

Precist test redo ta spets

Mangold inleder bevakning av 2cureX med en köprekommendation och rikt-kurs på 48 kronor på 12 månaders sikt. 2cureX är ett danskt medicintekniskt bolag som utvecklat IndiTreat, ett test som ska förbättra cancerbehandlingen genom att få fram rätt läkemedel och göra den mer individanpassad. 2cureX har ursprungligen valt att positionera IndiTreat mot kolorektal cancer. Bolaget avser utveckla IndiTreat till flera cancerindikationer vilket ökar potentialen i bolaget.

Cancerfall ökar liksom antalet behandlingar

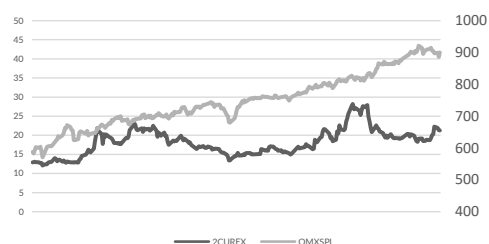
2cureX har förstärkt ledningen i syfte att genomföra en kommersialisering av IndiTreat i Europa. Mangold har valt att bygga sina prognoser på en tänkt marknadsandel för tester inom kolorektal cancer för patienter i sent skede. Under prognosperioden fram till 2027 räknar vi med en tillväxttakt om 70 procent i snitt per år. Det ger en omsättning på över 300 miljoner kronor i slutet av vår prognosperiod. I vår analys har vi valt att tillämpa branschmässig rörelsemarginal på närmare 40 procent.

ASCO - en språngbräda ut i Europa

Mangold har valt att värdera 2cureX-aktien med en DCF-modell vilken visar uppsida på över 120 procent i ett base-case. 2cureX möter begränsad konkurrens på den tänkta marknaden och väntas därför snabbt ta marknadsandelar. Viktiga katalysatorer för aktien blir den kommande ASCO-kongressen i juni, att få igång försäljningen och fortsatt utveckling av IndiTreat för fler cancerindikationer.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 48
Risk	Hög
Kurs (kr)	21,50
Börsvärde (Mkr)	319
Antal aktier (Miljoner)	14,9
Free float	70,4%
Ticker	2CUREX
Nästa rapport	2021-05-27
Hemsida	2curex.com
Analytiker	Jan Glevén



Kursutveckling

	1m	3m	12m
2CUREX	10,6	15,4	67,7
OMXSPI	4,3	14,6	48,4

Nyckeltal

	2 019	2 020	2021P	2022P	2023P
Intäkter (Mkr)	12,0*	15,4*	13,8	27,7	55,4
EBIT (Mkr)	-8,7	-7,4	-8,1	-3,9	6,2
Vinst före skatt (Mkr)	-9,4	-8,6	-8,8	-4,6	5,5
EPS, justerad (kr)	-0,64	-0,59	-0,71	-0,37	0,35
EV/Försäljning	44,7	34,8	38,6	19,3	9,7
EV/EBITDA	neg	neg	-66,4	-138,0	85,5
EV/EBIT	neg	neg	-65,9	-136,1	86,2
P/E	neg	neg	-26,1	-49,7	53,5

Ägarstruktur

	Aktier	Kapital
Ole Thastrup	3778304	25,4%
Avanza Pension	1127399	7,6%
Clear Stream Banking	943193	6,3%
Grith Hagel	619735	4,2%
SVM Förvaltning mbH	386000	2,6%
Nordnet Pensionsförsäkring	374543	2,5%
Futur Pension	350000	2,4%
Commerzbank	309687	2,1%
Totalt	14856600	100%

*Funds, ej försäljning

2cureX - Investment Case

Precist test kan ta spets

Mangold tar upp 2cureX för bevakning med en köprekommendation och en rikt-kurs på 48 kronor per aktie och 12 månaders sikt. Detta medför en uppsida på över 120 procent. 2cureX är ett danskt medicinteknikbolag som utvecklat Indi-Treat, ett test som ska förbättra cancerbehandlingen genom att få fram rätt läke-medel och göra den mer individanpassad, så kallad precision medicine. Bolaget har valt att positionera IndiTreat mot kolorektal cancer men avser att utveckla den även till andra cancerindikationer som äggstock- och pankreascancer vilket ökar potentialen och stärker investmentcasen.

Köp aktien med riktkurs 48 kronor

Uppsida i aktien om över 120 procent

IndiTreat ger Individanpassad behandling

Antalet cancerfall ökar globalt liksom antalet läkemedel som används för att behandla sjukdomen. Merparten av all cancerbehandling misslyckas vilket blir kostsamt och ineffektivt för sjukvården. Det leder till onödigt lidande för patienten. 2cureX har utvecklat IndiTreat som ska bidra till att onkologer (cancerläkare) ska kunna ta fram rätt läkemedel för patienter som är diagnostiserade med kolorektalcancer. Standardbehandling är inte tillräckligt och behöver individanpassas vilket IndiTreat ska bidra till.

Unik test för bättre cancer-behandling kan bli standard

ASCO-kongress blir språngbräda

IndiTreat har i kliniska studier visat positivt resultat. Dessa resultat ska framföras på kommande ASCO-kongress i juni som genomförs online. Detta är den viktigaste och mest tongivande kongressen inom cancervård vilket kommer bidra till stor uppmärksamhet och ge bolaget draghjälp för att kunna växa i snabb takt på den europeiska marknaden.

ASCO-kongress visar vägen (American Society of Clinical Oncology)

Kommersialisering nästa steg

Bolaget har förstärkt ledningen med ny vd som tidigare har erfarenhet av att kommersialisera medicintekniska produkter. Detta talar för att 2cureX har goda chanser att snabbt nå ut på tänkt marknad med IndiTreat. Långsiktiga relationer med universitetssjukhus spelar också bolaget i händerna då dessa kan användas som goda referens-case. Bolaget börjar i Norden med cancerkliniker vartefter fler länder i Europa adderas. Större sjukhus ska sedan bearbetas och på sikt kan bolaget ta IndiTreat till Asien och Nordamerika.

IndiTreat- redo för Europa

Potential för IndiTreat

Mangold har valt att bygga sina prognoser på en tänkt marknadsandel för tester inom kolorektal cancer. Detta ger en relativt stor marknad att växa på under några år för bolaget. Över en sjuårsperiod ser Mangold att 2cureX kan omsätta över 300 miljoner kronor. Mangold bedömer även att en rörelsemarginal på närmare 40 procent är rimligt att nå i slutet av prognosperioden. Mangold har sett över konkurrenslandskapet för 2cureX och ser inte något omedelbart hot. Det finns inga bolag som använder sina tester i medicinskt rådgivande syfte som 2cureX vilket talar för att IndiTreat kan ta spets i kampen mot förbättrad cancerbehandling.

Har försprång - svag konkurrensbild

Stor marknad att växa på

2cureX - Bolag och ledning

Bolaget i korthet

2cureX har utvecklat IndiTreat (Individual Treatment Design) som ska användas för att säkerställa den mest optimala behandlingsmetoden för varje enskild cancerpatient. Detta åstadkoms genom att man tar cancervävnadsprover från patienten och sedan testas alla tänkbara behandlingar mot den vävnaden, för att sedan konsultera läkaren kring vilka läkemedel som är mest effektiva. 2cureX har valt att positionera IndiTreat mot kolorektalcancer men avser även att utveckla produkten för flera indikationer. 2cureX är ett danskt medicintekniskt bolag som grundades år 2007. Sedan 2017 är bolaget noterat på Nasdaq Stockholm First North Growth Market. Det är från början en spin-off från Carlsberg Research Center och som sedan etablerades som bolag i Hamburg i Tyskland under 2015.

IndiTreat - för optimal cancerbehandling

IndiTreat utvecklas mot flera indikationer

Ledning

Fernando Andreu är ny vd i bolaget sedan 2021. Han har en MBA från Esade business school i Barcelona och lång erfarenhet inom medicinteknik med erfarenhet av att kommersialisera produkter inom segmentet In Vitro Diagnostics (IVD). Han har tidigare varit vd för Indivumed Inc, och i ett dotterbolag till japanska Sysmex. Fernando Andreu har även haft ledande positioner på Chiron Diagnostics och Roche Diagnostics.

Ny erfaren vd på plats i bolaget

Ole Thastrup är chief scientific officer (CSO). Han har tidigare varit vd sedan bolaget grundades. Han har en masterexamen i farmaci och doktorsexamen i farmakologi samt medicinsk kemi. Tidigare har Ole Thastrup varit ansvarig för Carlsbergs biomedicinforskning. Han har även arbetat som CSO för Bioimage, en avknoppning från det danska läkemedelsbolaget Novo Nordisk. Han är även största ägare i 2cureX.

Ole Thastrup - en av nyckelpersonerna i bolaget och största ägare

Kenneth Graabek Johansen är CFO sedan 2021. Han har tidigare erfarenhet av affärsutveckling och haft ledande befattningar som CFO och COO för en rad danska bioteknikbolag som Raven Biosciences och Qiagen Danmark. Han har även erfarenhet av artificiell intelligens. Flera års erfarenhet finns från revisionsarbete från KPMG i Danmark.

Ny CFO med gedigen bakgrund

Med i ledningen finns även Maarten van der Linden som är CBO (Chief Business Officer). Henrik Harling CMO (Chief Medical Officer), Grith Hagel COO (Chief Operating Officer) som även varit med att grunda bolaget, samt Jürgen Kupper som är ansvarig för 2cureX i Tyskland.

Grith Hagel en av grundarna

För styrelsen se appendix

2cureX - Verksamhet

Produkt och strategi

IndiTreat ska hjälpa onkologer, som är specialistläkare inom cancersjukdomar, att avgöra vilket av tillgängliga läkemedel som har störst sannolikhet att ge effekt på en viss patient. Detta blir allt viktigare då antalet läkemedel som godkänts av FDA och EMA öka kraftigt för cancerbehandling. Cancer har tidigare behandlats standardiserat med ett antal olika behandlingsmetoder vilket är ineffektivt och dyrt. 2cureX avser att förbättra cancerbehandlingen genom att den blir mer patientspecifik och kan användas under flera olika skeden under en cancerpatients behandling.

IndiTreat - bidrar till att förbättra behandlingen vid cancer för varje enskild patient

Individanpassad behandling

IndiTreat kan användas i flera steg under patientbehandlingsresan och därigenom förbättra det totala patientresultatet. Under pandemin har antalet nya cancerdiagnoser minskat, en effekt av att färre läkarbesök görs. När väl pandemin släpper och sjukvården kan prioritera om väntas ett ökat antal cancerpatienter behöva behandling för cancer som gått in i ett senare skede och som kräver mer avancerad behandling. I ett sådant scenario kan IndiTreat bidra till att förbättra cancer vården och hålla ned kostnader. Enligt en utvärdering gjord av Incentive Health Economics, har det visat sig att genom att använda IndiTreat så ökar livskvaliteten. Det har även visat sig vara mer kostnadseffektivt att använda sig av IndiTreat som förbättrar ICER. (ICER, Incremental Cost Effectiveness Ratio).

Ökad livskvalitet med IndiTreat

Individer är olika - kräver individanpassade läkemedel

IndiTreat grundar sig på att alla individer är olika och därför inte reagerar på samma sätt vid behandling av läkemedel. Eftersom osäkerheten kring effektiviteten bland vissa läkemedel är stor, kan klinikerna använda IndiTreat för att testa samtliga tillgängliga läkemedel på den enskilda patientens cancervävnad utan att patienten påverkas.

Kolorektal cancer - ett första steg

2cureX har valt att rikta in sig mot kolorektal cancer i ett första steg. Kolorektal cancer är den näst vanligaste cancerformen för kvinnor och den tredje vanligaste bland män. Denna cancersjukdom kräver upprepade behandlingar till följd av resistans. Behovet av individuell behandling har därför ökat stort. 2cureX avser även att utveckla IndiTreat mot andra indikationer som äggstocks- och bukspottkörtelcancer.

IndiTreat kan bidra till att minska resistens

Fördelar med IndiTreat

Behandling som används vid cancer är ofta ineffektiv. Runt 70 procent av all cancerbehandling misslyckas vilket framkommit i en cancerrapport från Ernst&Young. Detta medför svårigheter för klinikerna och lidande för patienterna. En otillfredsställande cancerterapi medför även stora kostnader för samhället. Genom att undersöka den enskilde individens cancervävnad med hjälp av IndiTreat, ökar man sannolikheten för att rätt läkemedel tilldelas patienterna. Livskvaliteten för patienterna ökar samtidigt som risken för att utveckla läkemedelsresistens minskar. Ur ett samhällsperspektiv förbättrar IndiTreat den inkrementella kostnadseffektivitetskvoten (ICER) enligt en undersökning av Incentive Health Economics. Måttet ICER används för att undersöka hur kostnadseffektiv en innovation är relaterat till nyttan den skapar för patienten.

Merparten av all cancerbehandling misslyckas...

...IndiTreat kan bidra till förbättring

2cureX - Process

IndiTreat testprocessen

- Processen för användning av IndiTreat börjar med att läkaren konsulterar patienten om fördelarna och riskerna med en kemosenitivitetsanalys som användningen av IndiTreat kräver.
- Därefter genomför läkaren en biopsi av patientens huvudtumör alternativt av en metastas som vanligtvis är levern. Tumören placeras sedan i ett speciellt medium som bevarar tumörens ursprungliga egenskaper. Tumören transporteras sedan till ett 2cureX laboratorium inom 24 timmar.
- När tumören har anlänt till laboratoriet så skapar 2cureX flera 100 tredimensionella mikrotumörer.
- Enskilda läkemedel och kombinationer av läkemedel appliceras sedan på mikrotumörerna. Dessa mikrotumörer övervakas sedan vanligtvis i upp till 14 dagar.
- Därefter analyseras de olika behandlingarna för att undersöka vilka läkemedel som cancervävnaden är resistent mot och vilka läkemedel som är effektiv mot cancervävnaden. Efter 2CureX har analyserat tumörerna skickas en läkemedelssensitivitetsrapport till patientens läkare med information om hur de olika läkemedel påverkar mikrotumörerna.
- Baserat på resultatet från IndiTreat rapporten och all annan information om patientens medicinska bakgrund, kan läkaren välja ett läkemedel som är mest lämpligt för patienten.

Biopsi av tumör tas på patient

Cancerläkemedel testats på mikrotumörer

Kommersiella partners

2cureX har valt att teckna samarbets- och distributionsavtal med ett antal företag i Europa. Bolaget har även långt gående samarbeten med universitetssjukhusen Vejle och Bispebjerg i Danmark. Andra samarbeten med sjukhus finns i Skåne, England och Tyskland.

Fler samarbeten med universitetssjukhus

Under 2019 tecknade 2cureX ett kommersiellt avtal med Docrates, ett privat-sjukhus baserat i Norden. Partnerskapet med Docrates täcker de finska och baltiska marknaderna. Under första kvartalet 2020 tecknades avtal med svenska Yourrad som verkar på de nordiska marknaderna. Under samma period tecknade bolaget även avtal med Paralax Life Science Group där de inledningsvis kommer att distribuera IndiTreat i Bulgarien och så småningom andra länder i Östeuropa. 2cureX har även ingått i ett partnerskap med LAB52 vars räckvidd täcker Portugal och Spanien.

Flera avtal för kommersialisering

2cureX - Studier

Resultat ska presenteras på ASCO

Bolaget har genomfört kliniska studier med IndiTreat för kolorektal cancer med positivt resultat. Dessa resultat delgavs i början av mars med vissa restriktioner från ASCO (American Society of Clinical Oncology). Studien ska presenteras i sin helhet på ASCO (amerikansk cancerkongress) i början av juni. De mål som satts upp i studien har bolaget nått. Förbättring har setts för progressionsfri cancer åtta veckor efter att behandling inletts, det vill säga inga symptom eller sjukdomstecken syns under perioden efter behandling. Mangold tolkar detta resultat som mycket positivt. Tolkning från bolagets sida kan inge göras på grund av restriktioner fram till ASCO-presentationen. ASCO är världens största cancerkongress där de viktigaste studierna kring cancerbehandling presenteras.

Amerikansk kongress blir startskottet

Restriktioner förhindrar en utvärdering före ASCO

2cureX inledde kliniska studier med IndiTreat 2017 för kolorektal cancer. Patienter som rekryterats har haft metastaserande kolorektal cancer som inte har svarat på den vanliga behandlingen som utgörs av cytostatika som Folfox och Folfiri samt Cetuximab, en antikropp som fungerar som cellgift. Bolaget har även inlett studier avseende äggstockscancer och pankreascancer. Ett samarbete med Scandion Oncology kring bröstcancerpatienter har även inletts.

Studier på andra cancerformer har inletts

2cureX kliniska studie med IndiTreat avsedd för kolorektal cancer (TICC) visade positiva resultat i en interim studie 2019. I denna studie ingick åtta personer som utvecklade en avancerad form av kolorektalcancer och som trots tidigare två omgångar av standardbehandlingar utvecklade cancer. Baserat på detta positiva interimresultat 2cureX och Vejle universitetssjukhus slutföra den kliniska studien.

Positiva resultat för TICC-studien

2cureX och samarbetspartnern Vejle universitetssjukhus valde på grund av resistens mot standardbehandlingar att inkludera off-label-läkemedel under studien. Off-label-läkemedel är läkemedel som är godkända för behandling av cancer inom andra cancerindikationer men inte ingår i standardbehandlingen av kolorektalcancer.

Off-label läkemedel ger edge

Övriga studier med IndiTreat

Tillsammans med universitetssjukhuset i Vejle pågår även en klinisk förstudie med IndiTreat för bukspottkörtelcancer. Syftet med studien är att hitta den mest effektiva behandlingen mot sjukdomen. Studien inleddes 2018 och utfallsdata kommer att samlas in till och med 2023. Kostnader för studien delas av 2cureX och Vejle universitetssjukhus. En klinisk förstudie med IndiTreat för äggstockscancer tillsammans med Rigshospitalet och University Medical Center Hamburg-Eppendorf inleddes även under 2018.

Vejle universitetssjukhus - långvarig samarbetspartner

2cureX - Marknad

Kommersialisering av IndiTreat

2cureX kommer inledningsvis att sälja IndiTreat till utvalda cancerkliniker på den nordiska marknaden och i utvalda europeiska länder, både via distributörer och sin egen säljorganisation. IndiTreat-testet ska säljas inom ramen för ett utvärderingsavtal, som avser att ge kunden möjligheten att validera produkten, samt för att kunden ska kunna övertygas att IndiTreat är väl anpassat för användning i klinikerna.

Ska nå marknad via distributörer och egen säljkår

2cureX tar betalt för varje patient som bolaget testar, vilket är en affärsmodell som klinikerna sedan tidigare är vana vid. Priset varierar och är korrelerat med volymerna som den enskilde kunden beställer. Generellt så brukar etablerade cancerbehandlingar täckas av den offentliga hälsovårdsförsäkringen i respektive land. IndiTreat är inte en etablerad cancerbehandling och täcks därför inte för tillfället av denna försäkring. Detta medför att patienten själv får stå för kostnaden eller hans privata försäkring. För att IndiTreat ska bli en kommersiell succé så anser vi att det är av stor betydelse att 2cureX aktivt arbetar för att IndiTreat ska inkluderas i den offentliga och privata hälsovårdsförsäkringen.

MANGOLD - ROAD MAP FÖR INDITREAT

	2021	2022	2023
Indikation	Kolorektal cancer	Äggstockscancer	Pankreascancer
Marknader	Norden	EU och UK	Asien
Kunder	Cancerkliniker	Regionalsjukhus	Större sjukhus

Källa: 2cureX

Patent

En stark patentportfölj är viktigt för att 2cureX ska lyckas med sin kommersialisering av IndiTreat. 2cureX patenten innefattar de grundläggande principerna av att kombinera läkemedel med celler på matriser, IndiTreat testet i sig själv samt användningen av IndiTreat för att identifiera läkemedelskandidater. Patentet finns på de viktiga marknaderna så som Europa, USA, Canada, Indien och Hongkong.

IndiTreat är patentskyddat på viktiga marknader

2cureX - Marknad

Cancerfallen ökar

Med ökad livslängd och åldrande befolkning väntas cancerfallen öka. Under 2018 blev drygt 18 miljoner människor diagnostiserade med cancer, och 9,5 miljoner avled. Vid 2040 estimeras det att 29,5 miljoner människor årligen kommer att diagnostiseras med cancer varav hälften väntas avlida.

Kolorektalcancer är den tredje vanligaste canceren med 1,8 miljoner globala fall. Med hjälp av IndiTreat kan man minska det höga trycket på klinikerna samt minska lidandet hos cancerpatienterna. De ökade cancerfallen leder även till ökade kostnader för redan ansträngda sjukvårdsbudgetar som regeringar är angelägna att hålla.

IndiTreat har positionerat sig inom ett segment som kallas precision cancer medicine. Denna marknad väntas växa med 12,5 procent i snitt per år för att 2025 nå en marknadsstorlek på 117 miljarder euro. USA förväntas bli den största marknaden följt av Europa. 2cureX kommer inledningsvis att lansera sina produkter i Europa. Den europeiska marknadens tillväxt är främst hänförlig till utvecklingen av diagnostiska produkter, elektroniska journaler och nya cancerbehandlingar för specifika cancer typer. Den asiatiska marknaden växer snabbast. Anledningen är utveckling av den medicinska infrastrukturen, ökade inkomster och en ökad efterfrågan på individualiserad sjukvård. 2cureX bedömer att en lansering i Asien kan ske 2023.

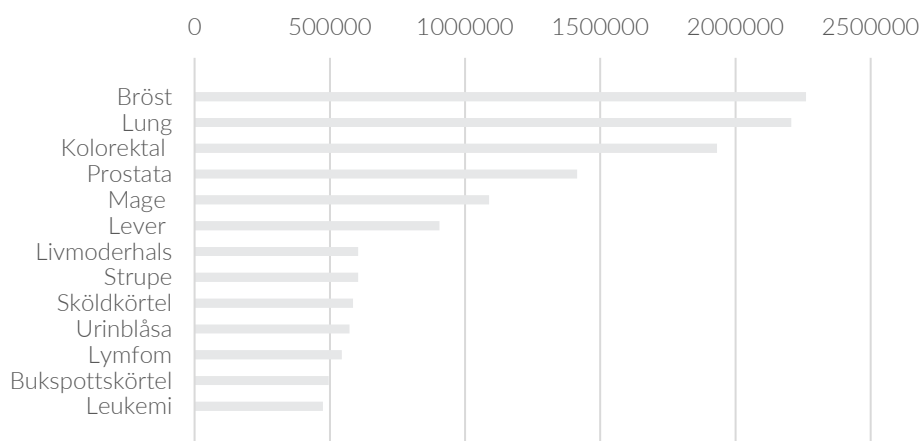
Cancerfall mot 30 miljoner 2040

Ökade kostnader - hot mot sjukvården

IndiTreat rätt positionerat

Asien möjlig marknad

Cancerfall 2020 globalt



Källa: WHO

Antalet cancerpatienter i Europa inom kolorektal-, äggstocks- och bukspottkörtelcancer består av över 700 000 nya patienter 2020. Detta representerar ett marknadsvärde på 1,3 miljarder euro för tester av IndiTreat.

Den första marknaden som IndiTreat, med indikatorn kolorektal, lanseras på är Norden. Det ger en sammanslagen mängd av årliga patienter på cirka 23 000. Inom kolorektalcancer finns det fem (0-IV) olika faser beroende på hur långt canceren är utvecklad. 2cureX har siktat in sig på långt framskriden cancer således stadium III-IV.

Se appendix för olika stadium inom kolorektal cancer

2cureX - Marknad

Få liknande bolag - talar för IndiTreat

2cureX ligger långt fram i sin teknikutveckling och skiljer sig i stor utsträckning från eventuella konkurrenter genom att använda testet i ett medicinskt rådgivande syfte. Det pågår alltså en utveckling inom området för precision medicine och AI (artificiell intelligens) där ett antal nystartade bolag växt fram. Några av de mer etablerade är Notable Labs, och Sengine Precision Medicine som båda är amerikanska onoterade bolag. Båda dessa använder sig av 3D mikrotumörer för att förutsäga hur väl en patient svarar på ett visst cancerläkemedel. Sengine är en spin-off från Fred Hutchinson Cancer Research Center. Bolaget har funnits sedan 2015 och har tagit in kapital på över 16 miljoner dollar. Notable Labs har specialiserat sig på blodcancer (leukemi, lymfom och myelom) som även samarbetar med Tempus, ett amerikanskt bolag inom precision medicine. Tempus använder sig av AI inom cancerforskning.

IndiTreat - tester i medicinsk rådgivande syfte

Amerikanska bolag välfinansierade

Ett bolag som funnits ett tag på marknaden med tester för att optimera cancerbehandling är tyska TherapySelect. Bolaget har ett antal diagnostiska tester för att få fram rätt behandling. CTR-test används för att få fram mest effektiv cytostatikabehandling.

Tester för cytostatika

Helomics är ett amerikanskt bolag verksamt inom precision medicine. Bolaget är inriktat på att ta fram bättre cancerläkemedel med hjälp av AI i tidig fas, drug discovery. Bolaget har även tagit fram tester för bättre behandling vid olika typer av gyncancer.

Freenome, ett amerikanskt startup-bolag, använder AI för att ta fram bättre cancerbehandlingar med hjälp av diagnostiska test och screening. Bolaget har tagit in ytterligare 270 miljoner dollar under 2020 för att utveckla ett screeningstest för kolorektal cancer. Totalt har bolaget tagit in över 500 miljoner dollar.

Freenome, ett start-up har tagit in över 500 miljoner dollar

MANGOLD - KONKURRENTER CANCERTESTER

Bolag	Namn / Typ	Teknik	Cancertyp
Sengine Precision Medicine	Paris Test	AI / 3D organoid	Stor cancerbank
Notable Labs	Flow-cytometry	AI / 3D organoid	AML/MDS
Helomics	TDRT Test	AI	Gyncancer
TherapySelect	CTR Test	AI	Solid Tumor

Källa: Bolagens hemsidor

2cureX - Prognoser

Försäljning inleds 2021

2cureX avser att inleda försäljning med IndiTreat mot indikationen kolorektal cancer i Norden och utvalda europeiska länder under 2021. Bolaget kommer att använda sig av en egen säljstyrka. Kunder väntas inledningsvis att utgöras av specialiserade cancercenter för att sedan även innefatta regionala och sedan större sjukhus. Under 2022–2023 förväntas IndiTreat ha breddats till även äggstockscancer samt pankreascancer. Försäljning väntas då även kunna ske i övriga EU-länder samt Storbritannien med förstärkt försäljningsstyrka. Bortom 2023 väntas IndiTreat ha breddats till att inkludera bröstcancer. Försäljning bör även kunna inledas på den asiatiska marknaden. På sikt ser Mangold även att den nordamerikanska marknaden kan bli aktuell vilket väntas bidra till kraftigt ökad försäljning.

Kolorektal marknad utgör underlag för analys

Kolorektalmarknad utgör prognosunderlag

Mangold har valt att enbart göra prognoser för indikationen kolorektal cancer där bolaget nått positiva resultat i studier. Övriga indikationer ska ses som ytterligare potential men där bolaget saknar färdiga studier.

Kolorektal cancer har fått grönt ljus

MANGOLD - TYP AV CANCER

Nya fall 2020	Europa	Norden	Sverige
Kolorektal	519820	21304	6779
Bukspottskörtel	140116	5654	2143
Äggstock	66693	2071	695

Källa: WHO

Antagande för prognoser

Mangold har utgått från att bolagets försäljning kommer att komma igång under 2021. Norden är den marknaden som bolaget ska bearbeta i första hand. Mangold räknar med att EU-länder som Tyskland samt Storbritannien tillkommer under 2022 och 2023. I våra beräkningar har Mangold valt att utgå från ett pris för IndiTreat på 2500 euro vilket ska ses som ett snitt då priset kan variera. Mangold bedömer att bolaget kan ta 10 procent av marknaden för den tänkta marknaden för kolorektal cancer. Den adresserade marknaden har vi fått fram genom att utgå från svårare cancerfall (stadium III-IV) vilken uppskattats till 25 procent av fallen.

Norden först

Tar 10% av marknad

MANGOLD - CASE KOLOREKTAL CANCER

Antal fall kolorektal cancer Europa	519820
25% av marknad för kolorectal cancer i sent skede	129955
10% andel av marknaden	12996
Pris Inditreat (Euro)	2500
Marknadspotential 7 årsperiod (Mkr)	330

Källa: Mangold Insight

2cureX - Prognoser

Intäktsmodell

Med tidigare gjorda marknadsantaganden har Mangold tagit fram en intäktsmodell som sträcker sig över sju år. Således bedömer Mangold att 2cureX nå 10 procent av marknaden inom en sjuårsperiod. Tillväxttakten väntas bli hög och jämn över åren genom att nya länder i Europa adderas. Ytterligare potential finns i en lansering i Asien och Nordamerika vilket utelämnats i denna analys.

Intäkter från 2021 och positivt EBIT från 2023

2CUREX - PROGNOSE

(Mkr)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Intäkter	14	28	55	111	185	264	330
Tillväxttakt							
EBIT	-8,1	-3,9	6,2	28,4	59,5	96,8	124,3
Rm							

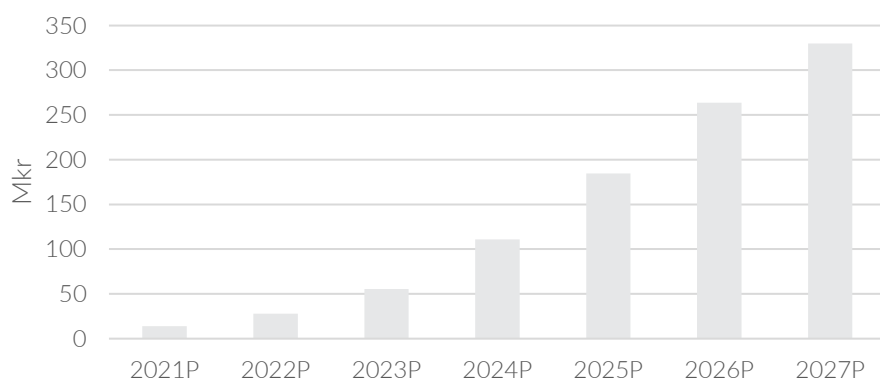
Källa: Mangold Insight

Hög tillväxt

Mangold räknar med en tillväxt i snitt per år på 70 procent (CAGR). Branschmässiga rörelsemarginaler för medicintekniska bolag ligger på runt 40 procent och i vissa fall över när verksamheten kan skalas upp. En rörelsemarginal som närmar sig 40 procent inom en femårs-period anser vi därför är fullt rimlig att anta.

CAGR på 70% över en 7-års period

Intäkter - IndiTreat



Källa: Mangold Insight

Värdering

DCF-modell för rättvis värdering

Mangold har valt att värdera 2cureX med en DCF-modell. I våra antagande har vi valt ett avkastningskrav på 12 procent. Detta med utgångspunkt från marknadsriskpremie och småbolagstillägg enligt rekommendationer från Pwc. Utifrån dessa antaganden får vi ett motiverat värde på 47,55 kronor.

Motiverat värde på 47,55 kronor

Riktkurs 48 kronor

2CUREX - DCF

(Tkr)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	-8 117	-3 930	6 214	28 395	59 461	96 782	124 306
Fritt kassaflöde	-7 293	-5 583	1 634	15 516	37 466	65 922	88 981
Terminalvärde							988 682

Antagande	Avkkra	Tillväxt	Skatt
	12%	3%	22%

Riktkurs

Enterprise value	535 171
Equity value	590 568
Motiverat värde (kr)	47,55

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys

För att se hur olika avkastningskrav slår på det motiverade värdet har Mangold valt att genomföra en känslighetsanalys. Utgångspunkten har varit att se hur värdet förändras när försäljningen minskar och ökar i förhållande till ändrat avkastningskrav. I vårt base-case utgår vi från våra grundprognoser som framgår under prognosavsnittet.

Med olika avkastningskrav fås ett spann i bas-case på 31 - 77 kronor.

MANGOLD - KÄNSLIGHETSANALYS

Avk krav percent	0,75x	Bas	1,25x
10percent	53	65	77
12percent	39	48	56
14percent	31	37	43

Källa: Mangold Insight

2cureX - SWOT-analys

Styrkor

- Unik produkt som kan ta stor andel av marknad
- Positionerad i växande marknad

Svagheter

- Svårbearbetad och konservativ marknad
- Saknar stöd i sjukförsäkring

Möjligheter

- Produkt kan breddas till fler indikationer
- Uppköpskandidat

Hot

- Nyckelpersoner lämnar bolaget
- Konkurrenter utvecklar liknande produkt

2cureX - Appendix

Kolorektalcancer

Tjock- och ändtarmscancer (kolorektal cancer) är en form av cancer som drabbar främst äldre, över 65 år. På engelska förekommer förkortningen CRC för colorectal cancer. Sjukdomsförloppet är långsamt och börjar som en uppskjutande vävnadstillväxt (polyp). Om dessa polyper inte avlägsnas kan de växa till cancer.

Polyper - början till cancertillväxt

Det finns ingen känd utlösande faktor men ärftliga faktorer och kostens sammansättning påverkar risken. Om cancer upptäcks tidigt finns effektiva behandlingsmetoder. Om cancer har spritt sig minskar chanserna att bota cancer. Kirurgi är den vanligaste metoden för att bli av med kolorektal cancer. Kirurgi kombineras vanligen med cytostatika och strålbehandling.

Kirurgi vanligt vid tidigt stadium

Kolorektal cancer delas in i olika stadium beroende på progression. Det finns även förstadier, exempelvis kan en polyp vara en godartad tumör (benign) som senare kan utvecklas till elakartade celler (malign). I stadium I-II har tumören växt till närmaste cellager och i ett senare skede genom tarmväggen men inte spritt sig till lokala lymfkörtlar. Detta kallas för metastaserad kolorektal cancer och förkortas mCRC på engelska. Prognosen för överlevnad är god vid tidig diagnos.

Tidig diagnos - bra prognos

I stadium III sker spridning till lokala lymfkörtlar, men ej andra organ. I detta skede används adjuvant behandling. Efter kirurgisk operation används cytostatika som ska motverka återfall. I stadium IV har tumören spridits till andra organ som lever och lungor och då används palliativ behandling. Cancer går då inte att bota och patienten sätts på cystostatika. Vanligen används inte kirurgi i detta stadium förutom i vissa fall. För patienter i sent stadium är prognosen för överlevnad sämre. Endast 10 procent av dessa patienter överlever fem år efter diagnos.

I stadium IV går cancer inte att bota

Ovarialcancer

Äggstockscancer (ovarial cancer) är ett samlingsnamn för olika typer av maligna tumörer i ovariet. Det är en gynekologisk cancersjukdom med hög dödlighet. Detta då det är svårt att upptäcka den i ett tidigt stadium samt att det ofta uppstår resistens vid behandling. Fem-årsöverlevnaden ligger på närmare 50 procent och medianåldern uppgår till 65 år. Ärftlighet är den största riskfaktor framförallt mutationer i BRCA-generna. Kirurgi utgör primärbehandling för ovarialcancer. Livmoder, äggledare, äggstockar, bukhinnenät (omentet) opereras bort. Detta följs upp med cytostatikabehandling med platinum (karboplatin) och taxan (Paclitaxel). Tilläggsbehandling med Avastin är vanligt för att fördröja tiden till tumörprogress hos patienter med stadium III-IV.

Äggstockscancer har hög dödlighet

2cureX - Appendix

Pankreascancer

Cancer i bukspottskörteln (pankreascancer) är en ovanligare form av cancer som vanligen drabbar äldre, över 70 år. Den hinner ofta sprida sig i kroppen innan den upptäcks. Bukspottkörtel kan sprida sig till lymfkörtlar, levern, bukhinnan eller lungorna. Bukspottkörteln ligger nära magsäcken, där den bildar bukspott. Bukspott innehåller enzymer som hjälper till att bryta ner maten. Den bildar även hormonerna insulin och glukagon. Den vanligaste cancerformen heter duktalt adenocarcinom. Sjukdomen börjar då i gången som bukspottet rinner igenom. Försök till operation kan göras om cancer inte är spridd. Gallblåsan tas bort, en del av tolvfingertarmen och gallgången. Efter operation behandlas patienten med cytostatika, detta för att minska risken för att sjukdomen ska återkomma.

Pankreascancer sprider sig snabbt

Cancerstadium

När en patient fått en cancerdiagnos bedöms även vilket stadium som canceren befinner sig i. Tumörens storlek bedöms och om den har växt in i omkringliggande vävnader samt om den spridit sig till andra delar av kroppen så kallades dotter-tumörer (metastaser).

Metastaser - spridd cancer

MANGOLD - CANCERNS DIFFERENTIERINGSGRAD

Stadium I	Liten tumör, har inte spridit sig från modertumören	God prognos
Stadium II	Större tumör, har inte spridit sig från modertumören	80-90 procent kan botas
Stadium III	Större tumör, spritt sig till lymfkörtlar	Sämre prognos
Stadium IV	Större tumör, spridd till lymfkörtlar och med fjärrmetastaser	Dålig prognos

Källa: Cancerfonden

2cureX - Appendix

Styrelse

Sedan 2014 har Povl-André Bendz varit styrelseordförande för 2cureX A/S och sedan 2017 för 2cureX AB. Han har lång erfarenhet av verksamheter inom medicin- och bioteknik. Han har tidigare varit vd och ägare för Upfront Chromatography samt Delta Technology. Han sitter även i styrelsen för Audientes, Thornæs Destilleri, Imatra Holding och Agilco.

Povl-André Bendz är SO i 2cureX

Bland övriga styrelsemedlemmar finns grundare och tidigare vd Ole Thastrup samt Nils Brünner som även grundat Scandion Oncology.

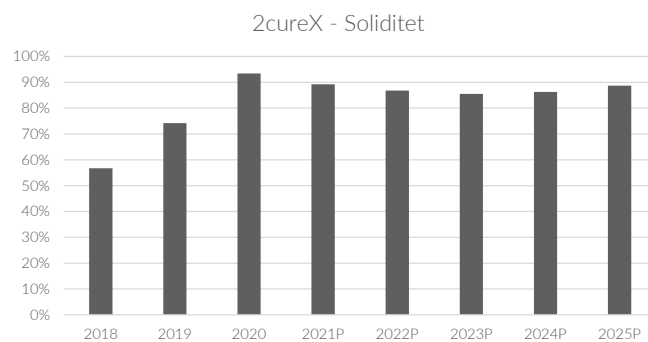
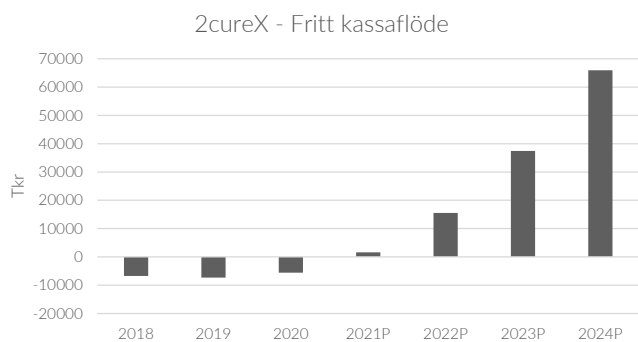
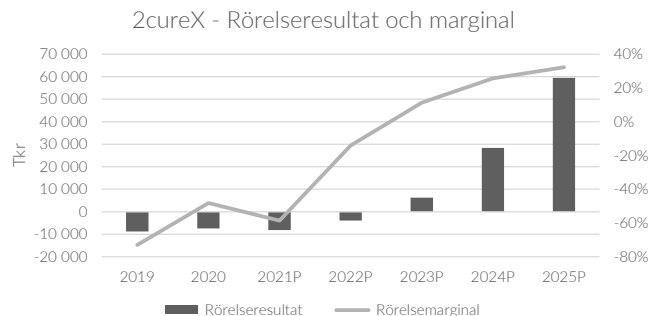
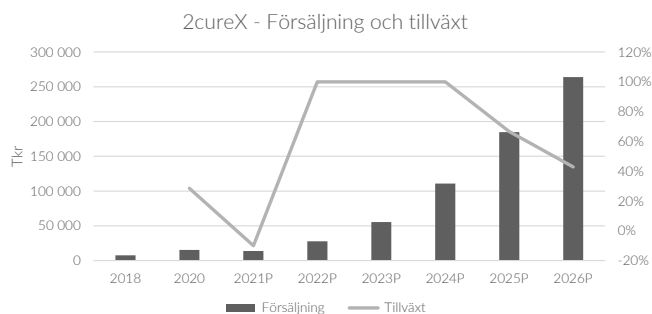
Nils Brünner från Scandion Oncology ny ledamot

Jørgen Drejer, huvudägare för bioteknikbolaget Saniona, finns även med i styrelsen liksom Camilla Huse Bondesson. Den senare har över 30 års erfarenhet från internationella och seniora positioner inom bioteknikföretag samt är styrelseordförande för Gradientech, Immuneed och Tdb Consultancy.

Jørgen Drejer från Saniona med i styrelsen

Michael Lutz har 15 års erfarenhet av ledande befattningar i flera europeiska och amerikanska life science bolag. Han arbetar även för bioteknikbolaget Heparegenix som CEO.

2cureX - Appendix Diagram



Källa: Mangold Insight

Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (Tkr)	2 018	2 019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Intäkter	7 675*	11 982*	15 391*	13 852	27 704	55 409	110 818
Personalkostnader	-8 842	-10 919	-12 360	-13 596	-14 956	-16 451	-18 096
Övriga rörelsekostnader	-6 838	-9 376	-10 063	-3 463	-6 926	-13 852	-27 704
Avskrivningar	-431	-436	-386	-61	-55	-49	-44
Rörelseresultat	-8 436	-8 749	-7 418	-8 116	-3 928	6 217	28 403
Rörelsemarginal		-73%	-48%	-59%	-14%	11%	26%
Räntenetto	-106	-662	-1 173	-698	-698	-698	-698
Vinst efter finansnetto	-8 542	-9 411	-8 591	-8 814	-4 627	5 519	27 705
Skatter	1 278	1 478	1 271	0	0	-1 214	-6 095
Nettovinst	-7 264	-7 933	-7 320	-8 814	-4 627	4 305	21 610

*Funds (ej försäljning)

Balansräkning	2 018	2 019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Tillgångar							
Kassa o bank	20 063	33 720	58 577	50 587	44 307	45 245	60 068
Kundfordringar	2 579	3 106	3 471	1 708	3 416	6 831	13 662
Lager	0	0	0	797	1 594	3 097	6 011
Anläggningstillgångar	1 384	1 015	996	545	491	442	398
Totalt tillgångar	24 026	37 841	63 044	53 637	49 807	55 615	80 139
Skulder							
Leverantörsskulder	523	1 598	1 000	797	1 594	3 097	6 011
Skulder	9 882	8 167	3 180	4 987	4 987	4 987	4 987
Totala skulder	10 405	9 765	4 180	5 784	6 581	8 084	10 998
Eget kapital							
Bundet eget kapital	1 035	1 242	51 544	51 544	51 544	51 544	51 544
Fritt eget kapital	12 586	26 834	7 320	-3 691	-8 318	-4 013	17 597
Totalt eget kapital	13 621	28 076	58 864	47 853	43 226	47 531	69 141
Totalt skulder o EK	24 026	37 841	63 044	53 637	49 807	55 615	80 139

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 2cureX .

Mangold äger aktier i 2cureX.

Mangold har utfört tjänster för Bolaget och 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