



Analyst Group

# NEXCELL PHARMA AB

7346 KAPITALINJEKTION MÖJLIGGÖR FÄRDIGSTÄLLANDE AV FAS I/II

2019-06-17

**BULL & BEAR-ANALYS**

ANALYTIKER: JAKOB LEMBKE



ept. Oct. July. June. Aug. 5

7 5 3

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analyser. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

[Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.](#)

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

# INNEHÅLL

NextCell Pharma AB ("NextCell" eller "Bolaget") är verksamt inom två områden, dels utvecklas läkemedlet ProTrans baserad på tidiga stamceller för behandling av autoimmuna och immunologiska sjukdomar samt regenerering av vävnad. Bolaget har efter genomförd fas I-studie påbörjat en fas II-studie på nyinsjuknade typ 1-diabetespatienter med syfte att avbryta den autoimmuna processen och öppna för återbildning av insulinproducerande celler. ProTrans utvecklas enligt en patentsökt metod från donerad navelsträng och anses till skillnad från andra stamcellskällor vara fri från miljöpåverkan. NextCell bedriver dessutom genom bifirman och biobanken Cellaviva, direktförsäljning till kund av tjänsten "familjesparande" av stamceller från navelsträng vid födseln. Bolaget är noterat på Spotlight Stock Market (tidigare Aktietorget) sedan juli 2017.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar till H1-2019	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-17
Värdering	18-19
Bull & Bear	20-21
Ledning & Styrelse	22-23
Appendix	24
Disclaimer	25



4

### Värde drivare

ProTrans primära verksamhetsområde är nyligen insjuknade i diabetes typ 1, en sjukdom utan botande läkemedel och med höga kostnader för symptomlindrande hantering. Den adresserbara marknaden uppskattas till ca 40 mdSEK/år. ProTrans har på sikt potential att tillämpas inom andra autoimmuna och inflammatoriska områden. Stamcellsparande är i Sverige oexploaterat och Cellavivas nya marknadsföringssamarbete väntas driva på tillväxten.

5



### Historisk Lönsamhet

Likt många andra utvecklingsbolag i ett tidigt skede är NextCells historiska lönsamhet obefintlig. Om än låga intäkter så genererar stamcellsbanken Cellaviva intäkter, men inte tillräckligt för att koncernen ska kunna uppvisa lönsamhet och positiva marginaler. Bolagets totala rörelseförluster sedan 2014/15 uppgår till -48 MSEK, samtidigt som intäkterna uppgår till 2,5 MSEK.

4



### Riskprofil

NextCells utveckling påverkas primärt av de forskningsresultat som uppnås. Dessa är svåra att förutspå vilket skapar osäkerhet. Om Bolaget väljer att fortsätta utvecklingen av ProTrans i egen regi krävs externt kapital och i ett sådant scenario är NextCell beroende av aktiemarknaden. Bolagets stamcellsbank Cellaviva anses dock sänka verksamhetsrisken något.

4



### Ledning & Styrelse

NextCells ledning har sedan noteringen i juli 2017 mött samtliga delmål och följt den utsatta tidsplanen. Grundarna är operativa i Bolaget som VD samt Medicinsk Chef. Bolagets styrelseordförande Anders Essen-Möller, också aktiv inom affärsutveckling, anses ha betydande erfarenhet inom diabetesområdet och bedöms tillsammans med största ägaren Diamyd Medical kunna bistå med ett värdefullt kontaktnät. Insynsägandet uppgår till 14,8 % (före emission).

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till Bolaget.

# NEXTCELL PHARMA AB (NXTCL)

## KAPITALINJEKTION MÖJLIGGÖR FÄRDIGSTÄLLANDE AV FAS I/II



NextCells läkemedelskandidat ProTrans för verkningsområdet diabetes typ 1 är i klinisk fas I/II. ProTrans ämnar att hämma nedbrytandet av insulinproduktion och ge patientens egna insulinproducerande betaceller tid att återskapas för att bromsa eller till och med reversera sjukdomsförloppet. Bolaget väntas kunna presentera studieresultat under 2020 och därefter fortsätta forskning i egen regi eller genom en utlicensiering. Vid sidan av forskningen driver NextCell stamcellsbanken Cellaviva, vilka genom sitt nya marknadsföringssamarbete väntas utvecklas positivt kommande åren. En rNPV-värdering av läkemedelskandidaten för behandling av diabetes typ 1 indikerar ett värde om 124 MSEK, vilket tillsammans med Cellaviva ger ett totalt nuvärde för NextCell om 141 MSEK. Tillsammans med en kassa om 28 MSEK motsvarar det 8,8 SEK per aktie.

### Behovet av ProTrans är stort

Diabetes typ 1 är en sjukdom som både är kostsam och besvärlig, samtidigt som det inte finns något botande läkemedel. Ett läkemedel som kan påverka sjukdomsförloppet bedöms således ha stor marknadspotential. NextCells läkemedelskandidat ProTrans syftar till att via stamceller bevara insulinproduktionen och eliminera behovet av externt insulin.

### God tillväxtpotential för Cellaviva

Stamcellsbanken Cellaviva verkar på en oexploaterad marknad. Bolagets marknadsföringssatsning bedöms ha god potential och bedöms kunna driva på tillväxten de kommande åren. Tillsammans med Cellavivas marknadsposition bedöms tillväxtpotentialerna som goda.

### Nuvärde per aktie uppgår till 8,8 SEK

ProTrans marknad uppskattas till ca 117 000 patienter årligen, motsvarande en marknadspotential om 40 mdSEK. En rNPV-värdering baserad på en potentiell utlicensiering ger ett värde för ProTrans om 124 MSEK. Cellaviva antas kunna nå 500 depositioner år 2024/25E, vilket motsvarar en omsättning om 12 MSEK. Med en targetmultiplikation om EV/Sales 2,5x, härledd från peers, och diskonteringsränta om 10 % ges ett bolagsvärde om 17 MSEK. Sammantaget ges ett bolagsvärde om 141 MSEK, tillsammans med kassan motsvarar det ett värde per aktie om 8,8 SEK.

### Förtroendeingivande ledning

NextCells ledning har mött samtliga delmål och den tidsplan som presenteras i samband med noteringen under 2017. Vidare innehat fyra av sex i ledningen aktier i Bolaget, insynsägandet uppgår före emissionen juni 2019 till 14,8 %.

### Forskning är förknippat med hög risk

Bolagets värde är direkt kopplat till de forskningsframsteg som uppnås, vilket bidrar till hög risk. Den antagna sannolikheten att ProTrans lyckas uppgår till 18 %.

### AKTIEKURS 4,86 kr

VÄRDERINGSINTERVALL <sup>1,2</sup>		
<b>BEAR</b> 2,8 kr	<b>BASE</b> 8,8 kr	<b>BULL</b> 18,9 kr

<sup>1</sup>Värderingen utgår från två delar, dels en rNPV-värdering<sup>3</sup> av Bolagets läkemedelskandidat ProTrans, dels en nuvärdesberäkning av stamcellsbanken Cellaviva.

NEXTCELL PHARMA AB			
Stängningskurs (2019-06-14) (SEK)	7,52		
Antal Aktier	11 486 456 <sup>2</sup>		
Market Cap (MSEK)	86,4		
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-16,0		
Enterprise Value (EV) (MSEK)	70,4		
V.52 prisintervall (SEK)	4,42 – 11,65		
UTVECKLING			
1 månad	-20,9 %		
3 månader	1,9 %		
1 år	14,8 %		
HUVUDÄGARE			
Diamyd Medical AB	12,8%		
Anders Essen-Möller	9,6%		
Avanza pension (ex. Essen-Möller)	5,4%		
PBKM	4,3%		
Bertil Lindkvist	3,0%		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Mathias Svahn		
Styrelseordförande	Anders Essen-Möller		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport Q3 2018/19	31 juli 2019		
Finansiell prognos (Base), MSEK			
	2017/18	2018/19E	2019/20E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>2,3</b>
Omsättningsstillväxt	27%	260%	134%
Rörelsekostnader, inkl. avskrivningar	-14,8	-21,1	-15,9
<b>EBIT</b>	<b>-14,1</b>	<b>-19,4</b>	<b>-13,6</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.
EV/Sales	55,3	21,2	15,8
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.

<sup>2</sup>Inkluderar aktier och emissionslikvid från Bolagets företrädesemission under juni 2019

<sup>3</sup>Risk Adjusted Net Present Value (rNPV) är en metod för att värdera framtida kassaflöden förknippade med hög risk genom att tillämpa viktade sannolikheter för olika utfall.

# KOMMENTAR TILL H1-2019

## ProTrans-1

Under våren har NextCell inlett den andra fasen av den pågående fas I/II studien för ProTrans. Per dagens datum har två av tre patientgrupper behandlats och resterande patienter förväntas behandlas inom kort. Därefter väntar uppföljning inom tolv månader och studieresultat kan således väntas under Q3 för räkenskapsåret 2020E. Detta innebär att NextCell ligger något efter den tidsplan som tidigare har kommunicerats, något Bolaget annars har följt. Detta har medfört att den antagna tidsåtgången att få ProTrans marknadsgodkänt utökats med ett år.

NextCell erhöll den 2018-04-04 en order avseende stamceller som selekterats med hjälp av Bolagets selektionsalgoritm, vilken uppgick till 350 tSEK. Denna typ av order bedöms av Analyst Group inte vara återkommande och har således ingen direkt påverkan på NextCells värde. Däremot indikerar det att selektionsalgoritmen på ett framgångsrikt sätt lyckats välja potenta stamceller, vilka också tillämpas i NextCells kliniska prövningar.

## ProTrans-Repeat

Under perioden sedan analysen som publicerades 2018-11-23 har NextCell initierat uppföljningsstudien ProTrans-Repeat, där patienter medicineras med ProTrans vid återkommande tillfällen. Analyst Group anser att studien inte ska betraktas som en helt fristående studie då den tillsammans med ProTrans-1 inte kommer att ge upphov till två separata läkemedel. ProTrans-Repeat bör dock anses ha ett betydande värde, vilket primärt kan sammanfattas i följande faktorer:

- 1. Ökad sannolikhet att ProTrans lyckas:** ProTrans-Repeat möjliggör för NextCell att bredare testa ProTrans effekt. Detta innebär att fler potentiellt positiva utfall omfattas vilket gör att den statistiska sannolikheten för ett positivt utfall bör anses som högre. Ett exempel är om ProTrans-1 visar begränsad effekt medan upprepad dosering genom ProTrans-Repeat visar sig ge önskat resultat.
- 2. Potentiellt högre intäkter vid lansering:** ProTrans-Repeat möjliggör för återkommande dosering av ProTrans, vilket skulle öka förbrukningen av ett potentiellt preparat och därav potentiellt kunna öka intäkterna. Prissättningsdynamiken är dock svår att förutspå och med försiktighet i åtanke har denna effekt ej tagits hänsyn till utan bör ses som en option i värderingen.

## Cellaviva

NextCell har under H1-2019 uppvisat en omsättning om 450 tSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 15 % mot H1-2018. Analyst Groups bedömning är att kundtillväxten är högre, då Bolaget under hösten uppdaterat sitt erbjudande vilket borde ha lett till lägre snittintäkt. Att Bolaget prioriterar kundtillväxt över kortsiktig lönsamhet anses som positivt, då fokus borde vara att öka kännedomen för stamcellssparande.

## Företrädesemission

NextCells styrelse föreslog under maj månad att genomföra en företrädesemission om 24,9 MSEK. Emissionslikviden ska primärt användas till fortsatt klinisk prövning av ProTrans samt utveckling av Cellaviva. Givet NextCells befintliga nivå för rörelsekostnader (cirka 3 MSEK/kvartal) samt kvarvarande kliniska kostnader (cirka 2 MSEK) anses kapitalet från en fulltecknad företrädesemission vara tillräckligt för att räcka till och med Q2-2019/20E, när ett sammantaget resultat för den pågående fas I/II-studien kan förväntas. Då företrädesemissionen är garanterad till 59 %, största ägare Diamyd och Anders Essen-Möller har tecknat sina pro rata motsvarande 5,6 MSEK (ytterligare 22,4 %) samt att aktien handlas över teckningskursen bedöms sannolikheten för att Bolaget ska kunna få in önskat kapital som goda.

## Prognosförändringar

NextCells beräknade nuvärde har till följd av justering av antaganden från tidigare aktieanalys marginellt minskat från 127 MSEK till 124 MSEK. De underliggande faktorerna utgörs dels av att den antagna sannolikheten att ProTrans når marknaden antagits till 18,1 %, tidigare 16,1 %. Detta på grund av att Bolaget nu inlett fas II-delen i den pågående studien men också det ökade omfånget sett till ProTrans-Repeat. Vidare har diskonteringsfaktorn i rNPV-modellen flyttats ett år framåt, vilket medför att de riskjusterade kassaföden flyttats ett år närmare i tiden. De framtida riskjusterade kassaflödena har dock påverkats negativt av att lansering antas ske vid senare tillfälle, vilket dels ger upphov ytterligare kostnader före den antagna licensiering samt mindre försäljning under prognosperioden. Cellavivas motiverade värde har sänkts till 15 MSEK till följd av en lägre antagen tillväxttakt. Vidare har det motiverade värdet per aktie påverkats negativt till följd av utspädning i den pågående nyemissionen. Sammantaget anses ett högre värde kunna motiveras, där Analyst Group i ett Base scenario ser ett motiverat värde per aktie om 8,8 SEK, efter den annonserade företrädesemissionen.

# INVESTERINGSIDÉ

NextCells läkemedelskandidat ProTrans för verkningsområdet diabetes typ 1 är i klinisk fas I/II. ProTrans ämnar att hämma nedbrytandet av insulinproduktion och ge patientens egna insulinproducerande betaceller tid att återskapas för att bromsa eller till och med revertera sjukdomsförloppet. Bolaget väntas kunna presentera studieresultat under 2020 och därefter fortsätta forskning i egen regi eller genom utlicensiering. Vid sidan av forskningen driver NextCell stamcellsbanken Cellaviva, vilka genom sin marknadsföringssatsning väntas utvecklas positivt de kommande åren. En rNPV-värdering av läkemedelskandidaten för behandling av diabetes typ 1 indikerar ett värde om 124 MSEK, vilket tillsammans med Cellaviva ger ett totalt nuvärde för NextCell om 141 MSEK. Tillsammans med en kassa om 28 MSEK motsvarar det 8,8 SEK per aktie.

## Både framtida forskning och stamcellsparande har potential

**PROTRANS KAN SÄNKA SAMHÄLLSKOSTNADER OCH MINSKA PATIENT-BESVÄREN**

Diabetes typ 1 är en globalt utbredd sjukdom som inte har något botande läkemedel. Detta gör att de drabbade flera gånger dagligen måste förse kroppen med insulin, något som gör sjukdomen både kostsam och besvärlig. Behovet av en lösning som kan hämma nedbrytandet av insulinproduktionen är stort och ett bromsande eller botande läkemedel skulle innebära stora kostnadsbesparingar såväl som stor nytta för drabbade individer. Genom att förse nyligen diagnostiserade patienter med noga utvalda stamceller så skulle sjukdomsförloppet kunna förenas eller stoppas, vilket innebär att det externa insulinbehovet kan begränsas. ProTrans säkerhetsklassning från doseskaleringen (fas I-studien) väntas även kunna tillämpas för fortsatt forskning inom andra autoimmuna och inflammatoriska sjukdomar, såsom multipel skleros (MS) och Crohns sjukdom. NextCell bedriver idag även prekliniska studier för undvikande avstötning av njurtransplantat.

**CELLAVIVA HAR EN STARK MARKNADSPPOSITION I SVERIGE**

Vid sidan av forskningen bedriver NextCell stamcellsbanken Cellaviva. Kommersiellt stamcellsparande i Sverige är idag inte utbrett, men är internationellt vanligt förekommande. Exempelvis sparas i Singapore 22 % av nyföddas stamceller, i Portugal över 5 % och i USA cirka 4 %. I Sverige bedöms andel som sparar idag vara under 0,1 %. Sett till Bolagets marknadsposition, den låga sparandegrden samt Bolagets marknadsföringssatsningar ge upphov till goda tillväxtpotentialer.

## Sammanlagt nuvärde uppgår till 141 MSEK, motsvarande ett värde per aktie om 8,8 SEK

NextCell antas primärt adressera USA, EU och Kina, där antalet som diagnostiseras med diabetes typ 1 uppskattas vara ca 117 000 år 2026, med en årlig ökning om 1 %. Utifrån kostnaderna för symptomlindrande hantering och jämförelser med liknande läkemedel uppskattas en prisbild för behandling med ProTrans till 300 tSEK. Med en sådan prisbild uppgår den adresserbara marknaden år 2026 till ca 40 mdSEK. Vid "peak-sales" bedöms ProTrans kunna nå 15 % av marknaden, vilket motsvarar en försäljning om ca 5,6 mdSEK. Då det bedöms som mindre sannolikt att NextCell på egen hand genomgår hela processen till marknads lansering, antas ProTrans utlicensieras. I ett sådant scenario antas NextCell erhålla royaltyintäkter motsvarande 11,5 %. Vid en rNPV-värdering erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde om 124 MSEK. Stamcellsbanken Cellaviva bedöms år 2024/25E kunna nå ca 500 depositioner av stamceller. Omsättning estimeras till ca 12 MSEK och med en targetmultipel om EV/Sales 2,5x, härledd från peers, motiveras ett diskonterat nuvärde om 17 MSEK.

Värderingen av ProTrans inom diabetes typ 1 tillsammans med Cellaviva indikerar ett bolagsvärde om 141 MSEK idag. En ytterligare aspekt i värderingen är att internationella stamcellsbanker har en vana av att förvärva sig in på nya geografiska marknader och på sikt bedöms Cellaviva kunna utgöra ett förvävsobjekt. Tillsammans med möjligheterna för forskning inom andra verkningsområden utgör det två värderingsoptioner som kan beaktas i investeringsidén.

## Ledningens förmåga att möta utsatta mål ingjuter förtroende

**NEXTCELL HAR FÖLJT SIN PLAN SEDAN NOTERINGEN**

Sedan notering juli 2017 har NextCell följt den kommunicerade tidsplanen och mött samtliga delmål samtidigt som de initierat ett värdeskapande samarbete för Cellaviva. Ledningens förmåga att kunna leverera efter utsatt tidsplan är något som bedöms som förtroendeingivande. Insiders innehar 14,8 % av aktierna, varav 9,6 % innehas av styrelseordförande Anders Essen-Möller. Huvudägare är Diamyd Medical (ca 13 % av aktierna), där Essen-Möller är grundare och styrelseledamot.

## Den antagna sannolikheten att ProTrans lyckas är cirka 18 %

NextCells verksamhet är förknippad med hög risk. Värderingen är i hög grad beroende av en lyckad utveckling av Bolagets eventuella studieresultat. Den antagna sannolikheten att ProTrans når marknaden uppgår till ca 18 %. Vid ett eventuellt misslyckande på vägen kan Bolaget antingen försöka genomföra en ny studie eller rikta fokus mot något annat forskningsprojekt. Oavsett vad skulle Bolaget vid misslyckade med största sannolikhet behöva genomföra en nyemission.

# BOLAGSBESKRIVNING

NextCell är ett svenskt utvecklingsbolag med fokus på stamceller. Bolaget bedriver bl.a. kliniska fas I/II-studier inom diabetes typ 1 med läkemedels-kandidaten ProTrans. Syftet är att häva nedbrytandet av människans insulinproduktion och minska eller eliminera behovet av externt insulin. ProTrans baseras på mesenkymala stamceller (MSC), vilka valts ut med Bolagets patentsökta metoder, och är ämnad för behandling av autoimmuna och inflammatoriska tillstånd, samt för att bilda olika typer av vävnader. Det bedrivs även prekliniska studier med ProTrans för att förhindra avstötning av njurtransplantat. ProTrans utvecklas från navelsträng (Wharton's jelly), som är en restprodukt och är fri från miljöpåverkan till skillnad från andra stamcellskällor. Utöver detta driver NextCell biobanken Cellaviva för familjesparande av stamceller från födseln. Cellaviva har fokus på marknadsföring genom olika kanaler, bland annat via influencers, och inledde under 2018 ett samarbete med Nordic Tech House för att stärka den digitala närvaron. Bolaget är noterat på Spotlight Stock Market (tidigare Aktietorget) sedan juli 2017.

Inom den pågående fas I/II-studien för ProTrans har NextCell behandlat sex av nio patienter i fas II-delen av studien. Eventuella resultat väntas kunna presenteras under 2020. Vidare bedriver NextCell en parallell klinisk studie vid namn ProTrans-Repeat.

## Intäktskällor

VID EVENTUELL  
UTLICENSIERING  
AV PROTRANS  
KAN NEXTCELL  
ERHÅLLA  
MILSTONES OCH  
ROYALITES

I det fall Bolaget utvecklar och tar ProTrans till marknaden själva erhåller Bolaget intäkter först när läkemedlet lanserats. NextCell kan dock framgent komma att utlicensiera ProTrans till en partner, vars form generellt brukar generera följande intäktskällor:

- **Milestones** – engångsintäkter som erhålls när läkemedelskandidaten uppnår kliniska framsteg eller t.ex. vid läkemedelsgodkännande.
- **Royalty** – en procentuell andel av licensinnehavarens försäljningsintäkter från läkemedlet när det lanserats på marknaden.

NextCell kan även komma att sälja hela projektet och skulle i det fallet erhålla en engångsintäkt. Även om det finns olika alternativ för hur NextCell driver utvecklingen av ProTrans, antas en utlicensiering till partner som mest sannolikt.

## Kostnadsdrivare

NextCells kostnader utgörs primärt av kliniska kostnader för utveckling av läkemedel. Varje klinisk fas är generellt sett mer omfattande och medför således högre kostnader. För en eventuell ren fas II-studie har Bolaget tidigare kommunicerat att kostnaderna skulle uppgå till ca 75 MSEK.

## Stamcellsbanken Cellaviva



Stamcellsbanken Cellaviva lanserades 2015 och benämns av Bolaget som Sveriges första stamcellsbank för familjesparande, och finns nu även i Danmark. Kunderna utgörs av blivande föräldrar som vill spara stamceller från sina barn. Föräldrar kan beställa hem den s.k. "Cellavivaboxen", vilken tas med till förlossningen där ett prov sedan inhämtas från navelsträng. Provet inhämtas sedan av Cellaviva som analyserar det för att sedan förvara stamcellerna. För varje kund har Cellaviva två intäktsströmmar:

- En initial intäkt om 13,5 till 22,3 tSEK (exkl. moms).
- Återkommande månadsintäkter om 80 till 120 SEK per månad (exkl. moms).

## Strategisk utsikt

NextCells primära fokus är pågående fas I/II-studie för ProTrans, där det sammanlagda resultatet från studien väntas kunna presenteras under 2020. Givet ett positivt utfall har Bolaget kommunicerat att det finns fyra potentiella scenarion: utlicensiering av ProTrans, vidareutveckling tillsammans med samarbetspartner, försäljning av projektet samt fas III-studie i egen regi. NextCells största ägare är det svenska diabetesbolaget Diamyd Medical som väntas kunna bistå med ett stöd för framtida studier och eventuella partnerskap. NextCell har också nyligen inlett en andra studie kallad ProTrans-Repeat med syftet att ytterligare styrka ProTrans resultat. Vad gäller Cellaviva har Bolaget under 2019 expanderat sin verksamhet till Danmark.

# MARKNADSANALYS

## Globalt lider omkring 20 - 40 miljoner människor av diabetes typ 1

Diabetes är en av världens mest vanliga sjukdomar och på en global nivå uppskattas 422 miljoner människor ha diabetes, vilket motsvarar cirka 8,5 % av jordens vuxna befolkning.<sup>4</sup> Av dessa uppskattas 5-10 %, eller 21-42 miljoner människor, vara drabbade av diabetes typ 1. The International Diabetes Federation uppskattar att den globala incidensen (andelen av en population som insjuknar under året) för diabetes typ 1 hos barn ökar med 3 % årligen.<sup>5</sup> Diabetes typ 1 är en autoimmun sjukdom, vilket innebär att kroppens egna immunförsvar är det som ger upphov till sjukdomen. Diabetes typ 1 diagnostiseras mest frekvent bland tonåringar men är även förekommande hos vuxna i form av LADA, Latent Autoimmune Diabetes in Adult. Till skillnad från diabetes typ 2, som i många fall kan undvikas eller lindras av livsstilsval, existerar inte någon tydlig förklaring till varför typ 1 ökar.<sup>5</sup>

INCIDENSEN  
BLAND BARN  
ÖKAR MED 3 %  
ÅRLIGEN

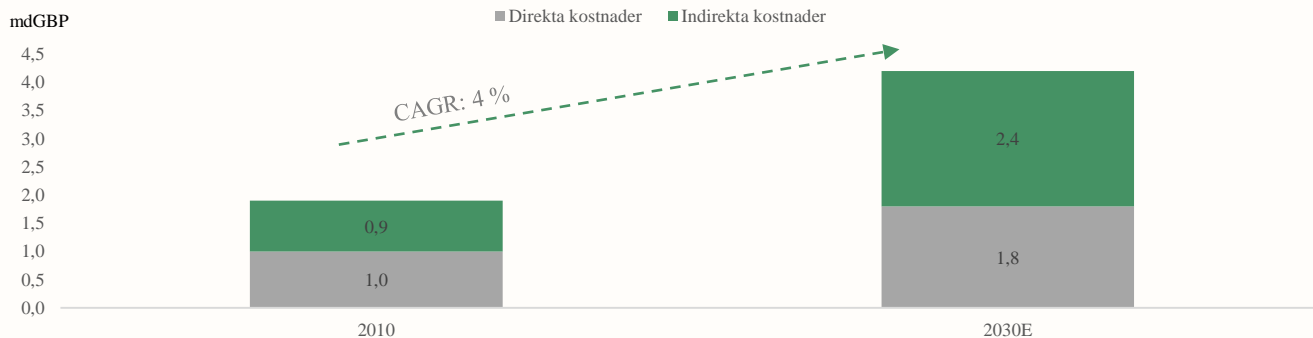
## De årliga samhällskostnaderna för en diabetes typ 1-patient kan uppgå till över 150 tSEK

Drabbade av typ 1 diabetes får nedsatt insulinproduktion och till slut upphör insulinproduktionen helt. Detta medför att personen dagligen måste förse kroppen med insulin samt övervaka blodsockernivåerna. I en studie av American Diabetes Association beräknas de årliga sjukvårdskostnaderna för en genomsnittlig diabetespatient i USA uppgå till cirka 81 tSEK (9 600 USD). Totalt sett uppgår kostanden per patient till ca 150 tSEK (16 750 USD), där differensen är hänförlig till indirekta samhällskostnader, t.ex. lägre produktivitet, patienter som dör i förtid m.m.<sup>6</sup> Kostnadsberäkningar avser samtliga diabetespatienter, samtidigt framkommer det att kostnaderna för diabetes typ 1-patienter är högre.<sup>6</sup> Kostnaderna för diabetes typ 1 väntas även öka markant under de kommande åren. En studie i Storbritannien pekar på att de totala samhällskostnaderna för diabetes typ 1 kommer att öka med drygt 4 % årligen fram till 2030E.<sup>7</sup>

SAMHÄLLS-  
KOSTNADERNA  
FÖR EN TYP 1-  
PATIENT  
ÖVERSTIGER 150  
TSEK PER ÅR

## Samhällskostnaderna för diabetes typ 1 väntas öka med 4 % årligen till och med 2030.

Direkta och indirekta kostnader för diabetes typ 1 år 2010 och 2030E.



Källa: N. Hex, et. al, "Estimating current and future costs of Type 1 and Type 2 diabetes in the UK", 2012. [länk](#)

## Behandling av diabetes typ 1

Diabetes typ 1 kräver att insulin tillförs regelbundet, där en vanlig metod är att det injiceras flera gånger dagligen. Personer med diabetes typ 1 använder också en blodprovsmätare för att kunna mäta blodsockernivåer och insulinbehovet. Ett annat behandlingsalternativ är insulinpump, då tillförs insulin istället löpande i små doser under dygnet.

Utöver de direkta negativa ekonomiska effekterna av diabetes typ 1, innebär sjukdomen en stor icke-kvantifierbar börda för de drabbade individerna. Ett eventuellt läkande, eller förebyggande, läkemedel skulle därför innebära en stor nytta för drabbade individer såväl som samhället i stort.

4. World Health Organization, "Global Report on Diabetes", 2016. [länk](#)

5. International Diabetes Federation, "IDF Diabetes Atlas – Eighth Edition 2017", 2017. [länk](#)

6. American Diabetes Association, "Economic Costs of Diabetes in the U.S. in 2017", 2018. [länk](#)

7. N. Hex, et. al, "Estimating current and future costs of Type 1 and Type 2 diabetes in the UK", 2012. [länk](#)



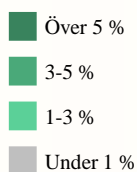
# MARKNADSANALYS

## Marknaden för sparande av stamceller i Sverige är outvecklad

Marknaden för förvaring av stamceller i Sverige är idag tämligen oexploaterad. Cellaviva etablerades år 2015 och blev då Sveriges första privata stamcellsbank för familjesparande. Verksamheten har nu varit i drift i drygt tre år och har sedan start totalt genererat intäkter om 2,8 MSEK. Då initiering av sparandet innebär en engångsbetalning om ca 20 tSEK indikerar de totala intäkterna att Cellaviva har ca 140 kunder. Antalet sparare är således ur ett marknadsperspektiv i princip obefintligt. I Danmark är sparande mer etablerat och den danska stamcellsbanken StemCare har ca. 11 000 sparade prover.<sup>7</sup> Internationellt är förvaring av stamceller betydligt mer etablerat i andra delar av världen. Enligt det polska stamcells företaget PBKM så är det genomsnittliga stamcellssparandet av nyfödda i Europa cirka 2 %.<sup>8</sup>

### Andelen stamcellssparande i Sverige är låg i förhållande till andra länder.

Andelen av nyfödda där stamceller sparas.



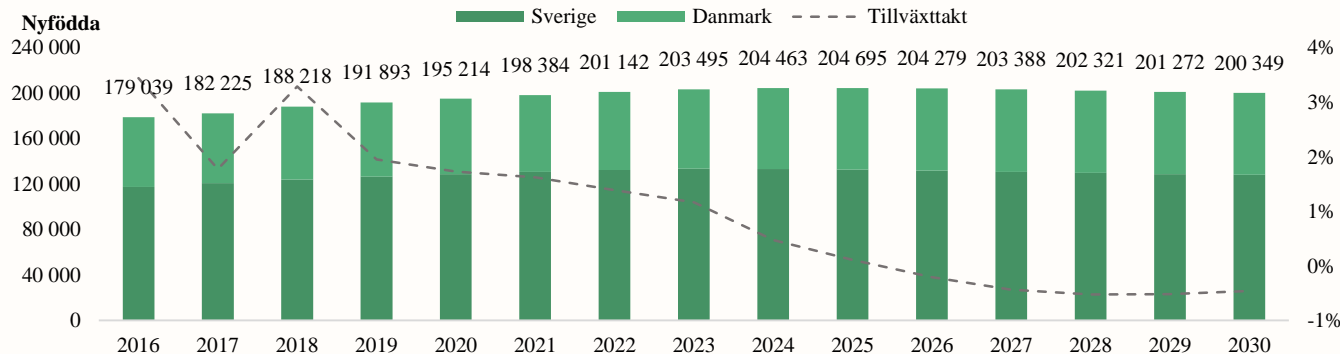
Övriga framstående marknader	Andel av nyfödda där stamceller sparas
Singapore	22 %
Hong Kong	10 %
Taiwan	10 %
USA	3-4 %

Källa: PBKM, "Prezentacja dla Inwestorów Oferta Publiczna Akcji", 2016. [länk](#)

Antalet nyfödda i Sverige och Danmark förväntas växa med 1-2 % de kommande åren för att sedan stagnera år 2023, vilket förväntas driva på marknaden för nyföddas stamceller.<sup>9, 10</sup>

### Antalet nyfödda förväntas öka i närtid för att stagnera år 2023.

Prognos över antalet nyfödda i Sverige och Danmark 2016-2030.



Källa: Statistiska centralbyrån, Danmarks Statistik

POTENTIellt  
ÅRLIGT  
MARKNADSVÄRDE  
OM 82 MSEK

### Marknaden för stamcellssparande har möjlighet att växa

Givet att stamcellssparandet i Sverige och Danmark kan växa mot det europeiska snitet om 2 % och intäkten per deposition om 20 tSEK ges ett potentiellt årligt marknadsvärde år 2025 om 82 MSEK.

### Konkurrensen är låg för privat stamcellssparande i Sverige

Idag finns det endast en (1) konkurrerade aktör till Cellaviva, den multinationella stamcellsbanken Vita 34, med säte i Tyskland. Privata stamcellsbanker är också indirekt konkurrensutsatta av den Nationella navelsträngsblodbanken. Deras stamceller kan i vissa fall användas vid behandlingar och bidrar således i viss utsträckning till att sänka behovet av att spara stamceller privat. Vidare existerar det globalt flertalet multinationella stamcellsbanker. Dessa har en historia av att etablera sig på nya geografiska marknader genom förvärv. I det fall att den svenska marknaden utvecklas positivt skulle svenska aktörer, däribland Cellaviva, utgöra potentiella förvärvsobjekt.

7. Dagens Industri, "Omstridda stamcellsbolag gör inträde i Sverige", 2015. [länk](#)

8. PBKM, "Prezentacja dla Inwestorów Oferta Publiczna Akcji", 2016. [länk](#)

9. Statistiska centralbyrån, "Födda och döda 1960-2016 och prognos 2017-2060", 2017. [länk](#)

10. Danmarks Statistik, "BEFOLKNINGSFREMSKRIVNING", 2018. [länk](#)

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELLA PROGNOSE

NextCells verksamhet kan delas upp i två delar, dels stamcellsforskningen och dels stamcellsbanken Cellaviva. För stamcellsforskningen bygger prognoserna på ett scenario där läkemedelskandidaten ProTrans för behandling av autoimmun diabetes når läkemedelsgodkännande, via utlicensiering efter fas II. Prognoserna för Cellaviva avser den förväntade utvecklingen oberoende av stamcellsforskningen. NextCell redovisar brutet räkningsår, vilket har tagits hänsyn till i de finansiella prognoserna.

## Bolagets selektionsalgoritm utgör det primära värdet

NextCell har idag inget patent för sin läkemedelskandidat ProTrans, Bolaget har dock lämnat in en ansökan för patent för den selektionsalgoritm som tillämpas vid utformningen av läkemedlet. Då ett stamcellsbaserat läkemedel är komplext är det svårare att bryta ned det och skapa en generisk kopia. Vidare krävs det vid framställningen av ett läkemedel att de mest potenta stamcellerna av ett stort urval stamceller kan väljas ut för att sedan reproduceras. Förmågan att kunna välja de mest potenta stamcellerna görs av selektionsalgoritmen och blir således en stark konkurrensfördel. Selektionsalgoritmen, och eventuell exklusivitet för den, anses därmed utgöra det primära värdet i NextCells forskning. Vid eventuellt godkänt patent, kan det nämnas att ett patent, generellt, gäller i 20 år från att ansökan lämnas in.<sup>11,12</sup>

## En eventuell lansering väntas kunna ske under räkenskapsåret 2026/27E

I ett Base scenario förväntas NextCells läkemedelskandidat efter den pågående fas I/II-studien behöva genomföra en fullskalig fas II-studie samt en fas III-studie. Enligt en artikel publicerad i Nature Biotechnology är tidsåtgången för fas I generellt sett 6 – 12 månader, fas II 18 månader och fas III 42 månader.<sup>13</sup> Utifrån detta bedöms en eventuell fas III-studie kunna slutföras under räkenskapsåret 2025/26. Detta skulle innebära att ansökan om ett läkemedelsgodkännande kan initieras under räkenskapsåret 2025/26 och en eventuell lansering sker under 2026/27.

Klinisk fas	Start	Tidsåtgång (månader)
Fas I/II	2017/18	18
Fas II	2020/21	18
Fas III	2022/23	42
Läkemedelsgodkännande	2025/26	12
Lansering	2026/27	n.a.

## NextCell antas utlicensiera ProTrans

NextCell har kommunicerat flera olika potentiella strategier för ProTrans. Analyst Group bedömer att det som mest troligt att ProTrans utlicensieras till en samarbetspartner som kan bistå i processen att ta läkemedelskandidaten till marknaden. NextCell har kommunicerat att en utlicensiering skulle kunna ske under år 2020, efter att ett eventuellt positivt resultat i den pågående kliniska fas I/II-studien presenterats. En utlicensiering ger rättigheter till patentet till dess utgång. Då NextCell under 2018 ansökt om patent bestäms det sista prognosåret till 2036/37.

## Det årliga antalet behandlingsbara patienter uppgår till >110 000

Enligt vad Bolaget kommunicerat antas de geografiska marknaderna för ProTrans primärt vara Europa och USA. Det är även möjligt att ProTrans kan komma att erbjudas på den kinesiska marknaden då Bolaget nyligen tecknat en avsiktsförklaring med det statliga konglomeratet China General Technology Group, CGTG.

ProTrans kan potentiellt tillämpas på individer som fortfarande har en pågående insulinproduktion och nyligen har diagnostiserats med sjukdomen. Den åldersjusterade incidensen för diabetes typ 1 i USA uppgår till 16,1 insjuknade per 100 000 människor.<sup>14</sup> I Europa skiljer sig incidens något mellan olika länder men är på en aggregerad nivå något lägre än i USA.<sup>14</sup> Incidensen för Europa antas därför schablonmässigt till 10 insjuknade per 100 000 människor. I Kina är incidens betydligt lägre, 2013 redovisades siffran 1,1 insjuknade per 100 000 människor.<sup>15</sup> Utifrån den globala ökningen i incidens bland barn om 3 % antas incidensen på ProTrans eventuella marknader öka med 1 % årligen.

11. Federak Drugadministration, "Patents and exclusivity", 2015. [länk](#)

12. European Medicines Agency, "Data exclusivity, market protection and paediatric rewards", 2013. [länk](#)

13. Jeffrey J. Stewart, Peter N. Allison and Ronald S. Johnson, "Putting a price on biotechnology", Nature Biotechnology, 2001. [länk](#)

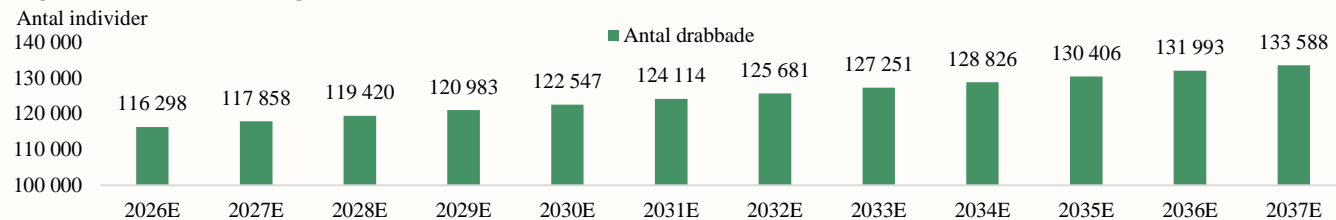
14. G Soltesz et. al., "Worldwide childhood type 1 diabetes incidence – what can we learn from epidemiology?", 2007. [länk](#)

15. J. Weng, et. al., "Incidence of type 1 diabetes in China, 2010-13: population based study", 2018. [länk](#)

# FINANSIELLA PROGNOSE

År 2026 utgör startår, då det är året lansering av ProTrans antas kunna ske (givet framgångsrik läkemedelsprocess)

Prognostiserat antal adresserbara patienter 2016E-2037E



Källa: NextCell, Analyst Group prognos

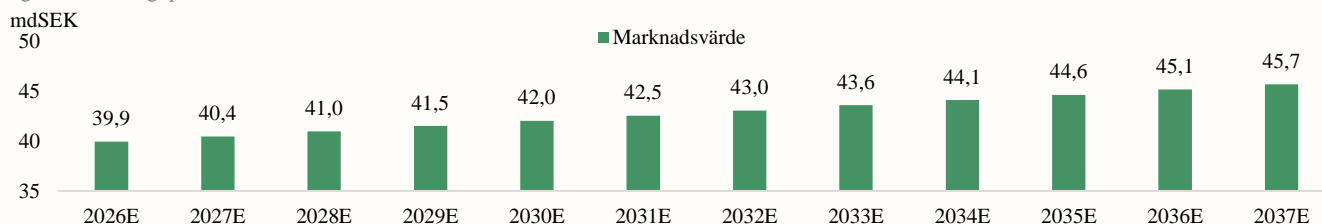
## En behandling med ProTrans antas kosta 300 tSEK

Idag existerar inte några läkemedel som kan bevara eller återskapa insulinproduktion hos diabetes typ 1-drabbade, vilket gör att behovet av ett läkemedel som ProTrans är stort. Samhällskostnaderna för symptomlindrande läkemedel är höga, i USA har en genomsnittlig diabetespatient (typ 1 och typ 2) årliga sjukvårdskostnader om 85 tSEK, de totala kostnaderna, inklusive indirekta kostnader uppgår till 150 tSEK årligen. Det är svårt att explicit härleda kostnaderna för patienter med diabetes typ 1, men det uttrycks vara högre än genomsnittet av diabetes typ 1 och typ 2-patienter. Ett exempel på ett annat sjukdomsområde och botande läkemedel som anses relativt jämförbart är så kallade direkt-verkande antiviraler som används mot Hepatit C, dessa har ett genomsnittligt pris om knappt 600 tSEK.<sup>16</sup> En bidragande faktor till prissättningen är att ca 10 % av de drabbade av Hepatit C riskerar att på sikt utveckla levercirros, en sjukdom där sjukvårdskostnaderna uppgår till 94 tSEK årligen.<sup>17</sup>

NextCell har inte kommunicerat hur en behandling med ProTrans skulle kunna gå till, i och med att Bolaget är i ett tidigt stadi. Hur många behandlingar en patient skulle behöva genomgå är dock sekundärt då värdet troligen bestäms av förmågan att bota sjukdomen. Utifrån detta är Analyst Groups bedömning att en behandling som hämmar nedbrytningen av insulinproduktionen skulle kunna uppvisa en om prisbild om 300 tSEK. Det skulle innebära att kostnaderna för behandlingen återfås på mindre än två år. Om en patient skulle behöva genomgå ytterligare behandling först flera år senare (t.ex. >10 år), anses en sådan ”investering” vara ekonomiskt försvarbar.

Givet ett pris om 300 tSEK väntas det årliga potentiella marknadsvärdet kunna stiga till 46 mdSEK 2037E.

Prognostiserat årligt potentiellt marknadsvärde för ProTrans 2026-2037E.



Källa: Analyst Groups prognos

## Försäljningen väntas kunna öka exponentiellt

Hur stor andel av marknaden ett nytt läkemedel kan nå beror i stor utsträckning på hur konkurrensen ser ut när läkemedlet lanseras. En studie av McKinsey visar på att marknadsandelen för den som är först till marknaden tio år efter lansering i snitt uppgår till 40 % och för den som är nummer två uppgår till 33 %.<sup>18</sup> En annan viktig aspekt är hur stor del av de drabbade som har möjlighet att ta del av behandlingar. Då ProTrans väntas ha en hög behandlingskostnad innebär det att det majoriteten av privatpersoner inte har råd att finansiera en behandling privat och blir således beroende av eventuella försäkrings- och sjukvårdssystem. Då det idag är svårt att bedöma i vilken utsträckning dessa skulle ta till sig ett preparat som ProTrans antas ProTrans 10 år efter lansering kunna adressera 15 % av marknaden. Då det idag är minst sagt svårt att avgöra hur förhållandena kommer att se ut vid en eventuell lansering av ProTrans, betraktas 15 % som ett defensivt antagande. Försäljning väntas kunna växa exponentiellt till dess att den når ett mognadsstadi (*mature state*).

16. Healthline, "Why the high costs?", 2018. [länk](#)

17. Fatemeh Zare, "Economic Burden of Hepatitis C Virus Infection in Different Stages of Disease: A Report From Southern Iran", 2018. [länk](#)

18. McKinsey & Company, "Pharma's first-to-market advantage", 2018. [länk](#)

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

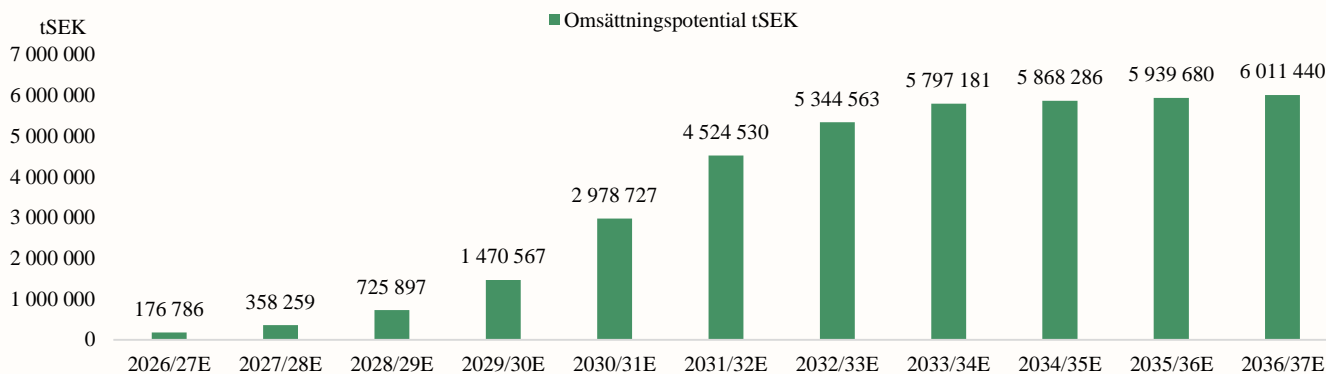
# FINANSIELLA PROGNOSE

Försäljningsår	ProTrans marknadsandel	Antal behandlade patienter
2026/27E	0,5 %	581
2027/28E	1,0 %	1 179
2028/29E	2,0 %	2 388
2029/30E	4,0 %	4 839
2030/31E	8,0 %	9 804
2031/32E	12,0 %	14 894
2032/33E	14,0 %	17 595
2033/34E	15,0 %	19 088
2034/35E	15,0 %	19 324
2035/36E	15,0 %	19 561
2036/37E	15,0 %	19 799

Utifrån den antagna marknadspenetrationen estimeras ProTrans för lanseringsåret 2026/27E kunna nå en försäljning om 175 MSEK. Den maximala försäljningen estimeras uppgå till cirka 6 mdSEK. Notera att detta är prognostiserad försäljning direkt hänförligt till läkemedlet.

## Peak-sales bedöms kunna uppgå till drygt 6 mdSEK år 2036/37E

Prognostiserad omsättningspotential för ProTrans 2026/27E-2036/37E.



Källa: Analyst Group prognos

## Totala kliniska kostnader för ProTrans bedöms uppgå till cirka 385 MSEK

För den befintliga kliniska fas I/II-studien bedöms Bolaget hittills ha lagt cirka 8 MSEK i kliniska kostnader för de 21 patienter som behandlats. Utöver dessa återstår en omgång behandlingar för ProTrans-1 samt ytterligare behandlingar för ProTrans-Repeat, vilka uppskattas medföra kostnader om cirka 2 MSEK. För en eventuell fas II-studie har Bolaget tidigare kommunicerat kostnader om 75 MSEK. Fas III-studier kan ha mellan 300-3 000 testsubjekt och är betydligt mer omfattande än en fas II-studie som kan ha några hundratal.<sup>19</sup> NextCells befintliga fas I/II-studie har krävt testsubjekt i den lägre delen av intervallet och en eventuell fas III-studie bedöms även den vara i det lägre intervallet. Det är idag svårt att avgöra exakt vad en eventuell fas III-studie skulle kunna kosta men det antas till 300 MSEK, vilket är fyra gånger större än vad som kommunicerats för en fas II-studie.

Klinisk fas	Kostnad, tSEK
Fas I/II	10 000
Fas II	75 000
Fas III	300 000
<b>Sammanlagt</b>	<b>385 000</b>

19. Federal Drug Administration, ”Step 3: Clinical Research”, 2018. [länk](#)

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELLA PROGNOSE

## Rörelsekostnaderna uppgick i senaste kvartalet till knappt -10 MSEK på årsbasis

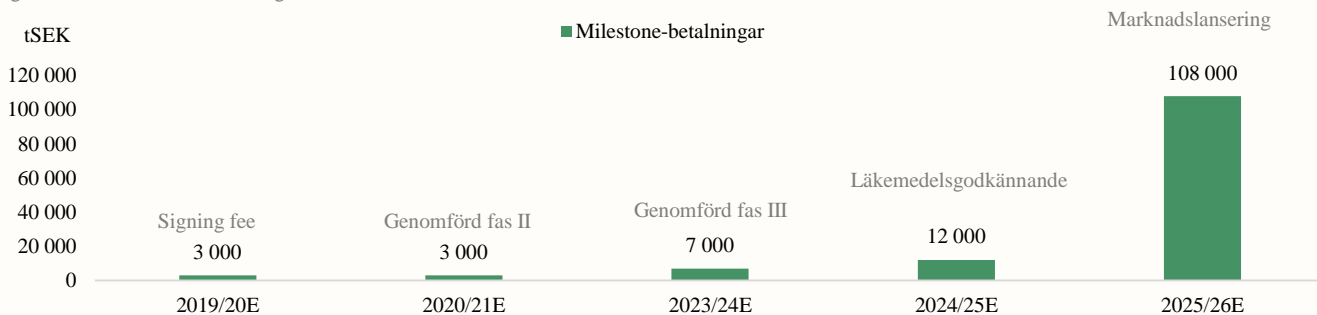
NextCell har idag totalt tio anställda verksamma inom både forskningsarbetet och Cellaviva. Bolaget säreddovisar dock inte till vilken del i verksamheten personal är hänförlig. Då Cellaviva ännu är i ett tidigt skede och bedöms ha en affärsmodell som kan drivas av en smal organisation, antas en majoritet av Bolagets anställda vara verksamma inom stamcellsforskning. Utifrån detta bedöms Bolaget i närdit inte behöva utöka personalstyrkan. Samtidigt kan det i framtiden komma att behövas ytterligare personal, t.ex. om Bolaget initierar en mer omfattande klinisk studie (fas II eller senare), eller påbörjar studier inom andra områden. Resterande rörelsekostnader bedöms inte öka betydande under den pågående fas I/II-studien, men kan komma att öka vid mer omfattande studier. Rörelsekostnaderna uppgick i det senaste kvartalet till knappt -3,1 MSEK, vilket på årsbasis motsvarar ca -12 MSEK.

## Intäkter vid eventuell utlicensiering

Vid utlicensiering erhålls generellt engångsintäkter och återkommande intäkter i form av royalties. Engångsintäkter kan komma i form av t.ex. förskottsbetalningar och milestones-betalningar. En förskottsbetalning kan erhållas vid slutande av licensavtal, s.k. *signing fee*, och är ett sätt för licensinnehavaren att ekonomiskt binda sig till samarbetet.<sup>18</sup> Milestone-betalningar erhålls oftast i samband med att kliniska forskningsframsteg uppnås och kan ses som en representation av förändringen i den finansiella risken som uppstår när kliniska framsteg nås.<sup>18</sup> Enligt en undersökning genomförd av Licensing Executive Society uppgår medianvärdet för förskottsbetalning till 0,3 MUSD, totala milestone-betalningar för kliniska framsteg till 2,8 MUSD samt försäljningsrelaterade milestone-betalningar till 13,5 MUSD. NextCell antas kunna erhålla engångsbetalningar i linje med dessa.

### Bolaget väntas erhålla milestonebetalningar när nya kliniska faser nås.

Prognostiserade milestonebetalningar för ProTrans.



Källa: Analyst Groups prognos

Royaltyintäkter bestäms ofta som andel av försäljningspriset och kan betraktas som en vinstdelning mellan parterna. Det gör att läkemedelskandidatens potentiella försäljningspris i kombination med de förväntade tillverknings- och försäljningskostnaderna, d.v.s. vinsten, utgör bestämmande faktorer för royaltyandelen.<sup>20</sup> Vidare bestäms royaltyandelen även av vilken fas läkemedelskandidaten befinner sig i. Då en eventuell licensinnehavare tar en större finansiell risk desto tidigare i processen ett avtal tecknas, förväntas licensinnehavaren därför tilldelas en större andel av vinsten.<sup>21</sup>

Utvecklingsfas <sup>18</sup>	Royaltyandel för utlicensierande part
Pre-klinisk	0 – 5 %
Fas I	5 – 10 %
Fas II	8 – 15 %
Fas III	10 - 20 %
Lanserad produkt	+20 %

20. S. Finch, "Royalty rates: Current issues and trends", *Journal of Commercial Biotechnology*, vol. 7, 3. [länk](#)

21. Biotechnology Innovation Group, "Clinical Development Success Rates 2006-2015", Juni 2016.

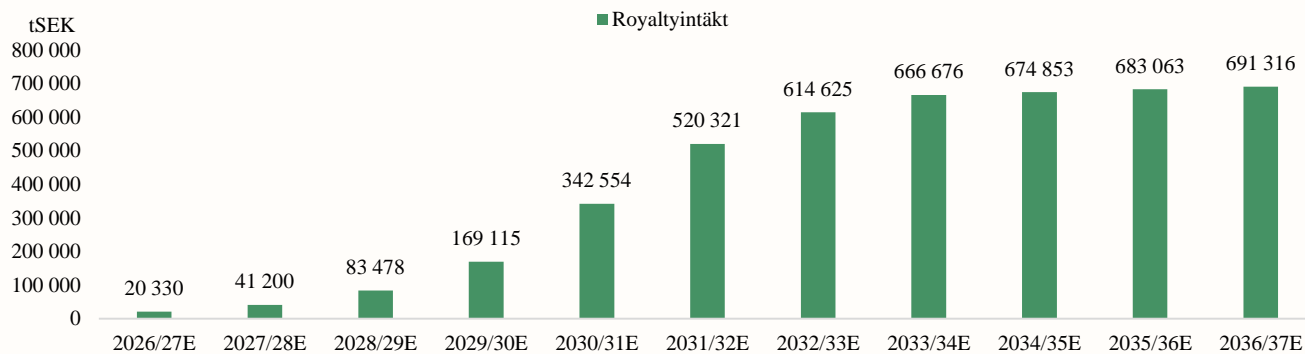
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELLA PROGNOSE

Kostnaderna för produktionen av ProTrans bedöms på en absolut nivå vara hög, hänförligt till komplexiteten vid framställningen av stamcellsbaseade preparat jämfört med mer konventionella läkemedel. Detta kompenseras dock med att prissättningsförmågan för ett läkemedel som kan ersätta behovet av externt insulin är högt. Ett eventuellt läkemedel bedöms därför ha en bruttomarginal som är i linje med branschen om cirka 72 %.<sup>22</sup> Utifrån detta antas en eventuell royaltymandel till 11,5 %, motsvarande mitten av spannet för utlicensiering i fas II (se tabell föregående sida).

**Givet en royaltymandel om 11,5 % av försäljningen antas den första royaltymandelen kunna uppgå till 20 MSEK för räkenskapsåret 2026/27E.**

Prognostiserade royaltymandelen för ProTrans 2026/27E-2036/37E.



Källa: Analyst Group prognos

## Riskjusterade kassaflöden enligt Risk Adjusted Net Present Value-metoden

Bolagets framtida utveckling är direkt kopplad till eventuella kliniska framsteg, där utfallet närmast kan beskrivas som binärt. För att ta höjd för denna riskprofil tillämpas en riskjusterad kassaflödesmodell, s.k. *Risk Adjusted Net Present Value (rNPV)*-modell, där Bolagets framtida kassaflöden sannolikhetsviktas och nuvärdesberäknas. Det framtida scenariot baseras på en utlicensiering av ProTrans efter att Bolaget har färdigställt den pågående kliniska fas I/II-studien.

Den statistiska sannolikheten för en läkemedelskandidat att nå marknaden skiljer sig beroende på sjukdomsområde. För autoimmuna sjukdomar har studier visat att sannolikheten att gå från fas I till II är ca 65,6 %, fas II till III cirka 31,7 %, fas III till ansökan om godkännande cirka 62,2 % och ett läkemedelsgodkännande cirka 86 %.<sup>23</sup> Detta innebär att den statistiska ackumulerade sannolikheten att gå från fas I till godkänt läkemedel är cirka 11,1 %.

Fas	Sannolikhet	Kumulativ sannolikhet
Pre-klinisk till fas I	100,0%	100,0%
Fas 1 till Fas 2a	100,0%	100,0%
Fas 2a till Fas 2	80,0%	80,0%
Fas 2 till Fas 3	43,8%	35,0%
Fas 3 till NDA	60,0%	21,0%
Läkemedelsgodkännande	86,0%	18,1%

Den antagna sannolikheten att NextCell når fas III uppgår till 35 %, vilket är högre än ovan nämnda 31,7 %. Detta grundar sig i ProTrans-Repeat studien, vilken breddar NextCells möjligheter att nå kliniska resultat med ProTrans. Differensen om 3,3 procentenheter kan betraktas som det adderade värdet av ProTrans-Repeat. Sammantaget utgör den antagna sannolikheten för att ProTrans för diabetes typ 1 når marknaden 18,1 %.

22. Baserad på den genomsnittliga bruttomarginalen för tio av de största läkemedelsbolagen globalt om 72 %.

23. Biotechnology Innovation Group, "Clinical Development Success Rates 2006-2015", 2016. [länk](#)

# FINANSIELLA PROGNOSE

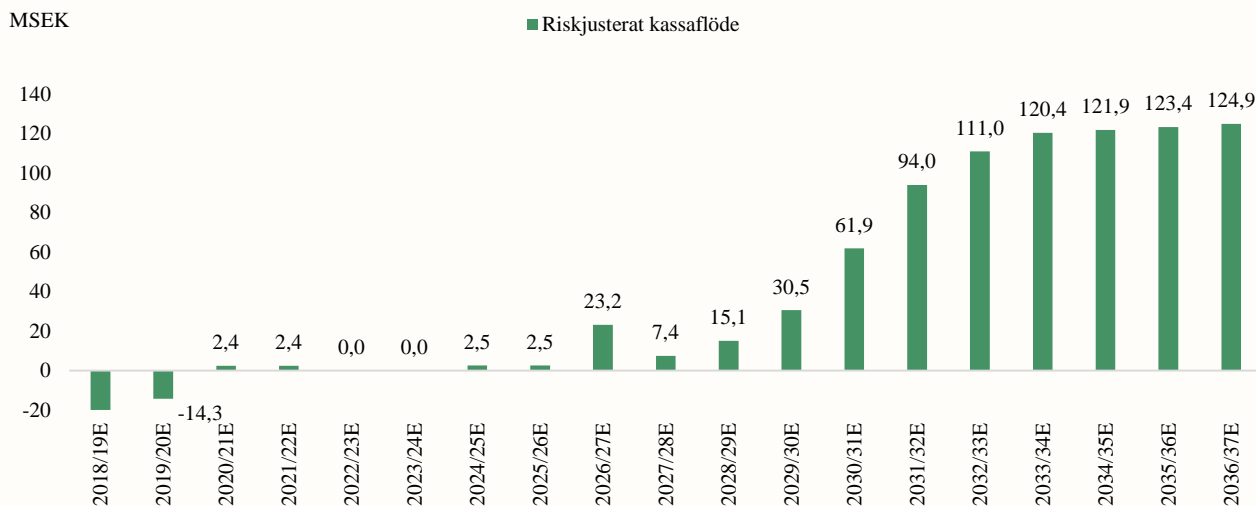
Givet att NextCell kan utlicensiera ProTrans kommer de riskjusterade kassaflödena påverkas av följande faktorer:

- **Licensinnehavarens försäljningsintäkter** – detta utgör grunden för majoriteten av kassaflödena och baseras på antal genomförda behandlingar och tillämpat pris om 300 tSEK.
- **Forskningsprojektets kostnader** – de kliniska kostnaderna som ProTrans medför och är hänförliga till NextCell, påverkar de initiala kassaflödena.
- **Nivåer för royalty- och milestoneintäkter** – storleken för dessa påverkar hur stor andel av ProTrans värde som tillfaller NextCell, vilket i sin tur påverkar kassaflödena. Hur stor andel som kan tillfalla NextCell är också beroende av vilka intäkter en partner väntas kunna generera, samt kostnaderna för utveckling och produktion av ProTrans.

För att härleda de riskjusterade kassaflödena multipliceras respektive periods kassaflöde med den kumulativa sannolikheten att ProTrans når det stadiet. Nedan stapeldiagram visar således de förväntade riskjusterade kassaflödena hänförliga till NextCell för läkemedelskandidaten ProTrans.

## Riskjusterade kassaflöden väntas öka i samband med en eventuell lansering av ProTrans till följd av milestonebetalningen.

Prognostiserade riskjusterade kassaflöden för ProTrans, hänförliga till NextCell, 2018/19E – 2036/37E



Källa: NextCell, Analyst Groups prognos

## Vid fullteckning av emissionen har Bolaget tillräckligt kapital för att färdigställa den pågående fas I/II-studien

Givet fullteckning av företrädesemissionen under juni 2019 tillförs NextCell ett kapitaltillskott om ca 21 MSEK. Givet befintliga nivåer för Bolagets kapitalförbrukning bör kassan med marginal räcka tills resultatet för fas I/II-studien kan presenteras, vilket är i linje med vad som kommunicerats i samband med emissionen. Hur Bolaget väljer att finansiera sig därefter är beroende på utfallet för studien samt vilken fortsatt strategi som Bolaget väljer givet det utfallet.

# FINANSIELLA PROGNOSE

## Cellaviva

Utöver forskningsarbetet har NextCell ytterligare ett verksamhetsområde i form av stamcellsbanken Cellaviva. Cellaviva lanserades under hösten 2015 men har ännu inte några omfattande försäljningsvolymer. Den genomsnittliga intäkten per kund bedöms vara ca 17,5 tSEK, vilket innebär att intäkterna Q1-Q2 år 2018/19 om 450 tSEK motsvarar drygt ca 25 depositioner av stamceller. Cellaviva uppskattas utifrån detta ha ca 140 kunder totalt.

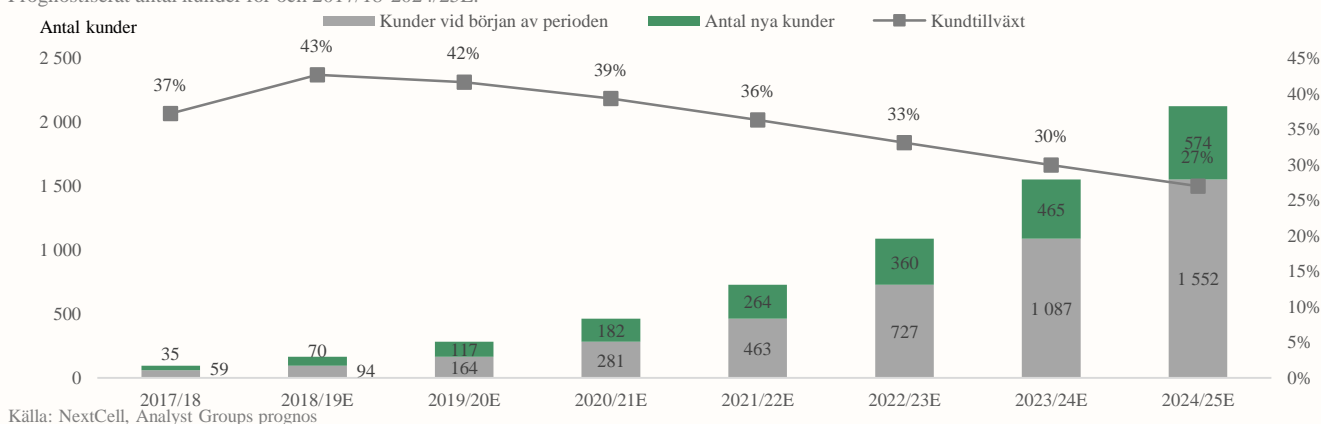
Den svenska marknaden för stamcellsförvaring är tämligen oexploaterad och framgent väntas antalet depositioner öka. Det europeiska snittet för stamcellssparande uppgår till ca 2 % av nyfödda, om den svenska marknaden på sikt uppnår det snittet skulle det innebära en årlig marknad om ca 2 600 depositioner. Att marknaden utvecklar sig i den riktningen anses som troligt, och att Cellaviva är en av två aktörer i Sverige möjliggör en bra position för att ta till vara på tillväxten. Under hösten 2018 meddelade NextCell att Cellaviva har erhållit tillstånd att verka på den danska marknaden. Bolaget kommenterar själva att de förväntar sig en fördubbling av omsättningen 2018/19E med anledning av detta. En fördubbling skulle enligt Analyst Groups beräkningar innebära ca. 70 kunder, sett till mer långsamma starten för 2018/19E antas kundtillväxten till 50 kunder.

En långsiktig tillväxtfaktor är det samarbetsavtal som Cellaviva tecknade med Nordic Tech House. En del av samarbetet avser marknadsföring via influencers, där den mest framstående influencern är Nordic Tech House delägare Isabella Löwengrip med ca 1,5 miljoner följare i olika kanaler. Hennes målgrupp utgörs i stor utsträckning av kapitalstarka unga vuxna vilket bedöms sammanfalla väl med Cellavivas primära målgrupp. Detta bedöms kunna bidra till en större etablering av stamcellssparande och Cellavivas tillväxt de kommande åren. Nordic Tech House har erhållit 260 100 aktier för samarbetet och har möjlighet att i framtiden erhålla ytterligare 500 tSEK i aktier. Aktierna omfattas av ett lock-up avtal t.o.m. mars 2020.

År 2024/25E antas antalet depositioner kunna uppgå till knappt 600 st. och det skulle innebära att Cellaviva då har ca 2 000 kunder. Den markanta ökningen är primärt härledd från sparande från navelsträng pådriven av marknadsföringen tillsammans med Nordic Tech House samt expansion på den danska marknaden. Även om sparande för vuxna har en betydande potential, så ligger det långt fram i tiden och därför antas det i dagsläget endast kunna bidra i en mindre utsträckning.

### Cellavivas väntas kunna se en stor ökning av antalet kunder.

Prognostiserat antal kunder för och 2017/18-2024/25E.



### Intäkterna estimeras till ca 12 MSEK för räkenskapsåret 2024/25E

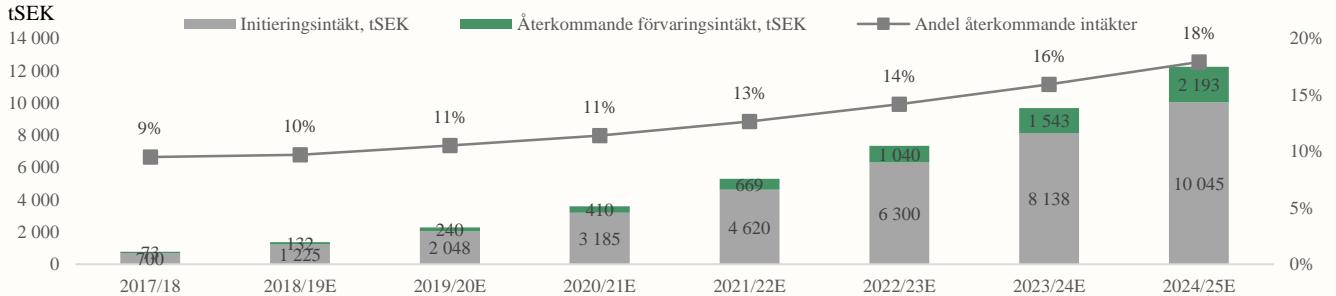
Med en månatlig intäkt per kund om ca 90 SEK och en intäkt vid initiering om 17,5 tSEK estimeras Cellaviva kunna omsätta drygt 12 MSEK räkenskapsåret 2024/2025E.



# FINANSIELLA PROGNOSE

Andelen återkommande intäkter väntas för räkenskapsåret 2024/25E uppgå till 18 %.

Prognostiserade intäkter för Cellaviva 2017/18E-2024/25E



Källa: NextCell, Analyst Group prognos

## Cellaviva antas kunna uppvisa god bruttomarginal

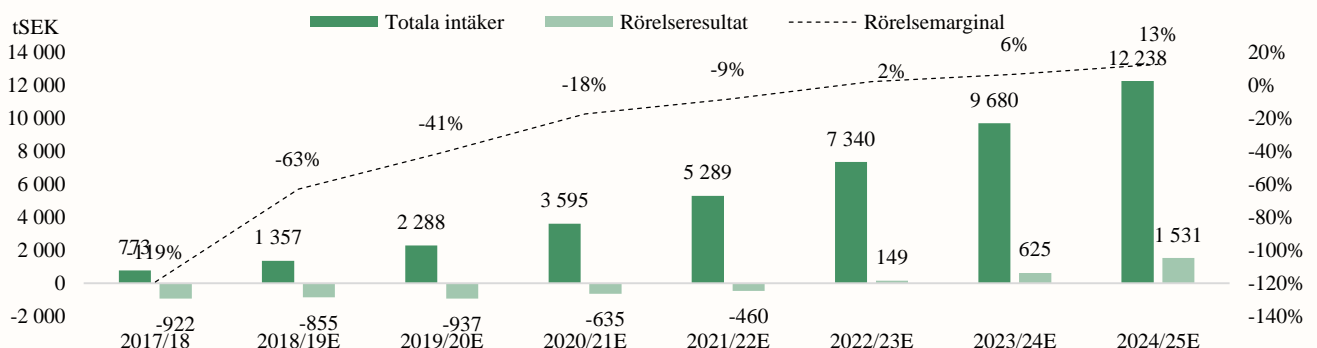
Bruttomarginal	
PBKM	63 %
Vita 34	56 %

För initiering av sparande estimeras bruttomarginalen uppgå till 40 %. För månadsavgiften antas den vara närmare 100 %. Marginalen kan jämföras med de aggregerade bruttomarginalerna för de multinationella europeiska stamcellsbankerna PBKM och Vita 34 som har bruttomarginaler om 63 % respektive 56 %. NextCell redovisar inte vilka kostnader som härrör Cellaviva, men dessa bedöms utgöra en mindre andel av Bolagets totala kostnader. Rörelsekostnaderna estimeras för räkenskapsåret 2018/19E uppgå till 1,5 MSEK. Dessa väntas framgent, givet att försäljning stiger, öka hänförligt ett större behov för hantering av intagna stamceller och i viss mån kapacitetsökningar. Cellaviva estimeras utifrån dessa antaganden nå ett positivt rörelseresultat under räkenskapsåret 2023/24E.

Finansiell prognos Cellaviva	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E
<b>Totala intäkter, tSEK</b>	<b>773</b>	<b>1 357</b>	<b>2 288</b>	<b>3 595</b>	<b>5 289</b>	<b>7 340</b>	<b>9 680</b>	<b>12 238</b>
<i>Omsättningstillväxt</i>	50%	75%	69%	57%	47%	39%	32%	26%
Bruttokostnader, tSEK	-420	-735	-1 229	-1 911	-2 772	-3 780	-4 883	-6 027
<b>Bruttoresultat, tSEK</b>	<b>353</b>	<b>622</b>	<b>1 059</b>	<b>1 684</b>	<b>2 517</b>	<b>3 560</b>	<b>4 798</b>	<b>6 211</b>
<i>Bruttomarginal</i>	46%	46%	46%	47%	48%	48%	50%	51%
Rörelsekostnader, tSEK	-1 275	-1 476	-1 996	-2 319	-2 977	-3 411	-4 173	-4 680
<b>Rörelseresultat, tSEK</b>	<b>-922</b>	<b>-855</b>	<b>-937</b>	<b>-635</b>	<b>-460</b>	<b>149</b>	<b>625</b>	<b>1 531</b>
<i>Rörelsemarginal</i>	-119%	-63%	-41%	-18%	-9%	2%	6%	13%

Cellaviva väntas kunna nå positivt rörelseresultat under räkenskapsåret 2023/24E

Prognostiserad omsättning och rörelseresultat för Cellaviva 2017/18-2024/25E



Källa: NextCell, Analyst Group prognos

# VÄRDERING

## Värdering av ProTrans för behandling av autoimmun diabetes

Värderingen baseras på nuvärdet av riskjusterade kassaflöden enligt rNPV-metoden. För att få en uppfattning om hur aktiemarknaden värderar denna typ av bolag presenteras ett urval av bolag verksamma inom autoimmun diabetes samt stamcellsbaseade läkemedel.

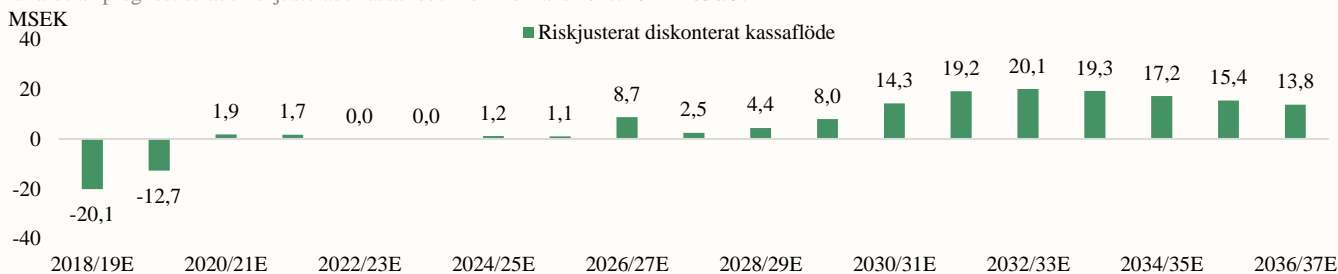
Utvalda diabetesföretag	Beskrivning	Fas	Börsvärde, MSEK
Caladrius Biosciences	Läkemedel för att bibehålla insulinproduktion hos nyligen insjuknade genom Treg-celler.	Fas II	240
Diamyd	Bibehålla insulinproduktion genom proteinet GAD65. Diamyd äger ca 14 % av aktierna i NextCell.	Fas II	530
Oramed	Drug Delivery för att leverera insuling oralt.	Fas II	530
Utvalda stamcells företag	Beskrivning	Fas	Börsvärde, MSEK
Corline Biomedical	Utvecklar stamcellsbasead läkemedel för njurtransplantation och diabetes typ 1. Säljer även Heparin för medicinsk utrustning.	Fas I	280
Mesoblast	Flertalet olika kandidater baseade på Mesenkymala stamceller (MSC).	Marknads-godkännande	6 500
Tigenix	Produkt för Chrohns sjukdom baseade på Mesenkymala stamceller (MSC).	Marknads-godkännande	~5 500 (Uppköpt av Takeda)
Xintela	Broskregenererande medicin basead på Mesenkymala stamceller (MSC).	-	210

## Värdet av de riskjusterade kassaflöden uppgår till 124 MSEK

För att ge ett nuvärde måste en diskonteringsränta för de estimerade kassaflödena bestämmas. Den antagna diskonteringsräntan inom läkemedelsutveckling varierar,<sup>24</sup> för NextCell antas den till 13 %. Det bör betonas att 13 % avser en diskonteringsränta oberoende av Bolagets kliniska framsteg, vilka justeras för den kumulativa sannolikheten att ett visst stadie nås. Givet diskonteringsräntan om 13 % uppgår summan av de diskonterade kassaflödena för ProTrans, exklusive Cellaviva, till 124 MSEK.

### Riskjusterat nuvärde för ProTrans uppgår till 124 MSEK

Nuvärde av prognostiserade riskjusterade kassaflöden för ProTrans 2017/18E – 2036/37E



Källa: NextCell, Analyst Groups prognos

Sett till de jämförbara bolagen anses det beräknade rNPV-värdet om 124 MSEK inte som ansträngt i förhållande till hur aktiemarknaden värderar läkemedelskandidater med liknande marknadspotential.

I stor utsträckning baseras värdet för ProTrans på sannolikheten för att studierna ska lyckas och läkemedlet ska kunna lanseras. Eventuella utlåtanden från NextCell gällande studieresultat m.m. kan betraktas som faktorer som påverkar sannolikheten för att ProTrans når marknaden och utgör således den primära värdedrivaren i närtid. Dessa skulle i närtid kunna utgöras av resultat från fas I/II-studien samt uppdatering gällande patentsituationen.

24. Avance, "Discount Rates for Biotech Companies", 2008 [länk](#)

# VÄRDERING

## Värdering av Cellaviva

Affärsmodellen för stamcellsbanker är attraktiv då den ger höga engångsintäkter kombinerat med långsiktiga återkommande intäkter med god bruttomarginal. Antalet kunder som avbryter sparandet bör dessutom vara få, då den höga initiala investeringen bör innebära att de räknar med att spara livet ut. Globalt existerar flertalet börsnoterade företag verksamma inom förvaring av stamceller i olika kommersiella faser.

Peers, r12	Land	Börsvärde, MSEK	EV, MSEK	EV/Sales	EV/EBIT
Cryo-cell International	USA	630	623	2,7	14,7
Vita 34	Tyskland	668	720	3,5	304,1
PBKM	Polen	772	723	2,2	7,4
Global Cord Blood Corp	Hong Kong	9 144	3 618	3,0	9,9
WideCells Group	Storbritannien	37	26	44,1	n.a.
CordLife	Singapore	1 045	806	1,9	28,5
<b>Median</b>		<b>720</b>	<b>722</b>	<b>2,8</b>	<b>14,7</b>
<b>Medel</b>		<b>2 049</b>	<b>1 086</b>	<b>9,5</b>	<b>72,9</b>

Lönsamheten för olika aktörer varierar beroende på skillnader i intäktsmodell och i vilket stadie de befinner sig i. Samtliga av de mer välutvecklade aktörerna värderas EV/Sales inom ett intervall om 1,9x till 3,5x. Baserat på detta anses en målmultipel för Cellaviva om EV/Sales 2,5x för räkenskapsåret 2024/25E vara rimligt. Trots att Cellaviva vid den tidpunkten väntas vara relativt liten, kan värderingen motiveras av att den nordiska marknaden, och även Cellaviva, bedöms ha fortsatt goda tillväxtpotentialer. För att illustrera ett värde idag tillämpas en diskonteringsränta om 10 %. Den lägre diskonteringsräntan för Cellaviva, relativt ProTrans, grundas i att verksamheten anses som mindre riskfylld än läkemedelsutvecklingen.

År	Estimerad omsättning	Multipel	EV	Ack. resultat 2024/25E	Diskonterat värde
2024/25E	12,2 MSEK	2,5x	30,6 MSEK	-0,6 MSEK	<b>16,9 MSEK</b>

En ytterligare faktor som bör tas i beaktning är den förvärvsaktivitet som pågår inom branschen. Bl.a. har riskkapitalbolaget GI Partners annonserat ett förvärv av en av de världsledande stamcellsbankerna Cord Blood Registry för 530 MUSD.<sup>25</sup> Vidare förekommer även omfattande förvärvsaktivitet där globala aktörer köper in sig på nya geografiska marknader. Ett exempel på detta är när Vita 34 under 2015 köpte danska StemCare för att etablera sig på den danska marknaden, och till viss del nordiska marknaden. Om den svenska marknaden utvecklas väl är det inte otänkbart att Cellaviva utgör ett förvärvsobjekt för någon utländsk större aktör.

## Värdering av NextCell

Värdet av ProTrans för behandling av diabetes typ 1 tillsammans med Cellaviva utgör tillsammans grunden för värderingen av NextCell. Det sammantagna bolagsvärdet, EV, uppgår till 141 MSEK.

Sammantagen värdering	MSEK
ProTrans (diabetes typ 1)	123,9
Cellaviva	16,9
<b>NextCell EV</b>	<b>140,8</b>
Nettokassa (+) / Nettoskuld (-)	28,2
<b>Börsvärde</b>	<b>169,0</b>

MOTIVERAT  
VÄRDE PER  
AKTIE OM **8,8**  
SEK (BASE)

25. AZBio, "AMAG Announces Plans to Sell CBR® to GI Partners for \$530M", 2008 [länk](#)

# BULL & BEAR

## Bull scenario

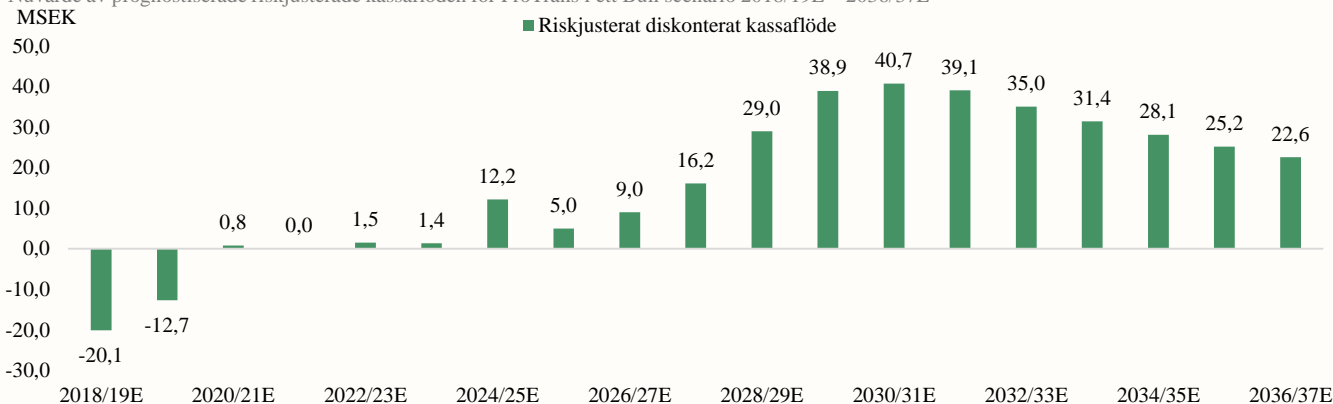
I ett Bull scenario antas NextCell efter den pågående fas I/II-studien direkt kunna påbörja en klinisk fas III-studie. Möjligheten att direkt inleda en fas III-studie är något som kommunicerats av Bolaget, enligt tidsplanen skulle det kunna ske under år 2020. Utifrån en normal tidsåtgång (se sida 9) skulle ett eventuellt läkemedel kunna lanseras under räkenskapsåret 2024/25E.

En eventuell utlicensiering skulle i detta scenario kunna ske när ProTrans befinner sig i fas III. Detta skulle innebära att värdet för ProTrans vid tillfället för den eventuella utlicensieringen är större jämfört med Base scenariot, vilket beror på att en eventuell marknads lansering ligger närmare i tiden och att den statistiska sannolikheten att ProTrans lyckas är större. Utifrån detta bedöms NextCell kunna erhålla en högre royaltandel, denna antas till 15 % motsvarande mitten av spannet för utlicensieringar i fas III (se sida 12).

En tidigare lansering skulle också innebära en mer gynnsam konkurrenssituationen för ProTrans. Utifrån detta antas ProTrans långsiktiga andel av marknaden kunna uppgå till 20 %.

### Riskjusterat nuvärde för ProTrans uppgår i ett Bull scenario till ca 300 MSEK.

Nuvärde av prognostiserade riskjusterade kassaflöden för ProTrans i ett Bull scenario 2018/19E – 2036/37E



Källa: NextCell, Analyst Group prognos

Cellaviva antas i ett Bull scenario kunna växa i högre takt än i Base scenariot, hänförligt till att marknaden växer i snabbare takt. År 2024 antas andelen av nyfödda där stamceller sparas kunna uppgå till 1 %, vilket är något lägre än det europeiska snittet idag. Möjligheten till en mer gynnsam utveckling stärks också av att marknaden idag är liten. Det innebär att Cellaviva vid rätt typ av marknadsföring skulle kunna få stor utväxling och på egen hand kunna driva på marknadstillväxten. Antalet nya kunder estimeras för räkenskapsåret 2024/25E uppgå till ca 700 st.

Cellaviva, Bull scenario	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Omsättning	1 306	2 368	4 173	6 591	9 482	12 679	15 966
EBIT	-975	-1 124	-799	-572	108	658	1 574

Med en värdering om EV/Sales 2,5x värderas Cellaviva 2024/25E till 39,9 MSEK. Justerat för förväntade ackumulerade vinster/förluster om -1,1 MSEK samt och en diskonteringsränta om 10 % motsvarar det ett värde idag om 21,9 MSEK.

MOTIVERAT  
VÄRDE PER  
AKTIE OM 18,9  
SEK (BULL)

Sammantagen värdering, Bull scenario		MSEK
ProTrans (diabetes typ 1)		312,3
Cellaviva		21,9
<b>NextCell EV</b>		<b>334,2</b>
Nettokassa (+) / Nettoskuld (-)		28,2
<b>Börsvärde</b>		<b>362,4</b>

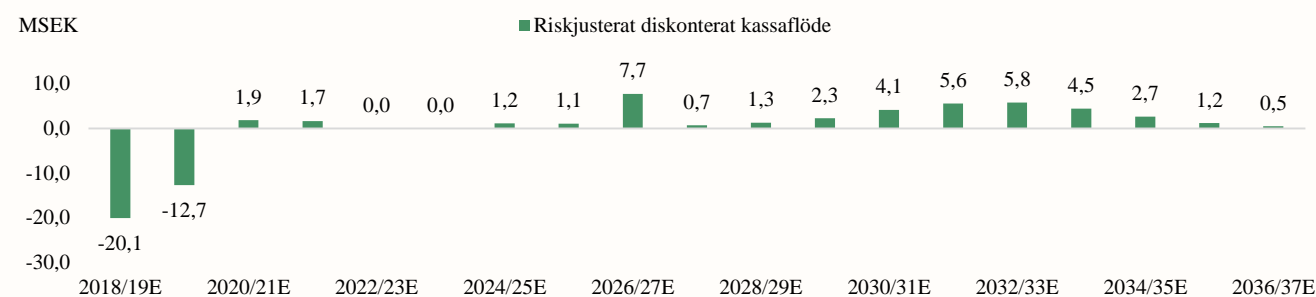
# BULL & BEAR

## Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Bolaget följa samma tidsplan som i ett Base scenario. Dock finns en betydande risk som realiseras i det att läkemedel med en liknande genomslagskraft hinner lanseras och etableras innan ProTrans skulle kunna nå marknaden. Utöver de nämnda kandidaterna som presenterats i värderingsavsnittet finns ytterligare en handfull läkemedelskandidater som befinner sig i en liknande eller senare fas som NextCell. Ett sådant utfall skulle innebära att ProTrans eventuella marknadsandel kan tänkas bli betydligt lägre och Bolaget, eller en partner, också skulle behöva att konkurrera mer med prissättningen. I ett sådant scenario påverkas ProTrans förväntade lönsamhet negativt och därför bedöms även Bolagets förhandlingsstyrka vid en utlicensiering vara sämre. I ett Bear scenario antas priset för ProTrans uppgå till 200 tSEK, marknadsandelen vid "Peak-sales" till 10 % samt den potentiella royalty-andelen till 10 %.

### Riskjusterat nuvärde för ProTrans uppgår i ett Bear scenario till 19,2 MSEK.

Nuvärde av prognostiserade riskjusterade kassaflöden för ProTrans i ett Bear scenario 2018/19E – 2036/37E



Källa: NextCell, Analyst Group prognos

Värdet baseras på den riskjusterade sannolikheten att ProTrans når ett marknadsgodkännande. Den statistiska sannolikheten att det sker är ca 18 %. I det fall där ProTrans inom autoimmun diabetes misslyckas kan Bolaget antingen försöka genomföra en ny studie eller rikta fokus mot något annat forskningsprojekt. Bolagets befintliga kassa, givet full teckning av emissionen, uppgår till ca 28 MSEK och bedöms räcka för den befintliga fas I/II-studien. Oavsett vilket vägval Bolaget väljer vid ett misslyckande skulle en nyemission med största sannolikhet vara nödvändigt.

Cellavivas utveckling antas i ett Bear scenario vara mindre positiv hänförligt till att stamcellssparande inte etablerar sig i Sverige. Det skulle t.ex. kunna bero på att kommersiellt stamcellssparande utsätts för negativ medial kritik, vilket det tidigare fått. Kritiken har tidigare främst handlat om att den höga kostnaden för att initiera sparande anses som obefogad sett till de idag begränsade användningsområdet för stamceller. Antalet nya kunder estimeras för räkenskapsåret 2024/25E uppgå till ca 350 stycken. Den lägre tillväxttakten innebär att varken Bolagets befintliga kundbas eller kundtillväxt är tillräckliga för att täcka kostnaderna.

Cellaviva, Bear scenario	2018/19E	2019/20E	2020/21E	2021/22E	2022/23E	2023/24E	2024/25E
Omsättning	961	1 471	2 170	3 093	4 288	5 793	7 627
EBIT	-1 066	-1 339	-1 301	-1 456	-1 242	-1 195	-722

Med en värdering om EV/Sales 2,5x värderas Cellaviva 2024/25E till 19,1 MSEK. Justerat för de förväntade ackumulerade förlusterna om -8,3 MSEK samt en diskonteringsränta om 10 % motsvarar det ett värde idag om 6,1 MSEK.

MOTIVERAT  
VÄRDE PER  
AKTIE OM 2,2  
SEK (BEAR)

Sammantagen värdering	MSEK
ProTrans (diabetes typ 1)	18,5
Cellaviva	6,1
<b>NextCell EV</b>	<b>24,5</b>
Nettokassa (+) / Nettoskuld (-)	28,2
<b>Börsvärde</b>	<b>52,7</b>

# LEDNING & STYRELSE



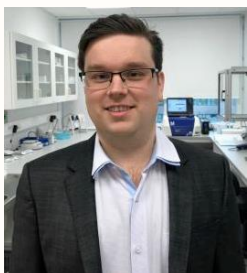
## Mathias Svahn – Verkställande direktör & medgrundare

Mathias är medgrundare av NextCell och VD sedan 2015. Mathias har tidigare arbetat som forskningschef på Karolinska institutet samt som medicinsk terapiområdeschef på Roche i Sverige. Han innehar bland annat en civilingenjörsexamen i Molekylär bioteknik från Uppsala universitet samt har avlagt en doktorsexamen molekylär cellbiologi vid Karolinska Institutet. *Äger privat och via bolag 224 348 i NextCell Pharma (motsvarande 2,0 % av aktierna).*



## Sofia Fredrikson – CFO

Sofia har en bakgrund som auktoriserad revisor och innehar över 10 års erfarenhet av redovisning och revision. Sofia har tidigare arbetat. Sofia innehar en examen från Linköpings Universitet och har tidigare varit anställd på revisionsbyråerna KPMG och BDO. *Äger 0 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 0,0 % av aktierna).*



## Leo Groenewegen – Business Development Manager

Leo har en bakgrund inom både det medicinska och ekonomiska fältet och har varit aktiv inom NextCell sedan maj 2017. Leo har tidigare arbetat som konsult för bland annat Synergus, Deloitte och IMS Health. Han har en BBA i International Business and Management från Hogeschool Utrecht och studerade Health Economics vid Erasmus University Rotterdam. *Äger privat och via anhörig 32 726 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 0,3% av aktierna).*



## Edvard Smith – Medicinsk chef, medgrundare & styrelseledamot

Edvard är medgrundare av NextCell och medlem i styrelsen sedan 2014. Edvard innehar idag andra roller som professor i molekylär genetik vid Karolinska Institutet och som överläkare vid Karolinska Universitetssjukhuset i Huddinge. Vidare är han medlem i styrelsen för Oligomer Sciences. Han innehar en doktorsexamen från Karolinska Institutet. *Äger 53 603 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 0,5 % av aktierna).*



## Sofie Falk Jansson – Försäljnings- och marknadsföringschef för Cellaviva

Sofie har innehaft rollen som Marknads- och Försäljningschef för Cellaviva sedan september 2018. Hon har en omfattande bakgrund inom nationell och internationell försäljning. Med mångårig erfarenhet av marknadsförings- och försäljningsansvar i globala företag inom flera industrier, med fokus på varumärkesuppbyggnad, kommunikation och försäljning. *Äger 0 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 0,0 % av aktierna).*

# LEDNING & STYRELSE



## Anders Essen-Möller – Affärsutvecklingschef & styrelseordförande

Anders har lång erfarenhet inom forskning och medicinteknik. Han tillträdde som styrelseordförande under 2016 och har varit medlem i styrelsen sedan 2014. Han har bland annat grundat Synetics Medical AB, som år 1996 blev uppköpta av amerikanska Medtronic för 60 MUSD. Vidare är Anders grundare av First North-listade Diamyd Medical där han också är styrelseledamot. Anders sitter också i styrelsen för det amerikanska diabetesbolaget Companion Medical. Han innehar en civilingenjörsexamen från Lunds Tekniska Högskola. *Äger 1 105 888 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 9,6 % av aktierna).*



## Maria Hägg – Chef för kvalitetssäkring och regulatoriska angelägenheter (QA/RA)

Maria har innehaft rollen som Chef för kvalitetssäkring och regulatoriska angelägenheter sedan mars 2017 och har varit verksam inom NextCell sedan mars 2016. Maria har en bakgrund inom forskning av cellbiologi och immunologi och har innehaft positioner på Karolinska Institutet och Sahlgrenska Universitetssjukhuset. Hon innehar bland annat en doktorsexamen i cellbiologi från Göteborgs universitet. *Äger 0 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 0,0 % av aktierna).*



## Camilla Myhre Sandberg – Styrelseledamot

Camilla har mångårig erfarenhet inom life science och har varit medlem i styrelsen sedan 2017. Hon innehar rollen som VD för det Spotlightlistade medcinteknikbolaget Miris Holding. Tidigare har Camilla haft flertalet framstående positioner inom GE Healthcare såsom strategisk marknadsföringschef inom områdena bioteknik, cellterapi och cellteknologi. Hon innehar en MSc i toxikologi från Universitetet i Oslo. *Äger 0 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 0,0 % av aktierna).*



## Hans-Peter Ekre – Medgrundare & styrelseledamot

Hans-Peter är grundare av Cellaviva samt medgrundare av NextCell. Han innehar idag rollen som VD för Cellaviva och är medlem i styrelsen sedan 2014. Hans-Peter har varit verksam inom flertalet forskningsbolag genom sin position som investeringsansvarig på Karolinska Development. Vidare har han tidigare innehaft positioner såsom chef över farmakologi på AstraZeneca samt forskningsansvarig inom immunologi på KabiPharmacia. Han innehar en Fil. Kand. inom kemi och biologi samt har forskningsutbildning inom immunologi från Stockholms universitet och Karolinska Institutet. *Äger privat och via bolag 112 520 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 1,0 % av aktierna).*



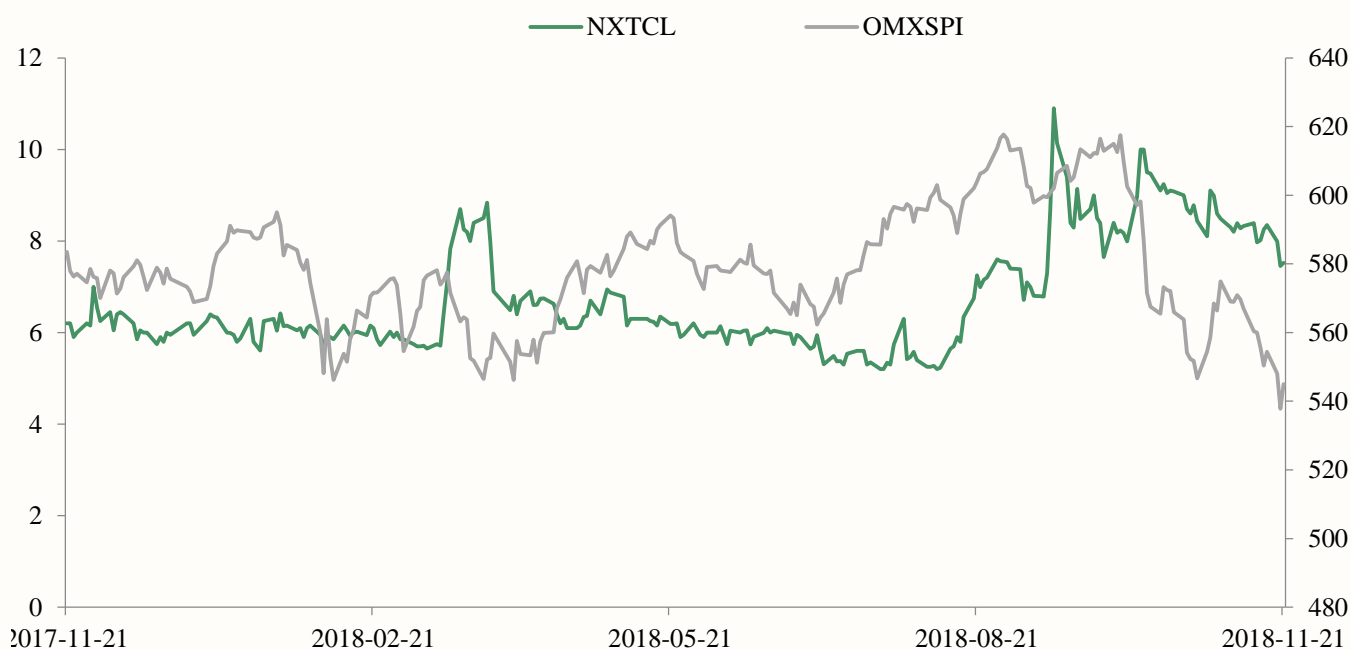
## Niclas Löwgren – Styrelseledamot

Niclas har en bakgrund från finans- och fastighetsbranschens och har varit medlem i styrelsen sedan 2017. Niclas har tidigare haft operativa roller inom kapital- och skogsförvaltning på PD Förvaltning samt som säljchef på Nordnet Bank. Utöver hans styrelseuppdrag i NextCell sitter han i styrelsen för First North-listade Copperstone Resources. Han har en Fil. Kand. i nationalekonomi från Stockholms universitet. *Äger 169 033 aktier i NextCell Pharma (motsvarande 1,5 % av aktierna).*

## APPENDIX

Resultaträkning (tSEK)	2016/17	2017/18	Q1-18/19	Q2-18/19
Nettoomsättning	517	655	74	376
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	59
<b>Totala intäkter</b>	<b>517</b>	<b>655</b>	<b>74</b>	<b>435</b>
Personalkostnader	-6 525	-4 950	-2 608	-1 161
Övriga externa kostnader	-3 763	-5 574	-2 000	-1 905
<b>EBITDA</b>	<b>-12 962</b>	<b>-13 848</b>	<b>-5 346</b>	<b>-3 462</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Av- och nedskrivningar	-299	-299	-95	-95
<b>EBIT</b>	<b>-13 261</b>	<b>-14 147</b>	<b>-5 441</b>	<b>-3 556</b>
<i>EBIT-marginal</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ränteintäkter	18	31	0	4
Räntekostnader	-2	-12	0	0
<b>EBT</b>	<b>-13 245</b>	<b>-14 128</b>	<b>-5 441</b>	<b>-3 552</b>
Skatt på årets resultat	0	0	0	0
<b>Nettoreultat</b>	<b>-13 245</b>	<b>-14 128</b>	<b>-5 441</b>	<b>-3 552</b>
<i>Nettomarginal</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

## Aktiekursens utveckling senaste året





# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

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

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)