

# Alligator Bioscience

Sektor: Biotech

## Bra styrfart genom osäkra vatten

Redeye bedömer att Alligators flaggskepp ATOR-1015 visar lovande framsteg trots temporärt minskad rekryteringstakt till följd av coronakrisen. Fyra projekt i klinisk fas ger Alligator "flera skott på mål". Nyligen aviserade besparingar ger ett ökat andrum att lyfta fram värden i portföljen innan kassan sinar.

### Alligator bromsar och gasar

I spåren av det avbrutna samarbetet med Janssen förra året har den finansiella visibiliteten för Alligator minskat. I det perspektivet är det nyligen aviserade besparingsprogrammet ett logiskt steg för att fokusera resurser till de kliniska projekten. Det stärker förutsättningarna att slutföra pågående studier och generera ytterligare klinisk evidens för flaggskeppsprojekt ATOR-1015.

### Flaggskeppsprojekt följer planen

För närvarande är rekryteringstakten i pågående kliniska studier osäker till följd av Covid-19-pandemin, samtidigt som redan inkluderade patienter fortsätter behandling. För ATOR-1015 studeras terapeutiskt relevanta dosnivåer på 600 mg varannan vecka. Takten hittills tyder enligt vår mening på att studien bör kunna färdigrekryteras under året. Interimsdata presenterade på AACR bådär gott inför dosexpansionsstudier och ytterligare information kan framkomma redan vid ASCO den 29 maj.

### Stor potential även med mer försiktiga antaganden

Vi har gjort en översyn av vår värderingsmodell och gör överlag mer försiktiga antaganden då vi bland annat räknar med att Alligator i ett osäkert affärsklimat kommer att behöva driva klinisk utveckling längre i egen regi. Det medför ett möjligt finansieringsbehov senast under 2021 om inga nya licensavtal kan träffas under kommande år. Inte desto mindre ser vi ett riskjusterat motiverat värde på 19,5 SEK per aktie i ett basscenario och bedömer att dagens aktiekurs återspeglar låga förväntningar på kliniska projekt och finansieringsmöjligheter. Vi bedömer att det finns bra förutsättningar för ett stödjande nyhetsflöde under andra halvåret, främst i form av övergripande resultat från fas I-studien med ATOR-1015.

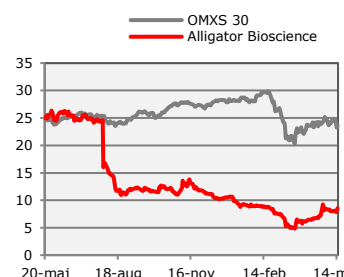
*Notera att ett analytikerbyte sker i samband med denna Update.*

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	27	4	101	0	144	229
EBITDA	-147	-209	-74	-178	-103	137
EBIT	-153	-215	-85	-190	-112	129
EPS (adj.)	-2,1	-2,9	-1,2	-2,6	-1,6	1,8
EV/Sales	44,0	NA	4,9	NA	5,3	2,7
EV/EBITDA	-8,1	-2,7	-6,7	-3,7	-7,4	4,6
EV/EBIT	-7,8	-2,6	-5,8	-3,5	-6,8	4,9
P/E	-10,5	-3,6	-7,4	-3,3	-5,5	4,8

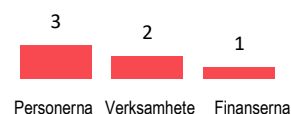
### FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
6,7	19,5	34,7

### VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

Ticker	ATORX.ST
Lista	Mid cap
Aktiekurs (SEK)	8,6
Börsvärde (MSEK)	614
Nettoskuld 20E (MSEK)	-121
Free Float	69 %
Dagl oms. ('000)	70

### ANALYTIKER

Niklas Elmhammer  
 niklas.elmhammer@redeye.se  
 Arvid Necander  
 arvid.necander@redeye.se

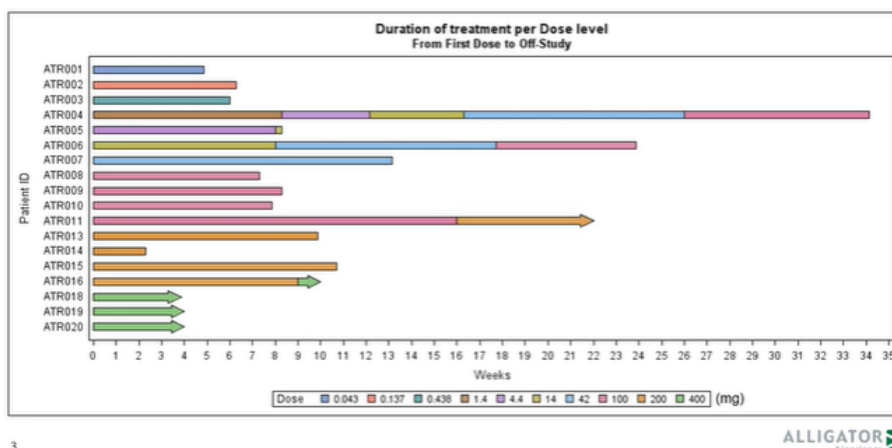
## Interimsdata ger positiv bild

Bolaget presenterade interimresultat från fas I-studien med ATOR-1015 på konferensen AACR den 27 april 2020. Vid doser upp till 400 mg har ingen dosbegränsande toxicitet hittills observerats. Milda och övergående behandlingsrelaterade biverkningar observerades i hälften av patienterna. Mediantid för behandling är hittills 8 veckor. 13 av 18 patienter hade vid presentationen avslutat behandling, varav elva på grund av sjukdomsprogression eller död. Den bästa responsen hittills är stabil sjukdom.

Vi ser säkerhetsresultaten som uppmuntrande givet att majoriteten (13 av 18 patienter) hade fått en dos på 100 mg eller över och ingen hade avslutat behandling på grund av biverkningar av ATOR-1015. De bådär gott för utsikterna att slutföra doseskaleringsdelen framgångsrikt och fastställa en hög rekommenderad dos för fas II. Ingen tumörrespons har hittills observerats. Det är svårt att dra några slutsatser om klinisk effekt hittills då det är en relativt liten studie som inkluderar svårt sjuka patienter vars sjukdom fortskridit även efter många behandlingar. Rådande dosnivåer torde kunna vara terapeutiskt relevanta vilket kan ge förutsättningar för tumörrespons i något fall vid längre tids behandling. Sammantaget blir slutförandet av studien högintressant.

### Dosering och behandlingstid i fas I-studien med ATOR-1015

## ATOR-1015: Dosing and Treatment Duration



Källa: Alligator

Alligator ska även presentera studien som en posterpresentation på konferensen ASCO den 29 maj. Det är ett tillfälle där ytterligare information kan framkomma.

## Covid-19-pandemi ger tillfälligt lägre rekryteringstakt

Den 1 april meddelade Alligator ett temporärt uppehåll i rekryteringen till pågående fas I-studier till följd av åtgärder för att minska belastning på vården och säkerställa säkerhet för patienter i spåret av Covid-19-pandemin. Studien med ATOR-1017 (första patient doserades i december 2019) är den som påverkas mest men även för fas I-studien med ATOR-1015 (som inleddes i januari 2019) är läget osäkert. Studierna bedrivs på fem respektive tre kliniker i Sverige och Danmark. Behandling och uppföljning av redan inkluderade patienter förväntas dock kunna fortsätta som planerat.

## Viktigaste studien dock redan väl framkörd

Störst fokus ligger på ATOR-1015 vilket är det projekt där vi ser högst värde för närvarande. Vi bedömer att fas I-studien för ATOR-1015 redan är långt framskriden. I samband med den senaste delårsrapporten uppgav Alligator att dosering med 600 mg (cirka 10 mg/kg) varannan vecka utvärderades vilket av allt att döma är en terapeutisk relevant dosnivå och tydligt över normal dos för konkurrentbehandlingen Yervoy (3 mg/kg var tredje vecka). Bolaget uppger inte hur många dosnivåer man avser undersöka men det är hoppgivande att ingen maximalt tolererbar dos ännu tycks ha uppnåtts. Alligator uppger att upp till 53 patienter ska rekryteras vilket vi dock antar även omfattar en fas Ib dosexpansionsdel.

Tidigare har Alligator angett målsättningen att rapportera fullständiga säkerhetsdata under fjärde kvartalet innevarande år. Enligt bolaget är det i dagsläget för tidigt att säga om tidslinjen för studien som helhet påverkas, och en nära dialog förs med berörda parter för att kunna återuppta rekrytering så snart som möjligt. Interimsrapporteringen på AACR och uppdateringen i samband med den senaste delårsrapporten bekräftar att studien har avancerat snabbt vilket gör oss hoppfulla att de tidigare målsättningarna kan nås.

## Besparingsprogram för förlängd uthållighet

Alligator har nyligen aviserat ett besparingsprogram. Målet är att genom minskade investeringar i icke-kliniska aktiviteter, personalneddragningar och en potentiellt långsammare rekryteringstakt i kliniska studier minska kostnaderna på årsbasis med omkring 80 MSEK. Därigenom ska Alligator få längre finansiell uthållighet.

Den största delen av besparingarna är hänförliga till stoppad forskning och preklinisk aktivitet. Därtill drar Alligator ned på planerad tillverkning. Dock uppger bolaget att man redan har tillräckligt material för klinisk utveckling till och med fas II för de egna kliniska projekten.

Det är logiskt att Alligator "rättar mun efter matsäcken" efter att Janssenavtalet har avslutats. Vi ser inga tecken på att åtgärderna är föranledda av att nya problem har uppdragats i något av de kliniska projekten. Det tycks snarare handla om att prioritera dessa, samtidigt som tidiga projekt, exempelvis ATOR-1144, åtminstone tillfälligt läggs i malpåse. Vi är samtidigt överraskade över att bolaget ser utrymme att minska kostnaderna med så mycket som en tredjedel i ett ganska expansivt skede. Vi räknar heller inte med att besparingarna slår igenom fullt ut i viss mån kommer att motverkas om och när aktiviteten i de kliniska programmen normaliseras.

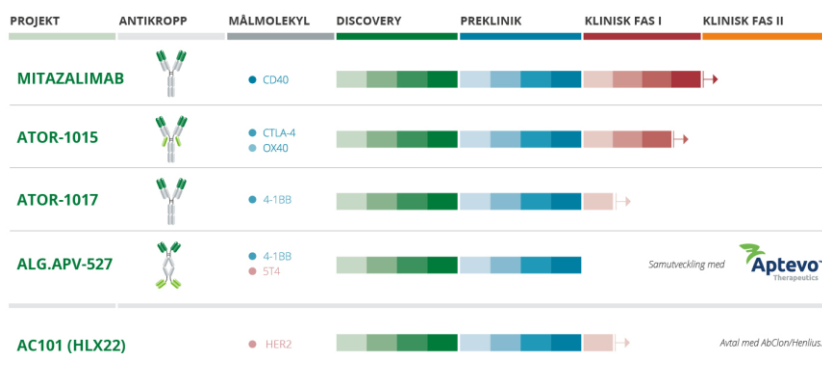
Kursreaktionen var positiv vilket vi tolkar dels som att investerare uppskattar en ökad kostnadsmedvetenhet, dels också att risken för en snar nyemission till en kraftigt pressad kurs har mildrats något. Åtgärderna kan samtidigt möjligen ses som en signal på att inga nya större licensavtal bedöms vara nära förestående. Vi utgår från att sådana processer generellt fördröjs pga allmän konjunkturell osäkerhet och reserestriktioner.

Givet att inga nya större intäkter genereras under tiden, bedömer vi att kassan räcker till och med första halvåret 2021. Om planerade kliniska studier senareläggs kan det förlänga den finansiella uthålligheten något ytterligare.

## Fortsatt höga ambitioner för kliniska program

Alligator har fyra projekt i klinisk utveckling, varav ett (AC101) bedrivs av en extern partner (kinesiska Shanghai Henlius). För mitazalimab bedrivs för närvarande inga kliniska studier, men förberedelser pågår med avsikt att lämna in en ansökan om fas II-studie under hösten. För ATOR-1015 planerar Alligator att efter den pågående doseskaleringsstudien relativt omgående inleda en dosexpansionsstudie i patienter med malignt melanom. Projektet ALG.APV-527 avvaktar en partner som kan ta det vidare in i klinisk fas.

## Pipeline



Källa: Alligator

## Viktiga besked mot slutet av året

De data som presenterades på AACR höjer pulsen inför nyhetsflödet under resten av året, med fokus på

- Färdigrekrytering och säkerhetsdata från fas I-studien med ATOR-1015 (H2 2020)
- Start av doseexpansionsstudie (fas Ib) med ATOR-1015 i malignt melanom (H2 2020)
- Ansökan för start av fas II-studie med mitazalimab

Nyheter kring utlicensiering av projekt har en stor potentiell genomslagskraft. Vi ser dock det dock som måttligt sannolikt att det sker redan i år, då vi bedömer att det inte finns tillräckligt med kliniska data eventuella diskussioner ska gå in i ett skarpt läge.

## Yervoy nu godkänt för lungcancer i USA

Därtill ser vi ett intressant externt drivet nyhetsflöde med bäring på Alligators två viktigaste projekt:

- ATOR-1015: Nyligen erhöll CTLA-4-hämmaren Yervoy (i kombination med Opdivo +/- kemoterapi) godkännande i USA som första linjens behandling för patienter med PD-L1-uttryck i den stora indikationen icke småcellig lungcancer. Bristol Myers har också ansökt om godkännande för trippelbehandlingen Yervoy + Opdivo + kemoterapi i den större patientpopulationen oavsett PD-L1-uttryck. Besked väntas under Q3 2020. Även om vi har en försiktig inställning till de *kommersiella* möjligheterna för CTLA-4-behandlingar i lungcancer pga den hårda konkurrensen från Keytruda, kan ett bredare godkännande även spilla över på sentimentet kring Alligator.
- Mitazalimab: Resultat från fas II-studien i bukspottkörtelcancer med konkurrentprojektet APX005M. Även om Apexigen ligger före Alligator i utvecklingen, bedömer vi att fortsatt positiva resultat borde kunna stimulera intresset för CD40-klassen generellt.

## ATOR-1015 – mer träffsäkert mot känd måltavla?

Som påminnelse är ATOR-1015 en bispecifik antikropp som binder till två receptorer på T-celler som är inblandade i immunrespons: CTLA-4 och OX40. När CTLA-4 blockeras främjas aktivering av T-celler och deras cancercellsödande aktivitet, medan bindning till OX40 ger stimulans till T-cellsaktivering och ökning av antalet. Bägge målstrukturerna uttrycks även på immunförsvarshämmande regulatoriska T-celler (Treg) i tumörmiljön, och när ATOR-1015 binder till Treg-celler angrips dessa av andra immunceller som blir ditlockade av 1015. Forskning indikerar att denna mekanism är viktigare än att stimulera aktivering av tumörspecifika T-celler.

### Endast en godkänd konkurrent

Den enda godkända CTLA-4-antikroppen är Yervoy (ipilimumab). Yervoy används framför allt i kombination med PD-1-antikroppen Opdivo (nivolumab) vid behandling av melanom och njurcancer. Under 2019 uppgick försäljningen till cirka 1,5 miljarder USD (+12%). Den väntas öka till 2,2 miljarder USD 2025 (källa Biomedtracker). Nyligen har kombinationen Opdivo + Yervoy även blivit godkänd som andra linjens behandling i levercancer och Bristol Myers Squibb har lämnat in en ansökan om marknadsgodkännande i USA för första linjens behandling av spridd icke-småcellig lungcancer.

Det är tydligt att CTLA-4-behandlingar främst är relevanta som tillägg till andra immunoterapier. Långtidsstudier visar på klara synergier med PD-1-hämmare vad gäller förlängd överlevnad i malignt melanom. En tydlig begränsning är att dessa kombinationer ger svåra biverkningar, vilket framför allt hanteras med att Yervoy ges i ganska låga doser. Med ATOR-1015 avser Alligator utmana Yervoys position under med en förmodat mer tumörriktad effekt och bättre biverkningsprofil baserat på ovan beskrivna bispecificitet.

Konkurrensen på området är ännu förhållandevis begränsad. I tabellen nedan redovisas ett urval av ännu ej godkända CTLA-4-terapi under utveckling:

Urval av CTLA-4-projekt under utveckling					
Bolag	Partner	Fas	Projekt	Beskrivning	Behandling
Pfizer	AstraZeneca	III	Tremelimumab	CTLA-4	+/- Imfinzi, Chemo
CytomX	BMS	II	BMS-986249	Maskerad CTLA-4	+/- Opdivo
Merck	-	II	MK-1308	CTLA-4	+ Keytruda
Agenus	-	II	Zalifrelimab	CTLA-4	+/- PD-1
CytomX	BMS	I	BMS-986288	Maskerad, modifierad ipi.	+/- Opdivo
BMS	-	I	BMS-986218	icke-fukolyserad CTLA-4	+/- Opdivo
Agenus	-	I	AGEN-1181	CTLA-4, modifierad Fc-region	+/- PD-1
Xencor	-	I	Xmab20717	Bispecifik CTLA-4 x PD-1	
Xencor	-	I	Xmab22841	Bispecifik CTLA-4 x LAG-3	
Biolnvent	TransGene	Prekl	BT-001	CTLA-4/onkolytiskt virus	

AstraZenecas tremelimumab har trots lång tids klinisk utveckling ännu inte nått ända fram. Merck, som rönt oerhörda framgångar med PD-1-hämmaren Keytruda, utvecklar också en egen CTLA-4 (MK-1308). Hur MK-1308 skiljer sig från huvudkonkurrenten Yervoy är ännu oklart men tidiga resultat i kombination med Keytruda ger visst fog för optimism. Liksom Yervoy ges MK-1308 i låga doser. Även Bristol Myers Squibb utvecklar nya CTLA-4 -projekt som möjliga uppföljare till Yervoy, exempelvis BMS-986249 som är ett slags prodrug där en peptid adderats vid bindningsplatsen. Detta för att maskera molekylen till dess den är i tumörmiljön, där proteaser klyver peptiden från antikroppen vilket gör den aktiv. Syftet är att minska systemisk toxicitet. Första resultat från en redan genomförd fas I-studie väntas presenteras under 2020.

På sikt kan bispecifika antikroppar som riktar sig både mot CTLA-4 och PD-1 vara utmanare, ett exempel är Xencors Xmab20717. Såvitt vi kan bedöma är Alligator unika med

att utveckla en bispecifik CTLA-4-antikropp som även har en agonistisk verkningsmekanism (genom bindning till OX40).

## Tidiga tecken på tydligt mildare biverkningar än för Yervoy

Avläsningen av den pågående fas I-studien kommer i första hand fokusera på säkerhet och tolererbarhet. Självfallet kommer även möjliga tidiga signaler på effekt att särskådas.

- Vad gäller biverkningsprofilen är det lovande att patienter redan får jämförelsevis hög dos utan svåra biverkningar. Som en jämförelse ger behandling med Yervoy 3 mg/kg var tredje vecka (fyra doser) svåra immunrelaterade biverkningar i 15 procent av fallen. ATOR-1015 ges varannan vecka vilket förenklat betyder att två månaders behandling krävs för att vi ska kunna göra jämföra biverkningarna. Den tätare doseringen hänger samman med en kortare halveringstid för ATOR-1015 jämfört med Yervoy. Vi ser inte att den tätare doseringen är ett problem då det är samma regim som för anti-PD-1:or som ATOR-1015 mest sannolikt ska kombineras med.
- Prekliniska resultat är lovande vad gäller effekt (och kombinationsmöjligheter med PD-1-hämmare). Vi räknar inte med några starka effekter i det här skedet då den pågående fas I-studien rör en monoterapibehandling och är en doseskaleringsstudie som inte är primärt utformad för att kartlägga effekt. Som vi nämnt ovan har doseringen nu dock nått terapeutiskt relevanta nivåer.

Även om CTLA-4-hämning är ett etablerat koncept inom cancerbehandling är *kombinationen* av CTLA-4 och OX40 hittills oprövad i klinisk utveckling. Generellt finns det ännu endast begränsad klinisk evidens att kombination av agonistiska och antagonistiska antikroppsbehandlingar leder till behandlingsfördelar i cancer i praktiken. Kliniska studier med *monospecifika* OX40-agonister har visat ganska mediokra effekter hittills. En orsak kan vara att alltför kraftig OX40-stimulering riskerar att leda till att (effektor-)T-celler blir "utmattade" och förlorar sin funktion. Det är en teoretisk risk även med ATOR-1015 även om de prekliniska resultaten som sagt ger stöd.

## Melanom och njurcancer utgör större möjligheter

Alligator avser att genomföra vidare klinisk utveckling i första hand i malignt melanom, vilket är "hemmaplan" för CTLA-4-hämmaren Yervoy. Även inom njurcancer har Yervoy en framskjuten position till följd av kombinationsterapi med Opdivo.

Vi utgår från möjligheter i malignt melanom, njurcancer, lungcancer och levercancer för vår värdering av ATOR-1015. Möjligheterna för CTLA-4-hämmare i lungcancer framstår visserligen som svårbedömda. Marknadsgodkännandet i USA för lungcancer (i kombination med Opdivo) nyligen till trots blir det sannolikt en utmaning att vinna marknad från den enklare kombinationen Keytruda +/- kemoterapi som är ungefär lika effektiv.

Yervoy har etablerat en framskjuten position i malignt melanom sedan genombrottet 2011 och det finns ganska lång erfarenhet av klinisk användning vilket ger stöd. Yervoy som monoterapi tappar visserligen mark till PD-1-hämmare som generellt har bättre effekt. Nyttan framöver ligger framför allt som kombinationsbehandling med PD-1-antikroppen Opdivo i patienter med lågt uttryck av PD-L1. Detta då CTLA-4 anses kunna bidra till ökad T-cells infiltration och därmed öka effekten hos PD-1-hämmare. Det är inte desto mindre en stor indikation och Yervoy + Opdivo uppskattas ha en marknadsandel på 25 procent i första linjens behandling. Vi antar att ATOR-1015 kan erövra drygt hälften av dessa patienter och kalkylerar med en marknadsandel på 15 procent. Även för njurcancer räknar vi med en marknadsandel på 15 procent, trots ett ganska hårt konkurrensläge. Levercancer (andra linjens behandling) är en mindre marknad men konkurrensen är ännu så länge begränsad. För lungcancer antar vi en blygsam marknadsandel på fem procent i USA i spridd cancer (stadium IV) i patienter med PD-L1-uttryck.

Checkpointhämmare har ett listpris på omkring 13 000 USD per månad i USA. Normalt sett skiljer sig listpriset ganska mycket från de nettointäkter som läkemedelsbolagen erhåller, främst till följd av rabatter som förhandlas med försäkringsbolag via så kallade Pharmacy Benefit Managers. Enligt studier kan "rabatten" uppgå till omkring 40 procent. Vi bedömer att ATOR-1015 är mest aktuell som kombinationsbehandling med checkpointhämmare vilket troligen i viss mån begränsar möjligheterna till hög prissättning. Samtidigt kan en bispecifik antikropp förmodligen betinga ett högre värde/pris. Sammantaget har vi antagit en nettoersättning på 85 000 USD per patient och år i USA och 56 000 USD i Europa och Japan för ATOR-1015. Sammantaget spår vi en toppförsäljning på 1,9 miljarder USD.

#### Försäljningsprognos ATOR-1015

(M USD)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<b>NSCLC</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>46</b>	<b>156</b>	<b>239</b>	<b>309</b>	<b>331</b>
USA	0	0	46	156	239	309	331
EU	0	0	0	0	0	0	0
Japan	0	0	0	0	0	0	0
<b>mRCC</b>	<b>0</b>	<b>72</b>	<b>244</b>	<b>370</b>	<b>473</b>	<b>503</b>	<b>508</b>
USA	0	32	107	163	209	223	225
EU	0	34	114	172	221	235	237
Japan	0	7	23	34	44	46	46
<b>HCC</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>135</b>	<b>206</b>	<b>266</b>	<b>284</b>	<b>288</b>
USA	0	19	65	100	128	137	139
EU	0	16	52	80	105	112	113
Japan	0	5	18	26	33	35	36
<b>Melanom</b>	<b>137</b>	<b>462</b>	<b>702</b>	<b>902</b>	<b>964</b>	<b>978</b>	<b>993</b>
USA	65	220	336	434	467	476	485
EU	71	239	363	464	493	498	503
Japan	1	2	3	4	4	4	4
<b>Total</b>	<b>137</b>	<b>574</b>	<b>1127</b>	<b>1634</b>	<b>1943</b>	<b>2075</b>	<b>2120</b>
USA	65	271	555	853	1043	1144	1181
EU	71	289	529	716	818	844	853
Japan	1	14	44	65	81	86	86

Källa: Redeye

## Tydlig strategi för återstart av mitazalimab

I slutet av oktober 2019 återfick Alligator rättigheterna till mitazalimab från Janssen. Janssen har även överlämnat kliniskt material som bedöms räcka för fas II-studier. Alligator planerar för vidare klinisk utveckling i bukspottkörtelcancer och avser att lämna in en ansökan om kliniska prövningar för en kombinationsstudie i bukspottkörtelcancer under H2 2020. Diskussioner med nya potentiella partners pågår och rör olika samarbetsformer, inklusive en utlicensiering av projektet.

Vårt basscenario är att ingen utlicensiering av mitazalimab sker i det här läget. Vi bedömer att mer data rörande effekt sannolikt kommer att behövas för att övertyga potentiella partners. Ett joint-venture är ett möjligt men mindre fördelaktigt alternativ. Liksom för en licensaffär kan det vara en utmaning att komma överens om villkor i detta skede.

## Konkurrentprojekt anger vägen

Extern validering är också viktigt för att generera intresse för projektet, inte minst mot bakgrund av det avbrutna samarbetet med Janssen. På konferensen AACR 2019 presenterades lovande resultat för konkurrentprojektet APX005M (som liksom mitazalimab är en CD40-agonist) i spridd bukspottkörtelcancer. APX005M gavs tillsammans med standardbehandlingen gemcitabine + Abraxane, med eller utan Opdivo som tillägg. Totalt nåddes en tumörrespons i mer än hälften av patienterna, vilket är mer än dubbelt så bra som standardbehandlingen. Med brasklappen att överlevnadsdata ännu inte har rapporterats ger resultaten ett tidigt men tydligt stöd för att addera CD40-agonister i behandling av bukspottkörtelcancer. Kombinationen medförde samtidigt svåra biverkningar i 42 procent av fallen. En fas II-studie pågår som är fullrekryterad och sannolikt kan vi förvänta oss nya resultat rörande APX005M under andra halvan av 2020.

Det finns på pappret stora likheter mellan mitazalimab och APX005M (båda är exempelvis så kallade IgG1-antikroppar). Apexigen, som utvecklar APX005M, uppger att denna antikropp är differentierad dels genom en modifierad Fc-region som ger bättre korsbindning med immunceller, dels att den binder till unika epitoper på CD40-receptorn som blockerar bindning till dess ligand CD40L. Därigenom hävdar Apexigen att APX005M totalt sett är mer potent vad gäller att aktivera antigenpresenterande celler än konkurrerande CD40-agonister. I gengäld tycks patienter tolerera högre doser av mitazalimab än APX005M, vilket kan bero på att APX005M verkar mer systemiskt i kroppen. Den rekommenderade dosen för en fas II-studie är 1,2 mg/kg jämfört med 0,3 mg/kg för APX005M.

Vilken av antikropparna som har den bästa balansen mellan potens och tolererbarhet återstår ännu att se. Apexigen ligger före i den kliniska utvecklingen. Om vi ändå dristar oss till att jämföra tidigare resultat så förefaller de som att projekten visat någorlunda snarlik klinisk effekt som monoterapier i fas I-studier. I Janssens fas I-studie åstadkoms sjukdomskontroll längre än sex månader i 12 % av behandlade patienter, varav partiell tumörrespons observerades i ett fall. I Apexigens studie visade 17 % "förlängd" stabil sjukdom.

## CD40-klassen kan ge nytt hopp i dödlig cancer

Sammantaget ser vi det som logiskt att Alligator avser inrikta den fortsatta utvecklingen på bukspottkörtelcancer. Planen är kombination med PD-1-hämmare i första hand, med möjligt tillägg av någon variant av cancervaccin. Till skillnad från ovan nämnda kombinationsstudie planerar Alligator inte att inkludera kemoterapi vilket möjligen kan vara en nackdel ur effekthänseende men kan vara en avvägning för att hålla tillbaka toxicitet och komplexitet i behandlingen.

Omkring 57 000 nya fall årligen diagnostiseras i USA. Utsikterna är dystra inte minst mot bakgrund av att 80 procent av fallen upptäcks först i ett framskridet stadium när kirurgi inte längre är möjligt. Dessa patienter får kemoterapi som standardbehandling, antingen gemcitabin plus nab-paclitaxel, eller FOLFIRINOX. Den senare anses mer effektiv men svåra biverkningar gör att behandlingen används sparsamt.

Det betydande medicinska behovet och en potentiellt snabb utvecklingsväg medför ett relativt stort intresse för området, men raden av misslyckade projekt är lång. Enligt *Biomedtracker* finns det 11 projekt i fas III i USA. Vad gäller första linjens behandling har vi dock än så länge svårt att spåra något potentiellt omdanande projekt i sen klinisk utveckling.

Immunterapi/ checkpointhämmare har hittills inte kunnat påvisa på några övertygande fördelar i kliniska studier. Bukspottkörtelcancer karaktäriseras av "kalla tumörer" och en komplex motståndskraftig tumörmikromiljö som trycker ned immunförsvarets respons. En stor utmaning är att öka infiltrationen av effektor-T-celler i tumörområdet som kan angripa



tumörceller. CD40-agonister i kombination med cellgifter eller checkpointhämmare kan vara ett angreppssätt. Förutom de lovande resultaten för APX005M som vi nämnt ovan finns det även intressanta resultat från tidiga kliniska studier med Pfizers CP-870,893 i kombination med cellgiftsbehandlingen gemcitabin.

## Vi ser blockbusterpotential

Vi bedömer att tid till marknaden kan göras relativt kort bland annat med hjälp av regulatoriska lättnader (säriläkemedelsklassificering och eventuellt "breakthrough therapy designation") och att lansering kan ske 2026 vid framgångsrik klinisk utveckling. Det saknas bra uppskattningar av marknadens storlek i dagsläget. Vi ser emellertid en blockbusterpotential (det vill säga en toppförsäljning på 1000 MUSD) baserat på en penetration om 25 procent i första linjens behandling och ett nettopris på 80 000 USD per patient och år i USA och 50 000 i Europa och Japan.

### Försäljningsprognos mitazalimab

(MUSD)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
<b>Pankreas</b>	<b>119</b>	<b>423</b>	<b>682</b>	<b>893</b>	<b>977</b>	<b>998</b>	<b>1013</b>	<b>898</b>	<b>778</b>	<b>653</b>
USA	67	230	352	456	490	500	509	389	263	134
EU	51	174	264	339	361	366	371	375	380	384
Japan	0	19	65	98	126	133	133	134	134	135

Källa: Redeye

## Kan Alligator tämja kraftfull immunaktiverare?

I slutet av 2019 inledde Alligator en fas I-studie med ATOR-1017. Projektet drivs något i skuggan av mitazalimab och ATOR-1015. Liksom mitazalimab är ATOR-1017 en monospecifik agonistisk antikropp. ATOR-1017 är riktad mot målstrukturen 4-1BB, en kostimulerande receptor som uttrycks framför allt på aktiverade T-celler och på NK-celler. Syftet är att stärka immunresponsen. 4-1BB är ett potent mål för immunonkologiska behandlingar vilket har bevisats och validerats exempelvis av de så kallade CAR-T-cellerterapierna för behandling av blodcancer.

Vad gäller solida tumörer och mer traditionell antikroppsbehandling har det hittills gått trögare att tämja 4-1BB. Utomilumab (Pfizer) och urelumab (BMS) är de längst utvecklade projekten men har haft utmaningar med att uppvisa tillfredställande effekt respektive hålla biverkningar på en acceptabel nivå. Mot bakgrund av att dessa stora bolag har misslyckats kan satsningen på ATOR-1017 synas en aning opportunistisk. ATOR-1017 differentierar sig dock genom: 1) den jämfört med ovan nämnda föregångare binder till en unik epitop på 4-1BB-receptorn och 2) har en modifierad Fc-region vilket medför att aktivering är beroende av korsbindning till immunceller. Det senare talar för en mer tumörriktad effekt och förhoppningsvis mindre systemiska biverkningar.

Fas I-studien drivs på tre kliniker i Sverige. Studieupplägget förefaller påminna om studien med '1015, det vill säga en accelererad dositeringsfas med en patient per dosnivå som sedan övergår i en 3+3 doseskaleringsstudie.

## Trots utmaningar finns ett gott intresse för området

Andra monospecifika 4-1BB-projekt bedrivs av Compass Therapeutics (CTX-471) och Agenus/Gilead (AGEN2373). Båda befinner sig i fas I. CTX-471 är det projekt som mest påminner om ATOR-1017 och är också en antikropp av subclass IgG4, medan AGEN2373 är en IgG1. IgG1:or har generellt bättre förmåga att åstadkomma korsbindning men riskerar samtidigt att medföra oönskad avdödning av immunceller genom så kallad ADCC-effekt. En

intressant aspekt med AGEN2373 är att det ingick som ett av projekten i en större licensaffär mellan Agenus och Gilead som omfattade en upfrontbetalning på 150 MUSD.

Vid sidan om monospecifika antikroppar mot 4-1BB finns det ett antal bispecifika antikropsprojekt i tidig klinisk utveckling. Pieris utvecklar en antikropp mot 4-1BB och HER2 och Genmab och BioNTech samutvecklar GEN1042, riktad mot CD40 och 4-1BB. I synnerhet GEN1042 är en intressant jämförelse för Alligator med tanke på att det riktar sig mot samma måltavlor som både mitazalimab och ATOR-1017.

Även Alligator utvecklar som bekant en bispecifik antikropp mot 4-1BB i samarbete med Aptevo. ALG.APV-527 har tumörantigenet 5T4 som kompletterande målstruktur. Syftet är att ta fram en behandling som huvudsakligen aktiveras i tumören. Projektet är redo för kliniska studier. Alligator och Aptevo har kommit överens om att söka efter en partner för att ta projektet vidare. Under de senaste åren har några större licensaffärer slutits för 4-1BB-projekt. Förutom Gilead har även Amgen och Servier licensierat in projekt på området.

## Ingen färdig vägkarta ännu

Det är fortfarande oklart vilken eller vilka cancerindikation(er) som utvecklingen av ATOR-1017 ska inriktas mot. En naturlig väg är att gå efter de sjukdomar där annan immunterapi hittills haft begränsade framgångar, såsom tjocktarmscancer eller bröstcancer.

Vi har preliminärt antagit en försäljningspotential på 1,2 miljarder USD för ATOR-1017 och '527, baserat på medianförsäljning av behandlingar inom bröstcancer och tjocktarmscancer.

## Finansiella prognoser

Kostnaderna under första kvartalet 2020 sjönk till knappt 45 MSEK (47), då minskad preklinisk aktivitet uppvägde för att Alligator nu bedriver två kliniska studier i egen regi. Som en följd av besparingsprogrammet räknar vi med fallande kostnader under 2020, med störst effekt under andra halvåret. Från och med 2021 räknar vi emellertid med stigande kostnader igen till följd av ökad klinisk aktivitet, antaget att fas II-studier med ATOR-1015 och mitazalimab kan inledas. I våra prognoser nedan har vi kalkylerat med riskjusterade intäkter från utlicensiering av '527 (2020) respektive mitazalimab (2022).

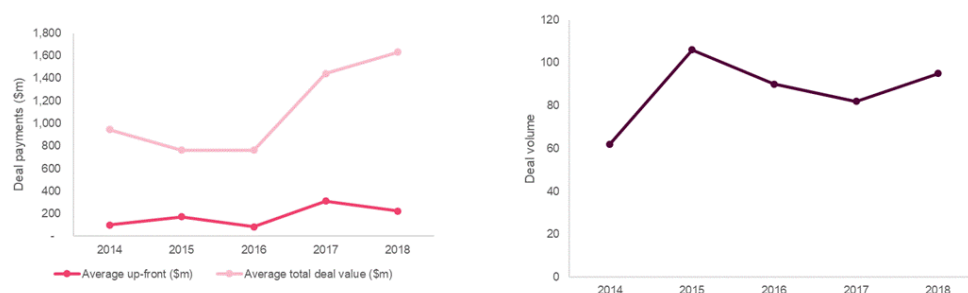
Riskjusterade prognoser Alligator Biosciences							
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Nettoomsättning	58,2	56,9	27,0	4,4	101,0	0,0	144,0
Övriga rörelseintäkter	1,1	0,9	1,6	1,0	0,9	1,2	1,2
<b>Summa intäkter</b>	<b>59,4</b>	<b>57,8</b>	<b>28,5</b>	<b>5,4</b>	<b>101,9</b>	<b>1,2</b>	<b>145,2</b>
Övriga kostnader	-62,0	-78,9	-123,5	-147,8	-121,6	-131,0	-195,0
Personalkostnader	-27,5	-37,9	-52,1	-60,6	-54,1	-48,5	-50,9
Avskrivningar	-25,9	-3,2	-5,9	-11,5	-11,5	-11,5	-11,5
<b>Summa rörelsekostnader</b>	<b>-115,4</b>	<b>-120,1</b>	<b>-181,6</b>	<b>-219,9</b>	<b>-187,1</b>	<b>-191,0</b>	<b>-257,4</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-30,2</b>	<b>-59,1</b>	<b>-147,2</b>	<b>-203,0</b>	<b>-73,7</b>	<b>-178,3</b>	<b>-100,7</b>
<b>EBIT</b>	<b>-56,1</b>	<b>-62,3</b>	<b>-153,1</b>	<b>-214,5</b>	<b>-85,1</b>	<b>-189,8</b>	<b>-112,2</b>
Finansnetto	7,7	-1,5	2,8	4,4	2,6	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat före skatt</b>	<b>-48,4</b>	<b>-63,8</b>	<b>-150,2</b>	<b>-210,1</b>	<b>-82,6</b>	<b>-189,8</b>	<b>-112,2</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-48,4</b>	<b>-63,8</b>	<b>-150,2</b>	<b>-210,1</b>	<b>-82,6</b>	<b>-189,8</b>	<b>-112,2</b>

## Värdering

En hörpelare i Alligators strategi är skapa värde genom att utveckla egna projekt och sedan utlicensiera dessa när det finns tillräckligt stark evidens för att attrahera partners som kan erbjuda goda villkor. Förutsättningarna för att åstadkomma detta bestäms förutom av de data som Alligator kan generera även av affärsklimatet i branschen, mer specifikt immunonkologi.

De senaste åren bedömer vi att trenden är att det genomsnittliga värdet per licensaffär inom immunonkologi är stigande, samtidigt som volymen (antalet licensaffärer) tycks vara något avtagande. Nedan redovisas statistik från Datamonitor. Uppgifter för 2019 saknas ännu, men enligt *Vantage Evaluate* sjönk antalet licensaffärer generellt i läkemedelsindustrin. Det kan möjligen återspegla att intresset för (och konkurrensen om) de mest innovativa och attraktiva projekten är fortsatt stort, samtidigt som större läkemedelsbolag har blivit mer kräsna. Konsolidering bland de större läkemedelsbolagen, som exempelvis Bristol-Myers Squibb förvärv av Celgene, kan också verka dämpande på affärsvolymerna.

### Licensaffärer inom immunonkologi (snittvärde respektive volym)



Källa: Datamonitor

Vilka de långsiktiga effekterna av coronakrisen blir är något svårbedömt, men på kort sikt lär antalet genomförda affärer minska tydligt.

### Mer osäkert affärsklimat ger mer konservativa antaganden

Vi ser sammantaget ingen anledning att dra ned på våra förväntningar på storleken på licensaffärer för Alligators projekt. Däremot gör vi generellt något mer försiktiga antaganden om sannolikhet till lansering för att ta höjd för ett mer osäkert läge vad gäller affärsaktivitet framöver och då Alligator generellt är beroende av att hitta samarbetspartners för att ta projekten till marknaden. Generellt har vi också förskjutit tidslinjerna i projekten.

#### Projektrisk per utvecklingsfas

	Preklin	Fas I	Fas II	Fas III	Reg	Marknad	
<b>År</b>			2021	2022	2025	2026	
ADC-1013	100%	100%	25%	40%	82%	8%	
<b>År</b>			2019	2021	2022	2025	2026
ATOR-1015	100%	82%	33%	52%	82%	11%	
<b>År</b>			2020	2022	2024	2027	2028
ALG.APV-527	100%	63%	25%	40%	82%	5%	
<b>År</b>			2020	2022	2024	2027	2028
ATOR-1017	100%	63%	25%	40%	82%	5%	
<b>År</b>			2019	2021	2023	2026	2027
AC-101	100%	72%	37%	51%	93%	13%	

Källa: BioMedtracker, Redeye

Vi ser högst sannolikhet till lansering för AC-101 och ATOR-1015 då dessa till stor del bygger på kliniskt väl validerade verkningsmekanismer eller (i AC-101:s fall) drivs av en större partner.

För vår värdering av de interna projekten har vi generellt antagit att utlicensiering sker efter genomförda fas II-studier, till affärer omfattande 900 MUSD för ATOR-1015, och 600 MUSD för mitazalimab och ATOR-1017. För '527 har vi preliminärt antagit en licensaffär på 200 MUSD för att återspegla dels en tidigare utvecklingsfas, dels ett förhandlingsläge där såväl Alligator som Aptevo är i behov av kapital för att finansiera andra projekt.

AC101 (även kallat HLX22) ett samarbete med sydkoreanska Abclon rörande en HER2-antikropp som kompletterar den framgångsrika cancerbehandlingen trastuzumab, är utlicensierat till kinesiska Shanghai Henlius. Under 2019 inleddes en fas I-studie. Alligator har rätt till 35 procent av intäkterna från licensavtalet. Vi känner till ganska lite om projektet men enligt Henlius prospekt förefaller licensieringsvillkoren modesta. För rättigheterna till AC101 har Henlius erlagt 11 MUSD i upfrontbetalningar och betalar därefter upp till 15,5 MUSD i milstolpsersättningar samt ensiffriga royalties på framtida försäljning.

Vår värdering av Alligator bygger på en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje enskilt projekt i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vi anser att denna modell är bäst lämpad vid värdering av bolag inom tidig läkemedelsutveckling när det saknas löpande intäkter eller varaktig finansiering, då den tydliggör potential och risker i de enskilda projekten.

Värdering Alligator Bioscience						
Sum-of-the-parts						
Project	Indikation	LOA	Royalty	Toppförsäljn. (MUSD)	Marknad	NPV (MSEK)*
ADC-1013	PDAC	8%	17,5%	1 000	2026	361
ATOR-1015	MEL, RCC, HCC	11%	17,5%	2 200	2026	936
ALG.APV-527	BC, CRC	5%	7,5%	1 200	2028	148
ATOR-1017	BC, CRC	5%	17,5%	1 200	2028	168
Henlius, Biotheus	BC, GC, u.s.	2-13%	5%-7,5%	700-1000	2027-	66
<b>Teknologivärde (MSEK)</b>						<b>1 678</b>
Nettokassa						203
Overhead (MSEK)						-130
<b>Motiverat fundamentalt värde (MSEK)</b>						<b>1 751</b>
Antal aktier (milj.)						71
Motiverat värde per aktie						24,5
Antaget kapitalbehov						250
<b>Totalt efter utspädning</b>						<b>2001</b>
<b>Motiverat värde per aktie</b>						<b>19,5</b>

\* Värderingen baseras på 9,6 SEK/USD och ett avkastningskrav på 14 %

Källa: Redeye.

PDAC: Bukspottkörtelcancer. MEL: Melanom. RCC: Njuncancer. HCC: Levercancer. BC: Bröstcancer. CRC: Tjocktarmscancer

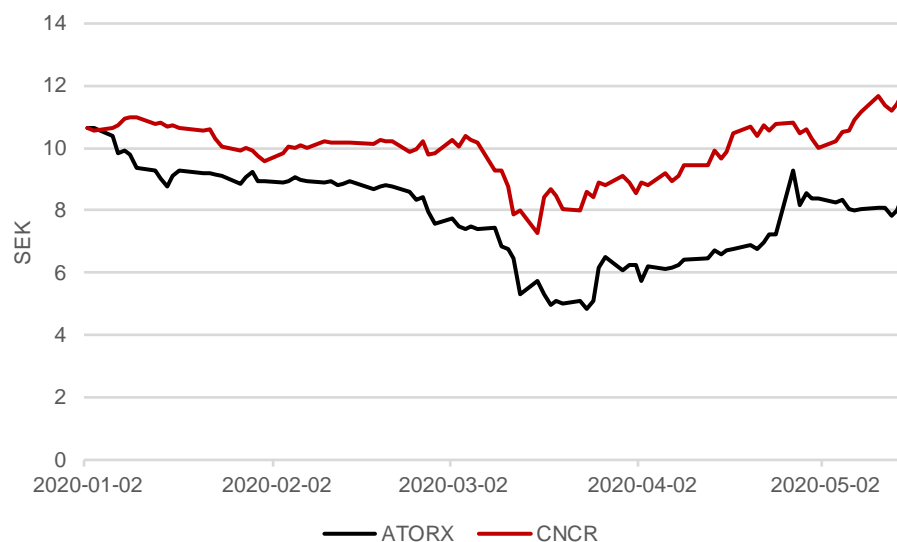
Vi beräknar ett forskningsvärde på knappt 1,7 miljarder MSEK, en minskning med 18 procent till följd av lägre antaganden om toppförsäljning för ATOR-1015, generellt mer försiktiga antaganden vad gäller sannolikhet till lansering och även då vi räknar med att Alligator driver projekten längre i egen regi.

För att ta höjd för ett bedömt kapitalbehov för att bedriva de kliniska programmen har vi antagit en utspädningseffekt i vår värderingsmodell. Vi bedömer att Alligator behöver ta in åtminstone 250 MSEK för att genomföra aviserat kliniskt program för ATOR-1015 och mitazalimab. Vi har tills vidare antagit en emission i ett mer stabilt marknadsläge till en emissionskurs om 8 SEK per aktie. Justerat för antagen utspädning landar vårt nya base case på 19,5 SEK per aktie (32).

## Alligatoraktien släpar alltjämt efter

Alligatoraktien har hittills i år släpat efter relevanta sektorindex, nedan illustrerat av Loncar Cancer Immunotherapy ETF (CNCR), trots att gapet har minskat tydligt den senaste tiden efter att interimdata presenterats för ATOR-1015. Den tidigare partnern och storägaren Janssen mer än halverade sitt ägande slutet av förra året. Det förefaller sannolikt att den kvarvarande posten (3,8 procent av kapitalet) kommer att avyttras. Även om det ger ett potentiellt "överhäng" på kort sikt, kan en lösning kring Janssens ägande i gengäld vara en möjlig "trigger".

### Alligator kursutveckling jämfört med immunonkologibolag



### Bull case

Licensavtal tecknas för mitazalimab och '527 redan under innevarande år och lovande säkerhetsdata kan presenteras för ATOR-1015. Behovet av ytterligare kapitalanskaffning undanröjs därmed. Vi beräknar ett motiverat värde om 34,7 SEK per aktie.

### Bear case

ATOR-1015-projektet avbryts på grund av oväntat svåra biverkningar. Ansträngningarna att licensiera ut '527 bär inte frukt och vi exkluderar projektet från vår värdering. Vi antar en nyemission till sämre villkor än i basscenariot. Vi beräknar ett motiverat värde om 6,7 SEK per aktie efter antagen utspädning.

[This Page is Intentionally Left Blank]

## Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport:

#### **Personerna: 3**

Alligator har en ledningsgrupp där flertalet varit med bolaget under flera år och varit delaktiga i att bygga upp dagens verksamhet. Styrelsen är väl sammansatt med relevant erfarenhet.

#### **Verksamheten: 2**

Alligator är verksamt inom läkemedelsindustrin som är en högmarginalbransch och där det finns tydliga produktskydd via patent för bolagets projekt. Behovet som produkterna kan bidra med om det ger möjlighet till högt pris i relation till tillverkningskostnaderna. Detta ger bra hävstång i verksamheten. Läkemedelsindustrin är konjunkturokänslig, men som läkemedelsutvecklande kopplas riskerna i stället till aktiemarknaden då kapitalbehovet är betydande.

#### **Finanserna: 1**

Det finansiella läget är under kontroll och ger finansiering för bolagets verksamhet till och med första kvartalet 2021. I avsaknad av partners finns en tydlig risk att bolaget närmaste tolv månaderna kan komma behöva stärka sina finanser.

RESULTATRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	27	4	101	0	144
Summa rörelsekostnader	-174	-214	-175	-178	-247
EBITDA	-147	-209	-74	-178	-103
Avskrivningar materiella tillg.	-6	-5	-11	-11	-9
Avskrivningar immateriella	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-153	-215	-85	-190	-112
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	3	4	3	2	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-150	-210	-83	-188	-112
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoreultat	-150	-210	-83	-188	-112

BALANSRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
<i>Omsättningsstillgångar</i>					
Kassa och bank	383	197	121	0	0
Kundfordringar	25	0	10	0	3
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	9	9	9	9	9
Summa omsättn.	418	206	140	9	12
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	18	33	28	23	18
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	53	53	53	53	53
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	19	19	19	19	19
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	91	105	100	94	90
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	508	311	240	103	102
Skulder					

Kortfristiga skulder					
Levantörsskulder	0	0	0	53	147
Kortfristiga skulder	2	2	5	0	7
Övriga kortfristiga skulder	38	39	44	46	52
Summa kort. skuld	40	41	49	99	206
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb. skulder	0	12	15	17	20
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	40	53	64	116	226
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	468	259	176	-12	-124
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	468	259	176	-12	-124
Summa skulder och E. Kap.	508	311	240	103	102

FRITT KASSAFLÖDE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	27	4	101	0	144
Sum. Rörelsekostnader	-174	-214	-175	-178	-247
Avskrivningar	-6	-5	-11	-11	-9
EBIT	-153	-215	-85	-190	-112
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-153	-215	-85	-190	-112
Avskrivningar	6	5	11	11	9
Bruttokassaflöde	-147	-209	-74	-178	-103
Föränd. I rörelseskap	41	26	-2	7	10
Investeringar	13	-20	-6	-6	-5
Fritt kassaflöde	-93	-203	-82	-177	-98

KAPITALSTRUKTUR	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Soliditet	92%	83%	73%	-12%	-122%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	-432%	-118%
Nettoskuld	-383	-197	-121	53	147
Sysselsatt kapital	85	62	55	40	23
Kapit. oms. hastighet	0,1	0,0	0,4	0,0	1,4

TILLVÄXT	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljningstillväxt	-53%	-84%	2 218%	-100%	3 599 9
VPA tillväxt (just.)	135%	40%	-61%	128%	-40%

DCF VÄRDERING	
WACC (%)	14 %
Motiverat värde per aktie,	19,5
Äktiekurs, SEK	8,6

LÖNSAMHET	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	-28%	-58%	-38%	0%	0%
ROCE	-28%	-58%	-38%	-174%	-355%
ROIC	-106%	-252%	-138%	-346%	-278%
EBITDA marginal	-546%	-4803%	-73%	-	-72%
EBIT marginal	-568%	-4922%	-84%	-	-78%
Nettomarginal	-556%	-4821%	-82%	-	-78%

DATA PER AKTIE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VPA	-2,10	-2,94	-1,16	-2,63	-1,57
VPA just.	-2,10	-2,94	-1,16	-2,63	-1,57
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-5,37	-2,76	-1,70	0,74	2,06
Antal aktier	71,39	71,39	71,39	71,39	71,39

VÄRDERING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV	1 187,4	557,0	492,9	666,4	761,1
P/E	-10,5	-3,6	-7,4	-3,3	-5,5
P/E diluted	-10,5	-3,6	-7,4	-3,3	-5,5
P/Sales	58,3	173,0	6,1	NA	4,3
EV/Sales	44,0	127,8	4,9	NA	5,3
EV/EBITDA	-8,1	-2,7	-6,7	-3,7	-7,4
EV/EBIT	-7,8	-2,6	-5,8	-3,5	-6,8
P/BV	3,4	2,9	3,5	NA	NA

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	27,4 %	Omsättning	93,6 %
3 mån	-2,3 %	Rörelseresultat, just.	-25,4 %
12 mån	-65,5 %	VIA, just	-25,8 %
Årets början	-18,6 %	EK	-38,7 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Banque Internationale A Lux	15,8 %	15,8 %
Jonas Sjögren och bolag	9,0 %	9,0 %
Sunstone Capital	8,1 %	8,1 %
Lars Spånberg	4,5 %	4,5 %
Banque Internationale Luxembourg SA	4,0 %	4,0 %
Goldman Sachs & Co.	3,8 %	3,8 %
Johnson & Johnson Innovation LLC	3,8 %	3,8 %
Avanza Pension	3,5 %	3,5 %
Fjärde AP-fonden	3,2 %	3,2 %
Öhman Fonder	2,8 %	2,8 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	ATORX.ST
Lista	Mid cap
Kurs	8,6
Antal aktier, milj.	71,4
Börsvärde, MSEK	613,9

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Per Norén
CFO	Per-Olof Schrewelius
IR	Cecilia Hofvander
Ordf	Peter Benson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q2 report	July 13, 2020
Q3 report	October 22, 2020

ANALYTIKER	
Niklas Elmhammer	Redeye AB Mäster Samuelsgatan 42, 10tr niklas.elmhammer@redeye.se 111 57 Stockholm



## Redeye Rating: Bakgrund och definition

### Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal. Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality-diagrammet.

### Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär.

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier:

- Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

### Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier:

- Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

### Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och till hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier:

Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet

## Redeye Equity Research team

### Management

**Björn Fahlén**

bjorn.fahlen@redeye.se

**Håkan Östling**

hakan.ostling@redeye.se

### Technology Team

**Jonas Amnesten**

jonas.amnesten@redeye.se

**Henrik Alveskog**

henrik.alveskog@redeye.se

**Havan Hanna**

havan.hanna@redeye.se

**Kristoffer Lindström**

kristoffer.lindstrom@redeye.se

**Erika Madebrink**

erika.madebrink@redeye.se

**Fredrik Nilsson**

fredrik.nilsson@redeye.se

**Tomas Otterbeck**

tomas.otterbeck@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Oskar Vilhelmsson**

oskar.vilhelmsson@redeye.se

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

### Editorial

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Mark Siöstedt**

mark.siostedt@redeye.se

### Life Science Team

**Gergana Almquist**

gergana.almquist@redeye.se

**Oscar Bergman**

oscar.bergman@redeye.se

**Anders Hedlund**

anders.hedlund@redeye.se

**Arvid Necander**

arvid.necander@redeye.se

**Erik Nordström**

erik.nordstrom@redeye.se

**Jakob Svensson**

jakob.svensson@redeye.se

**Ludvig Svensson**

ludvig.svensson@redeye.se

**Niklas Elmhammer**

niklas.elmhammer@redeye.se

**Mats Hyttinge**

mats.hyttinge@redeye.se

## Disclaimer

### Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal [redeye.se](http://redeye.se). Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

### Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

### Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance-verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

### Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

### Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

### Redeye Rating (2020-05-19)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	13	11	4
3p - 4p	105	80	30
0p - 2p	7	34	91
Antal bolag	125	125	125

### Mångfaldigande och spridning

Detta dokument 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.  
Copyright Redeye AB.

---

### Intressekonflikter

Niklas Elmhammer äger aktier i bolaget: Nej

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

---