

Cardeon

Mangold Insight – Uppdragsanalys - Update - 2025-11-12

Går in i värdehöjande period

Cardeon har som strategi att hitta attraktiva onoterade life science bolag inom växande marknadssegment. När dessa bolag tar steg i utvecklingen sker stora värdeförändringar. Vi ser att detta kan hända i ett flertal bolag. Diabetesbolaget AcroPharma kan komma att inleda fas 2-studier och siktar även på en börsnotering under 2026 vilket väntas synliggöra stora värden i bolaget. Även TEQCool förbereder för att börsnoteras under nästa år samt inleda kliniska studier. Vi väntar även på att Insunova Diagnostics ska ta plats i portföljen vilket vi tror sker innan årsskiftet.

EU-projekt banar väg för ny teknik

Deep Light Vision har beviljats EU-finansiering för att utveckla ny medicinsk avbildningsteknik. Projektet ska bidra till utveckling av nästa generations Ultrasound Optical Tomography (UOT) för icke-invasiv avbildning av syresättning i organ, vilket kan ge snabbare diagnos av sjukdomar som stroke, hjärtinfarkt och cancer. Även Reccan, som utvecklar blodtest för tidig upptäckt av bukspottkörtelcancer ingår i ett större EU-projekt med siktet inställt på CE-märkning under 2026.

Upprepad riktkurs

Med en applicerad substansrabatt på 30 procent för den onoterade portföljen och senaste kurser för den noterade portföljen uppgår det totala motiverade värdet till 110 miljoner kronor. Det motsvarar 0,13 kronor per aktie. Mangold väljer att upprepa riktkursen till 0,13 (0,13) kronor per aktie vilket motsvarar en uppsida på över 140 procent.

Information

Rek/Riktkurs	Köp 0,130
Risk	Hög
Kurs (kr)	0,054
Börsvärde (Mkr)	45,4
Antal aktier (Miljoner)	840,4
Free float	64,0%
Ticker	CARDEO
Nästa rapport	2025-11-20
Hemsida	cardeon.se
Analytiker	Jan Glevén

Ägarstruktur

	Andel
MK Capital Invest	28,0%
Innovent Klippan	5,9%
Avanza Pension	5,5%
Dan Örjan Berglund	5,4%
Sven Andersen	3,7%

Intressekonflikter

Certified Adviser	Nej
Innehav eget lager	Ja
Likviditetsgarant	Nej
Rådgivare publ emissioner 12m	Ja



Kursutveckling %	1m	3m	12m
CARDEO	-27,0	12,5	157,1
OMXSPI	2,8	4,8	4,4

Nyckeltal (Mkr)	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Intäkter (Mkr)	3,6	5,6	6,4	6,7	7,1
EBIT (Mkr)	-47,0	-24,8	-6,9	-7,6	-8,5
Vinst före skatt (Mkr)	-80,8	-29,9	-6,9	-7,7	-8,5
VPA (kr)	-0,35	-0,13	-0,03	-0,03	-0,04
EV/Försäljning	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBIT	nm	nm	nm	nm	nm
P/E	nm	nm	nm	nm	nm

Denna analys har tagits fram på uppdrag av emittenten och är utförd mot betalning. För mer information, se disclaimer i slutet av analysen.

Investment case

Portfölj med potential

Mangold uppdaterar Cardeon med rekommendationen Köp och riktkurs 0,13 (0,13) kronor per aktie på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida på över 140 procent. Mangold bedömer att Cardeon har attraktiva onoterade bolag i sin portfölj inom växande marknadssegment. Cardeons strategi är att identifiera och utveckla tillväxtbolag inom framtidsinriktade hälso- och medicintekniska områden vilka bedöms kunna leda till stora värdeökningar. En betydande uppsida i aktien är kopplad till realisering av värden i den onoterade portföljen genom avyttringar, uppköp eller börsnoteringar.

Riktkurs 0,13 (0,13) kronor per aktie

Stora värden i onoterad portfölj

Mangold har valt att värdera Cardeon utifrån en Sum of the Parts-modell (SOTP). För de noterade bolagen har vi utgått från dess ägarandel och marknadens värdering. För de onoterade bolagen används senaste transaktionsdata, interna värderingar och dess ägarandel. Utifrån vår SOTP-modell uppgår den onoterade portföljen utgör 97 procent av det totala portföljvärdet. Resterande andel utgör noterade innehav.

Onoterade bolag står för merparten av värdet

Substansrabatt central

För investmentbolag likt Cardeon är substansrabatten central. Det innebär att dess aktie handlas till ett lägre pris än portföljens verkliga värde. Cardeon investerar i noterade bolag vilket ger riskspridning samt möjlighet att ta del av värdetillväxt i onoterade bolag med lång historik av forskning bakom sig.

Cardeon erbjuder riskspridning

Substansrabatten beror på marknadens bedömning av portföljbolagen och den marknad de verkar inom. Substansrabatten för investmentbolag varierar kraftigt beroende på inriktning. Mangold har valt att utgå från en samlad bedömning som bygger på substansrabatten för investmentbolag inriktade på life science.

Cardeons portfölj utgörs består till störst del av onoterade life science-bolag samt en mindre andel noterade bolag vilket vår applicerade substansrabatt tar hänsyn till. Genom att applicera en substansrabatt på 30 procent av det verkliga värdet på den onoterade portföljen uppgår det totala motiverade värdet till 110 miljoner kronor vilket motsvarar 0,13 kronor per aktie.

Substansrabatt satt till 30 procent

Risker

En utmaning för Cardeon är att finansiera de bolag som finns i den onoterade portföljen. De onoterade bolagen är i flera fall många år från en marknads lansering. Cardeon har som strategi att investera tidigt i bolag och realisera värden. Värdeökning sker via avyttringar, eventuella uppköp eller börsnoteringar.

Finansiering en utmaning

Cardeon – Update

Potentiella värdehöjningar i onoterad portfölj

Flera av Cardeons onoterade innehav går in i en period där stora värden kan komma att synliggöras. Innehavet **AcroPharma**, som utvecklar läkemedel för typ 2-diabetes, väntas kunna inleda kliniska studier under 2026 samt att det planeras för en eventuell börsnotering. Även medicinteknikbolaget **TEQCool** kan påbörja kliniska studier och planerar för en börsnotering under 2026.

Insunova Diagnostics, som Cardeon har för avsikt att förvärva 25 procent av aktierna i, väntar vi oss bli klart under 2025. Detta har vi tagit hänsyn till i vår värdering av Cardeon. Innehavet **Deep Light Vision** kommer att ingå i ett nytt EU-projekt. Även **Reccans** blodtest ingår sedan i maj i ett större EU finansierat projekt.

Sammantaget ser vi ett positivt nyhetsflöde för Cardeon där de underliggande värdena väntas bekräfta bolagets strategi att identifiera och utveckla tillväxtbolag inom framtidsinriktade hälso- och medicintekniska områden.

Börsnoteringar och kliniska studier hägrar

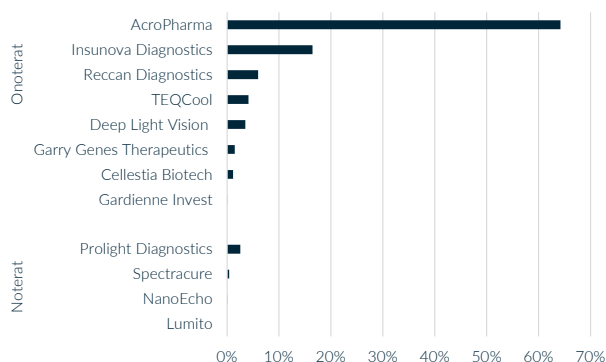
Strategi väntas bära frukt

Kurspress i noterad portfölj

Värdet på den noterade portföljen uppgår till 4,5 miljoner kronor baserat på senaste aktiekurser. Det utgör tio procent av redovisade verkliga värdet av portföljen som uppgick till 44,8 under andra kvartalet 2025. Som vi tidigare framhållit har flera av de noterade innehaven haft ett kapitalbehov vilket pressat kurserna. Vi har också sett att nyemissioner genomförts i **Pro-light Diagnostics**, **Spectracure** och **Lumito**. **NanoEcho** bedöms ha finansiell uthållighet fram till årsskiftet baserat på kassaflöde och likviditet men är även de i behov av en finansiell lösning för att kunna genomföra fortsatta studier.

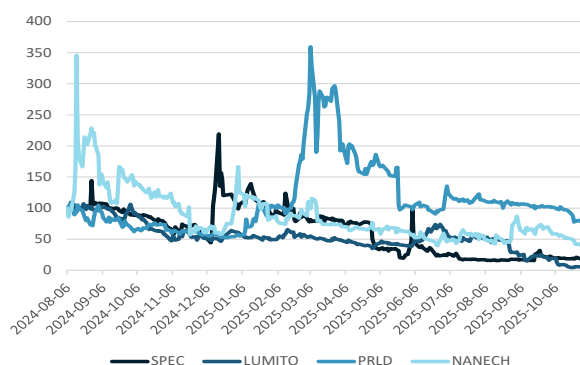
Nyemissioner genomförda

Värde - andel av portföljen



Källa: Mangold Insight

Kursutveckling noterade bolag (indexerat)



Källa: Mangold Insight

Cardeon har inget stort ägande (<5 procent) i något av de noterade bolagen. Värdet av den noterade portföljen utgörs till stor andel av innehavet i Prolight Diagnostics (Prolight) (3,9 Mkr) samt en mindre andel i Spectracure (0,6 Mkr). Cardeon har minskat sitt ägande i NanoEcho (0,1 Mkr) och sålt av innehavet i Lumito (bolaget hade 778 aktier kvar andra kvartalet 2025).

Lågt ägande i noterad portfölj

Cardeon – Update

Acropharma - med sikte på fas 2-studier

Acropharma utvecklar en läkemedelskandidat för behandling av typ 2-diabetes, fetma och dess kardiovaskulära komplikationer. Cardeon är största ägare i Acropharma med 48 procent. Målsättningen är att få bolaget noterat på börsen till andra kvartalet 2026. Detta skulle synliggöra stora värden och öka transparensen i bolaget. För att kunna inleda studier behöver bolaget lämna in en prövningsansökan samt ansöka för ett etikgodkännande. Detta planerar bolaget att göra innan årets slut (2025). Acropharma har även lämnat in en patentansökan för en ny indikation av en godkänd läkemedelssubstans. Om denna godkänns innebär det att bolaget direkt kan inleda fas 2-studier och därmed inte behöver genomföra de studier som vanligen görs, toxikologistudier och fas 1-studier.

Fas 2-studien, som omfattar effekt och säkerhet, väntas innehålla 50 patienter. Ett forskningsavtal har tecknats med Lunds universitet vilket ger bolaget möjlighet att genomföra projektet kostnadseffektivt. Kostnaderna för projektet väntas uppgå till cirka fyra miljoner kronor, finansierat av Acropharma.

Patentansökan banar väg för snabbare studier

Strategiskt samarbete med Lunds universitet minskar kostnader

Aktivering av GPR56-receptorn

Typ 2-diabetes kan ge upphov till hjärt-kärlsjukdomar. Högt blodsocker skadar blodkärlens endotel (det inre skiktet) vilket kan leda till ansamling av plack i artärerna (ateroskleros, åderförkalkning) som orsakar hjärtinfarkt eller stroke. Acropharma avser att utveckla peptidagonister av GPR56-receptorn (ett protein på cellens yta). En peptidagonist är en peptid (en kedja av aminosyror) som binder till en receptor och aktiverar den. GPR56 är en adhesion GPCR, en underfamilj av GPCR:er.

När GPR56 har aktiverats i laboratoriestudier har man sett positiva effekter på pankreatiska beta-celler. Dessa celler finns i bukspottkörteln och ansvarar för att producera och frisätta insulin som reglerar blodsockret. Vid typ 2-diabetes svarar inte cellerna som de ska på insulin och blodsockret stiger för mycket. Förbättrad funktion har även setts i leverceller samt att aktivering av GPR56 förebygger endotelial dysfunktion. Det betyder att endotelcellerna (sitter på insidan av blodkärlet) inte fungerar som de ska och är ett tecken på hjärt-kärlsjukdomar.

GPR56 – en nyckel för bättre insulinproduktion och kärthälsa

Stort intresse för nya läkemedel inom typ 2-diabetes

Marknaden för typ 2-diabetes väntas växa med 5 till 6 procent under perioden 2025 till 2035 (USA, EU4/UK och Japan) och bedöms vara värd 45,9 miljarder dollar 2035 enligt researchbolaget imarc. Större läkemedelsbolag som Eli Lilly och Novo Nordisk har visat ett strategiskt skifte då dessa inte bara vill behandla glukos och vikt utan också sekundära komplikationer. Så kallade "cardiometabolic" GPCR-program har blivit mer prioriterade. Läs mer i Appendix om dessa bolag.

Framtidens läkemedel prioriterar både blodsocker och hjärthälsa

Cardeon – Update

Deep Light Vision i nytt projekt

Deep Light Vision har beviljats EU-finansiering för ett utvecklingsprojekt i samarbete med franska Pasqal som utvecklar kvant-processorer och AT Crystals från Slovakien. AT Crystals har tagit fram en ny typ av kristall som kan användas av bland annat lasrar för användning inom Life Science. Projektets syfte är att ta fram en ny medicinsk avbildningsteknik, Ultrasound Optical Tomography (UOT), som kan ge snabbare och enklare diagnoser av sjukdomar som cancer, stroke och hjärtinfarkt. Metoden kombinerar ultraljud och optisk spektroskopi för att mäta och visa syresättningen i kroppens organ. Metoden gör det möjligt att avbilda syresättning i hjärna, hjärta och misstänkta tumörområden utan vävnadsprov. Tekniken väntas kunna innebära ett stort skifte inom medicinsk diagnostik.

Projektets budget uppgår till 1,3 miljoner euro där hälften finansieras enligt EU:s Eurostars modell. Eurostars riktar sig till small och midcap-bolag som ingår i internationella projekt. Deep Light Vision har beviljats ett bidrag på 370 000 euro, en andel om 58 procent av det som Eurostars finansierar. Resterande kostnader står bolagen för. Deep Light Vision ska leda projektet med ansvar för systemintegration och klinisk väg mot produkt. Projektet kommer att pågå i över 2,5 år. Målsättningen med projektet är att en demonstrator (ett testsystem) ska utvecklas till ett transportabelt forskningssystem för kliniska studier med inriktning mot diagnostik för bröstcancer och neonatal hjärnövervakning.

Ny bilddiagnostikmetod kan bli en game changer

EU-finansierat projekt ger hopp om snabbare och mer preciserad sjukdomsdiagnostik

TEQCool i startblocken

TEQCool gör sig redo för en börsnotering samt start av kliniska prövningar vilka väntas inledas i slutet av 2026. Studien planeras genomföras på patienter med traumatisk hjärnskada och stroke. Vanligen görs först en fas 1 studie på friska frivilliga men då det finns data från tidigare kliniska studier på friska frivilliga kommer bolaget undersöka om dessa går att använda för få en snabbare väg fram till fas 2 och efterföljande fas 3. Bolaget har finansiering för de närmaste 12 månaderna. För att kunna genomföra kommande studier och skala upp produktion behöver bolaget ta in kapital. Bolaget söker en samarbetspartner som kan ta produkten till marknaden.

TEQCool siktar mot 2026

Läs mer om TEQCool i Appendix.

Reccans blodtest ingår i EU-projekt

Reccan utvecklar ett diagnostiskt blodtest, Reccan-IA, för tidig upptäckt av pankreascancer. Testet valideras inom EU-projektet SHIELD (2025–2029) genom en pilotscreening av högriskpatienter i flera EU-länder. Målet är att förbättra tidig diagnostik och höja överlevnaden från dagens 7 till 10 procent till cirka 30 procent. Eftersom pankreascancer ofta upptäcks sent och ingen screening finns idag, kan testet få stor betydelse. Reccan siktar på CE-märkning 2026 och marknadsöversättning i Europa 2027, med målet att testet blir en del av framtida övervakningsprogram.

Reccan banar väg för tidig upptäckt av pankreascancer med nytt blodtest

Cardeon – Update

Prolight Diagnostics - på god väg mot valideringsstudie

Prolight Diagnostics (Prolight), som utvecklar POC-systemet Psyros som ska kunna fastställa och utesluta hjärtinfarkt, är under utveckling. Bolaget har visat upp en fungerande prototyp vid en kongress i Chicago (ADLM) under sommaren för första gången samt kommit med positiva resultat från en pågående förvaliderings-studie, en helblodsstudie vid St. Thomas' Hospital i London som bekräftar prestanda. När pre-validering genomförts kan bolaget starta en klinisk valideringsstudie. När detta kan ske är mer osäkert men troligen en bit in i 2026. Parallellt för bolaget partnerdiskussioner som ska kunna ta Psyros till marknaden. Bolaget har säkrat nytt kapital efter genomförd nyemission i juni och juli där bolaget tog in 100,3 miljoner kronor före kvittning (9,9 miljoner kronor för produktion av instrument för klinisk studie) och emissionskostnader (uppskattas till 4,5 miljoner kronor).

Pågående partnerdiskussioner för Prolight

Genomfört lyckad nyemission

Spectracure - positiva studier

Spectracure utvecklar Q-PRO för behandling av prostatacancer. Metoden bygger på PDT (Photodynamic Therapy) som är en kombination av laser och optiska fibrer som leds in i tumören samt ett läkemedel (Verteporfin) som selektivt dödar tumören. Fördelen är att det är minimalintensivt och kan undvika vanliga biverkningar från operation eller strålning. Bolaget genomför två parallella studier för primär lokaliserad prostatacancer och för återfall av prostatacancer. Spectracure har genomfört en kapitalanskaffning i juni där bolaget tog in 54,8 miljoner. Kapitalet ska räcka till att avsluta fas 2-studie vid återfall av lokaliserad prostatacancer samt fortsätta den pågående fas 2-studien för primär prostatacancer. Hittills har resultaten från återfallsstudien varit positiv där inga tecken på kvarvarande tumör syns samt att frisk vävnad bevarats samt att PSA-värden (prostata-specifikt protein) kraftigt sänkts tre månader efter behandling. Hittills har 32 patienter behandlats och för att slutföra studien krävs ytterligare 12 patienter. Bolaget söker partnerskap för att ta Q-PRO till marknaden och kunna genomföra fas 3-studier.

Ny minimalintensiv behandlingsmetod för prostata-cancer

Positiva resultat i pågående återfallsstudie

Nano Echo - mot proof-of-concept studie

Bolaget utvecklar bilddiagnostik för rektalcancer, med potential att breddas till andra sjukdomar som prostatacancer, åderförkalkning och inom stamcellsterapi. Systemet ska avgöra om cancer spridit sig och därigenom ge bättre beslutsunderlag, vilket kan möjliggöra mindre ingrepp och förbättrad livskvalitet för patienten, exempelvis genom att undvika stomi. Metoden, magnetomotoriskt ultraljud, väntas även minska vårdkostnader och effektivisera resursanvändningen. En dosbekräftelsestudie på friska patienter har avslutats med positiva resultat. Nästa steg är en proof-of-concept-studie planerad till första halvåret 2026. Kommersiell lansering väntas under första halvåret 2028. Bolaget tog tidigare i år in cirka 14,1 miljoner kronor genom nyemission och teckningsoptioner, vilket inte räckte för att följa affärsplanen. Vissa aktiviteter har pausats för att förlänga den finansiella uthålligheten, och nytt kapital krävs för att genomföra den kommande proof-of-concept studien.

Förbättrad bilddiagnostik för rektalcancer

Cardeon – Update värdering

Starka värdedrivare i portföljen

För att komma fram till ett motiverat värde på aktien har vi utgått från senaste marknadsvärde för de noterade bolagen och jämförande värderingar samt transaktionsdata för onoterade innehav. I vår SOTP-modell värderas AcroPharma till 97,6 miljoner kronor baserat på tidigare transaktioner. En jämförelse kan göras med Atrogi, som ingår i Fleries portfölj där de äger 44 procent, och värderas till 197 Mkr. Atrogi utvecklar en oral behandling för typ 2-diabetes. Deras läkemedelskandidat, ATR-258, stimulerar glukosupptag i muskler vilket leder till förbättrad glykemisk kontroll. En fas 2-studie är planerad. Cardeon har uppgett en värdering på 100 miljoner kronor för Insunova baserat på jämförandevärdering med ett bolag som utvecklat en diagnostikplattform för svår Covid 19. Vi har antagit en ägarandel på 25 procent. Masoud Khayyami är styrelseledamot i Insunova. I Appendix ger vi exempel på tidigare affärer inom diagnostisk som anses jämförbara med Insunova.

Jämförbara transaktioner och marknadsprissättning stödjer en attraktiv värdering av Cardeons innehav

Läs mer om Insunova i Appendix

Värde onoterade bolag

Onoterade bolag	Ägarande (%)	Värde (Mkr)
AcroPharma	48,8%	97,6
Insunova Diagnostics	25,0%	25,0
Reccan	10,1%	9,1
TEQCool	28,0%	6,3
Deep Light Vision	15,7%	5,4
CarryGenes Therapeutics	1,5%	2,2
Cellestia Biotech	0,5%	1,8
Gardienne Invest	0,1%	0,0
Totalt		147,3

Källa: Cardeon, Mangold Insight

I vår SOTP-värdering ingår noterade och onoterade bolag inklusive nettotillgångar. Den noterade portföljen uppgår till 4,6 (4,2) miljoner kronor. Den onoterade portföljen uppgår till 147,3 (146,4) miljoner kronor. Substansvärde per aktie uppgår till 0,182 kronor.

Noterad portfölj utgör 3 procent i vår modell

Cardeon SOTP

Portföljbolag	Börsvärde (Mkr)	Ägande (%)	Värde (Mkr)
Prolight Diagnostics	238,3	1,62%	3,9
Spectracure	20,3	3,16%	0,6
NanoEcho	17,7	0,57%	0,1
Lumito	11,2	0,00%	0,0
Noterat			4,6
Onoterat			147,3
Totalt			151,5
Nettotillgångar			1,4
Substansvärde			153,3
Substansvärde per aktie			0,182

Källa: Cardeon, Mangold Insight

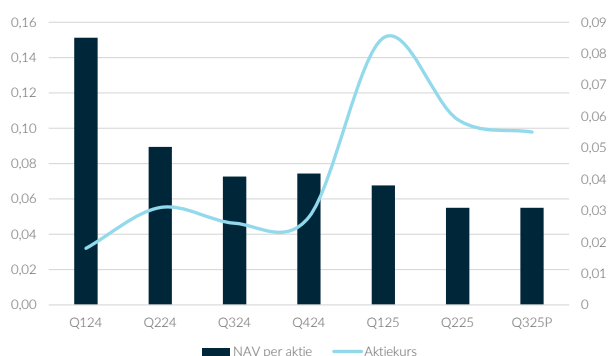
Cardeon – Update värdering

Substansvärde jämfört med andra liknande bolag

Cardeon handlas i nivå med det senaste rapporterade substansvärdet (NAV) sett till nuvarande aktiekurs. Värdet tar dock inte hänsyn till kommande förvärv av Insunova Diagnostics och en högre värdering för AcroPharma. En jämförelse med andra investmentbolag med inriktning mot life science visar att en viss rabatt är befogad. Vi har valt att jämföra med Flerie, Linc och Karolinska Development. Flerie har en stor andel onoterade bolag inom bioteknik och läkemedel (71 procent) vilken vi ser som mest jämförbar.

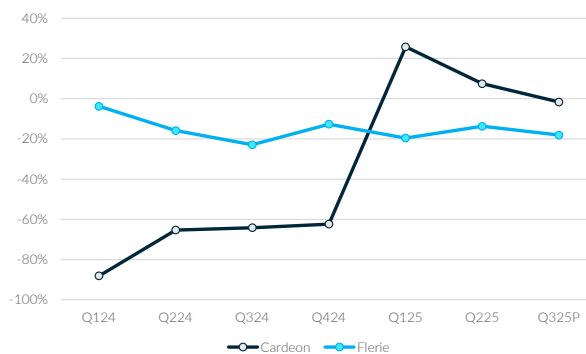
Cardeon handlas i nivå med substansvärdet

NAV per aktie & Kursgraf (kr)



Källa: Mangold Insight

Substansrabatt Cardeon*/Flerie



Källa: Mangold Insight

*Redovisat substansvärde kvartal 2 och prognos för kvartal 3 2025

Framtagande av substansrabatt

Mangold anser att substansrabatten för Cardeon bör vara lägre än för Karolinska Development (78,8 procent) men högre än för Flerie (-16,3 procent). Ett snitt på substansrabatten för de tre jämförande bolagen uppgår till -33,4 procent. Vi bedömer att substansrabatten bör ligga i intervallet 30 till 40 procent. Mangold har valt en substansrabatt på 30 procent för Cardeons onoterade innehav. Motiveringen till substansrabatten är att Cardeon har genomfört ett flertal börsnoteringar och förbereder för fler vilket är värdeskapande. Den onoterade portföljen innehåller bolag vars produkter vänder sig till en global marknad och där stora värdeökningar sker när dess produkter närmar sig marknaden. Vi ser möjlighet till värdeökningar för AcroPharma samt TEQCool som väntas börsnoteras under 2026.

Substansrabatt på 30 procent används i vår SOTP-modell

Bolag	Pris/aktie	Substansvärde/aktie*	Substansrabatt/premie
Linc	70,9	79,7	-11,0%
Flerie	42,35	47,2	-10,2%
Karolinska Development	0,91	4,3	-78,8%
Snitt			-33,4%
Cardeon	0,054	0,13	-58,8%

Källa: Delårsrapporter Q3 2025

*Substansvärde/aktie oktober 2025 för Linc och Flerie, senaste kvartalsrapport för Karolinska Dev. För Cardeon utgår vi från vår SOTP-modell. Pris/aktie är senaste kurs.

Cardeon – Update värdering

Uppsida i aktien

För att få fram ett motiverat värde per aktie för Cardeon utgår vi från det totala verkliga värdet för de noterade bolagen som uppgår till 4,6 miljoner kronor. För de onoterade bolagen applicerar vi en substansrabatt på 30 procent. Det motiverade värdet per aktie uppgår till 0,13 kronor. Mangold väljer att sätta riktkurs till 0,13 (0,13) kronor per aktie vilket motsvarar en uppsida på över 140 procent.

Motiverat värde uppgår till 0,13 kronor per aktie

Cardeon motiverat värde

Verkligt värde noterade bolag (Mkr)	4,6
Verkligt värde onoterade bolag (Mkr)	147,3
Substansrabatt onoterade bolag	30%
Motiverat värde onoterade bolag (Mkr)	103,1
Nettotillgångar (Mkr)	1,4
Motiverat bolagsvärde (Mkr)	110,0
Antal aktier	840,4
Motiverat värde per aktie (kr)	0,131
Riktkurs (kr)	0,130

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys

Hur det motiverade värde påverkas av substansrabatten sammanfattas i nedanstående tabell. För vårt motiverade värde per aktie utgår vi från en substansrabatt på 30 procent som appliceras för de onoterade innehaven. Med en applicerad substansrabatt på 40 procent uppgår värdet till 0,11 kronor per aktie och med en substansrabatt på 20 procent uppgår värdet till 0,15 kronor per aktie. Även en substansrabatt på 40 procent ger stor uppsida i aktien.

Stor uppsida i alla olika testade fall

Cardeon - Känslighetsanalys

Substansrabatt	40%	30%	20%
Motiverat värde per aktie (kr)	0,11	0,13	0,15
Uppsida	104%	141%	178%

Källa: Mangold Insight

Cardeon – Appendix

Om T2D-marknadens aktörer och framtida utveckling

Konkurrensen inom typ 2-diabetes (T2D) kommer främst från läkemedelsbolagen Eli Lilly och Novo Nordisk som dominerat marknaden med läkemedel som riktar sig mot glukagonliknande peptid 1-receptorer (GLP1R). Dessa bolag har skördat stora framgångar med dess GLP1R agonister Ozempic (semaglutide) av Novo Nordisk och Mounjaro (tirzepatide) av Eli Lilly. Försäljningen under 2024 uppgick till 19,5 miljarder dollar för Ozempic och 11,5 miljarder dollar för Mounjaro.

Marknaden för GLP-1 har mognat och framför allt Novo Nordisk har fått reviderat sina prognoser avseende tillväxt på grund av ökad konkurrens från generika. Indirekt konkurrerar även Novo Nordisk läkemedel Wegovy som är utvecklat på samma molekyler som Ozempic men med indikation för fetma. Mounjaro/Zepbound (USA) kan kombinera blodsockersänkning och större viktnedgång i samma behandling. I studier har viktnedgången varit större för Mounjaro i studier (Surmount) 15 till 22 procent, jämfört med 10 till 15 procent för Ozempic/Wegovy.

Både Eli Lilly och Novo Nordisk har betonat strategin att använda läkemedel som både sänker glukos, vikt och kardiovaskulär risk. Med dokumenterad hjärt- och kärlnytta kan dessa bolag stärka sina positioner med möjligheter till ökad prissättning och marknadsaccess. Många patienter har kombinerade tillstånd som typ 2-diabetes, fetma och risk för hjärt-kärlsjukdom. Med en bredare behandling kan bolagen nå fler patienter. Båda har pågående studier inom hjärt-kärlsjukdomar. Novo Nordisk har en tydligare inriktning mot enbart hjärt-kärlsjukdomar utöver diabetes och fetma. Eli Lilly har en strategi kring dess GLP-1/GIP läkemedel i en mer bredare modell med vikt, diabetes och hjärt-kärlsjukdomar. Eli Lilly har således en tydligare inriktning på att kombinera behandling av flera riskfaktorer som glukos, vikt och hjärt-kärlsjukdomar. Novo Nordisk har en mer isolerad strategi som direkt påverkar hjärt-kärlsjukdomar. Förvärv har även genomförts av Novo Nordisk inom området. Cardior köptes för 1,1 miljard dollar för att expandera sin hjärta-kärl verksamhet samt licensavtal med Ascendis för dess TransCon-teknologi för utveckling av läkemedel inom metabola och kardiovaskulära sjukdomar.

Eli Lilly och Novo Nordisk dominerar GLP-1 marknaden

GLP-1 - en mogen marknad

Många patienter har kombinerade tillstånd

Novo Nordisk har genomfört förvärv inom hjärta och kärl

Utvecklingsprojekt för Eli Lilly och Novo Nordisk inom hjärt-kärl sjukdomar

Bolag	Läkemedelskandidat	Fas	Indikation	Status
Eli Lilly	Tirzepatid	Fas 3	Fetma, hjärtsvikt	SUMMIT-studien har visat reduktion för hjärtsvikthändelser hos vuxna
Eli Lilly	Orforglipron (oral GLP1)	Fas 3	Fetma, hjärt-kärlsjukdomar	ATTAIN-1 studien har visat viktnedgång och förbättringar i kardiometabol sjukdom
Eli Lilly	Retatrutide	Fas 3	Fetma, hjärt-kärlsjukdomar (CVD)	TRIUMPH-studien kombinerar fetma och hög kardiovaskulär/njur-risk
Novo Nordisk	Ziltivekimab	Fas 3	Hjärt-kärlsjukdomar	Flera studier pågår, ZEUS och HERMES
Novo Nordisk	CDR132L	Fas 2	Hjärtsvikt	Förvärvat via affär med Cardior

Källa: Novo Nordisk, Eli Lilly

Cardeon – Appendix

TEQCool

TEQCool utvecklar en kylteknik för patienter med allvarlig hjärnskada. Bolaget har tagit fram en patenterad lösning för selektiv kylning. I stället för att kyla ner hela kroppen används en ballongkateter som använder nasala vägar och nässvalget (nasofarynx). Genom katetern transporteras en kylvätska som kyler vävnad och blod och värme vilket sänker hjärnans temperatur. Fördelen med TEQCool är tekniken medför snabb nedkylning vilket kan förbättra prognosen hos patienten. Det ger även färre biverkningar jämfört med traditionella tekniker med kylning av hela kroppen vilket kan medföra infektioner, problem med koagulation och arytmier.

Enligt bolaget kan tiden i respirator även minskas vilket medför lägre vårdkostnader. Efter en hjärnskada är hjärnan sårbar för sekundär skada från svullnad, inflammation och särskilt feber. Feber drabbar upp till 70 procent av patienter med akut hjärnskada. En temperaturökning med endast 1 °C kan förvärra hjärnsvullnad och försämra återhämtningen. Snabb och effektiv feberkontroll är därför avgörande, eftersom forskning visar att minskad feber förbättrar överlevnad och neurologisk funktion.

Marknad

Marknaden för traumatiska hjärnskador väntas uppgå till 13,7 miljarder dollar 2030. För TEQCool utgör ett flertal nischmarknader mest relevans. Bolaget uppskattar att en marknad för terapier som syftar till att minska hjärnans ämnesomsättning uppgår till 3,5 miljarder dollar. Marknaden för temperaturhantering (termoreglering) uppskattas till 5,2 miljarder dollar och marknaden för system för terapeutisk hypotermi (riktad temperaturhantering) till 480 miljoner dollar.

Konkurrenter

BrainCool utvecklar systemet RhinoChill som utgör en teknik för att snabb kylning av hjärnan. Systemet använder en intranasal kateter som förs in i näsborrarna. Kylvätska och syre sprutas in via katetern. När vätska förångas absorberar den värme från vävnaden vilket leder till avkylning av hjärnan. Systemet är utvecklat för att användas i pre-hospitala miljöer (ambulans) Studier pågår för hjärtstopp och stroke som blir avgörande för fortsatt kommersialisering. I vissa rapporter (NICE) nämns att bevis för att det förbättrar neurologiskt utfall eller överlevnad på lång sikt saknas. Som begränsande faktor lyfts det även fram att det krävs att patientens luftväg är skyddad.

Ett annan form av behandling är ett Cryo Cooling system som tagits fram av Crythermic. Det består av ett aktiverbart kylpack som placeras på halsen. Produkten är tänkt som en första insats innan mer omfattande kylbehandling kan ta vid.

Inom Patient Temperature Management Systems (Helkroppss TTM) finns olika typer av system för att sänka eller höja kroppstemperaturen. Vanligen är det inom ytkylning, intravaskulär kyla och esofagustuber.

Selektiv kylning en konkurrensfördel

Lägre vårdkostnader

Flera nischmarknader

RhinoChill används i ambulans

Cardeon – Appendix

Insunova Diagnostics

Insunova Diagnostics utvecklar en plattform för molekylär diagnostik baserad på en biomarkör som möjliggör tidig upptäck av inflammatoriska tillstånd. Sjukdomar som typ 1-diabetes hos barn, allvarliga virussjukdomar (som covid-19). utveckling av neurosjukdomar som Alzheimer och progression av njurinsufficiens med risk för dialys har nämnts. Cardeon har ingått avsiktsförklaring om att förvärva 25 procent av bolaget. För att få en uppfattning om hur denna typ av bolag värderas har vi valt att genomföra en jämförande analys med liknande bolag.

Jämförelse med plattformar i tidigt skede

Transaktioner diagnostikplattformar

Köpare	Målbolag	År	Typ av transaktion	Belopp (Mkr)*	Typ av plattform
Biosynex	ChemBio Diagnostics	2023	Kontant transaktion	189	Snabbtester för infektionsdiagnostik
Avacta	Coris Bioconcept	2023	Upfront + tilläggsköpeskilling	130	Snabbtester för infektionsdiagnostik
mdxhealth	EcoDx	2025	Kontant transaktion	165	Molekylär diagnostik (cancer)
Universal DX	Egenutvecklad	2025	EIB lån	220	Diagnostikplattform (cancer)
Snitt				176	

Källa: Bolag pressreslease, Mangold Insight

*Belopp har gjorts om till Mkr från euro (11,0 EUR/SEK och pund (GBP/SEK 12,5)

Insunova Diagnostics är i tidig utvecklingsfas där det finns en ökad efterfrågan på nya diagnostikplattformar. Den jämförande analysen indikerar att bolag med en diagnostikplattform i tidigt skede värderas i spannet 130 till 220 miljoner kronor beroende på teknologisk mognad, regulatoriska godkännanden och marknadsaccess. För Insunova som är i ett tidigt stadium och inga regulatoriska godkännande bedömer vi att upp till 130 miljoner kronor är rimligt. För att uppnå ett högre värde krävs att bolaget klarar regulatoriska krav, visar proof-of-concept/validering och når marknadstillträde.

Marknaden för diagnostiska biomarkörer med möjlighet till tidig upptäckt väntas växa kraftigt. Enligt en rapport från MarkWide Research bedöms marknaden för diagnostiska biomarkörer växa med 7,1 procent i snitt per år (CAGR) från 2023 och nå ett värde på 32,4 miljarder dollar 2030.

Marknad väntas vara värd 32,4 miljarder dollar 2030

Marknaden söker bolag där diagnostiska biomarkörer kan appliceras på flera sjukdomsområden (multimodal plattform) med möjlighet till tidig upptäckt. Insunovas affärsmodell känns därmed relevant och attraktiv för investerare.

Cardeon - SWOT



Cardeon – Resultat & balansräkning*

Resultaträkning (Tkr)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	3 578	5 580	6 417	6 738	7 075	7 428
Aktiverade utvecklingskostnader	6 212	1 793	0	0	0	0
Bruttovinst	9 790	7 378	6 417	6 738	7 075	7 428
Personalkostnader	-15 330	-11 169	-9 812	-10 793	-11 873	-11 873
Övriga kostnader	-11 013	-6 624	-3 168	-3 263	-3 361	-3 462
Avskrivningar	-30 485	-10 927	-302	-301	-299	-298
Rörelseresultat	-47 038	-24 804	-6 865	-7 619	-8 458	-8 204
Försäljning av värdepapper	-34 292	-6 285	0	0	0	0
Nedskrivning av värdepapper	2 405	1 515	0	0	0	0
Räntenetto	-1 886	-371	0	-90	-90	-90
Resultat efter finansnetto	-80 811	-29 946	-6 865	-7 709	-8 548	-8 294
Skatter	2 163	0	0	0	0	0
Resultat	-78 648	-29 946	-6 865	-7 709	-8 548	-8 294

Balansräkning (Tkr)	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Tillgångar						
Kassa och bank	895	213	676	-2 394	-10 726	-18 809
Kundfordringar	3 514	8 200	9 665	1 661	1 744	1 832
Lager	0	0	0	0	0	0
Anläggningstillgångar	103 128	298	60 144	59 843	59 544	59 246
Totalt tillgångar	153 849	68 860	70 689	59 315	50 766	42 472
Skulder						
Leverantörsskulder	7 177	6 318	9 665	6 000	6 000	6 000
Skulder	7 200	0	3 476	3 476	3 476	3 476
Totala Skulder	14 377	6 318	13 141	9 476	9 476	9 476
Eget kapital						
Bundet eget kapital	202 800	87 480	87 480	87 480	87 480	87 480
Fritt eget kapital	-63 328	-24 938	-29 932	-37 641	-46 190	-54 484
Totalt eget kapital	139 472	62 542	57 548	49 839	41 290	32 996
Skulder och eget kapital	153 849	68 860	70 689	59 315	50 766	42 472

Källa: Mangold Insight

*Resultat och balansräkning utgör inte underlag för värdering

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Denna analys är en betald uppdragsanalys, där Mangold genomfört analysen på uppdrag av "Cardeon" (nedan "Bolaget") och har erhållit ersättning för detta från Bolaget.

Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Även om all rimlig aktsamhet har vidtagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande kan Mangold dock inte garantera informationens riktighet eller fullständighet. Den framåtblickande informationen i analysen bygger på analytikernas subjektiva bedömningar om framtiden, vilka kan komma att ändras efter publiceringstillfället. Mangold kan inte garantera att prognoser och framåtblickande uttalanden kommer att förverkligas. Investerare ska fatta alla investeringsbeslut självständigt. Denna analys är tänkt att vara ett av ett flera olika källor som kan användas för att fatta ett investeringsbeslut. Alla investerare uppmanas därför att komplettera denna information med ytterligare relevant information och att konsultera en finansiell rådgivare innan ett investeringsbeslut.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Denna analys är inte avsedd att utgöra rådgivning och tar inte hänsyn till de specifika investeringsmål, den finansiella situationen eller särskilda behov hos någon specifik person som tar del av denna rapport. Investerare bör söka finansiell rådgivning angående lämpligheten av att investera i alla värdepapper eller investeringsstrategier som diskuteras eller rekommenderas i denna rapport och bör vara införstådda med att uttalanden om framtidsutsikter inte kan komma att realiseras. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Mangold publicerar den aktuella analysen utan att åta sig regelbundna framtida uppdateringar eller publiceringar med en uppdaterad syn på Bolaget exempelvis i händelse av betydande förändringar i marknadsförhållanden eller händelser relaterade till Bolaget. Mangold Insight publicerar endast analyser som innehåller och/eller grundar sig på offentliggjord information. Om Mangold Insight tar del av icke-offentliggjord, kurspåverkande information, kan Mangold inte publicera någon ny analys eller uppdatering till dess att informationen offentliggjorts av emittenten.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse, inklusive USA, Kanada, Australien, Nya Zeeland, Hong Kong, Japan, Schweiz, Singapore, Sydafrika eller Sydkorea. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument. Detta innefattar åtskillnad av verksamhet och konfidentialitet mellan affärsområden, så kallade kinesiska väggar. Dessa omfattar bland annat åtskillnad av analysavdelningen från Corporate Finance, Private Banking inklusive mäklari och exekvering av eget lager. Anställda analytiker på Insight får inte äga eller handla med några överlåtbara värdepapper som emitterats av ett bolag som denna är ansvarig analytiker för. En sådan person får inte heller ingå i kundbolagets styrelse eller vara verksam i övrigt i bolaget.

Status intressekonflikter och andra uppdrag vid tillfälle för publicering av denna analys:

Mangold analyserade Bolaget senast 2025-06-17

Mangolds analytiker äger inte aktier i Bolaget.

Mangold äger aktier i Bolaget såsom för eget lager.

Mangold äger inte aktier i Bolaget genom uppdrag såsom likviditetsgarant.

Det föreligger vid, tidpunkten för denna publicering, ett uppdragsavtal mellan Mangold och bolaget avseende den aktuella analysen där Mangold erhållit ersättning. Det kan även, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold såsom Corporate Finance eller Market Making.

Mangold har utfört tjänster som finansiell rådgivare för Bolaget den senaste 12 månaderna, bland annat uppdrag kopplade till genomförande av emission, och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent