



Analyst Group

Part Coverage Equity Analysis

Analyst: Martin Ståhl

26 April 2016:



Introduction

Ag
Analyst Group



Value Drivers

5



Quality of Earnings

5



Risk Profile

3

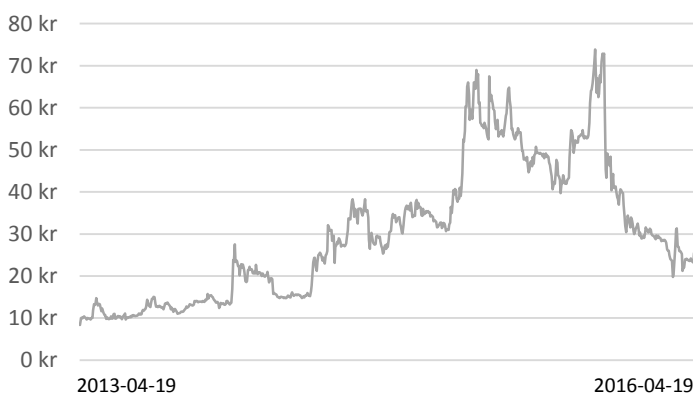


Quality of Management

4

- » **Stor potential för unikt antimetastatiskt läkemedel.** WntResearch har möjlighet att bli "first in class" inom det nya, högaktuella segmentet antimetastatiska läkemedel, d.v.s. preparat mot tumorspridning vid cancer.
- » **Stark hypotes.** Forskningen som ligger till grund för bolagets båda läkemedelskandidater är omfattande, vilket minskar den kliniska risken.
- » **Positiva resultat för Foxy-5 i Fas-1.** Ingen dosbegränsande toxicitet kunde fastslås, d.v.s. inga uppmätta bieffekter noterades. Detta samtidigt som bolaget fick indikationer på att substansen fungerar som den ska.
- » **Ledning och styrelse har den kompetens** som krävs för att driva bolaget mot en utlicensiering eller försäljning. Ledningen har stärkts med CEO Henrik Lawaetz och CFO Per-Ola Forsberg.

Kursutveckling de senaste tre åren



Value Drivers

ANALYTIKER	
Martin Ståhl	martin.stahl@analystgroup.se
Adress	AG Equity Research AB Skeppargatan 41 114 52 Stockholm
Hemsida	www.analystgroup.se
WNTRESEARCH	
Aktiekurs	23,10
v. 52 högsta/lägsta	77,82/19,20
Antal aktier	17 079 998*
Börsvärde (MSEK)	395
Nettoskuld (MSEK)	-16,6
EV (MSEK)	411,6
Sektor	Biotech
Lista/kortnamn	AktieTorget/WNT
Nästa rapport	2016-05-27
UTVECKLING	
1 månad	-7,87 %
3 månader	-24,35 %
1 år	-61,53 %
YTD	-23,37 %
HUVUDÄGARE	ANDEL AV KAPITAL
Avanza Pension	13,70 %
Nordnet Pensionsförsäkring	11,30 %
Kjell Stenberg	8,20 %
Tommy Andersson	6,40 %
Lars-Erik Forsgårdh	2,80 %
LEDNING	
CEO	Henrik Lawaetz
Styrelseordförande	Peter Ström

WntResearch

*Här förutsätts att emissionen blir fulltecknad
**Förstagångsanmälan



Content

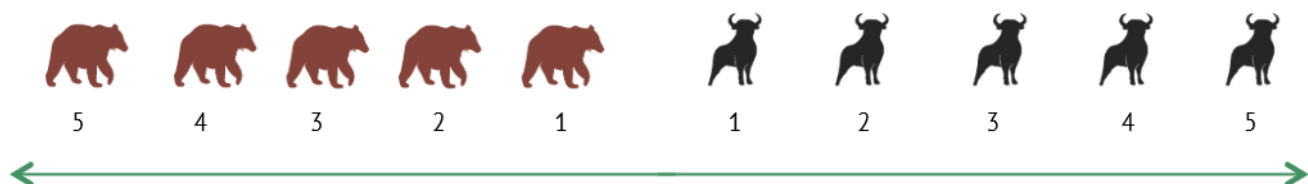
Investment Thesis	4
Peer Comparison/Bull or Bear	5
CEO-interview & Rating	6
Disclaimer	7

Förtydligande av rating

Analyst Groups "bull and bear"-system syftar till att kort illustrera hur vi ser på utsikterna för ett bolag att lyckas i framtiden. Här så vägs både historiska faktorer och händelser som ligger i framtiden in. Skalan går från bear 5, vilket är det sämsta betyget, till bull 5, vilket är det bästa. Där bear 5 innebär att det är mycket lite som talar för att ett bolag ska lyckas inom det området i framtiden, baserat på historisk data och hur detta förhåller sig till framtiden. Och bull 5 innebär således att det är väldigt mycket som talar för att ett bolag ska lyckas i framtiden, baserat på dess historik.

Mycket lite talar för framtida framgång

Mycket talar för framtida framgång



Business Summary

WntResearch är ett svenskt biotech-bolag som utvecklar antimetastatiska läkemedel. Bolaget har i dagsläget två läkemedelskandidater under utveckling: Foxy-5 och Box-5. Bolagets huvudkandidat Foxy-5 syftar till att förhindra metastasering vid prostata-, tjocktarms- och bröstcancer. Substansen lämnade Fas 1 den 1 september 2015 utan tecken på betydande toxicitet. Bolaget avser därför inleda en Fas 1b-studie under 2016 med målet att fastslå optimal dos inför kommande Fas 2-studie. Box-5 är tänkt att förhindra metastasering vid malignt melanom och befinner sig för närvarande i preklinisk fas.

Investment Thesis

WntResearch genomför mellan den 15 till 29 april en nyemission om 22,8 MSEK med syftet att finansiera kommande Fas 2-studie och skiftet till industriell produktion. Bolaget adresserar med sin huvudkandidat: Foxy-5 initialt en marknad vilken förväntas vara värd omkring 9,3 mdUSD 2020. Kan WntResearch bli först med att kommersialisera ett preparat inom det högaktuella segmentet antimetastatiska läkemedel är således kurspotentialen betydande. En utlicensiering eller försäljning av bolagets huvudkandidat Foxy-5, under eller efter Fas 2 kan driva kursen på medellång sikt.

Stora möjligheter för unikt antimetastatiskt läkemedel. WntResearch har två mycket lovande läkemedelskandidater i sin portfölj som båda bygger på grundaren Tommy Anderssons forskning kring proteinet Wnt-5a och dess koppling till tumörspridning. Foxy-5 har i prekliniska studier bl.a. visat sig kraftigt hämma metastasering vid bröstcancer hos djur. Bolaget fokuserar för närvarande sina insatser mot kolon-, prostata och bröstcancer, men också malignt melanom med Box-5, se tabellen nedan för en preliminär tidslinje.

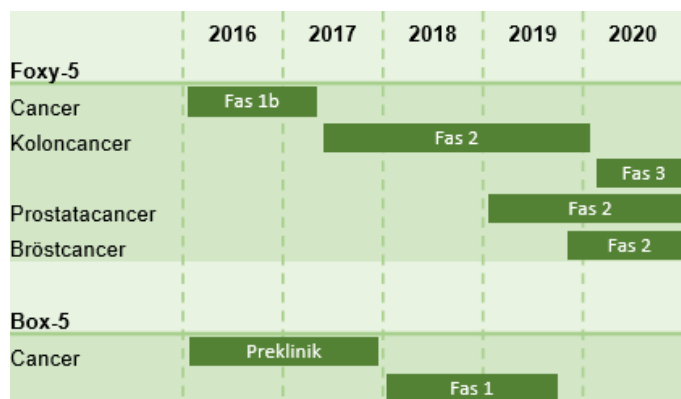
Det finns även indikationer på att Foxy-5 och Box-5 kan ha effekt på metastasering vid fler cancerformer än dessa. WntResearch preparat är tänkta att användas tillsammans med konventionella celldelningshämmande behandlingsmetoder för att på så sätt hejda både tumörtillväxt och -spridning. Då det i dagsläget inte finns något läkemedel som direkt angriper tumörspridningen framstår WntResearch som ett intressant alternativ till andra biotech-bolag inriktade mot cancerforskning.

Genomgående positiva resultat för Foxy-5 i Fas 1. Studien visade på obefintlig toxicitet vid samtliga dosnivåer men även viss effekt på de biomarkörer som studerades. Ett mycket lovande resultat som indikerar att preparatet fungerar som det ska, något som bolaget avser studera vidare i den fullfinansierade Fas 1b-studien där även optimal dosnivå inför Fas 2 ska fastställas.

Från toppnivåerna under Q4 2015 har aktiekursen fallit med omkring 65 %. Den höga kursnivån berodde sannolikt på en ovanligt hög aktivitet på diverse börsforum kombinerat med ett stort mått spekulation kring utfallet i nämnda Fas 1-studie. Marknadens förväntningar infriades inte till fullo, trots en i samtliga avseenden lyckad studie. Mot bakgrund av den omfattande forskning som ligger till grund för Foxy-5 framstår denna kurskollaps som överdriven och ett bra köpläge för den långsiktige investeraren.

Finansiering säkrad. Förutsatt att nyemissionen fulltecknas kommer bolagets likvida medel uppgå till omkring 35 MSEK vid utgången av Q1, givet en burn rate om 4,6 MSEK under kvartalet (i nivå med Q4 2015). Då bolagets målsättning är att utlicensiera eller sälja Foxy-5 under eller efter Fas 2, kan ett eventuellt avtal av förklarliga skäl eliminera behovet av framtida kapitalanskaffning. Som vid all form av läkemedelsutveckling är den kliniska risken hög. Det omfattande vetenskapliga underlag som stödjer bolagets hypotes bör dock beaktas vid en riskbedömning. Bolagets patentportfölj är stark med tre inlämnade ansökningar, varav den som berör Foxy-5 beviljats i bl.a. USA, EU och Kina. Även Box-5 och ett egenutvecklat diagnostikverktyg för prostatacancer är skyddat på en rad viktiga marknader.

Kompetent ledning och styrelse. Samtliga personer på ledande befattningar har lång erfarenhet från Life Science-branschen. Bolagets CEO Henrik Lawaetz grundade bl.a. riskkapitalbolaget Medicon Valley Capital, som senare kom att bli en del av Scandinavian Life Science Invest. Styrelseledamoten Carl Borrebaeck är medgrundare till bl.a. Bioinvent, Immunovia och Alligator Bioscience. Insiderägandet är godkänt, men en tydlig huvudägare saknas. Grundaren Tommy Andersson och styrelseledamoten Kjell Stenberg innehar dock tillsammans 14,6 % av kapitalet och rösterna per den 29/3 2016, en röstandel som torde säkerställa duons kontroll över bolaget.



Peer Comparison/Bull or Bear

Då WntResearch i dagsläget saknar intäkter har vi valt att ställa upp två tänkbara framtidsscenarion: bull och bear. Mot bakgrund av att bolaget ej kommunicerat tydliga finansiella mål kommer de tillhörande resonemangen primärt baseras på räkneexempel vilka vi bedömt vara rimliga givet bolagets förutsättningar.

Peer Comparison. Relativt peers framstår WntResearch värdering som attraktiv givet den stora potentialen. WntResearch BV om 395 mSEK ligger som synes i mitten av det redovisade spannet (se tabell nedan). Bolaget skiljer sig dock från valda peers på flertalet punkter. WntResearch har möjlighet att bli "first in class" inom segmentet antimetastatiska läkemedel, en läkemedelsgrupp som förväntas spela en framträdande roll vid kombinationsbehandlingar i framtiden. Marknadspotentialen är således omfattande samtidigt som bolagets unika ansats är klart fördelaktig ur konkurrenshänseende, något som dock kan komma att förändras i takt med nya aktörers inträde på området. Det är som nämnts också möjligt att Foxy-5 kan ha effekt på fler cancerindikationer än de som för närvarande studeras, vilket utöver en mycket stark grundhypotes bidrar till att minska den kliniska risken. Det faktum att bolagets forskningsportfölj är koncentrerad kring Wnt-5a bör dock beaktas. Sammanfattningsvis finns det mycket som talar för att en premie gentemot peers hade varit motiverad.

Trots att det är svårt att dra några slutsatser av en uppställning likt denna kan det ändå ge en fingervisning om hur läget ser ut. Träffas ett licensavtal under eller efter Fas 2 kommer samtliga intäktsströmmar uppgå till betydande belopp. Referensaffärer har gjorts i spannet 1-2 mdUSD, en summa som i WntResearch fall av nämnda skäl kan komma att bli ännu högre.

Bullscenario. I detta scenario fortlöper Fas 1b enligt plan varefter rekrytering till Fas 2 inleds. Avtal om utlicensiering alternativt försäljning av Foxy-5 träffas strax därefter.

Den totala köpeskillingen uppgår till mellan 1,5-2,5 mdUSD eller 700-1200 kr per aktie givet en lyckad emission och en dollarkurs på 8 kr. Detta spann är visserligen varken risk- eller nuvärdesjusterat och troligtvis konservativt, men illustrerar kurspotentialen vid ett positivt utfall.

Bearscenario. I detta scenario drar både Fas 1b och Fas 2 ut på tiden med omfattande fördröjningar som följd. Bolaget tvingas därmed söka ytterligare finansiering tidigare än planerat. Skulle fler motgångar mot förmodan följa kan potentiella investerarens förtroende för bolaget skadas, något som kan försvåra framtida kapitalanskaffningar.

Sammanfattning. Med en potentiellt revolutionerande produkt i Foxy-5 är WntResearch ett intressant alternativ till andra noterade biotech-bolag inriktade mot onkologi (cancerforskning). Ledning och styrelse har den kompetens som krävs för att driva bolaget mot en utlicensiering eller försäljning vilket ökar trovärdigheten för att uppsatta mål kan nås. Värderingen framstår, givet potentialen som attraktiv jämfört med både historik och peers.

	Bolagsvärde MSEK	Antal kandidater	Fas, huvudkandidat
Bioinvent	521	6	2
Hamlet Pharma	310	1	1
Immunicum	674*	6	2
WntResearch	395	2	1b

*Även här förutsätts av stringensskäl att Immuniums emission blir fulltecknad

CEO Interview, Henrik Lawaetz 2016-04-20

Varför ska man investera i WntResearch?

1. Det är svårt att hitta andra biotech-bolag som adresserar en marknad där behovet av läkemedel är så pass stort som i vårt fall. Då det sällan är själva tumörtillväxten som är det direkta problemet för den sjuke utan snarare metastaseringen, d.v.s. tumörspridningen ser vi en stor potential i att angripa just denna process.
2. Vi jobbar med en unik substans vilken innebär ett helt nytt sätt att angripa cancer och dess spridning. Kombinationsbehandlingar ligger i tiden och vi kan här tillföra mycket. Vårt mål är att bli "first in class" inom denna nya läkemedelsgrupp, med goda möjligheter att erövra en stark marknadsposition.
3. Våra läkemedelskandidater har sin bakgrund i en mycket stark hypotes och positiva prekliniska resultat. Tommy Anderssons forskarlag har i flera studier lyckats visa kopplingen mellan låga Wnt-5a-värden och hög metastaseringsbenägenhet, och dessutom i prekliniska studier visat att tillförsel av vår läkemedelskandidat Foxy-5 kan härma effekten av Wnt-5a och förhindra metastaseringen.
4. Ledning och styrelse har lång erfarenhet från Life Science-branschen, varav ett flertal har gjort denna resa tidigare. Detta gör att WntResearch står väl förberett inför de utmaningar som kan komma att dyka upp framgent.

Kursen har backat med omkring 65 % sedan toppen under Q4 2015, vad tror du det beror på?

Vi vill givetvis maximera aktieägarvärdet men lägger av ingen större vikt vid de naturliga svängningar i aktiekursen som alltid förekommer. Min prioritet är den långsiktiga värdeutvecklingen, genom en klar fokusering på att driva vår forskning och utveckling snabbt och effektivt mot resultat som kan bevisa att våra läkemedelskandidater har önskad effekt.

Vilka är de största riskerna framöver?

Enligt min bedömning finns det inga specifika risker associerade med bolaget utöver de generella biotech-relaterade riskerna som ju all läkemedelsforskning är förknippad med. Denna innefattar bl.a. risk för förseningar eller utebliven läkemedelseffekt och oförutsedda biverkningar i Fas 2.

Vad ser du mest fram emot under året?

Jag ser mest fram emot att avsluta pågående Fas 1b och alla andra förberedelser inför Fas 2 så vi kan komma vidare med vår utveckling med målet att nå "proof of concept" så snart som möjligt.

Hur stor skulle en möjlig utlicensiering av Foxy-5 kunna vara värd?

Onkologiprojekt är i allmänhet högt värdesatta, men det är svårt att uppskatta och beror mycket på var i bolagets utveckling ett sådant avtal träffas. Det hör till sakens natur att värdet av en eventuell affär ökar i takt med att vi driver projektet framåt.

Rating

 5	Value Drivers	En eventuell utlicensiering eller försäljning av Foxy-5 är den enskilt största triggern i WntResearch. Utöver det kan även framgångar i Fas 1b för Foxy-5 och den prekliniska utvecklingen för Box-5 agera kursdrivare.
 5	Quality of Earnings	WntResearch är ett forskningsinriktat bolag och saknar därmed intäkter av betydelse för kassaflöde och resultat.
 3	Risk Profile	Som alltid när det kommer till läkemedelsforskning är risknivån mycket hög. I WntResearch fall väger dock den stora mängd forskning som finns att tillgå på området delvis upp detta.
 4	Quality of Management	Bolagets ledning och styrelse har omfattande erfarenhet från Life Science-branschen, något som inger förtroende inför kommande satsningar.
 3	Overall view	Med en potentiellt revolutionerande produkt är WntResearch ett intressant alternativ till andra noterade biotechbolag inriktade mot onkologi. Värderingen framstår givet den stora potentialen som attraktiv.

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/ansvarsbegransning

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivaren **WntResearch** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva. Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.