

WntResearch

Blockbusterkandidat mot klinisk fas

Uppdragsanalys

Aktietorget

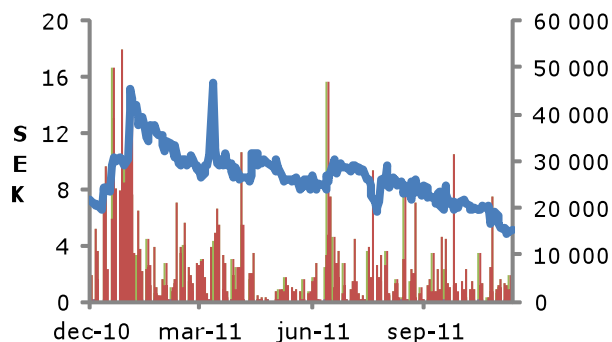
Köp

- **Forskning i världsklass kan ge blockbuster**
 - Mycket välrenommerad forskargrupp knuten till bolaget
 - Läkemedelskandidaten Foxy-5 visar mycket lovande prekliniska resultat mot metastasering i bröstcancer. Prostatacancer och kolorektalcancer möjliga ytterligare indikationer
 - Stort medicinskt behov och breda indikationer öppnar vägen för utlicensiering 2014 vid framgångsrika fas II-studier
- **Studie på människa nästa steg**
 - Framgångsrik toxstudie genomförd under 2011
 - Godkännande för kliniska studier 2 kv. och start fas I under andra halvåret förväntade milstolpar under nästa år
 - Låg toxikologisk risk och möjlig "proof of concept" redan i fas I höjer temperaturen
- **Pressad kurs**
 - Svagt sentiment i sektorn, oklarhet kring nedlagd indikation och förestående nyemission har bidragit till överdriven kurspress
 - Mycket låg värdering för bolag i klinisk fas ger stor potential i takt med att frågetecknen rätas ut. Vi ser ett riskjusterat motiverat bolagsvärde på minst 200 MSEK, motsvarande 14 SEK per aktie efter utspädning

WntResearch går nu in i en fas där studie på människa är aktuell. Toxicitetsstudien är avrapporterad problemfritt vilket gör att nästa steg mot ett fungerande läkemedel mot metastaser kan tas. Utväxlingen i värdet på bolagets läkemedelskandidat kan bli mycket hög om i Fas I-studierna blir framgångsrika. Bolaget arbetar med tre indikationer som samtliga har potential att bli så kallade blockbusters, så potential saknas inte.

Aktiedata

Aktiekurs, kr	5,25
Marknadsvärde, MSEK	45
Antal aktier, milj (e nyemission)	8,63
Nettoskuld(+)/Kassa(-) MSEK	-10
Enterprise Value (EV) MSEK	35
Sektor	Hälsovård
Lista	Aktietorget
Risk	Hög
Börspost	1
Nästa rapport	2012-02-28



**Wnt går vidare
med studie i
människa**

WntResearch går in i klinisk fas – studier på människa

Sedan WntResearch noterades på Aktietorget i december 2010 har det hunnit hända en hel del. Börjar vi med marknadsutvecklingen så genomlever svenska biotechprojekt för närvarande en förtroendekris som i huvudsak triggats av Diamyds och Active Biotechs misslyckade fas-3-projekt. Skuldskrisen har därefter ytterligare spätt på ett utbrett misstroende mot bolag där projektportföljen kräver nya investeringar innan projekten kan bära frukt. Även WntResearch har drabbats kursmässigt och börsvärdet är i skrivande stund 45 MSEK, efter att under en tid ha handlats till ungefär det dubbla. Den senaste nedgången är till viss del utlöst av den förestående nyemissionen, men även det faktum att bolaget nyligen valde att lägga ner östrogenreceptorindikationen som stått för en betydande del av potentialen i bolaget. När WntResearch noterades värderas verksamheten till 34 miljoner kronor innan pengarna.

**Primärmål att
förhindra
metastaser**

WntResearch går vidare med projektet mot tumörmetastaser, som hela tiden varit huvudspåret. Den toxikologiska studien på läkemedelskandidaten Foxy-5 färdigställdes i september 2011 utan problem. Redan under sommaren fick vi en första rapport och i samband med det höjde vi sannolikheten för att Foxy-5 skall ta sig fram den snåriga vägen till läkemedelskandidat och slutligen färdigt läkemedel. För närvarande pågår avslutande regulatoriska studier vilka krävs som förberedelser för klinisk studie och bolaget räknar med att gå in i klinisk studie under andra halvan av 2012. För att finansiera studien genomförs i december en nyemission för att i ett första steg ta in 7,8 MSEK. Emissionen görs på 4,50 SEK och med de nyemitterade aktierna kommer en vederlagsfri teckningsoption att medfölja. Teckningsoptionen kommer att ha ett lösenpris om 7,55 och löpa som längst till november 2012.

I somras skickade bolaget in en patentansökan avseende behandling och diagnostik av prostatacancer. Projektet för prostatacancer kan tillsammans med ytterligare tillkommande indikationer kompensera för det ovan nämnda nedlagda projektet. Sedan tidigare har bolaget gjort tydligt att de även fokuserar på bröst och kolorektalcancer (tjock- och ändtarmscancer). Dessa är de stora grupperna inom epitelial cancer och teoretiskt sett är det inte osannolikt att

bolagets läkemedelskandidat kommer att fungera även på andra epiteliära former av cancer som utgör ca 85 % av all cancer.

Utlicensiering möjlig 2014

Väg framåt

Bilden nedan visar den tänkta utvecklingen för WntResearch mellan 2011 och 2014, det är då en första utlicensiering beräknas kunna ske.

<p>Tox avslutad Ny finansieringsrunda inför Kliniska studier Prostataindikation och kolorektalcancerindikation tillkommer. Östrogenreceptor läggs åt sidan Avtal om finansiering</p>	<p>Kliniska studier inleds på människa Beräknad tid 6 mån</p> <p>TO löper ut november</p>	<p>Fas IIa Kapitalisering via GEM</p>	<p>Utlicensiering? Fas III?</p>
2011	2012	2013	2014

Fas I – studie på människa 2012 är en viktig milstolpe

Biotech ger utväxling men även besvikelser

När vi för ett år sedan publicerade vår första analys av WntResearch påpekade vi den höga potentialen såväl som den höga risken. Att risken var stor blev de som tecknat sig för aktien snart varse när en av de prekliniska studierna som låg till grund för en av bolagets läkemedelskandidater kallades tillbaks. En felräkning hade uppstått och trots att andra studier, enligt bolaget, hade visat liknande resultat ville de själva dra tillbaks studien. När vi nu ett år senare sätter bolaget under lupp har de övergivit den typen av behandling som grundade sig på den tillbakadragna studien. Som sagt, risken är stor.

De många kursrasen i kölvattnet på misslyckade kliniska prövningar i sen fas har satt fokus på bräckligheten i värderingsmodellen för biotech och är en påminnelse om att de statistiska modeller som används vid biotechvärdering är just statistiska modeller som grundar sig på ett stort urval med skilda typer av läkemedel. Följden blir att för att verkligen kunna använda sig av dessa modeller bör man ha en portfölj med ett större antal biotechaktier. På AktieTorget där WntResearch är noterat har vi en känsla av att hög risk inte bara skrämmer utan också lockar med sin lottsedelskaraktär. Vi har sagt det förut och vi säger det igen. Om WntResearch lyckas fullt ut är potentialen enorm,

2011 blev ett svajigt år för Biotech

men det alltså inte möjligt att göra annat än en statistisk bedömning av möjligheten att nå färdigt läkemedel. Vad som med säkerhet kan sägas är att som läget ser ut idag skulle ett läkemedel med antimetastaserande effekt vara ett stort vetenskapligt genombrott och ett efterlängtat läkemedel på marknaden.

Kort om cancer och metastasering

Cancertumörer opereras oftast bort men i omkring en tredjedel av de patienter där cancer upptäcks har även metastaser bildats. Dessa benämns även dottertumörer och är på många sätt ofta allvarligare än den ursprungliga tumören eftersom de kan uppstå på flera olika ställen i kroppen beroende på var canceren i första skedet bildats. Det beror på att cancerceller dels kan dela sig ohämmat och dels kan lossna från sin ursprungliga plats. När en cell lossnar förs den genom kroppen med hjälp av blod eller lymfvätska. Merparten överlever inte transporten men eftersom det kan röra sig om ett stort antal celler finns alltid risken att någon eller några fastnar i ett annat organ, och om miljön i det organet tillåter att cellen överlever och börja dela sig så uppstår en metastas eller dottertumör. Beroende på var canceren från första början fanns så bildas metastaser i olika organ.

Tre indikationer är aktuella för WntResearch i nuläget

I de tre indikationer som i första hand är aktuella för WntResearch ser metastaseringen ut som följer. I **bröstcancer** sker den oftast till skelettet, men även i lungorna, levern och hjärnan. Beträffande **kolorektal** cancer sprider den sig oftast till levern och när ursprunget är **prostatacancer** fäster metastaserna i skelettet.

- **Prostatacancer** är Sveriges vanligaste cancerform och varje år dör cirka 2500 (män) av denna cancerform. Ungefär 10 000 personer drabbas varje år. Metastaserar i skelettet.
- **Bröstcancer** är den näst vanligaste cancerformen i Sverige och under 2009 registrerades drygt 7000 fall i Sverige. Var tionde kvinna drabbas av bröstcancer någon gång i livet. Metastaser hittas oftast i skelettet men även i lungor, lever och hjärna.
- **Kolokteral** cancer är den tredje vanligaste cancerformen i Sverige och under 2009 konstaterades ungefär 6000 fall. Metastaserar i levern.

Källa: Cancerfonden

Dessa siffror gäller alltså enbart Sverige och beskrivs på grund av den relativt säkra statistik vi har i landet. När det kommer till antalet fall på världsbasis blir osäkerheten något större. Vi diskuterar detta mer ingående under avsnittet marknad och värdering.

Det är ofta metastaserna som dödar

Syftet är att förhindra att metastaser bildas

Att proteiner är en viktig komponent när celler signalerar och kommunicerar upptäcktes för mer än 30 år sedan. Namnet WntResearch kommer av att forskningsgruppen som ligger bakom bolagets framväxt fokuserat på den familj av protein som benämns Wnt. Proteinet Wnt-5a har en viktig roll att spela när det avgörs om en tumör ska kunna ge upphov till metastaser eller inte och man har länge kunnat konstatera att patienter som har låg eller ingen halt av proteinet löper en betydligt större risk att drabbas av metastaser.

2006 upptäckte forskargruppen knuten till WntResearch att deras peptid (Foxy-5) har samma antimetastatiska egenskaper som det till storleken större Wnt-5a, något man genom studier i möss lyckades verifiera 2008. Foxy-5 förhindrade till stor del cancercellerna från att röra sig från modertumören och effekten blev färre metastaser. Studien visade på en minskning av antalet metastaser med 80 procent.

Finansiering

Bolagets plan är att med nyemissionen som genomförs i december ta in 7,8 MSEK, pengar som förväntas räcka till nästa höst när den teckningsoption som ingår i unit med varje aktie som tecknas i emissionen löper ut.

Teckningskursen på TO ligger på 7,55. Det krävs alltså en kursuppgång på ca 67 % från teckningskursen innan teckning av TO blir aktuellt. Eftersom det såvitt vi förstår inte finns några direkta triggers mer än godkännande att starta fas I får bolaget förlita sig på en uppvärdering av aktien och en bättre aktiemarknad.

Förestående emission är garanterad upp till 3,36 MSEK vilket innebär att garanternas åtagande försvinner i samma stund som andra tecknat aktier för det beloppet.

WntResearch har också tecknat ett avtal med investeringsfonden GEM om att kunna avropa upp till 30 MSEK vid ett eller flera tillfällen i framtiden. För avtalet får GEM en option att inom fem år teckna en miljon aktier till

Alternativ finansiering förmodligen önskvärd

kurs 12 SEK. Avtalet är utformat så att GEM tecknar aktier till 90 % av 15 dagars genomsnittskurs och max 7 gånger den genomsnittliga dagliga omsättningen under samma period. Det ser inte farligt dyrt ut på pappret men upplägget förutsätter att inte GEM säljer aktier då detta skulle leda till en nedåtgående kursspiral. I snitt har det omsatts aktier för ca 66 000/dag hittills i år och ca 39 000 SEK/dag sedan 1 juli vilket alltså skulle leda till att bolaget kan få ut runt 0,5-1 MSEK var tredje vecka med oförändrad omsättning.

Det är positivt att bolaget har finansiering säkrad men för att avtalet ska kunna genomföras måste omsättningen i aktien öka. För att detta ska hända måste bolaget vara mer aktiva mot aktiemarknaden. Det handlar inte bara om att kommunicera utan också om hur man väljer att kommunicera.

Emissionsprospektet nämner inget om teckningsförbindelser från insiders vilket självklart hade varit önskvärt för förtroendets skull. VD Bert Junno har dock, utan att precisera några belopp, informerat oss om att det kommer att tecknas aktier från insiders, men innan emissionen är slutförd finns inga andra officiella uppgifter.

Patentskydd

Smallcap gör bedömningen att WntResearch har ett starkt patentskydd. Dels finns ett godkänt patent rörande begränsning av cancercellers rörelse och dels finns sökta patentfamiljer rörande östrogenreceptorer och melanom. Dessa patent går ut 2025-2028. I patenten ingår också ett skydd för de syntetiska peptider som används samt omkringliggande varianter av dessa. Patent rörande prostatacancer lämnades in i somras och innebär en förlängning för den indikationen till 2031.

Smallcap finner det inte omöjligt att bolaget i den vidare utvecklingen kan komma att hitta fler möjligheter att patentera användningen av sina substanser för att på det sättet ytterligare förlänga skyddet.

Organisation

WntResearch har en väldigt slimmad organisation vilket naturligtvis är bra ur ett kostnadshänseende, men 1,5 heltidstjänster och, framför allt, en VD som jobbar på konsultbasis håller inte riktigt för ett noterat bolag. En VD för ett noterat bolag måste jobba både mot potentiella kunder och mot aktiemarknaden. Det är stor konkurrens om

uppmärksamheten och om aktien ska få sin rättmätiga värdering vill det till att bolaget jobbar för att synas. Vår poäng är att det i förlängningen kan bli dyrt med en liten organisation även om man har en välmeriterad styrelse.

Blockbusterpotential i Foxy-5?

Foxy-5 är WntResearchs läkemedelskandidat som syftar att begränsa rörligheten hos epiteliala tumörceller. Till denna grupp hör bröstcancer, prostatacancer och tjocktarmscancer för vilka forskargruppen har rapporterat ett samband mellan låga nivåer av proteinet Wnt-5 och ökad risk för metastasering. Om fas I-studien är framgångsrik och visar att Foxy-5 är säker för människor kan bolaget med stor säkerhet gå direkt till fas II-studier för samtliga dessa indikationer utan att behöva genomföra nya fas I-studier. Det i dagsläget inte avgjort vilka indikationer som kommer bli aktuella för fortsatta kliniska studier efter fas I. Att driva ett flertal indikationer samtidigt blir dock av naturliga skäl dyrare. Mycket talar för att WntResearch av resursskäl kommer att fokusera på en linjär approach och driva en indikation i taget i kliniska försök.

Oavsett vilken indikation som väljs ut finns det en stor potential vid goda kliniska resultat. S.k. blockbusterpotential (toppförsäljning över 1 Mdr USD) hägrar sannolikt.

- Det medicinska behovet är stort då det idag saknas effektiva läkemedel mot metastasering. Dagens behandlingar går ut på att döda eller begränsa tumörcellens tillväxt snarare än att hindra dess rörlighet. Samtidigt är metastaser den främsta orsaken till cancersjukdomars dödlighet. Beklagligt nog har även de främsta målinriktade terapierna på marknaden idag låg effektivitet.
- Onkologi är den värdemässigt största kategorin inom läkemedelsbranschen och utgjorde 56 Mdr USD globalt under 2010 enligt IMS. Framväxten av målinriktade terapier har bidragit till en hög prissättning av cancerläkemedel. Bröstcancer, kolorektalcancer och prostatacancer representerar läkemedelsmarknader för omkring 10, 6-7 respektive 4-5 mdr USD. Kostnaden för cancerläkemedel uppgår ofta till flera tiotusentals dollar per behandlingscykel.

Stort medicinskt behov öppnar för mångmiljardmarknad...

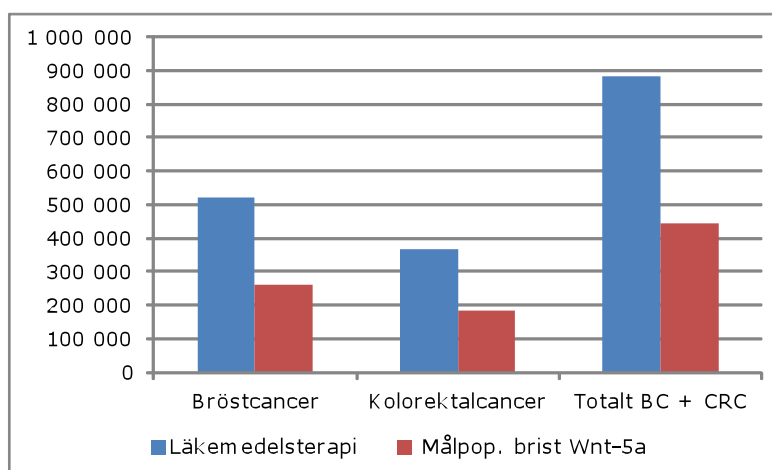
... om kliniska utmaningar kan övervinnas

- Även om Foxy-5 fortfarande är i ett tidigt stadium av läkemedelsutveckling ger goda prekliniska resultat (80 % reducerad metastasering av bröstcancer i musmodell) och förmodat låg toxicitet grund för optimism.

Det finns också utmaningar att adressera:

- Mekanismen hur Wnt-5a påverkar tumörceller är oprövad i läkemedelsutveckling och proteinet kan ha olika funktion i olika cancerformer eller rentav olika stadier av cancers utveckling. Detta kan exempelvis begränsa möjligheterna att driva flera indikationer samtidigt i klinisk fas.
- Peptider degraderas lätt i kroppen och är därför generellt sett svåra att distribuera effektivt i människor. Sannolikt kommer Foxy-5 att behöva injiceras.

Målpopulationen för Foxy-5 är potentiellt mycket stor. Enligt Roche genomgår knappt 900 000 patienter årligen läkemedelsbehandling för bröst- och kolorektalcancer enbart i EU och USA. Med hänsyn till att 50 % av bröst- och kolorektalcancerpatienter uppvisar låg Wnt-5a uppgår den för Foxy-5 relevanta populationen till omkring 450 000 för dessa indikationer.



Cancerpatienter i läkemedelsterapi i EU och USA, och beräknad målpopulation för Foxy-5. Källa: Roche, Smallcaps uppskattning

Till detta tillkommer prostatacancerpatienter. Enligt AstraZeneca drabbas drygt 500 000 årligen av prostatacancer och av dessa utvecklar 300 000 patienter s.k. hormonrefraktär prostatacancer där tumörerna blir

resistenta mot hormonterapi och då exempelvis skelettmetastaser blir vanliga. Om vi antar att (bristen på) Wnt-5a spelar samma roll för prostatacancer och att andelen cancerdrabbade med lågt Wnt-5a är liknande som för bröst- och kolorektalcancer, blir målpopulationen för denna indikation 150 000- 250 000 patienter. Totalt för samtliga indikationer blir alltså den relevanta målpopulationen minst 600 000 per år.

WntResearch antyder en prissättning mellan 18 000 och 20 000 USD per behandlingscykel. Det är tänkbart att behandlingen sträcker sig över flera år. Med denna prissättning utgör målpopulationen således en marknad på i runda slängar omkring 5 Mdr USD. Vi antar att Foxy-5 kan nå en penetration på 20 % av antalet nyinsjuknade patienter på 5-7 års sikt efter lansering.

Utlicensiering efter fas II huvudspår

Under förutsättning att den kliniska prövningen visar på framgångsrika resultat är det bolagets strategi och förhoppning att nå avtal om utlicensiering med en större partner. Även om det finns tendenser till att licensavtal träffas i allt tidigare fas av läkemedelsutveckling, sker detta traditionellt sett i fas II och framåt. WntResearch flaggar för att eventuellt licensiera ut Foxy-5 redan efter fas I även om huvudspåret verkar vara efter fas II. Vad gäller möjligheten till en tidigare utlicensiering lär detta vara avhängigt hur fas I-studien läggs upp och vilka resultat utöver säkerhet i människa som eventuellt kan komma att presenteras.

Vi har i vår värderingsmodell antagit att WntResearch utlicensierar sina projekt med en royalty om 20 %. Därtill har vi antagit att de kan träffa avtal om totalt ca 200 MUSD i milstolpes- och upfrontbetalningar efter fas II. Det vanliga är att licensförhandlingar omfattar hela paketet av betalningar kopplat till licensen, varför höga royaltyandelar sannolikt allt annat lika leder till lägre delmålsersättningar. Under perioden 3 kv. 2009 t o m 1 kv. 2011 träffades 165 avtal gällande cancerläkemedelskandidater i varierande klinisk fas till ett genomsnittligt värde av 125 MUSD enligt BioPharm Insight.

Enbart delmålsbetalningar kan således uppgå till hundratals miljoner dollar för rätt preparat. Ett iögonfallande exempel är norska Algetas avtal med Bayer avseende Alpharadin (då i fas III), ett preparat för behandling av skelettmetastaser hos prostatacancerpatienter, på 800 MUSD september 2009.

**Målpopulation >
600 000 patienter
per år**

**Licensavtal värt
hundratals
miljoner USD
sannolikt om fas
II framgångsrik**

Omedelbart efter detta värderades Algeta till ca 2,4 Mdr NOK. Ett licensavtal, om det uppnås, kommer vara en tydlig indikation på kommersiell potential och givetvis en uppenbar katalysator för aktiekursen.

För att värdera WntResearch använder vi oss av en kassaflödesmodell för att beräkna nuvärdet. Vi antar lansering 2017 och att försäljningen toppar 2024 för att därefter sjunka kraftigt efter patentutgång. Vi använder oss av en diskonteringsränta på 15 %.

De allra flesta läkemedelskandidater fallerar i klinisk fas. Vi behöver därför justera vår kassaflödesmodell för denna risk. Nedan anges sannolikhet till lansering för cancerläkemedel baserat på historiska uppgifter:

	Fas I	Fas II	Fas III	Godkännande
Sannolikhet till nästa fas	64,4%	41,8%	65,4%	89,7%
Sannolikhet till lansering	15,8%	24,5%	58,7%	89,7%

Sannolikhet till lansering för cancerläkemedel. Källa: Bogdan and Villiger (2010), "Valuation in Life Sciences", 3rd Ed, Springer

Foxy-5 är på väg in i fas I efter framgångsrik toxikologisk studie på råttor och hund. Vi antar en 80-procentig chans för godkännande för kliniska studier på människa och antar därför en sannolikhet till lansering på (80 % x 15,8%) dvs. ca 12,5%.

Vi har valt att i det här läget inte ta hänsyn till Box-5 i vår värdering. Bolaget uppger själva att preparatet inte prioriteras. En icke exklusiv licens för tillverkning av Box-5 för forskningsändamål tecknades 2011 med EMD Millipore, men vi bedömer inte att detta kommer ge några betydande intäkter inom någon snar framtid. Box-5 utgör en därför eventuellt ytterligare potential utöver vår värdering.

En problematik i en värdering av WntResearch är att det i dagens läge är osäkert exakt vilken eller vilka indikationer som kommer att drivas framförallt vad gäller fas II, men även i viss mån fas I. Det är i våra ögon troligt att WntResearch av resursskäl, eller av andra strategiska skäl, åtminstone i ett första skede tvingas att fokusera på en indikation i fas II. Den indikation som ligger närmast till hands att fokusera på, givet marknadens storlek och bolagets forskningsresultat, är sannolikt bröstcancer. Vår ansats är att modellera en lansering av ett bröstcancerläkemedel 2017 och en fördröjd lansering med två år för övriga indikationer.

Många lovande indikationer för Foxy-5 men fokusering sannolikt nödvändig efter fas II

Låga kostnader en fördel om budgeten håller

WntResearch indikerar totala kostnader på uppåt 50 MSEK för att genomföra kliniska fas I-II-studier. Andra estimat pekar på högre kostnader för läkemedelsbolag för dessa faser, i genomsnitt mellan 40 och 70 MUSD enligt olika uppskattningar av DiMasi. Bogdan (2010) kritiserar dessa tal för att vara överdrivna partsinlagor från läkemedelsindustrin och bedömer att ett mer realistiskt antagande kan vara omkring 17 MUSD eller ca 120 MSEK. Även detta lägre estimat är dock drygt dubbelt så högt som de kostnader WntResearch förutser. Även om WntResearch visat att de kan driva utveckling till låga kostnader med hjälp av en virtuell organisation väljer vi att ta höjd för att budgeten kan överskridas och antar att kostnaderna i fas II blir 30 % högre än vad som indikeras i prospektet.

Långsiktigt, efter utlicensiering av läkemedelskandidater, antar vi rörelsekostnader på 20 % av intäkterna.

Riskjusterad kassaflödesmodell visar på stor potential

Nedan sammanfattas vår riskjusterade värdering av de olika indikationerna:

Indikation	Toppförsäljning (MSEK)	Riskjusterat NPV (MSEK)	Per aktie	P. aktie e utsp.	Kommentar
Foxy-5 anti-metastas. bröstcancer	8500	155	18,0	11,0	12,5 % sannolikhet, 20 % royaltyandel 20 % penetration, lansering 2017
Foxy-5 anti-metastas. kolorektalcancer	5300	58	6,7	4,1	"-", lansering 2019
Foxy-5 anti-metastas. prostatacancer	5700	82	9,5	5,8	"-", lansering 2019
Kassa e. nyemission		10,1	1,2	0,7	
Teckningsoptioner TO 1		-2,5	-0,3	-0,2	
Utställda optioner GEM		-1,0	-0,1	-0,1	
Totalt	19500	303	35,0		Antal aktier 8,6 miljoner (efter nyem.)
Möjlig em. likvid GEM equity line		30		2,1	
Totalt efter utspädning equity line		333	23,4	23,4	Antal aktier 14,2 miljoner

Smallcaps värdering av WntResearch baserat på riskjusterade nuvärden av kassflöden.

Totalt hamnar vår värdering med denna ansats på 333 MSEK eller 23,4 SEK per aktie, efter bedömd utspädning från kapitalinjektioner från GEM. För prostatacancer har vi antagit att patentutgången sker 2031, vilket förklarar det relativt sett höga värdet för denna indikation i sammanställningen.

Väljer vi en mer konservativ värderingsansats, baserad på tro om en fokuserad utveckling, och t ex enbart räknar med bröstcancer sjunker värdet i vår modell till 192 MSEK eller 13,5 SEK per aktie.

Känslighetsanalys

Varierar vi parametrarna sannolikhet till lansering och diskonteringsränta får vi följande känslighetsanalys. Tabellen nedan anger värdet per aktie, samtliga indikationer inkluderade:

Sannolikhet	Diskonteringsränta		
	10%	15%	20%
Foxy-5			
10%	26	18,3	10,0
12,5%	45,5	23,4	13,0
15%	55,0	28,5	15,9
25%	93,1	48,7	27,7

*Känslighetsanalys riskjusterat nuvärde av bolagets läkemedelsprojekt.
SEK per aktie.*

Oavsett vilken tilltro läsaren väljer att sätter till våra modeller är det ändå en rimlig slutsats att förväntningarna på bolaget är lågt ställda åtminstone baserat på dagens värdering på Aktietorget.

Värdering i perspektiv

Det saknas idag läkemedel på marknaden som är direkt jämförbara med Foxy-5. De 25 största cancerläkemedlen i USA representerade dock under 2010 en medianförsäljning på 540 MUSD enligt IMS. Översatt till världsmarknaden motsvarar det en försäljning på väl över en miljard USD, och exempelvis Roches preparat Xeloda och Tarceva återfinns i det härade. En avstämning "mot verkligheten" ger därför i vårt tycke stöd för våra försäljnings- och värderingsantaganden.

Sammanfattningsvis bedömer vi att en rimlig värdering på WntResearch ligger i ett spann på omkring 200 – 300 MSEK eller 13,5 – 23 SEK per aktie efter utspädning.

Vi bedömer alltså att ett motiverat värde ligger en bra bit över dagens kurs. Kursen har dalat i stort sett kontinuerligt efter ett kraftigt uppställ strax efter notering i slutet av förra året. Trots generellt sett positiva nyheter i form framgångsrikt genomförd toxstudie har ett, visserligen väl känt och aviserat, överhängande finansieringsbehov tyngt aktien i synnerhet under andra halvåret. En generellt minskad riskvilja har slagit hårt mot sektorn, och en rad negativa nyheter från nordiska biotechbolag (Diamyd, Active Biotech och Genmab är några exempel) har naturligtvis bidragit, även om det finns undantag, som norska Algeta. I detta klimat är det lätt att dra öronen åt sig och bara

**Kassaflödesmodell
och jämförande
värdering
indikerar
flerdubblings-
potential inom
några år**

**Minskad riskvilja
och negativt
nyhetsflöde i
sektorn har
bidragit till
kurspress**

fokusera på risker. Givetvis är dessa betydande för ett biotechbolag med en bit kvar till intäcksströmmar och de flesta läkemedelskandidater fallerar också statistiskt sett i klinisk fas. Mot detta ska ställas en i kraftigt pressad värdering under 50 MSEK och att finansieringsfrågan nu adresseras.

Potentialen är samtidigt mycket stor. Vid IPO:n 2007 värderades Algeta till 770 MNOK och då befann sig Alpharadin i fas II. Detta ger en fingervisning om vart vi kan hamna på kanske två års sikt givet kliniska framgångar. Fas II som planeras till 2013-2014 blir den stora värdeövertagaren för Foxy-5 men även fas I kan komma att innebära någon form av "proof of concept" beroende på upplägg och om sjuka patienter inkluderas i studien. Höjer vi sannolikhet till lansering till 25 % stiger det motiverade värdet för portföljen, samtliga indikationer inkluderat, till knappt 700 MSEK.

Först och främst handlar det dock om att föra Foxy-5 in "i kliniken" och vid godkännande för kliniska fas I-studier (2 kv. 2012) på människa är det befogat att höja sannolikheten till lansering till 15 %. Det skulle höja det motiverade värdet med omkring 20 % i vår modell.

Slutsats

WntResearch bedriver forskning i världsklass inom ett område där de skulle kunna vara först på banan vid en eventuell framgång. Att hindra tumörer från att metastasera är ett stort steg på vägen mot att stoppa cancers dödlighet. Prekliniska resultat är lovande och det hägrar en marknad som skulle kunna innebära att 85 % av alla cancerfall är potentiella användare. Som ensam metastashämmare finns definitivt möjligheter till en stor marknadsandel. De prekliniska resultaten pekar mot att metastasering minskar med 80 %. Detta torde trots de stora risker som är förknippade med läkemedelsutveckling locka till investering.

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Smallcap.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Smallcap.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Smallcap.se/Smallcap.se AB

Disclaimer

Smallcap.se är en oberoende aktör som ägs av Smallcap.se AB. Fokus ligger på analys av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Smallcap.se strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Smallcap.se:s ställning som oberoende. Smallcap.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Smallcap.se:

-annonsering via banners och utskick

-Uppdragsbevakning, Uppdragsbevakningen är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Smallcap.se

Smallcap.se:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Smallcap.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys. Eget innehav uppdateras löpande och finns tillgängligt på Smallcap.se

Smallcap.se lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Smallcap.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Smallcap.se tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov. Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Smallcap.se analyserar. Kunden bör därför endast beakta Smallcap.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Smallcap.se försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Smallcap.se att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Smallcap.se prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias. Smallcap.se friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Smallcap.se.

Material publicerat på/av Smallcap.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.