marknaden

Källa: WHO

Bland de bästa säljande läkemedlen inom cancerbehandling finns Revlimid som tillverkas av Celgene. Det används för att behandla myelom, en cancersjukdom som uppstår i benmärgen där blodet bildas. Herceptin (trastuzumab) används i samband med bröstcancer och är utvecklad av Roche. Även Avastin är utvecklad av Roche. Den används vid olika typer av cancer såsom njurcancer, äggstockscancer och uppkommande hjärntumörer. Läkemedel som klassas som immunterapi utgörs av Keytruda utvecklad av det amerikanska läkemedelsbolaget Merck och Opdivo av Bristol Myers Squibb. Zytiga används för behandling av prostatacancer och Ibrance och Neulasta för bröstcancer.

Cancerläkemedel är blockbusters - säljer mer än 1 miljard dollar (BUSD)



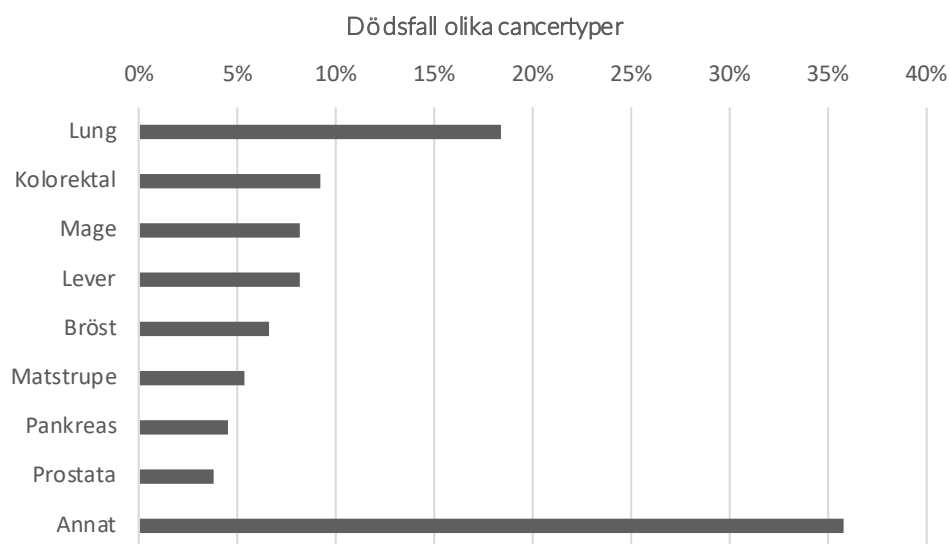
Källa: Evaluate Pharma

WntResearch - Marknad

Kolorektal cancer

WntResearch har valt att rikta in sig på läkemedel för kolorektal cancer i första hand. Denna cancersjukdom är den tredje vanligaste cancerformen hos både män och kvinnor efter bröstcancer och prostatacancer. Tjocktarmscancer är vanligare än ändtarmscancer som står för en tredjedel. Det uppskattas att 450 000 nya patienter tillkommer varje år i Europa. Globalt diagnostiseras 1,8 miljoner patienter årligen och i Sverige runt 6000 per år. Den är ovanlig före 40 års ålder och medianåldern då diagnos för sjukdomen ställs i Sverige ligger på 72 år. Överlevnadsgraden ligger på 65 procent. Trots tumörbehandling utvecklar hälften av patienterna levermetastaser, ett tillstånd som är allvarligt och ofta dödligt.

Metastaser vanligt inom kolorektal cancer



Källa: WHO

Läkemedelsmarknaden för kolorektal cancer (CRC-marknaden) väntas stiga till 16,6 miljarder dollar 2026 från 9,3 miljarder dollar 2018. En tillväxttakt på 7,6 procent per år i snitt enligt en rapport från Fortune Business Insights. 24 procent av den totala läkemedelsmarknaden för kolorektal cancer utgörs av immunoterapi enligt Fortune Business Insights.

Marknaden för kolorektal cancer - drygt 16 miljarder dollar 2026

WntResearch- Marknad

Förlopp och sjukdomsstadium för kolorektal cancer

Sjukdomen börjar som en polyp, en uppskjutande vävnadstillväxt. Dessa polyper kan vara cancerogena. Cencern kan bryta igenom tarmväggen och spridas till andra organ, förloppet är långsamt. Prognosen för överlevnad vid tidig diagnos är god. Det bästa sättet att bli av med sjukdomen är kirurgi i kombination med strålbehandling och cytostatika. På senare tid har användningen av målinriktade läkemedel ökat såsom Avastin (bevacizumab), Erbitux (cetuximab), Stivarga (regorafenib) och Vectibix (panitumumab). Dessa ges ofta tillsammans med cytostatika. Kolorektal cancer delas in i olika stadier. Om den upptäcks i stadium 1, kan patienten botas genom operation. Därefter sjunker andelen som kan botas till 80-90 procent i stadium 2.

Stadium I: tumören är begränsad till tarmväggen. Kirurgi används vanligen.

Stadium II: tumören har vuxit igenom tarmväggen, men inte spridits. Kirurgi i kombination med cytostatika. FU-läkemedel som Fluorouracil och Xeloda samt Eloxatin, Camptosar och Lonsur används vid behandling. Vanliga kombinationer är Folfox (fluorouracil och leucovorin) andra kombinationer är Folfiri, Folfixiri och Xelox.

Stadium III: det finns spridning till lymfkörtlar i närheten av tumören. Ett stadium som saknar bra behandling och där Foxy-5 kan fylla en funktion genom att förhindra metastaser.

Stadium IV: tumören har vuxit över till organen intill tarmen eller spridit sig och bildat metastaser i andra delar av kroppen som till lever, lungor eller bukhinnan. Här finns mer etablerad behandling med olika läkemedel; PD1 (Keytruda), Anti-EGFR (Erbitux), Multikinase inhibitor och VEGF (Stivarga och Avastin). Prognosen för kolorektal cancer beror i stor utsträckning på hur mycket den hunnit sprida sig. Av de patienter som fått metastaser sjunker överlevnaden till 10-15 procent.

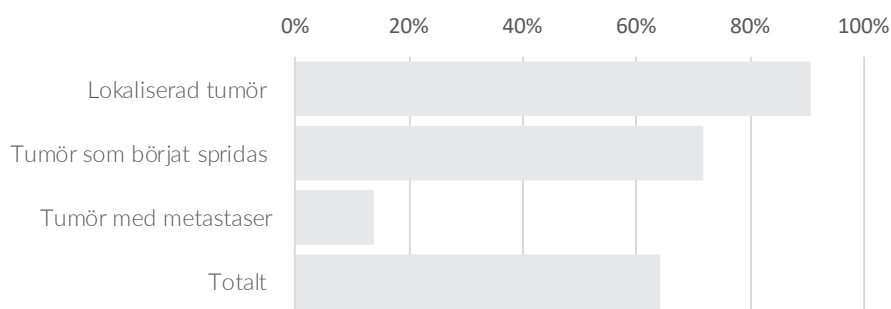
Polyper kan vara upphov till cancer

Kirurgi används vid kolorektal cancer i stadium I

Foxy-5 fyller ett delområde som är obehandlat

Hög dödlighet i stadium IV

Överlevnad 5 år (patienter kolorektal cancer)



Källa: WHO

WntResearch - Marknad

Prostatacancer

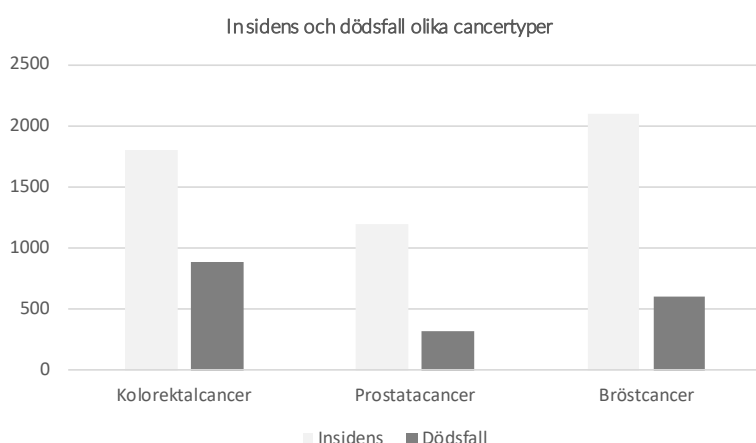
Prostatacancer är den vanligaste cancerformen bland män och har hög dödlighet. Under 2018 uppgick antalet nya fall till 1,3 miljoner. Denna terapimarknad uppgick till 6,9 miljarder dollar 2018 och väntas öka till 9,9 miljarder dollar 2026 enligt P&T Community. Det utgör en tillväxt per år på 4,6 procent i snitt. Behandling sker inledningsvis med kirurgi eller strålning. I ett senare skede används läkemedel, cytostatika eller hormonbehandling. Prostatacancer är beroende av det manliga könshormonet testosteron för att växa och med hormonbehandling kan produktion av hormonet hämmas. Hormonellt verkande behandlingar utgörs av läkemedel som blockerar ett enzym i testosteronsyntesen exempelvis Zytiga eller Xtandi.

Hormonbehandling vid prostatacancer vanligt

Bröstcancer

Den vanligaste cancerformen bland kvinnor är bröstcancer, även denna cancerform har hög dödlighet. Marknaden för läkemedel uppgick 2018 till 16,2 miljarder dollar och väntas uppgå till 30,6 miljarder dollar 2025 vilket utgör en tillväxt i snitt per år på 9,5 procent. I första hand används kirurgi, där målet är att avlägsna lokaliserad cancer vilket kan innebära en liten del eller att hela bröstet måste opereras bort. Strålning används efter operation i vissa fall. Om tumören är stor kan läkemedelsbehandling krävas för att krympa den. Vanligen sker detta med cytostatika, hormonella läkemedel (tamoxifen – blockerar östrogen). I vissa fall, vid spridd cancer, kan antikroppar som trastuzumab och pertuzumab ges vid HER2-positiv bröstcancer vilket är den näst vanligaste bröstcancerformen efter hormonpositiv bröstcancer.

Bröstcancer är den vanligaste cancerformen bland kvinnor



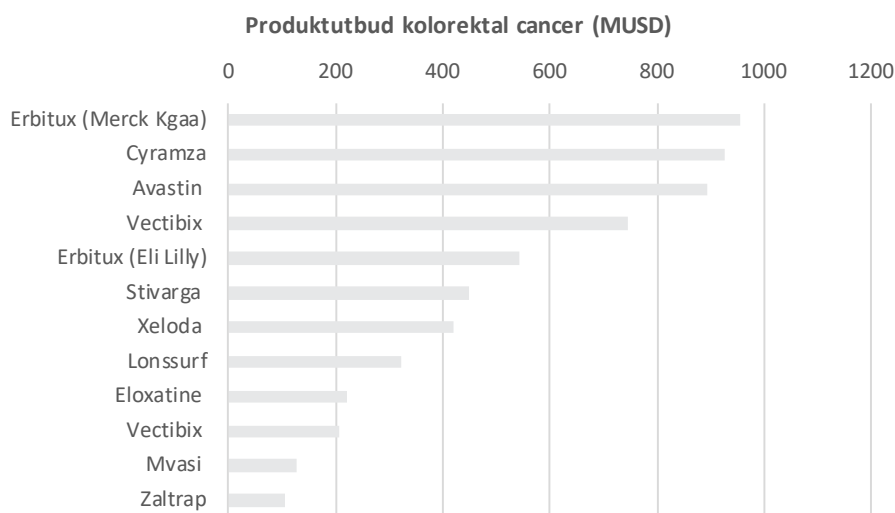
Källa:WntResearch

WntResearch - Marknad

Behov av nytt läkemedel - Foxy-5 är unik

De cancerläkemedel som finns på marknaden mot spridd cancer är främst inriktade på patienter med återkommande tumörer. Dessa läkemedel är även kostsamma och förknippade med biverkningar. Foxy-5 utvecklas i syfte att minska antalet patienter som drabbas av spridd cancer. Den ska sättas in tidigt i behandlingen vilket ska förhindra att metastaser utvecklas. Konkurrensen inom detta segment är begränsad då endast ett fåtal studier inom samma område som WntResearch genomförs pågår. I NIH-databasen för läkemedelsprojekt finner vi runt 30 pågående studier i klinisk fas med WNT. Ingen av dessa vänder sig mot kolorektal cancer i det stadium som WntResearch gör.

Begränsad konkurrens för WntResearch med Foxy-5



Hård konkurrens - men inget av dessa läkemedel används för att förhindra metastaser

Källa: Druganalyst.com

Det finns ett stort behov av ett nytt läkemedel. Hälften av alla patienter som diagnostiseras med kolorektal cancer når stadium 4 (IV). Foxy-5 är inriktat på stadium 2 i sent skede (IIc) och 3 (III) där den kan förhindra spridning av metastaser. Inom dessa stadier finns inget läkemedel. Lyckas Wnt Research skulle detta innebära ett minskat behov av att använda läkemedel i stadium 4 där läkemedelsutvecklingen ökat kraftigt. Den konkurrens som kan uppstå väntas komma från cytostatika som sätts in som förebyggande och låga doser med aspirin (acetylsalicylsyra).

Foxy-5 kan ta marknadsandelar från läkemedel i stadium IV

BEHANDLING CRC

	Stadium I	Stadium II	Stadium III	Stadium IV
Kirurgi	X	X	X	
Cytostatika	X	X	X	X
Strålning		X	X	X
Foxy-5		(X)	X	
Antiangiogenic				X
Anti-EGFR				X

Källa: WntResearch

WntResearch - Marknad

Affärer i sektorn

Aktivitet mellan läkemedelsbolag och bioteknikbolag inom cancerområdet är hög och stora affärer har genomförts. Läkemedelsbolaget Pfiizers köpte Array Biopharma 2019 för 11,4 miljarder dollar. Array är inriktat på cancerläkemedel och har projekt i sen klinisk fas inom kolorektal cancer (BRAF-mutant metastatic colorectal cancer (mCRC)). Ett annat större förvärv som genomförts inom cancer är Eli Lillys köp av Loxo Oncology för 8 miljarder dollar. GlaxoSmithKline (GSK) köpte även Tesaro för 5,2 miljarder dollar.

Läkemedelsbolag gör stora affärer inom cancerområdet

Antalet deals mellan 2015 och 2019 har minskat från över 90 till runt 60. De flesta affärer görs i slutet på året men även första halvåret visar hög aktivitet enligt statistik från Clarivate Analytics. De flesta licensaffärerna under senare år har gjorts med projekt i fas 2. Bland de som gjorts i fas 3 sticker Astrazenecas affär med Daiichi Sankyo ut. Den uppgick till närmare 7 miljarder dollar. Exempel på licensaffärer gjorda i fas 2 eller fas 1 visas i nedanstående tabell där köpande bolag står först:

Flest affärer görs i fas 2

LICENSAFFÄRER CANCER

Bolag	Projekt	Klass	Indikation	Upfront (MUSD)	Milestones (MUSD)
J&J/Argenx	CD70	Antibody cusatuzumab	Leukemi	300	1300
J&J/Yuhan	Lazertinib	EGFR Inhibitor	Lungcancer	50	1200
Bavarian/BMS	Prostvac	Immunoterapi	Prostata	60	915
Janssen/Alligator	ADC-1013	Immunoterapi	Spridd cancer	35	695
Janssen/Aduro	Gvax	Immunoterapi	Prostata		365
Snitt				111	895

Källa: Mangold Insight

En eventuell licensaffär för WntResearch är rimlig att anta om data i fas 2-studier visar att effekt kan nås. Aktivitet inom cancerområdet är hög och de större läkemedelsbolagen söker investeringar. Det svenska bioteknikbolaget Alligator erhöll 35 miljoner dollar i upfront i en licensaffär värd 695 miljoner dollar 2015 (nu återtagna rättigheter av Alligator).

Licensaffär trolig för WntResearch om fas 2-studie går rätt väg

Fas 2-studier kommer att pågå fram till och med 2021 och under denna period väntas bolaget uppdatera marknaden om hur studien går vilket lär trigga aktiemarknaden till spekulationer om ett licensavtal. Innovationshöjden i Foxy-5 är hög varmed ett större licensavtal går att motivera vilket väntas påverka aktien positivt. Sannolikheten för att WntResearch ska nå en licensaffär väljer vi att sätta till 50 procent. En rimlig licensaffär bör med dessa antaganden ligga på 400-600 miljoner dollar. 10 procent skulle då kunna utgöra upfront vilket skulle motsvara runt 500-600 miljoner kronor. Mangold har valt att sprida ut en tänkt upfront-betalning över flera år. Sammantaget uppgår en tänkt affär till 500 miljoner kronor fram till 2024 i våra prognoser.

WntResearch - Finanser

Fas 2-studier finansieras med nyemission och teckningsoptioner

Wnt Research är ett läkemedelsutvecklande bolag och saknar därmed löpande intäkter. Intäkter de närmaste åren väntas komma från licensbetalningar från eventuella partners. Fram till dess att bolaget sluter avtal med en partner som kan finansiera Foxy-5 projektet är bolaget i behov av kapital från kapitalmarknaden.

För att kunna genomföra den pågående fas 2-studien genomför bolaget en företrädesemission. Den är garanterad till 80 procent av teckningsförbindelser och garantiåtaganden. Denna emission ger vid fullteckning bolaget kapital på 38 miljoner kronor vilket är det kapitalbehov som behövs för de kommande 12 månaderna. Vi den senaste delårsrapporten (Q1, 2019) uppgick kassan till 7 miljoner kronor samtidigt. Med en burn-rate runt 30 miljoner kronor skulle detta räcka för kommande 12 månader.

Eventuella licensintäkter kan uppkomma andra halvåret 2020 men kan även dröja fram till 2022 då studien väntas bli klar. En fas 2-studie med runt 80-100 personer bedöms kosta runt 80 miljoner kronor att genomföra.

Bolaget har även möjlighet att under 2021 ta in ytterligare 38 miljoner kronor i ett teckningsoptionserbudande. Således, om dessa teckningsoptioner utnyttjas, skulle bolaget långsiktig vara finansierat för att genomföra fas 2-studier. Kapitalet kommer att användas för Foxy-5 för fas 2-studierna samt viss preklinisk verksamhet för rörelsekapital. Bolaget har som målsättning att göra fas 2-studier och sedan hitta en partner som kan ta över projektet.

Mangold har valt att räkna med full utspädning av aktier i denna analys. Vi har utgått från 25,4 miljoner aktier, innan emission, för att sedan lägga till antal aktier efter nyemission och tillkommande teckningsoptioner (TO). Teckningsförbindelser finns med ledning och ordförande i bolaget i den förestående nyemissionen.

Finansiering på plats för fortsatta studier med Foxy-5

Tar in 38 miljoner kronor i en företrädesemission

Ytterligare kapital i teckningsoptioner möjliggjort

Full utspädning används i denna analys

AKTIESTRUKTUR NYEMISSION/TECKNINGSGSOPTIONER

Antal aktier (Miljoner aktier)	25,4
Nyemission nya aktier	25,4
Tillkommande TO	12,7
Totalt antal aktier full utspädning	63,4

Källa: Mangold Insight

WntResearch - DCF-värdering

Scenarioanalys med DCF-modell

Värdering är baserad på en sannolikhetsjusterad DCF-modell. Detta är den gängse metoden för att värdera bioteknikbolag med intäkter som uppkommer långt fram i tiden. Mangold har valt värdera ett projekt i WntResearch över dess patenntid. Det kan finnas möjligheter med Foxy-5 i andra indikationer men detta lär kräva många år av forskning och kapital varmed vi utelämnar det i denna analys. En investering i bioteknikbolag med endast ett projekt är förknippat med mycket hög risk då merparten av värdet kan försvinna om projektet inte når sitt mål. Risken fångas in genom att använda sannolikhetsberäkningar, LOA (Likelihood of Approval) enligt en studie av Biotechnology Innovation Organization. I tillägg används även ett högt avkastningskrav i vår DCF-modell för att återspegla den höga risken på 20 procent. För cancerprojekt i fas 2 anges en LOL på 25 procent vilket vi valt att använda oss av i denna analys. Vi räknar med en royaltysats på 18 procent och har utgått från försäljningscykler från läkemedel som används för att behandla kolorektal cancer (Stivarga, Erbitux och Vectibix).

Riskjustering och högt avkastningskrav används

WNTRESEARCH DCF-MODELL

Projekt	Indikation	LOL	Royaltysats	Peak sales (MUSD)	Lansering	EV (Mkr)
Foxy-5	Kolorektal cancer	25%	18%	964	2026	1330
rNPV (riskjusterat)						332
Kassa						22
Skulder						3
Motiverat börsvärde						351
Antal aktier full utsp (Milj)						63,4
Motiverad aktiekurs (kr)						5,54

Källa: Mangold Insight

Mangold har valt en scenarioanalys med utgångspunkt från potentiell marknad för kolorektal cancer (se marknadsavsnitt). Foxy-5 väntas ta marknadsandelar från etablerad terapi i stadium IV (behandling kolorektal cancer) vilket kan utvecklas i olika hög grad vilket denna analys ska återspegla. I vårt bas scenario (base case) har vi valt en försiktig ansats där Foxy-5 kan ta 3 procent av den totala marknaden för kolorektal cancer. I ett mer positivt scenario (bull scenario) räknar vi med 5 procent. I ett mer dämpat scenario (bear scenario) har vi räknat med 1 procent. Det motiverade värdet utifrån dessa scenarion visas i nedanstående tabell.

Försiktig ansats i base case

SCENARIOANALYS

	Bull	Base	Bear
Marknadsandel (%)	5%	3%	1%
Motiverad aktiekurs (kr)	7,05	5,54	4,02

Källa: Mangold Insight

WntResearch - Peer Värdering

Lågt teknologivärde jämfört med peers

För att få en uppfattning hur läkemedelsutvecklande bolag med inriktning mot cancer värderas på den svenska börsen har vi valt att göra en peer värdering. För en relevant jämförelse väljer vi att utgå från teknologivärdet. Detta värde fås fram genom att kassan tas bort från dess börsvärde. Uppgifter om dess kassa har tagits från den senaste delårsrapporten eller bokslut i de fall kvartal 1 2020 inte kommit. Det är tydligt att teknologin i WntResearch inte värderas högt i jämförelse med utvalda bolag inriktade på cancer (listade bolag på First North, NGM och Spotlight).

Börsen värderar WntResearchs teknologi lågt i jämförelse med liknande bolag

RELATIVVÄRDERING

Bolag	Inriktning	Indikationer	Huvudprojekt	Klinisk fas	Teknologivärde (Mkr)
Bioinvent	Immunonkologi	Lymfom (NHL)/Solid cancer	BI-1206 (flera)	Fas 1	642
Immunicum	Immunonkologi	Njur/levercancer	Ilixadencel (flera)	Fas 1/2	435
Alligator	Immunonkologi	Spridd cancer (CD40/CTLA4)	Mitazalimab (flera)	Fas 1/2	400
Scandion Oncology	Onkologi	Kolorektal/pankreas/bröstcancer	SCO-101	Fas 2	318
Rhovac	Immunterapi	Cancervaccin/prostata	RV001	Fas 2	224
Sprint Bioscience	Tumörmetabolism	Leukemi/lymfom	PIP4K2/Vps34	Preklin	150
Isofol	Onkologi	Kolorektal cancer	Arfolitixorin (mCRC)	Fas 3	131
Snitt					328
WntResearch					63

Källa: Mangold Insight

Sammanfattning värdering

Mangold har i denna analys utfört en riskjusterad DCF-värdering och tagit hänsyn till olika marknadsscenarion för att komma fram till ett motiverat värde. I ett base case värderas bolaget till närmare 350 miljoner kronor med hänsyn tagen till full utspädning vid kommande företrädesemission och teckningsoptionserbjudande. Det skulle utgöra en mer rimlig värdering i jämförelse med liknande bolag enligt den peer-värdering som genomförts.

DCF-värdering grunden för vår riktkurs

DCF-värdering är vår utgångspunkt för vår rekommendation där vår riktkurs i aktien sätts till 5,50 kronor. Mangold vill framhålla att risken är hög. Om bolaget inte når sina endpoints (mål) i den pågående fas 2-studien riskerar stora värden att försvinna ur bolaget. Samtidigt har vi valt att justera för risker vilket tar hänsyn till de sannolikheter som föreligger för ett bioteknikbolag med ett cancerprojekt som genomgår fas 2-studier.

Hög risk stor potential - riktkurs 5,50 kronor

SWOT - Analys WntResearch

Styrkor

- Unik molekyl
- Starka fas 1-data
- Säkrat kapitalbehov i 12 månader

Svagheter

- Enprojektsbolag
- Få nyckelpersoner
- Hög risk att utveckla helt ny läkemedelskandidat

Möjligheter

- Utlicensiering
- Hög M&A aktivitet inom cancerområdet
- Öppen studiedesign kan ge tidiga resultat

Hot

- Kapitalbehov vid utdragna studier
- Stor konkurrens inom cancerläkemedel
- Uteblivet positivt resultat från fas 2-studie

WntResearch - Appendix

Cancer

Cancer är en genetisk sjukdom, men sjukdomen påverkas även av livsstil. Genom hälsosamma levnadsvanor kan risken minskas. Cancer uppstår när en tidigare frisk cell börjar uppföra sig fel genom att dela sig ohämmat. Fler cancerceller bildas till en klump som kallas för tumör. Den får näring av nybildade blodkärl vilket gör att den växer. Tumörer kan vara godartade, dessa kan ej sprida sig till andra organ och elakartade som kan växa igenom andra vävnader. Om en cancercell utvecklats i en bröstcell kallas den för bröstcancer. Sjukdomen kan uppstå på flera olika sätt och delas in i undergrupper. De vanligaste cancerformer är bröstcancer, hudcancer, lungcancer, prostatacancer, kolorektal cancer, urinblåsecancer och cancer i bukspottskörteln.

Cancer är en genetisk sjukdom

Metastaser

Spridning av cancer, metastasering kan uppstå vid alla typer av cancer. Denna process börjar i en primärtumör. När denna växer blir cancerceller mer rörliga och kan sprida sig. Metastaser lokaliseras vanligen i närliggande lymfkörtlar, regional metastasering. Om den sprider sig till organ i andra delar av kroppen såsom lungor, skelett, lever, hjärna eller lymfsystem kallas det fjärrspridning.

Spridning av cancer kan ge upphov till tumörer

Cancerbehandling

All behandling av cancer görs för att bota eller skjuta upp sjukdomsförloppet. Behandling av cancer har historiskt skett med kirurgi och strålbehandling. Ungefär hälften av alla cancerpatienter genomgår kirurgi. Målsättningen med detta är att få bort alla cancerceller. Kirurgisk behandling sker ofta i kombination med strålbehandling. Om tumören spridit sig begränsar det möjlighet till kirurgisk operation. Inom strålbehandling används linjäracceleratorer där precisionen utvecklats och dosplanering förbättrats.

Cancer saknar botande läkemedel

Cytostatika (cellgifter)

Läkemedel mot cancer har blivit allt vanligare. Det är främst cytostatika som använts sedan 40-talet. På senare år även immunterapi. Cytostatika (cellgifter) ges för att döda cancercellerna eller för att bromsa upp förloppet. Fördelen med cytostatika är att det förs med blodet ut i hela kroppen och då når alla cancerceller som lossnat från modertumören och som vuxit ut till metastaser (dottertumörer). Sedan 30-talet har det varit känt att folsyra stimulerar tillväxten av lymfocyter. Lymfocyter bildas i benmärgen och är en typ av vita blodkroppar som hör till kroppens adaptiva immunförsvar. Immunförsvaret byggs upp allteftersom kroppen utsätts för bakterier, virus och andra skadliga ämnen. Lymfocyter kan delas in i olika celltyper. Vanligast är B-celler, T-celler. B-celler eller B-Lymfocyter producerar antikroppar som gör att kroppen kan känna igen och bekämpa bakterier och virus. Dessa kallas IgM. T-celler är viktiga i försvaret mot en rad bakterie- och virusfunktioner. De cirkulerar i kroppen och kallas vanligen mördarceller. Vita blodkroppar består även T-hjälparceller och renhållningsceller (makrofager).

Cytostatika används för att döda cancerceller eller bromsa cancerförloppet

WntResearch - Appendix

Cytostatika angriper sjuka celler och dödar dessa på olika sätt. Antingen genom att angripa DNA-molekylen i cellkärnan, påverka celldelningen eller blockera kroppens naturliga produkter i ämnesomsättningen. Olika typer av cytostatika är Mitoshämmare, Antimetaboliter, Alkylerare eller antibiotika som inhiberar tumörtillväxt. Behandling med cytostatika är förknippat med biverkningar som illamående, trötthet, håravfall, aptitlöshet, ökad infektionsrisk och blödningar samt försämrad reproduktionsförmåga då mängden könshormon minskar.

Biverkningar vanligt vid cytostatika-behandling

Exempel på läkemedel mot cancertumörer som växt fram under 1900-talet är Metotrexat. Det godkändes av det amerikanska läkemedelsverket, FDA, 1956 som det första läkemedlet mot metastaserande cancer. Amerikanska Eli Lilly utvecklade Velban (vinblastine), bolagets första onkologiläkemedel. Velban är ett växtextraherat läkemedel som använts vid kemoterapi till tumörbehandling. Även taxol kom till på liknande sätt genom växtextrakt. Bristol Myers Squibb registrerade Taxol (Paclitaxel) som läkemedel på 80-talet mot äggstockscancer. Andra typer av cancerläkemedel som utvecklats är antracykliner, cytostatiskt antibiotika (doxorubicin).

Metotrexat vanligt vid metastaser

Immunterapi

Under senare år har användningen av antikroppar mot cancer ökat, så kallad immunterapi. Rituximab, kom först och framställdes 1991 av IDEC Pharmaceuticals. Ett färdigt läkemedel utvecklades och godkändes 1997, Mabthera. Sedan dess har utvecklingen av antikroppar som ökar immunförsvaret genom T-cellsaktiverande antikroppar ökat där läkemedel som Opdivo och Keytruda varit framgångsrika på marknaden. Immunterapi används främst mot aggressiv, metastaserad (spridd) cancer. Immunterapi mot cancer fick Nobelpriset 2018 i medicin då det gick till James P Allison och Tasuku Honjo för dess upptäckter att immunförsvaret kan attackera cancerceller. I normala fall finns det kontrollpunkter (checkpoints) som bromsar immunförsvaret från att bli för aktivt. Genom att utveckla antikroppar mot sådana checkpoints kan den bromsande effekten hämmas och därmed kan immunförsvaret öka vid cancer.

Rituximab först ut bland immunonkologiska (I/O)-läkemedel

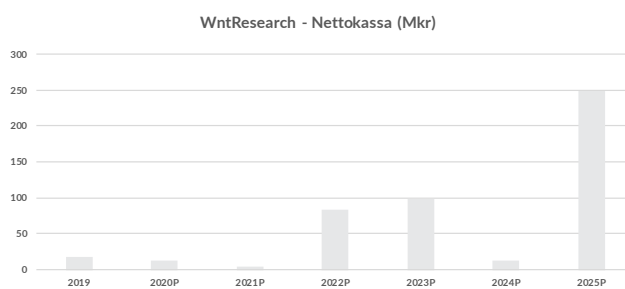
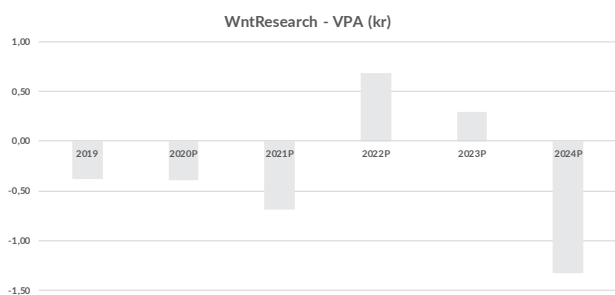
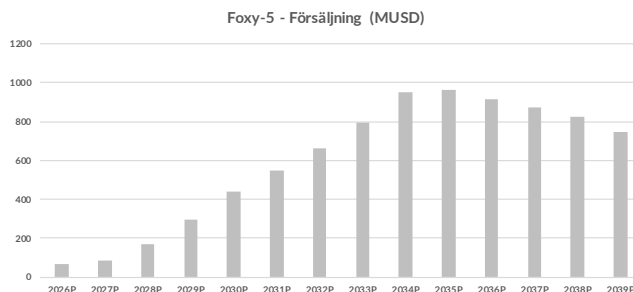
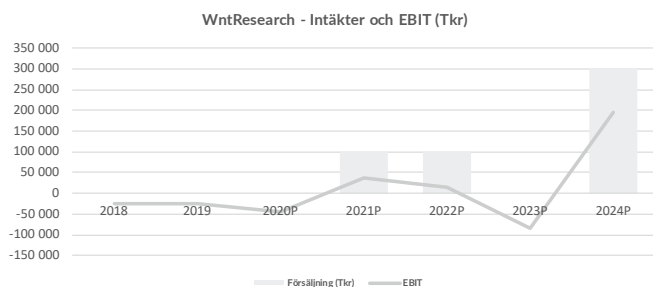
Patent

Det finns 3 godkända patentfamiljer. Dessa tillhör peptiden Foxy-5, Box-5 för behandling av melanom samt Foxy-5 för behandling av prostatacancer. Foxy-5 är patentskyddad fram till 2032 för prostatacancer i USA och EPC. Foxy-5 fram till 2026 (2029 i USA) och Box-5 till 2029.

Marknadsexklusivitet erhålls på åtta år i EU och sju år i USA oavsett hur mycket som återstår av patentskyddet. Bolaget har även lämnat in ytterligare 5 patentsökningar och arbetar aktivt med att lämna in nya. Ett exempel på det är patent för tillverkningsmetoden.

Patent för Foxy-5 kan förlängas

Appendix Diagram



Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (Tkr)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Intäkter (inkl licensavtal)	0	0	0	100 000	100 000	0	300 000
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	0	0	0
Bruttovinst	0	0	0	100 000	100 000	0	300 000
Rörelseresultat	-24 206	-25 082	-44 005	35 799	15 617	-84 553	195 290
Räntenetto	0	0	0	0	0	0	0
Resultat efter finansnetto	-24 206	-25 082	-44 005	35 799	15 617	-84 553	195 290
Skatter	0	0	0	-7 876	-3 436	0	-42 964
Nettovinst	-24 206	-25 082	-44 005	43 675	19 052	-84 553	238 254

Balansräkning (Tkr)	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P
Tillgångar							
Kassa o bank	21 551	15 083	6 809	85 951	102 654	15 921	252 152
Kundfordringar	498	1 466	733	733	733	733	733
Lager	0	0	0	0	0	0	0
Anläggningstillgångar	3 433	3 807	6 502	9 034	11 383	13 564	15 587
Totalt tillgångar	25 482	20 356	14 043	95 718	114 770	30 218	268 472
Skulder							
Leverantörsskulder	4 739	2 000	1 694	1 694	1 694	1 694	1 694
Totala skulder	2 905	2 971	3 005	3 005	3 005	3 005	3 005
Eget kapital							
Bundet eget kapital	1 932	1 932	1 932	1 932	1 932	1 932	1 932
Fritt eget kapital	15 906	13 453	7 413	89 087	108 140	23 587	261 841
Totalt eget kapital	17 838	15 385	9 345	91 019	110 072	25 519	263 773
Skulder och eget kapital	25 482	20 356	14 043	95 718	114 770	30 218	268 472

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. De lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i WntResearch.

Mangold äger aktier i WntResearch.

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

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent