2026-09-07

DexTech Medical

Klinisk mognad återspeglas inte i värderingen

DexTech Medical AB (”DexTech” eller ”Bolaget”) utvecklar innovativa läkemedelskandidater inom urologisk onkologi, med inriktning på indikationer med stora medicinska behov och begränsade behandlingsalternativ. Samma verkningsmekanism har kliniskt validerats i två skilda tumörformer, vilket skiljer OsteoDex från en enskild produktkandidat. Substansen har utvärderats i en avslutad fas IIb inom mCRPC och i en fas I–IIa inom multipelt myelom (MM) under uppföljning, i båda fallen med gynnsam säkerhetsprofil och bromsad sjukdomsutveckling. Med ett långsiktigt GMP-patentskydd (2045) och en estimerad finansiell runway till Q2-28 kan DexTech förhandla med potentiella licenspartners från relativ styrka. Vi estimerar ett licensavtal under H1-27 till ett totalt värde om 200 MUSD, vilket genom en rNPV-modell motsvarar ett nuvärdesberäknat motiverat värde om 25,9 kr (23,7) per aktie i ett Base scenario.

▪ Behandlingsresultat överträffar förväntningarna

Behandlingsfasen i fas I–IIa-studien (MM) avslutades i januari–februari 2026, och DexTech inväntar nu de slutgiltiga uppföljningsresultaten från dosgrupp 3, där patienterna följs tills sjukdomen åter fortskrider. Patienterna var fortsatt stabila i maj 2026, och först när slutresultaten erhålls kan studierapporten (CSR) färdigställas, där studien har uppfyllt dess primära endpoint utan signifikant ODX-relaterad toxicitet. Vidare har samtliga patienter övergått från fortskridande till stabil sjukdom under pågående behandling, och drygt 70 % bibehöll responsen även efter avslutad behandling. Att den sjukdomsbromsande effekten hos dosgrupp 3 håller i sig betraktar Analyst Group som mycket positivt, vilket i sak stärker det underlag en presumtiv partner ska granska, och bedöms således stärka DexTechs förhandlingsposition inför potentiella licensdialoger.

▪ Betydande utvecklingsmöjligheter för licenstagaren

I såväl mCRPC- som MM-studien behandlades patienterna under en begränsad period, medan etablerade cancerläkemedel ges kontinuerligt fram tills dess att sjukdomen fortskrider. Den uppmätta effekten har därmed uppnåtts vid väsentligt lägre exponering än för befintliga alternativ, varför de lovande resultaten enligt Analyst Group utgör ett golv snarare än ett tak för vad substansen kan åstadkomma. Vad OsteoDex presterar vid behandling fram till progress är alltjämt oprövat, men det tåls att nämna att den underliggande potentialen kan vara betydligt mer fördelaktig än vad de avslutande studierna visar. Denna outforskade potential tillfaller en potentiell licenstagare med resurser att fastställa den, då en sådan omfattande studie kräver materialvolymer och kostnader som ligger utanför Bolagets egna ramar, vilket är skälet till att Bolaget avser licensiera ut plattformen för vidare forskning.

▪ Attraktiv potential i skymundan

Med ett starkare dataunderlag än någonsin och en kassa som bedöms räcka till Q2-28 går Bolaget in i en fas med fullt fokus på att utlicensiera OsteoDex. Vi bedömer att DexTech flyger under radarn för investerarkollektivet, där den inneboende potentialen i den validerade verkningsmekanismen ännu inte återspeglas i värderingen. Vi härleder ett motiverat nuvärde om 25,9 (23,7) kr per aktie i ett Base scenario.

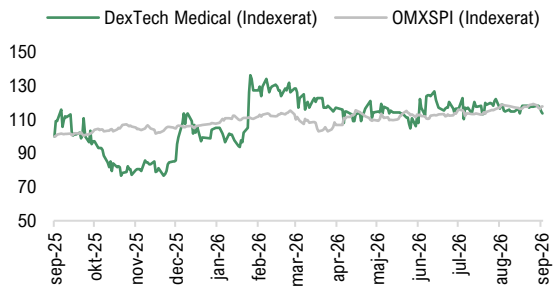
VÄRDERINGSINTERVALL

Bear	Base	Bull
5,0 kr	25,9 kr	73,4 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2026-09-04)	10,0
Antal Aktier (st.)	18 485 857
Market Cap (MSEK)	184,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-8,6
Enterprise Value (MSEK)	176,2
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 1 2026/27	2026-11-01

KURSUTVECKLING



HUVUDÄGARE (HOLDINGS, 2026-06-26) — = INSYNSPERSON

Svante Wadman	21,5 %
Anders Holmberg	8,5 %
Sten Nilsson	7,8 %
Donald Ericsson Fastigheter VI AB	6,1 %
Gösta Lundgren	6,0 %

Prognoser	26/27E	27/28E	28/29E	29/30E	30/31E	31/32E
Riskjust. omsättning (mCRPC)	0,0	0,0	0,0	6,5	17,0	31,9
Riskjust.omsättning (MM)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Riskjust. upfront/milstolpar	133,8	0,0	63,8	88,1	0,0	0,0
Total riskj. omsättning	**133,8**	**0,0**	**63,8**	**94,6**	**17,0**	**32,9**
OPEX	-8,8	-7,0	-6,0	-6,0	-5,0	-5,0
EBIT	**125,0**	**-7,0**	**57,8**	**88,6**	**12,0**	**27,9**
P/S	1,4	N/A	2,9	2,0	11,0	5,7
EV/S	1,3	N/A	2,8	1,9	10,5	5,4
EV/EBIT	1,4	-25,4	3,1	2,0	14,8	6,4

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Introduktion

Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Kommentar Q4-25/26	4-5
Bolagsbeskrivning	6-8
OsteoDex	9-11
Marknadsanalys	12-14
Finansiell prognos	15-20
Värdering	21-22
Bull & Bear	23
Ledning & Styrelse	24
Appendix	25-29
Disclaimer	30

Om Bolaget

DexTech är ett svenskt forskningsbolag som utifrån Bolagets patenterade teknikplattform, GuaDex, har utvecklat fyra läkemedelskandidater med tillämpning inom urologisk onkologi och relaterade cancerformer. Huvudkandidaten, OsteoDex, för behandling av skelettmetastaserande kastrationsresistent prostatacancer (mCRPC), har genomgått en framgångsrik fas IIb-studie. Bolaget har genomfört en fas I–IIa-studie avseende OsteoDex effekt på patienter med multipelt myelom (MM), där uppföljningen av dosgrupp 3 fortsatt pågår. DexTechs målsättning är att senast efter genomförd fas II-studie utlicensiera respektive läkemedelskandidat. DexTech grundades år 2004 och är noterat på Spotlight sedan år 2014.

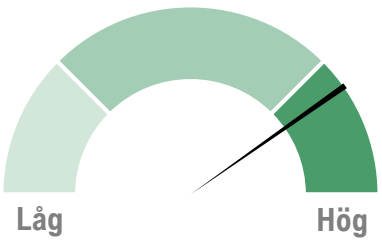
VD och ordförande

Verkställande Direktör	Anders R. Holmberg
Styrelseordförande	Andreas Segerros

Analytiker

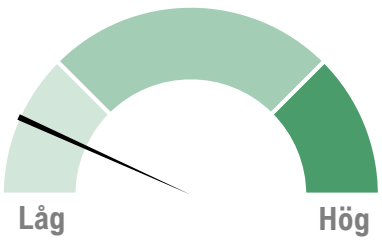
Namn	Oscar Mårdh
Telefon	+46 760 44 29 70
E-mail	oscar.mardh@analystgroup.se

Värdedrivare



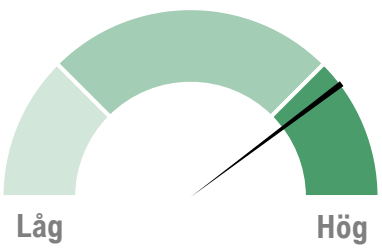
De slutgiltiga studieresultaten från fas I–IIa-studien inom MM utgör en kortsiktig trigger, där uppföljningen av dosgrupp 3 fortsatt pågår. Den positiva kliniska responsen bedöms öka sannolikheten för att accelerera och konkretisera ett licensavtal för OsteoDex, vilket vi ser som den mest centrala värdedrivaren framgent.

Lönsamhet



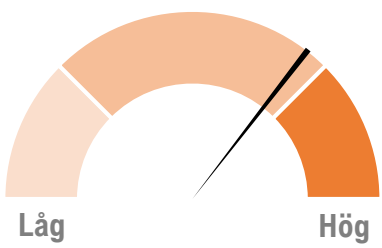
DexTech har bedrivit translationell forskning med tydlig kostnadsdisciplin, där personalkostnaderna i genomsnitt uppgått till ca 0,8 MSEK årligen sedan år 2018/19. I avsaknad av intäkter från forskningsportföljen har Bolaget redovisat förluster. Betyget baseras på DexTechs historiska lönsamhet och återspeglar inte framtida prognoser.

Ledning & Styrelse



DexTechs ledning och styrelse har omfattande erfarenhet inom Bolagets verksamhetsområde. VD och grundare Anders R. Holmberg har nära 40 års erfarenhet inom glykosylerings- och konjugeringskemi. Det totala insynsägandet uppgår till ca 37 %, vilket ingjuter förtroende för att fortsatt skapa aktieägarvärde framgent.

Risk



Den största risken utgörs av den binära karaktären i kliniska studier. Bolaget saknar resurser att själva driva en fas III-studie och är därför beroende av ett licensavtal, samtidigt som tidsaspekten är kritisk givet nuvarande patentportfölj. Kassan om ca 8,6 MSEK (Q4-25/26) bedöms räcka till Q2-28, men därefter bedöms extern finansiering krävas i det fall ett licensavtal ännu inte är på plats.

Investeringsidé

OsteoDex adresserar ett tydligt medicinskt behov i en marknad med låg priskänslighet

Prostatacancer är den vanligaste cancerformen bland män i västvärlden, med ca 1,5 miljoner nya fall globalt per år.[1] Inom fem år utvecklar ca 10–20 % av patienterna kastrationsresistent prostatacancer (CRPC), där sjukdomen fortsätter att växa trots kastrationsnivåer av testosteron, och omkring 84 % av dessa har redan skelettmetastaser vid diagnos (mCRPC), vilket gör sjukdomen obotlig och särskilt svårbehandlad.[2] Dagens etablerade terapier medför påtagliga biverkningar och tilltagande resistensutveckling, vilket gör att behandlingslinjerna snabbt förbrukas och behovet av nya alternativ blir alltmer akut. OsteoDex har i kliniska studier indikerat färre biverkningar och förlängd överlevnad jämfört med befintliga alternativ, vilket positionerar kandidaten som en potentiell ny behandlingsstandard inom mCRPC, en indikation med hög efterfrågan och låg priskänslighet. OsteoDex har potential att administreras i samtliga skeden av behandlingskedjan utan att öka toxiciteten, och fungerar därmed som ett komplement snarare än en konkurrent till etablerade terapier.

Betydande ”Unmet Need” och låg priskänslighet

Unik verkningsmekanism med bred tillämpning och hög tolerabilitet

OsteoDex särskiljer sig från många etablerade intravenösa cancerbehandlingar, som sprids via blodbanan, genom att utnyttja tumörens mikromiljö som target, närmare bestämt tumörcellers avvikande uttryck av kolhydrater. Kolhydraterna har komponenter som är negativt laddade och attraherar OsteoDex, som är positivt laddad (s.k. elektrostatisk interaktion). Läkemedelskandidaten är bifunktionell genom att den både eliminerar tumörceller och hämmar bennedbrytande osteoklaster, vilket gör att OsteoDex kan bryta den onda cirkeln i skelettet som driver sjukdomsprogressionen vid mCRPC. Det cancerspecifika kolhydratuttrycket är unikt för tumörceller och bedöms förklara den gynnsamma säkerhetsprofilen utan allvarliga biverkningar, en egenskap som har bekräftats i kliniska studier. Verkningsmekanismen bygger på den patenterade plattformen GuaDex, utvecklad från sockerpolymeren dextran och modifierad för att selektivt söka sig till tumörens mikromiljö och eliminera cancerceller med låg toxicitet. Mekanismen lämpar sig även för andra cancersjukdomar med liknande bennedbrytande processer. Mot denna bakgrund har DexTech genomfört en fas I–IIa-studie inom multipelt myelom, vars uppföljning pågår. Mekanismen är därmed belagd i såväl mCRPC som multipelt myelom, två indikationer med skild tumörbiologi, vilket reducerar den projektövergripande utvecklingsrisken.

Verkningsmekanism: dödar tumörceller & hämmar osteoklaster

Kliniska resultat bekräftar *proof-of-concept* i mCRPC och MM

DexTech har genomfört en fas IIb-studie inom mCRPC där OsteoDex visade tumörbromsande effekt hos över hälften av patienterna och reducerad tumörbörda i skelettet hos 35 %, inklusive patienter som inte längre svarade på etablerade terapier. Responderande patienter uppvisade en tydlig överlevnadsfördel, med en medianöverlevnad över 27 månader jämfört med 14 månader för övriga patienter. Resultaten stödjer därmed de centrala målsättningarna: god tolerabilitet med få och lindriga biverkningar samt indikationer på förlängd överlevnad i en svårt behandlad population, även om överlevnadsdata behöver bekräftas i större studier. I fas I–IIa-studien inom multipelt myelom är samtliga patienter färdigbehandlade per Q3-25/26, där samtliga övergått från progressiv till icke-progressiv sjukdom under behandling och drygt 70 % bibehållit responsen efter avslutad behandling, utan annan cancerterapi och utan signifikanta ODX-relaterade biverkningar. Sammantaget stärker detta den kliniska valideringen av verkningsmekanismen, bekräftar dess bredd och förbättrar den långsiktiga kommersiella potentialen. Även om substanspatentet löper ut år 2028 säkerställer GMP-patent, giltigt till år 2045, en standardiserad tillverkningsprocess, vilket förlänger den kommersiella livslängden och stärker attraktiviteten ur ett partnerperspektiv.

Avslutad fas IIb-studie visar på god tolerabilitet och förlängd överlevnad

~70 % av patienterna i fas I-IIa-studien bibehöll stabil sjukdom även efter avslutad behandling

Attraktiv risk/reward – klinisk data reflekteras inte i dagens värdering

Med OsteoDex validerad i fas IIb (mCRPC) och en fas I–IIa-studie (MM) där behandlingsfasen är avslutad med genomgående positiva data, bedömer vi att nuvarande värdering inte reflekterar projektets kliniska validering eller licenspotential, vilket skapar en attraktiv risk/reward-profil. Vi anser att Bolaget är väl positionerat för ett licensavtal under år slutet av räkenskapsåret 2026/2027, med ett prognostiserat deal value om 200 MUSD, inkluderande en upfront-betalning om 20 MUSD. Därutöver estimeras en royaltynivå om 10 % på framtida försäljning, riskjusterat med en LoA om ca 44 % för mCRPC och 15 % för MM. Med stöd av en rNPV-modell, en WACC om 13,5 % och beaktande av kapitalstrukturen, härleds ett nuvärdesberäknat värde om 25,9 kr per aktie i ett Base scenario. Därutöver utgör den patenterade plattformen GuaDex en option i värderingen, vilken i dagsläget är till stora delar oexploaterad.

25,9 kr per aktie Base scenario

Partnerberoende utgör den centrala risken

Med en avslutad fas IIb-studie inom mCRPC och en MM-studie som inväntar slutgiltiga uppföljningsresultaten i dosgrupp 3, där patienterna var fortsatt stabila vid slutet av maj 2026, är den binära utvecklingsrisken för DexTech väsentligt reducerad. Den kvarstående risken är således att Bolaget inte attraherar någon licenspartner, då Bolaget ínte avser påbörja någon ytterligare, betydligt mer kostsam studie, i egen regi. Detta riskerar att urholka kassan, som estimeras räcka till Q2-28.

[1]World Cancer Research Fund (2024). Prostate cancer statistics.

[2]Characterising the castration-resistant prostate cancer population: a systematic review (2011)

Avslutad studie där uthålligheten i dosgrupp 3 är det som återstår

~70 % av patienterna bibehöll stabil sjukdom även efter avslutad behandling

Med behandlingsfasen i fas I–IIa-studien avslutad sedan januari/februari år 2026 utgör uppföljningen fram till ny progression studiens sista kvarvarande moment. De rapporterade resultaten bekräftar en mycket gynnsam säkerhetsprofil utan signifikant ODX-relaterad toxicitet, varmed studiens primära endpoint är uppfylld. Samtliga behandlade patienter har därtill övergått från progressiv (fortskridande) till icke-progredierande sjukdom (stabil). Drygt 70 % har bibehållit stabil sjukdom, hittills upp till drygt 6 månader efter avslutad behandling. Analyst Group bedömer att utfallet väger tungt i en population där samtliga patienter inkluderats med progredierande, behandlingsresistent sjukdom efter 1–5 tidigare behandlingslinjer. Bolaget upprepar vidare att en samlad analys av samtliga kliniska data, inklusive prostatacancerstudierna inom mCRPC, visar effekter av samma verkningsmekanism i båda indikationerna, samt frånvaron av ODX-relaterad toxicitet som öppnar för kombinationsbehandlingar utan adderad toxicitet. Analyst Group bedömer att det senare är av särskild betydelse, då modern cancerbehandling i hög grad bygger på kombinationsregimer, varför egenskapen breddar den potentiella tillämpningen snarare än att positionera ODX som ett direkt alternativ till etablerade terapier.

CSR väntas efter avslutad uppföljning

Vad gäller säkerhet och behandlingsrespons är datapaketet därmed i allt väsentligt komplett. Den komponent som återstår är de finala uppföljningsresultaten i dosgrupp 3 (9 mg/kg) där patienterna var fortsatt stabila vid slutet av maj 2026. Parametern kvantifierar den sjukdomsbromsande effektens uthållighet på den högsta dosnivån, att ställa mot de 39–188 dagar som observerades i dosgrupp 1 och de drygt fem månader som sista patienten i dosgrupp 2 uppvisade innan ny progress. Givet att etablerade myelomläkemedel typiskt administreras kontinuerligt fram till resistensutveckling, medan ODX ges under maximalt sju doser, bedömer Analyst Group att en kvarstående effekt av denna varaktighet utgör en av substansens mer differentierande egenskaper. Det innebär att det fortfarande är okänt hur länge ODX kan bromsa sjukdomen vid kontinuerlig behandling. Observera att ingen annan anti-cancerbehandling ges under uppföljningstiden.

Kvarstående sjukdomsstabilitet förklarar CSR-förskjutningen, och uthålligheten ger tid att invänta den

Färdigställandet av CSR anges nu förskjutas till dess att finala resultat från uppföljningen av dosgrupp 3 finns tillgängliga. Analyst Group tolkar skälet i sig som ett mycket positivt besked, då rapporten inte kan slutföras så länge patienterna fortfarande är stabila. Uppföljningsdata är därtill mycket viktiga ur ett kommersiellt perspektiv, då tid till progression efter avslutad behandling, därtill utan annan behandling, utgör en central parameter för en presumtiv partner i en due diligence-process.

Patentet för OsteoDex löper ut år 2028 medan patentet för GMP (Good Manufacturing Practice)-tillverkningen av OsteoDex är giltigt till år 2045, vilket i praktiken fungerar som en förlängning av substansens kommersiella livslängd. Då konkurrenter även efter substanspatentens utgång måste använda en regulatoriskt godkänd och reproducerbar tillverkningsmetod för att kunna sälja läkemedlet, utgör GMP-skyddet en hög inträdesbarriär. Vidare skapar Bolagets finansiella position handlingsutrymme att invänta data från CSR. Tidspress är ofta en avgörande variabel i licensförhandlingar, varför uthålligheten placerar DexTech i ett läge att förhandla från relativ styrka snarare än under kapitaltvång.

Kostnadsmixen skiftar från klinisk exekvering till regulatorisk paketering

+54 % OPEX Y-Y drivet av regulatorisk kontroll

Rörelsekostnaderna uppgick under Q4 till ca 3,3 MSEK (2,2), motsvarande en ökning om ca 54 % Y-Y men en i praktiken oförändrad nivå Q-Q (3,4). För helåret uppgick OPEX till 11,7 MSEK (8,5), en ökning om ca 36 % Y-Y. Kvartalets kostnader fördelades på personalkostnader om 0,2 MSEK (0,2), övriga externa kostnader om 1,6 MSEK (0,8) samt avskrivningar om 1,5 MSEK (1,1), där de stigande avskrivningarna följer av en växande bas av aktiverat utvecklingsarbete. Aktiverat arbete för läkemedelsutveckling och patent uppgick till 1,4 MSEK (0,6) under kvartalet och 5,0 MSEK (3,2) för helåret.

Inom övriga externa kostnader skedde en tydlig rotation. Kostnader för regulatorisk kontroll uppgick till 1,2 MSEK, mot 0,6 MSEK under Q3-25/26, medan sjukhuskostnader hänförliga till MM-studien föll till 0,1 MSEK (0,5) och patentkostnader till 0,1 MSEK (0,4). Mönstret bekräftar att den kliniska exekveringen är avslutad, samtidigt som det regulatoriska arbetet kring studierapporten alltjämt bär kostnader. Kostnadsbasen har således ännu inte normaliserats, och Analyst Group bedömer att en tydligare nedgång dröjer till dess att CSR är färdigställd. Att personalkostnaderna för helåret uppgick till 0,7 MSEK (0,5), fortsatt under det historiska genomsnittet om ca 0,8 MSEK, bekräftar likväl att den underliggande kostnadsstrukturen är intakt.

Kassan om 8,6 MSEK ställer krav på fortsatt kostnadsdisciplin

8,6 MSEK
Solid kassa skapar handlingsutrymme till Q2-28

Vid räkenskapsårets utgång uppgick kassan till 8,6 MSEK (14,7), vilket kan jämföras med utgången av föregående kvartal då kassan uppgick till 10,1 MSEK. Under kvartalet uppvisade Bolaget ett negativt fritt kassaflöde om ca -1,5 MSEK, motsvarande ca -0,5 MSEK per månad. På LTM-basis, vilket för det fjärde kvartalet sammanfaller med räkenskapsåret, uppgick motsvarande siffra till -6,1 MSEK (-4,3), likväl motsvarande ca -0,5 MSEK per månad. Analyst Group noterar att kapitalförbrukningen till övervägande del sker via investeringsverksamheten om -5,0 MSEK, snarare än via den löpande verksamheten om -1,1 MSEK, det vill säga genom aktiverade utvecklings- och patentkostnader. Då dessa poster utgör merparten av utflödet och är direkt hänförliga till studie- och IP-aktiviteten estimerar vi att kapitalförbrukningen sjunker framgent, om än att en del av nedgången förväntas mitigeras av ökade kommersiella aktiviteter kopplade till intensifierade partnerskapsdialoger, däribland kostnader för mässor och resor avsedda att öka synligheten för OsteoDex. Analyst Group ser en sådan förskjutning av kostnadsbasen som ändamålsenlig, då den är direkt kopplad till den kommersiella fas Bolaget nu övergår i.

-0,5 MSEK
FCF/mån Q4-25/26

Mot denna bakgrund estimerar Analyst Group en genomsnittlig kapitalförbrukning om ca -0,35 MSEK per månad framgent, vilket allt annat lika finansierar verksamheten till och med det fjärde kvartalet räkenskapsåret 2027/28, motsvarande andra kvartalet kalenderåret 2028. Estimatet implicerar en något högre förbrukningstakt, och därmed en kortare runway, än Bolagets egen kommunikation, där styrelsen upprepar att rörelsekapitalet bedöms vara tillräckligt till och med utgången av år 2028, motsvarande ca -0,29 MSEK per månad. Skulle kapitalförbrukningen i stället kvarstå på LTM-nivån om ca -0,51 MSEK per månad räcker kassan till ca årsskiftet 2027/28.

Sammanfattningsvis anser Analyst Group att bokslutskommunikén bekräftar ett avslutat kliniskt kapitel, samtidigt som uppföljningen fram till ny progression, och därmed studierapporten, kvarstår. Att CSR inte har något kommunicerat slutdatum är en följd av att den sjukdomsbromsande effekten håller i sig i dosgrupp 3, vilket i sak stärker det underlag en presumtiv partner ska granska, men innebär att den datapunkt som kvantifierar effektens uthållighet på den högsta dosnivån alltjämt återstår. Vad gäller säkerhet och behandlingsrespons är underlaget däremot komplett, med en uppfylld primär endpoint och en genomgående respons i en tungt förbehandlad population, understött av slutsatsen att samma verkningsmekanism är verksam vid såväl mCRPC som MM. Med fyra månader kvar av kalenderåret har tidsrisken i vårt antagande om ett licensavtal under år 2026 ökat, om än att upfront- och milstolpsbetalningar i nuvarande prognos är hänförliga till räkenskapsåret 2026/27, varför nuvärdet i vår modell påverkas först om ett avtal dröjer bortom juni 2027. På kostnadssidan bekräftar rotationen mot regulatoriskt arbete att ökningen är knuten till studiens avslutning, medan kassan om 8,6 MSEK ger DexTech utrymme att invänta ett moget datapaket i stället för att förhandla under tidspress. Tyngdpunkten framgent ligger därmed i den kommersiella exekveringen, där datapaketet i kombination med GMP-skyddet och en bibehållen kostnadsdisciplin utgör de förutsättningar som ska omsättas i ett konkret licensavtal.

Reviderade estimat

Två justeringar har gjorts sedan föregående analys. Den kliniska bilden i fas I–IIa-studien har vuxit fram gradvis, där varje dosgrupp bekräftat mönstret från den föregående. De rapporterade resultaten bekräftar en gynnsam säkerhetsprofil utan signifikant ODX-relaterad toxicitet, samtidigt som samtliga behandlade patienter övergått från fortskridande till stabil sjukdom under pågående behandling. Drygt 70 % har därtill bibehållit stabil sjukdom efter avslutad behandling, i enskilda fall upp till drygt sex månader, varmed en samstämmig bild framträder över dosgrupperna. Vi bedömer att detta ger stöd för en uppredivering av PoS för steget avseende fas II, från 24,6 % till 35 %, och därmed en LoA om 15,4 % (10,8 %) för indikationen. Att studien benämns fas I–IIa innebär emellertid inte att fas II är avklarad, då en fas IIb-studie med större patientunderlag krävs för att fastställa den effekt som observerats.

Den andra justeringen avser tidpunkten för ett licensavtal, som nu estimeras mot slutet av räkenskapsåret 2026/27 mot tidigare under år 2026, då patienterna i dosgrupp 3 alltjämt uppvisar stabil sjukdom och fortsatt följs fram till progression. Att uppföljningen löper vidare är i sig ett mått på effektens varaktighet och utgör därmed en positiv signal, då tid till progression efter avslutad behandling är en central parameter för en potentiell licenspartner.

Sammanfattningsvis anser vi att DexTech gradvis levererar ett starkare datapaket, där vi framgent inväntar hur länge den sjukdomsbromsande effekten i dosgrupp 3 kvarstår, vilket allt annat lika enbart stärker Bolagets förhandlingsposition inför en licensdialog. Detta medför en uppredivering av det motiverade värdet från 23,7 kr till 25,9 kr per aktie i ett Base scenario.

Bolagsbeskrivning

Historik

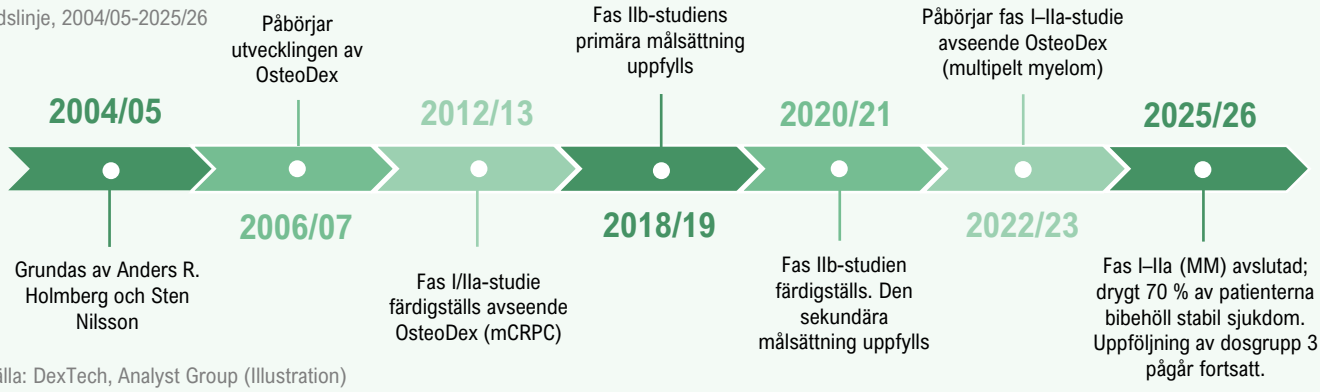
DexTech Medical grundades år 2004 av Anders R. Holmberg och Sten Nilsson. Anders är Med. dr. och kemiingenjör, tillika VD och styrelseledamot i Bolaget, medan Sten har en bakgrund som läkare och är en internationellt erkänd auktoritet inom urologisk onkologi, särskilt prostatacancer. Grundarna har sedan början av 1990-talet bedrivit forskning kring nya behandlingsstrategier för urologiska cancersjukdomar, med särskilt fokus på prostatacancer. Vid tidpunkten för bolagsbildningen ägde de ett patent och en patentansökan, men för att möjliggöra klinisk utveckling bildades DexTech Medical.

Under de första verksamhetsåren kretsade arbetet kring tidiga läkemedelskandidater, däribland SomaDex och CatDex, föregångare till dagens GuaDex-plattform. Ett tidigt genombrott utgjordes av en klinisk fas I-studie i Helsingfors, Finland, år 2003. Projektet kunde dock inte drivas vidare sedan den finska samarbetspartnern förvärvades av ett större tyskt läkemedelsbolag. I samband med detta förlorades rättigheterna till de historiska studierna, vilket gjorde att projektet lades vilande. Finansiering av den initiala forskningen säkrades via mindre nyemissioner, och år 2009 utlicensierades SomaDex till Techsphere Corp., även om avtalet sedermera återkallades när motparten inte kunde fullfölja sina åtaganden, varpå DexTech återtog rättigheterna.

År 2006/07 påbörjades utvecklingen av OsteoDex, som snart kom att inta en central roll i Bolagets strategi. Resurserna fokuserades successivt mot kandidaten, vilket resulterade i en framgångsrik fas I/IIa-studie under år 2012/2013 samt viktiga patentbeviljanden för både OsteoDex och GuaDex i Japan, Kina, Europa och USA (GuaDex). Sedan dess har DexTech fortsatt att förädla huvudkandidaten OsteoDex, där en fas IIb-studie inom kastrationsresistent prostatacancer med skelettmetastaser (mCRPC) visat lovande data. Bolaget har slutfört en fas I–IIa-studie inom multipelt myelom, vilken även den uppvisat lovande resultat, där den formella studierapporten (CSR) färdigställs efter avslutad uppföljning av dosgrupp 3.

Övergripande tidslinje för DexTechs utveckling av huvudkandidaten OsteoDex.

Tidslinje, 2004/05-2025/26



Källa: DexTech, Analyst Group (Illustration)

Affärsmodell

Avser utlicensiera kandidaterna senast efter avslutad fas II

DexTechs affärsmodell bygger på att utveckla läkemedelskandidater fram till och med fas II, för att därefter utlicensiera projekten till större läkemedelsbolag. På så vis kan Bolaget hålla utvecklingen kapital- och kostnadseffektiv, samtidigt som projekten når en nivå där *proof-of-concept* är etablerat och intresset från potentiella partners är som störst. En licensaffär genererar, enligt gängse betalningsmodell, en initial upfront-betalning, följt av milstolpsbaserade ersättningar samt framtida royalty på försäljning. Detta medför en skalbar intäktsmodell där DexTech kan realisera värdet av Bolagets projekt utan att behöva investera i en kostsam infrastruktur för produktion, marknadsföring och försäljning.

Kapitallätt affärsmodell

Steget från fas II till fortsatt klinisk utveckling är kapitalkrävande, varför ett licensavtal främst syftar till att finansiera klinisk fas III-studie, där partnern åtar sig samtliga kostnader för både kliniska studier och tillverkning, samt kostnader relaterade till marknadsföring och försäljning.

DexTech präglas av en stark klinisk förankring och samarbetar med ledande onkologer och forskningsinstitutioner, vilket möjliggör en effektiv utvecklingsprocess. Genom Bolagets globala nätverk kan studier drivas tillsammans med akademiska och kommersiella aktörer samtidigt som fasta kostnader hålls låga. Kapitalet har konsekvent allokerats till läkemedelsutveckling och patentskydd snarare än till en omfattande organisation, vilket minskar sårbarheten i väntan på en potentiell licensaffär.

Bolagsbeskrivning

Teknologiplattformen GuaDex - grunden för DexTechs kandidater

Kärnan i DexTechs forskningsportfölj är den egenutvecklade och patenterade teknologiplattformen GuaDex, vilken utgör fundamentet för samtliga av Bolagets läkemedelskandidater: OsteoDex, SomaDex och PSMA-Dex. Plattformen kan liknas vid ett modulärt konstruktionssystem där nya molekyler kan designas och skräddarsys mot olika tumörindikationer.

GuaDex kan anpassas efter olika tumör-indikationer

Teknologin bygger på kolhydratpolymeren dextran (Macrodex®, Rheo-Macrodex®), ett välkänt och biokompatibelt läkemedel sedan 1950-talet. Genom avancerade kemiska modifieringar har dextranet utvecklats till GuaDex och därigenom fått unika egenskaper: en naturlig (elektrostatisk) dragning till tumörcellernas mikromiljö samt förmågan att selektivt eliminera cancerceller, allt utan signifikant toxicitet. GuaDex anrikas i tumörens unika mikromiljö, dvs. den förändrade kolhydratstrukturen.

Läkemedelskandidater – Överblick

OsteoDex

Kort om kandidaten

OsteoDex (ODX) är Bolagets **huvudkandidat** och har en unik verkningsmekanism: en målsökande laddningsprincip som styr substansen till tumörens mikromiljö, där den selektivt dödar cancerceller och samtidigt hämmar bennedbrytande osteoklaster. Detta riktade angreppssätt förklarar läkemedlets goda säkerhetsprofil.

För en djupare genomgång, se sida 9-11.

Indikationer

- **mCRPC**

Kastrationsresistent prostatacancer med skelettmetastaser, ett obotligt stadium av prostatacancer där tumören fortsätter växa trots testosteronnivåer på kastrationsnivå. Majoriteten av dessa patienter utvecklar metastaser i skelettet.

- **Multipelt myelom (MM)**

Blodcancer som utgår från plasmaceller i benmärgen, vilket leder till nedbrytning av skelettet.

Klinisk fas

- **Fas IIb-studie (mCRPC)**

Visade god tolerabilitet med få och lindriga biverkningar, bromsande effekt på sjukdomen samt indikationer på förlängd överlevnad.

- **Fas I–IIa-studie (multipelt myelom)**

Behandlingen avslutad, formell studierapport avses färdigställas efter uppföljning av dosgrupp 3. Samtliga patienter övergick från fortskridande till stabil sjukdom under behandling, varav drygt 70 % av patienterna bibehöll sin uppnådda stabila sjukdom även efter att ODX-behandlingen avslutats. Inga nämnvärda biverkningar.

SomaDex

Kort om kandidaten

SomaDex bygger på kroppens ”avstängningshormon” somatostatin, som reglerar cellers utsöndring av olika ämnen i kroppen. Naturligt somatostatin har dock en halveringstid om ca tre minuter, vilket begränsar dess kliniska användbarhet. Med hjälp av DexTechs plattform har hormonet stabiliserats till en halveringstid om ca 37 timmar, vilket gör det möjligt att bevara dess biologiska egenskaper och receptorbindning.

Indikationer

- **Akromegali**

En hormonell sjukdom som orsakas av överproduktion av tillväxthormon.

- **Neuroendokrina tumörer**

En typ av tumör som utgår från hormonproducerande celler.

- **Palliativ behandling vid mCRPC**

Klinisk fas

- **Fas I-studie**

Genomförd i Sverige/Finland, och visade få och lindriga biverkningar.

- **Pilot fas II-studie i Mexiko**

Indikerade palliativ effekt.

SomaDex är ett vilande projekt sedan rättigheterna till de tidigare studierna förlorades när en tidigare partner köptes upp; en ny fas I krävs för att återuppta utvecklingen.

PSMA-Dex

Kort om kandidaten

Det **PSMA-bindande konjugatet** är en plattform för målspecifik behandling av mCRPC, där prostataspecifikt membranantigen (PSMA) används som biomarkör på prostatacancerceller. Ett konjugat innebär att en aktiv substans kopplas till en bärare som styr läkemedlet till tumörcellerna, vilket ökar precisionen och minskar påverkan på friska celler. Plattformen är flexibel och kan kombineras med både radioaktiva och icke-radioaktiva komponenter.

Indikationer

- **mCRPC**

Målspecifik behandling av mCRPC som uttrycker prostataspecifikt membranantigen (PSMA), en biomarkör som finns på ytan av prostatacancerceller.

Klinisk fas

- **Preklinisk fas**

DexTech planerar under de kommande åren att fatta beslut om fortsatt preklinisk utveckling alternativt utlicensiering i befintlig form.

DexTech besitter en bred pipeline av läkemedelskandidater, där OsteoDex utgör huvudkandidaten.

Nuvarande pipeline av läkemedelskandidater.

Kandidater	Indikationer	Discovery	Pre-klinisk	Fas I	Fas II	Fas III
OsteoDex™	mCRPC					
	MM					
SomaDex™	mCRPC					
	Neuroendokrina tumörer					
PSMADex™	mCRPC					

Källa: DexTech, Analyst Group (illustration)

[1]SomaDex är ett vilande projekt sedan rättigheterna till de tidigare studierna förlorades när en tidigare partner köptes upp; en ny fas I krävs för att återuppta utvecklingen.

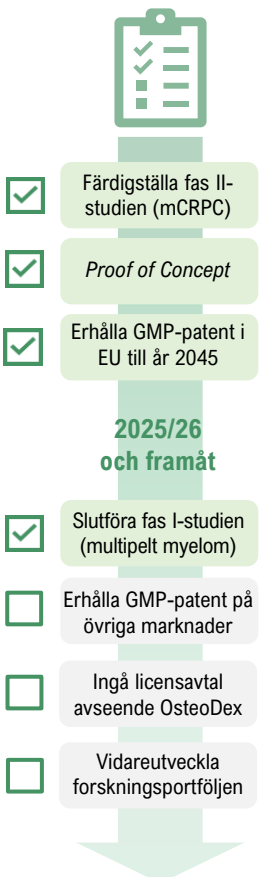
Patentportfölj

GMP-patent i EU giltigt till år 2045

DexTechs patentportfölj omfattar såväl teknologiplattformen GuaDex som Bolagets läkemedelskandidater. Portföljen består av fem patentfamiljer, där de mest centrala avser GuaDex, substansen OsteoDex samt ett nytt patent för GMP (Good Manufacturing Practice)-tillverkningen av OsteoDex. Substanspatenten för GuaDex och OsteoDex löper ut år 2028, medan GMP-patentet är giltigt till år 2045. PCT-ansökan för länder utanför Europa pågår. Skyddet täcker strategiskt viktiga marknader för läkemedelsutveckling. För en överblick avseende DexTechs patentportfölj, se appendix s. 29.

Det nya GMP-patentet, beviljat i maj 2025 och registrerat i 17 europeiska länder, utgör en central tillgång i pågående partnerskapsdiskussioner. För en potentiell licenspartner som ska ta OsteoDex vidare till fas III är det avgörande att produktionen kan ske enligt en standardiserad process som samtidigt säkrar långvarig marknadsexklusivitet. Eftersom konkurrenter, även efter att substanspatentet löpt ut år 2028, måste använda en regulatoriskt godkänd och reproducerbar tillverkningsmetod för att kunna sälja läkemedlet, fungerar GMP-skyddet, giltigt till år 2045, i praktiken som en förlängning av OsteoDex kommersiella livslängd.

Processen har utvecklats under ca 5 år tillsammans med Biovian OY i Åbo, Finland, en kontraktstillverkare (CMO) med godkännanden från EMA och FDA. Tillverkningen är en av de mest resurskrävande delarna i utvecklingskedjan men också nödvändig för kvalitet, skalbarhet och regulatoriskt godkännande. GMP-patentet stärker därmed DexTechs position i pågående licensförhandlingar och minskar risken för att konkurrenter ska kunna replikera produktionen.



Strategisk utsikt

- **Slutgiltiga uppföljningsresultat i fas I–IIa (MM):** Studiens primära endpoint är uppfylld och samtliga patienter övergick från fortskridande till stabil sjukdom, varav drygt 70 % bibehöll responsen efter avslutad behandling. Den datapunkt som återstår är tid till ny progression i dosgrupp 3, där patienterna var fortsatt stabila vid slutet av maj 2026. En mognare uppföljning stärker därmed underlaget inför regulatoriska och kommersiella dialoger.

- **Ingå licensavtal:** Att ingå ett avtal med en större läkemedelsaktör är avgörande för att finansiera och genomföra fas III-studien avseende huvudkandidaten OsteoDex (mCRPC). Ett sådant avtal skulle skapa förutsättningar för att ta kandidaten vidare mot marknadsgodkännande och därmed realisera dess kommersiella potential.

- **Säkerställa marknadsexklusivitet:** I maj år 2025 beviljades DexTech ett GMP-patent i Europa, giltigt till år 2045, vilket i praktiken fungerar som en förlängning av substanspatentet som löper ut år 2028. Från år 2026 kan Bolaget ansöka om motsvarande skydd på andra marknader, där ett breddat patentskydd utgör en nyckelfaktor i pågående partnerskapsförhandlingar.

- **Vidareutveckla forskningsportföljen:** Bolaget fokuserar i dagsläget samtliga resurser på OsteoDex, men teknikplattformen GuaDex möjliggör preklinisk forskning inom flera andra indikationer. På sikt kan projekt såsom SomaDex samt OsteoDex för bröst- och kolorektalcancer förädlas och därigenom skapa nya partnerskapsmöjligheter och ytterligare värde. I dagsläget saknas dock finansiella resurser för att driva dessa projekt parallellt.

Huvudkandidaten: OsteoDex och dess unika verkningsmekanism[1]

OsteoDex skiljer sig från många etablerade cancerbehandlingar genom sin unika target, d.v.s. cancerspecifika kolhydrater i tumörcellernas mikromiljö. Cancerläkemedel för systemisk intravenös behandling transporteras via blodbanan och når tumörcellerna där de binder till respektive target. På vägen kan även friska celler påverkas, vilket kan förklara varför biverkningar såsom håravfall, illamående och trötthet är mycket vanliga. Anrikning kan också ske till följd av tumörcellernas ökade metabolism, såsom vid behandling med cytostatika. Behandlingens biverkningar avgörs i hög grad av hur exklusiv target är för tumörceller jämfört med normala celler.

OsteoDex angriper tumörceller mer selektivt

Typiskt för cancerceller är en avvikande mikromiljö (”tumörgynnsam”) med en starkt elektronegativ kolhydratstruktur. Mikromiljön har många funktioner, till exempel att dölja tumörcellerna för immunceller, underlätta tumörväxt och infiltration (spridning). OsteoDex är positivt laddat och anrikas selektivt i tumörområdet, där det tas upp i tumörcellerna som därefter avdödas.

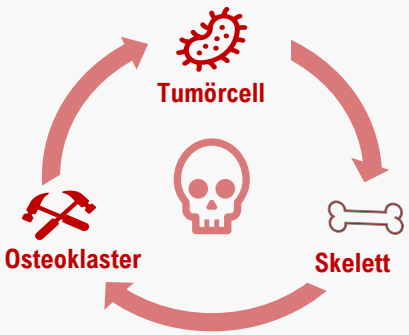
I metastasområden finns osteoklaster, benceller som bryter ned benvävnad och därmed exponerar benmineral samt stimulerar tumörtillväxt. När OsteoDex väl har bundit till det negativt laddade området utövar läkemedlet två centrala effekter: det eliminerar cancercellerna direkt och hämmar samtidigt osteoklasternas aktivitet. På så sätt angrips den ”onda cirkeln” i skelettet, där tumörceller stimulerar osteoklaster att bryta ned ben, vilket i sin tur accelererar tumörtillväxten och påskyndar sjukdomens progression.

Sammantaget har OsteoDex en trippelverkande effekt: det söker sig till tumörområdet genom laddningsprincipen, dödar cancercellerna och hämmar bennedbrytande osteoklaster. Till skillnad från många etablerade läkemedel, som ofta blockerar receptorer eller hämmar breda tillväxtsignaler och därigenom även påverkar friska celler, är OsteoDex mycket selektivt, vilket kan förklara frånvaron av allvarliga biverkningar som verifierats i kliniska studier. Detta utgör en viktig konkurrensfördel, då cancerbehandling generellt är förknippad med mer eller mindre betydande biverkningar. För patienter med obotliga cancersjukdomar, såsom mCRPC och MM, kan detta bidra till bibehållen eller förbättrad livskvalitet under behandlingen.

[1]Beskrivningen av verkningsmekanismen är förenklad och schematisk. Idag har Bolaget genom sin forskning en djup detaljerad molekylärbiologisk kunskap om Osteodex unika mikromiljö-modifierande verkningsmekanism (MOA, mode of action).

Den onda cirkeln

Tumörceller stimulerar osteoklasterna att bryta ned benvävnad. Nedbrytningen frigör tillväxtfaktorer som i sin tur stimulerar tumörcellernas spridning. Detta driver på en ond cirkel av fortsatt tumörtillväxt och skelettnedbrytning



OsteoDex verkningsmekanism[1]

Söker upp tumörområdet 1

Substansen är positivt laddad och attraheras till tumörens negativt laddade mikromiljö, vilket ger en selektiv anrikning kring cancercellerna

Dödar tumörceller 2

OsteoDex dödar tumörceller genom snabb upptagning och upplösning av cancercellernas struktur (denaturering)

Hämmar osteoklaster 3

OsteoDex motverkar osteoklasternas aktivitet, vilka är de celler som bryter ned benvävnad

Kliniska framsteg och indikationsbredd

OsteoDex unika verkningsmekanism medför färre och lindrigare biverkningar

OsteoDex har studerats i en klinisk fas IIb-studie inom kastrationsresistent prostatacancer med skelettmetastaser (mCRPC), där resultaten visat både effektivt bromsad sjukdomsutvecklingen, en gynnsam säkerhetsprofil med få och lindriga biverkningar, samt indikationer på förlängd överlevnad hos respons-erande patienter. Då benmetastaser från mCRPC uppvisar betydande likheter med multipelt myelom, såsom tillväxtplats, bennedbrytning och stimulering av osteoklaster, har Bolaget även initierat en pågående fas I–IIa-studie inom området.

Utöver ovan nämnda indikationsområden har DexTech även utvärderat OsteoDex effekt på bröstcancer, icke-småcellig lungcancer (NSCLC) och kolorektal cancer, där dessa cancerformer liksom vid mCRPC ofta metastaserar till skelettet (in vitro/in vivo). I prekliniska studier har OsteoDex visat en robust celldödande effekt i nivå med den som observerats i mCRPC, och även om dessa indikationer befinner sig i ett prekliniskt skede, illustreras den breda potentialen i OsteoDex generella verkningsmekanism.

Fas IIb-studien (mCRPC)

Fas IIb-studien av OsteoDex inleddes år 2014 efter godkännande av svenska och danska läkemedelsmyndigheter. Ursprungligen var designen placebokontrollerad, men efter diskussioner med Läkemedelsverket och råd från internationella läkemedelsbolag ändrades protokollet så att samtliga patienter fick aktiv behandling. Syftet var att snabbare utvärdera den tumörbromsande effekten i relation till dos, en viktig parameter för licenstagare. Totalt inkluderades 55 patienter med mCRPC, fördelade på tre dosnivåer, där behandlingen gavs varannan vecka under fem månader vid kliniker i Sverige, Finland, Estland och Lettland.

Primära och sekundära endpoints uppnåddes

De primära endpoints uppnåddes med goda resultat. Av de patienter som fullföljde hela behandlingen uppvisade drygt hälften stabil sjukdom och 35 % reducerad tumörbörda i skelettet. Särskilt noterbart var att flera av dessa patienter tidigare inte längre svarat på etablerade behandlingar såsom docetaxel, cabazitaxel, abirateron, enzalutamid och radium-223. Biomarkördata visade tydlig biologisk effekt, där mer än hälften av patienterna hade sänkta nivåer av benmetabolismmarkörer, särskilt CTX (67 % av patienterna), en indikator som mäter nedbrytningen av benvävnad och används för att följa skelettrelaterad sjukdomsaktivitet. OsteoDex uppvisade dessutom en god säkerhetsprofil med få och lindriga biverkningar, inga behandlingsavbrott och inga allvarliga läkemedelsrelaterade händelser. Samtliga tre dosarmar visade likvärdig effekt, vilket indikerar att även lägre doser är tillräckliga för att mätta metastasområdena i skelettet. Detta underlättar studiedesignen vid en fas III-studie och stärker säkerhetsprofilen.

OsteoDex 27 månader medianöverlevnad

Övriga patienter 14 månader medianöverlevnad

Även de sekundära endpoints visade lovande resultat. Vid uppföljning under 24 månader sågs en tydlig överlevnadsfördel bland patienter som svarade på behandlingen. Medianöverlevnaden, d.v.s. den tidpunkt då hälften av patienterna avlidit, hade ännu inte uppnåtts efter 27 månader i respondergruppen, att jämföra med 14 månader för övriga patienter. Två år efter studiestart levde 65 % av responderarna, jämfört med 28 % i den icke-svarande gruppen ($p < 0,05$, vilket innebär att sannolikheten för att resultatet beror på slumpen är mindre än 5 %). Detta indikerar att OsteoDex inte bara kan bromsa sjukdomsförloppet utan även förlänga överlevnaden i en svårt behandlad patientgrupp.

Det bör understrykas att OsteoDex hittills har prövats i studier där patienterna behandlats under en begränsad tidsperiod (fem månader), varefter sjukdomsförloppet följts upp. Till skillnad från större kliniska studier, liksom från etablerade behandlingsalternativ på marknaden, har läkemedlet alltså inte administrerats kontinuerligt fram till sjukdomsprogression. Detta är främst en följd av studiedesign och resurser, snarare än en indikation på substansens effekt. En studie med behandling tills progression skulle kräva betydligt större materialvolymer och medföra högre kostnader. Som ett mindre forskningsbolag har DexTech därför valt en kostnadseffektiv strategi som visat tillräcklig proof-of-concept för en potentiell licenstagare. Samtidigt är den fulla nyttan av långvarig behandling ännu inte helt kartlagd, varför OsteoDex i praktiken kan ha en större klinisk betydelse än vad som hittills dokumenterats, något som behöver prövas vidare tillsammans med en framtida partner.

Sammantaget visar fas IIb-studien att OsteoDex effektivt bromsar sjukdomsutvecklingen vid mCRPC och har en gynnsam säkerhetsprofil. Totalöverlevnadsdata är lovande men indikativa och behöver bekräftas i en större fas III-studie. Eftersom inga befintliga behandlingar är kurativa kvarstår ett stort medicinskt behov, där OsteoDex framstår som en kandidat med betydande potential. Den fortsatta kliniska utvecklingen förväntas ske i samarbete med, eller av, en framtida licenstagare.

Fas IIb-studien – OsteoDex (mCRPC)

Tumörrespons (primär endpoint)
Drygt hälften av patienterna uppnådde stabil sjukdom och 35 % reducerad tumörbörda, vilket indikerar en tydlig måluppfyllelse även hos tidigare behandlingsresistenta patienter.

Biomarkörer (proof-of-concept)
Hos 67 % av patienterna observerades sänkta CTX-nivåer, vilket bekräftar den förväntade verkningsmekanismen och stärker OsteoDex proof-of-concept.

Överlevnad (sekundär endpoint)
Den sekundära endpointen uppfylldes, med en medianöverlevnad om >27 mån i respondergruppen jämfört med 14 mån i den icke-svarande gruppen.

Säkerhet
OsteoDex uppvisade en gynnsam säkerhetsprofil med få biverkningar, inga behandlingsavbrott och inga allvarliga läkemedelsrelaterade händelser, vilket är centralt inför fas III.

Fas I-IIa-studien (Multipelt myelom)

Efter lovande prekliniska resultat, där OsteoDex visade stark celldödande effekt mot myelomceller och överlägsen verkan jämfört med ett standardpreparat melfalan, beslutade DexTech att initiera en klinisk fas I-IIa studie. Studien, som godkändes av Läkemedelsverket under augusti år 2022, har som primär endpoint att bekräfta säkerhet och behandlingstolerans, samt som sekundär endpoint att påvisa effekt av behandlingen (biomarkörer och livskvalitet).

Studien inleddes under mars år 2023 och omfattar max 20 patienter med recidiverande eller behandlingsresistent multipelt myelom som tidigare genomgått 1–5 behandlingslinjer. Patienterna delas in i tre dosgrupper (3, 6 och 9 mg/kg), där behandlingen ges varannan vecka under totalt 14 veckor. Studien bedrivs vid Karolinska Universitetssjukhuset i Huddinge och Uddevalla Sjukhus, under ledning av huvudprövare Dr Katarina Uttervall, MD, PhD.

De första preliminära resultaten från **dosgrupp 1 (3 mg/kg)** presenterades under april år 2025 och var mycket lovande. Samtliga patienter uppvisade en positiv tidig behandlingsrespons med övergång från progressiv till stabil sjukdom under ODX-behandlingen, och inga allvarliga biverkningar rapporterades. Vid uppföljning utan ytterligare cancerbehandling kvarstod stabil sjukdom i 39–188 dagar innan ny progress, vilket indikerar att ODX kan ge en kvarstående bromsande effekt även efter avslutad behandling, utan ytterligare cancerterapi.

Alla patienter **i dosgrupp 2 (6 mg/kg)** har fullföljt behandlingen, där samtliga har uppvisat en initial positiv behandlingsrespons med övergång från progressiv till stabil sjukdom. Tre av patienterna återgick till progressiv sjukdom i slutet av behandlingen. Sista patienten var färdigbehandlad i december år 2025 efter sju doser och hade fortsatt stabil sjukdom drygt fem månader efter behandlingens avslutande, innan ny progress inträffade. Inga allvarliga biverkningar har rapporterats i denna dosgrupp.

Samtliga patienter i **dosgrupp 3 (9 mg/kg)** är färdigbehandlade under Q3-25/26, där samtliga uppvisat tidig positiv behandlingsrespons (stabil sjukdom) utan signifikanta ODX-relaterade biverkningar. Uppföljning av patienterna pågår.

~70 % av patienterna bibehöll stabil sjukdom även efter avslutad behandling

Samtliga patienter svarade positivt på ODX-behandlingen, med övergång från fortskridande till stabil sjukdom under pågående behandling, och drygt 70 % bibehöll sin uppnådda stabila sjukdom även efter avslutad behandling. Bolaget bedömer detta vara förenligt med verkningsmekanismen och den betydande anrikningen av ODX i myelomområdena i skelettet. Det primära effektmåttet är därmed uppfyllt genom frånvaro av signifikant ODX-relaterad toxicitet, utan inducerad toxicitet i njurar, lever eller benmärg, liksom det sekundära studiemålet. Resultaten indikerar OsteoDex potential, men en studie med ett större patientunderlag, där OsteoDex ges fram till ny sjukdomsprogress, krävs för att fastställa den fulla potentialen.

Den komponent som återstår är de finala uppföljningsresultaten i dosgrupp 3 (9 mg/kg) där patienterna var fortsatt stabila vid slutet av maj 2026, följt av färdigställandet av den kliniska studierapporten (CSR). Att CSR inte har något kommunicerat slutdatum är en följd av att den sjukdomsbromsande effekten håller i sig i dosgrupp 3, vilket i sak stärker det underlag en presumtiv partner ska granska, men innebär att den datapunkt som kvantifierar effektens uthållighet på den högsta dosnivån alltjämt återstår.

Kastrationsresistent prostatacancer med skelettmetastaser (mCRPC)

~1,5 miljoner nya fall/år av prostatacancer

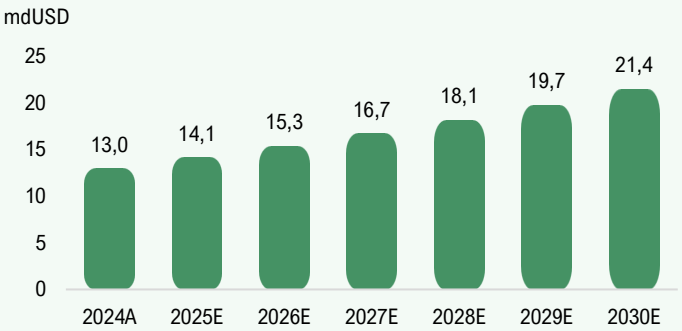
Prostatacancer är den vanligaste cancerformen bland män i västvärlden, med ca 1,5 miljoner nya fall globalt per år.[1] I Sverige diagnostiserades ca 11 300 män med prostatacancer år 2023, motsvarande 15,4 % av samtliga cancerfall bland män. Prostatacancer står även för ungefär 29 % av alla cancerdiagnoser hos män och är den cancerform som orsakar flest dödsfall – 2 213 män avled i sjukdomen år 2023.[2] Som jämförelse dog 1 376 kvinnor i bröstcancer samma år, vilket är den vanligaste cancerformen hos kvinnor.

I ett tidigt skede, när tumören är begränsad till prostatan, kan patienten ofta botas genom kirurgi eller strålbehandling. Vid spridd sjukdom är androgen deprivation therapy (ADT) förstahandsbehandling och kan ofta bromsa sjukdomsutvecklingen under flera år. På sikt utvecklar dock många patienter resistens, ca 10–20 % inom fem år, och sjukdomen fortsätter då att växa trots kastrationsnivåer av testosteron. Detta stadium benämns kastrationsresistent prostatacancer (CRPC) och är i regel obotligt. Bland patienter med CRPC har ca 84 % redan utvecklat skelettmetastaser (mCRPC), och medianöverlevnaden uppskattas till omkring 14 månader från diagnos.[3] Mot denna bakgrund finns ett betydande behov av nya behandlingsalternativ som kan bromsa sjukdomen och förbättra livskvaliteten för denna svårt behandlade patientgrupp, ett behov som DexTechs huvudkandidat OsteoDex syftar till att adressera.

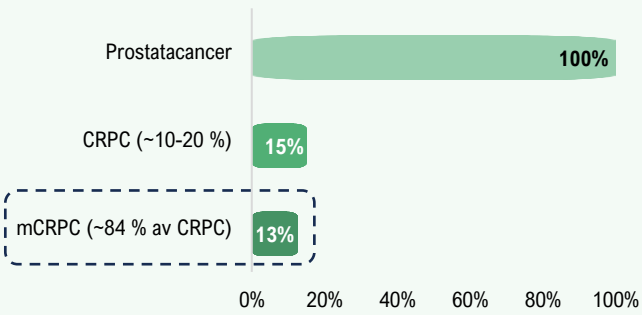
21,4 mdUSD CRPC-marknaden 2030E

Den globala marknaden för kastrationsresistent prostatacancer värderades till ca 13 mdUSD år 2024 och förväntas växa med en CAGR om ca 8,7 % mellan åren 2025-2030, för att nå ett värde om ca 21,4 mdUSD vid prognosperiodens slut.[4] Tillväxten drivs dels av den ökande prevalensen av prostatacancer, särskilt bland en åldrande befolkning, vilket bidrar till ett växande antal fall av CRPC.

Den globala CRPC-marknaden



Från prostatacancer till mCRPC



Fragmenterat mCRPC-landskap med betydande *Unmet Need*

Den globala utvecklingen inom prostatacancer är omfattande, med över 400 läkemedelskandidater i aktiv utveckling. Trots detta finns det vid kastrationsresistent prostatacancer (mCRPC) med skelettmetastaser endast ett fåtal etablerade terapier som visat överlevnadsfördelar, främst inom tre klasser:

- **Cytostatika**: docetaxel (Taxotere) och cabazitaxel (Jevtana)
- **Androgenreceptorhämmare (ARPI):** abirateron (Zytiga) och enzalutamid (Xtandi)
- **Radiofarmaka**: radium-223 (Xofigo), riktat mot skelettmetastaser

Behandlingslandskapet är fragmenterat och saknar en enhetlig behandlingsordning. Terapivalen styrs i hög grad av onkologens kliniska bedömning och patientens allmäntillstånd, då samtliga etablerade terapier över tid förlorar effekt till följd av resistensutveckling och är förknippade med biverkningar. Detta leder ofta till sekventiell behandling i flera linjer och understryker behovet av nya behandlingsalternativ.

[1]World Cancer Research Fund (2024). Prostate cancer statistics.
[2]Cancerfonden (2023)
[3]Characterising the castration-resistant prostate cancer population: a systematic review (2011)
[4]Grand View Research. Castrate-resistant Prostate Cancer Market (2025 - 2030)

Fragmenterat mCRPC-landskap med betydande *Unmet Need* (forts.)

OsteoDex har potential att fylla ett betydande "Unmeet Need"

Det pågår en snabb utveckling av nya terapier för mCRPC, inklusive PARP-hämmare, radioligander och olika kombinationer av hormonella och cytotoxiska behandlingar. De flesta bygger på etablerade mekanismer, vilket lämnar utrymme för läkemedel med nya angreppssätt. Mot denna bakgrund utvecklar DexTech OsteoDex som ett kompletterande snarare än direkt konkurrerande alternativ till befintliga behandlingar. En central fördel är att OsteoDex kan kombineras med etablerade terapier utan att tillföra ytterligare toxicitet, vilket stärker dess position i behandlingskedjan och skapar förutsättningar för bredare klinisk användning.

Försäljningen av separata etablerade läkemedel mot mCRPC uppgår till mångmiljardbelopp årligen, vilket understryker marknadens storlek. Exempelvis nådde Xtandi en global försäljning om ca 6,3 mdUSD under år 2024,[1] medan Zytiga tidigare redovisat toppnivåer om ca 3,5 mdUSD i försäljning år 2018.[2] Även andra behandlingar såsom Jevtana, Xofigo och Nubeqa uppvisar försäljning på betydande nivåer. Sammantaget illustrerar detta att nya läkemedel med god effekt kan uppnå starka kommersiella positioner, även i ett konkurrensutsatt behandlingslandskap.

Multipelt myelom (MM)

Multipelt myelom (MM) är en form av blodcancer som uppstår i plasmaceller, en typ av vita blodkroppar i benmärgen som normalt producerar antikroppar för att skydda kroppen mot infektioner. När dessa celler blir elakartade delar de sig okontrollerat och tränger undan den normala blodbildningen, vilket leder till nedsatt immunförsvar, blodbrist och ofta skador på skelettet.

Resistens mot befintliga terapier ökar behovet av nya behandlingar

Trots stora framsteg inom behandlingen betraktas MM fortfarande som obotlig, då patienter ofta svarar på initial behandling, men nästan alla får sedermera återfall. Dessutom blir sjukdomen successivt mer svårbehandlad, eftersom tumörcellerna utvecklar resistens mot etablerade läkemedel och varje ny behandlingslinje tenderar att ge kortare perioder av sjukdomskontroll.

År 2022 uppskattades den globala förekomsten av multipelt myelom till ca 188 000, med ungefär 121 000 dödsfall samma år.[3] Femårsöverlevnaden har förbättrats till ca 60–65 % i länder med god tillgång till avancerad vård, men sjukdomen är fortfarande livslång och kräver upprepade behandlingslinjer.[4]

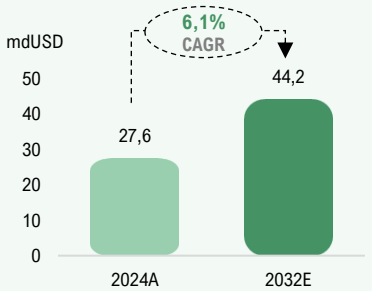
Existerande behandlings-alternativ medför betydande biverkningar

Dagens terapilandskap för multipelt myelom är både omfattande och komplext, med flera läkemedelsklasser som ofta används i kombination för att uppnå bästa möjliga effekt. Grunden utgörs av proteasomhämmare (PI), som bromsar cancercellernas tillväxt, immunmodulerande läkemedel (IMiDs), som stärker immunförsvaret och hämmar tumörceller, samt monoklonala antikroppar, som riktas mot specifika strukturer på myelomceller. Dessa kombineras ofta med kortison för att förstärka effekten. Under senare år har avancerade terapier såsom CAR-T och bispecifika antikroppar tillkommit och erbjuder förbättrade resultat för vissa patienter, men deras användning begränsas ännu av höga kostnad och biverkningar. Gemensamt för samtliga behandlingar är att de kan medföra betydande biverkningar och att många patienter förr eller senare utvecklar resistens. Detta skapar ett tydligt behov av läkemedel med nya angreppssätt och bättre tolerabilitet, en nisch där OsteoDex har potential att fylla ett viktigt gap.

44,2 mdUSD
MM-marknaden 2032E

Den globala marknaden för multipelt myelom värderades till ca 27,6 mdUSD år 2024 och förväntas växa med en CAGR om ca 6,1 % fram till år 2032, då marknadsvärdet förväntas uppgå till ca 44,2 mdUSD.[5] OsteoDex positioneras som ett innovativt komplement till befintliga behandlingsmetoder. Genom att kombinera hämning av osteoklaster, de celler som bryter ned benvävnad, med tumörcelldöd riktar sig OsteoDex både mot sjukdomens skelettrelaterade komplikationer och mot myelomcellerna själva. Dess låga toxicitet skapar dessutom möjligheter att kombinera OsteoDex med befintliga behandlingar utan att belasta patientens tolerabilitet.

Den globala MM-marknaden



[1]Astellas Pharma Inc., Annual Report 2024
[2]Forbes, Johnson & Johnson's $3.5 Billion Prostate Cancer Drug Sales At Risk? (2019)
[3]The global multiple myeloma incidence and mortality burden in 2022 and predictions for 2045 (2024)
[4]NCI, Cancer Stat Facts: Myeloma
[5]Multiple Myeloma Market Size, Share & Trends Report, 2032

Unik verkningsmekanism öppnar för fler indikationsområden

Tumörselektiv mekanism skapar förutsättningar för nya indikationer

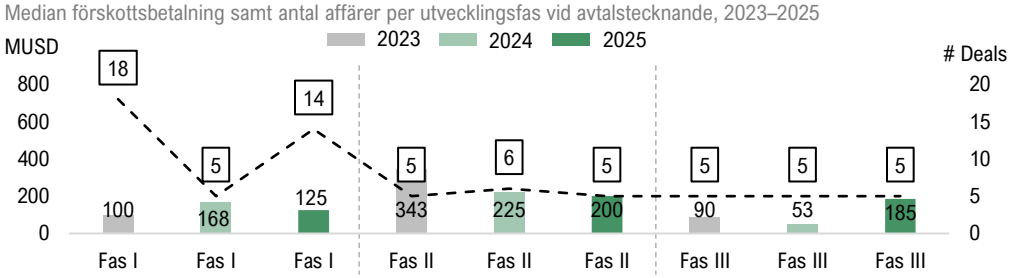
OsteoDex särskiljer sig från etablerade behandlingar genom en målsökande mekanism som riktas mot tumörcellernas negativt laddade mikromiljö. Där angrips cancerceller och bennedbrytande osteoklaster inhiberas. Vid avancerad bröstcancer utvecklar en majoritet skelettmetastaser[1], där OsteoDex verkningsmekanism är högst tillämplig.

Bröstcancer är den vanligaste cancerformen hos kvinnor. År 2022 diagnostiserades ca 2,3 miljoner kvinnor globalt med bröstcancer och mortaliteten uppgick till ca 670 000 fall.[2] Den globala marknaden för bröstcancer uppskattas vara värd ca 25,1 mdUSD år 2025 och förväntas växa med en CAGR om ca 4,4 % fram till år 2034, då marknaden beräknas uppgå till ca 38,5 mdUSD.[3] Mot denna bakgrund framstår OsteoDex som en intressant läkemedelskandidat för indikationen att på sikt adressera betydande behov inom bröstcancer och andra relevanta tumörindikationer, även om utvecklingen ännu befinner sig på preklinisk nivå.

Trender inom life science-sektorn

Enligt en branschrapport från J.P. Morgan fortsätter life science-sektorn att attrahera betydande intresse från större läkemedelsbolag.[4] Diagrammet nedan visar dock att big pharma i allt högre grad erbjuder större upfront-betalningar ju längre projekten avancerar, en viktig observation då OsteoDex har genomfört såväl en fas IIb-studie (mCRPC) som en fas I–IIa-studie (multipelt myelom).

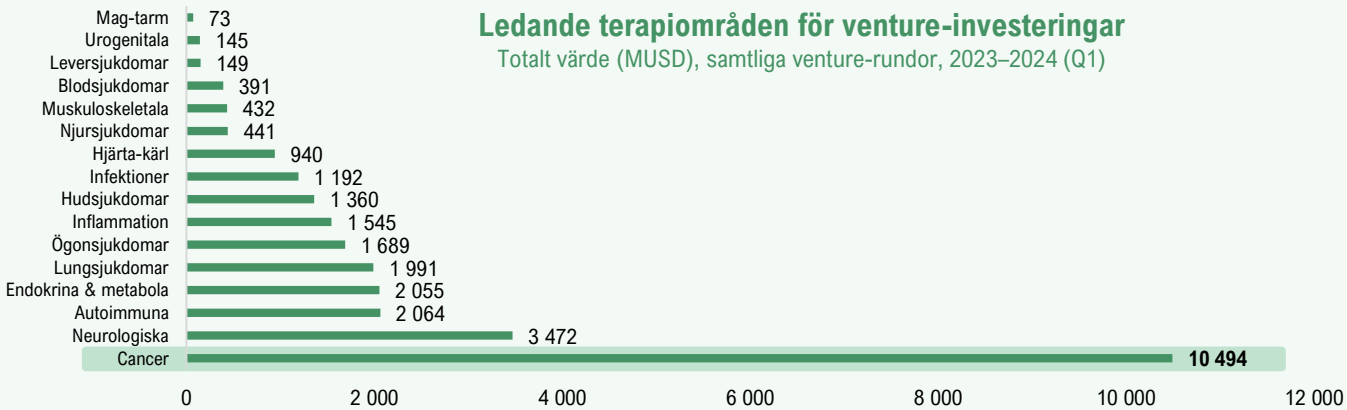
Större läkemedelsbolag genomför betydande upfront-investeringar trots de inneboende riskerna.
Median förskottsbetalning samt antal affärer per utvecklingsfas vid avtalstecknande, 2023–2025



Källa: DealForma.com, Analyst Group (illustration)

Cancer fortsätter att vara det ledande terapiområdet inom venture-finansiering. Under 2023-2024 (Q1) attraherade sektorn ca 10,5 mdUSD genom mer än 200 transaktioner, vilket motsvarar nästan tre gånger så mycket kapital som det näst största området, neurologi.[5] Detta belyser den starka investeraraptiten för onkologiska projekt och bekräftar att cancer är ett av de absolut mest attraktiva segmenten för nya affärer och partnerskap.

Ledande terapiområden för venture-investeringar
Totalt värde (MUSD), samtliga venture-rundor, 2023–2024 (Q1)



Källa: DealForma.com, Analyst Group (illustration)

[1]Diagnosing Bone Metastases in Breast Cancer: A Systematic Review (2025)
[2]WHO, Breast Cancer (2025)
[3]Breast Cancer Market Size and Forecast 2025 to 2034
[4]J.P. Morgan. Q2 2025 Biopharma Licensing and Venture Report
[5]DealForma. Venture Funding – Biopharma Therapeutics & Platforms – Q1 2024

Finansiell Prognos

Prognoserna utgår från OsteoDex

OsteoDex utgör kärnan i våra antaganden

Intäkts- och värderingsmodellen baseras uteslutande på huvudkandidaten OsteoDex i ett Base scenario. Övriga projekt exkluderas då de för närvarande befinner sig i preklinisk fas, varför deras kommersiella förutsättningar i nuläget anses begränsade men bör ses som optioner. SomaDex är vilande då rättigheterna till de historiska studierna inte längre innehas av DexTech, sedan en tidigare samarbetspartner förvärvades av ett annat läkemedelsbolag. En återstart förutsätter därför en ny fas I-studie, vilket gör att projektet betraktas som en långsiktig option i ett Base scenario.

Vi ser även ett potentiellt värde i plattformen GuaDex, som till stora delar är oexploaterad. Plattformen kan på sikt utgöra bas för nya projekt eller licensieras för specifika tillämpningar, men givet den höga osäkerheten kring indikation, utvecklingsväg och kommersialiseringsstrategi betraktar vi även en framtida utlicensiering av GuaDex som en option i våra prognoser.

Licensavtal utgör en central värdedrivare

Licensavtal: nyckelfaktor för att realisera potentialen

Vi anser att den kommersiella realiseringen av OsteoDex i praktiken är villkorad av att DexTech tecknar ett licensavtal. Bolaget saknar resurser att själva driva en fas III-studie, vilka är både finansiellt och organisatoriskt mycket omfattande. Sådana studier kräver betydande kapital, regulatorisk kompetens och global infrastruktur som i praktiken endast större läkemedelsbolag förfogar över, vilket gör en utlicensiering till en partner med tillräcklig kapacitet till det mest sannolika scenariot.

Vidare ser vi det som mest sannolikt att en potentiell partner licensierar OsteoDex för båda indikationerna som nu befinner sig på klinisk nivå (mCRPC och multipelt myelom), snarare än att begränsa avtalet till en enskild indikation. Ett bredare avtal ökar den kommersiella potentialen för båda parter, minskar komplexiteten kring IP-rättigheter och minimerar risken för att en partiell licens skulle minska projektets attraktionskraft för framtida samarbeten.

Analyst Group estimerar att DexTech kommer att ingå ett licensavtal som innefattar en initial upfrontbetalning, följt av milstolpsersättningar kopplade till kliniska och regulatoriska framsteg samt löpande royalty på framtida försäljning. Vidare estimerar vi att en presumtiv licenspartner åtar sig samtliga kostnader för kliniska studier, tillverkning, marknadsföring och försäljning. Realiseringen av det framtida värdet blir därmed i hög grad beroende av licenspartnerns förmåga att framgångsrikt föra kandidaten genom återstående utvecklingsfaser till marknadsgodkännande.

Licensgivare[1]	Licenstagare	År	Affärstyp	Upfront (MUSD)	Deal value (MUSD)	Rättigheter / Geografi	Royalty rate	Fas	Indikation
Algeta	Bayer	2009	Licensavtal	61	800	Globalt	Tiered, double-digit	Fas III	mCRPC
Genmab	Janssen	2012	Licensavtal	55	1 100	Globalt	Tiered, double-digit	Fas I/II	MM
Orion	Bayer	2014	Licensavtal	57	N/A	Globalt	Tiered, double-digit	Fas III	mCRPC
ABX GmbH	Endocyte	2017	Licensavtal	12	172	Globalt	Mid-teens	Fas III-redo	mCRPC
MorphoSys	I-Mab	2017	Licensavtal	20	119	Kina	Low double-digit	Fas I	MM
Karyopharm	Antengene	2018	Licensavtal	12	162	Kina/Asien	Tiered, double-digit	Fas II	MM
Genomsnitt				**36**	**471**				
Median				**38**	**172**				
DexTech		**2026/27E**	**Licensavtal**	**20**	**200**	**Globalt**	**10 %**	**Fas III-redo / Fas I-IIa**	**mCRPC & MM**

Tabellen ovan redovisar licensaffärer inom mCRPC och multipelt myelom som bedöms vara relevanta jämföranden med OsteoDex. Även om flera av transaktionerna genomfördes för 7–16 år sedan utgör de fortsatt rimliga referenspunkter, då de avser indikationer med liknande medicinska behov och en affärsstruktur jämförbar med DexTechs potentiella avtal.

En betydande andel av det totala affärsvärdet i dessa avtal består av milstolpsbetalningar som utfaller först vid uppnådda kliniska, regulatoriska eller kommersiella framsteg. Det innebär att det riskjusterade nuvärdet i regel utgör en betydligt mindre andel av det totala värde som anges vid avtalets ingående.

Ett av de mer aktuella licensavtalen, mellan ABX GmbH och Endocyte år 2017, avser samma indikation och kliniska fas (fas III-redo) som OsteoDex (mCRPC) och utgör därför en av de mest centrala jämförelsetransaktionerna. Även avtalen mellan MorphoSys/I-Mab (2017) och Karyopharm/Antengene (2018), avseende Kina respektive Asien, är relevanta referenspunkter då OsteoDex redan har substanspatent på dessa marknader.

[1]Publikt tillgänglig information från pressmeddelanden och årsredovisningar.

Finansiell Prognos

Flertalet övriga avtal omfattar globala rättigheter och avser kandidater i fas I–III, där licenstagaren i majoriteten av fallen har åtagit sig att bära kostnaderna för den fortsatta utvecklingen samt kommersialiseringen. Avtal med mer begränsade geografiska rättigheter, såsom de ovan nämnda i Asien, uppvisar däremot lägre deal values, vilket återspeglar skillnader i marknadspotential och riskexponering.

200 MUSD estimerat deal value 2026E

En faktor som talar för ett potentiellt högre avtalsvärde för DexTech än för ovan nämnda transaktioner är att våra prognoser inkluderar OsteoDex inriktning mot både mCRPC och multipelt myelom. Kombinationen av två betydande indikationer utökar det adresserbara marknadsvärdet och skapar ett mer attraktivt erbjudande för en licenstagare, vilket motiverar en premie jämfört med affärer som enbart avser en enskild indikation. Mot bakgrund av detta, och med särskild vikt vid ovan nämnda licensavtal, estimerar vi att DexTech ingår en global licensaffär för OsteoDex under år 2026, omfattande både mCRPC och MM, till ett totalt värde om 200 MUSD. Detta inkluderar en initial upfront-betalning om 20 MUSD samt milstolpsbetalningar kopplade till kliniska respektive försäljningsrelaterade framsteg. Därtill applicerar vi en sannolikhet om 70 % för att ett avtal faktiskt ingås, och riskjusterar respektive milstolpsbetalning utifrån den kumulativa sannolikheten för respektive utfall. Vidare estimeras en royalty intäkt om 10 % på framtida försäljning, vilket dock inte är inkluderat i ovan nämnda deal value.

Försäljningsprognos - mCRPC

Prevalens och adresserbar population (mCRPC)

För att uppskatta den adresserbara patientpopulationen för OsteoDex har vi avgränsat analysen till de marknader där DexTech i dagsläget har substanspatent: Kina, Japan, Kanada, Israel, Mexiko, Brasilien samt ett antal europeiska länder, inklusive Schweiz, Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Italien och Sverige.

GMP-patent estimeras på de marknader OsteoDex har godkänt substanspatent

Vidare utgår vi från antagandet att Bolaget successivt erhåller GMP-patent på dessa marknader, i linje med det patentskydd som beviljades av EPO (European Patent Office) i maj år 2025. Medan substanspatentet för OsteoDex löper ut år 2028, fungerar GMP-patentet, giltigt till år 2045, i praktiken som en förlängning av skyddet, då tillverkningsprocessen är mycket komplex att replikera för aktörer som utvecklar generika. Detta understryks av det faktum att DexTech investerade mer än fem år i att optimera GMP-syntesen, vilket väsentligt höjer inträdesbarriären för potentiella generikakonkurrenter. I nuläget är dock endast ett GMP-patent beviljat inom EU. Från och med år 2026 estimerar vi att Bolaget kommer att ansöka om motsvarande skydd på övriga marknader, där sannolikheten för beviljande framstår som god givet att det redan har godkänts av EPO.

Beräkningen av prevalensen av mCRPC bygger på fyra huvudantaganden. För det första används åldersstandardiserad prostatacancerincidens per 100 000 invånare i respektive region (exempelvis 60–80/100 000 i Västeuropa jämfört med 15–20/100 000 i Östasien), vilket ger en mer exakt uppskattning än globala schablonvärden.[1] För det andra antas ca 15 % av patienter med prostatacancer utveckla kastrationsresistent sjukdom (CRPC) inom fem år, i linje med rapporterade intervall om ca 10–20 %.[2] För det tredje utgår vi från att omkring 84 % av CRPC-patienterna redan vid diagnos har metastaser, huvudsakligen i skelettet, vilket definierar populationen med mCRPC.[2] För det fjärde beaktas medianöverlevnaden för CRPC, ca 14 månader, för att omvandla incidens till prevalens, dvs. det antal patienter som vid en given tidpunkt lever med mCRPC.[2] Genom denna metodik erhålls en uppskattning av den adresserbara mCRPC-populationen för DexTech, som utgör basen för våra försäljningsantaganden.

[1]WHO. Global Cancer Observatory
[2]Characterising the castration-resistant prostate cancer population: a systematic review (2011)

Marknader	Befolkning 2025 (k)	Nya PC-fall per år (%)	Nya PC-fall per år (k)	Andel CRPC (%)	Nya CRPC-fall per år (k)	Andel mCRPC (%)	Nya mCRPC-fall per år (k)	Medianöverlevnad mCRPC (år)	mCRPC-prevalens (k)
Kina	1 410 000	0,02%	212,9	15%	31,9	84%	26,8	1,2	31,3
Japan	122 000	0,02%	18,4	15%	2,8	84%	2,3	1,2	2,7
Kanada	40 000	0,07%	29,4	15%	4,4	84%	3,7	1,2	4,3
Israel	10 000	0,02%	2,4	15%	0,4	84%	0,3	1,2	0,4
Mexico	129 000	0,04%	51,3	15%	7,7	84%	6,5	1,2	7,5
Brasilien	216 000	0,06%	134,8	15%	20,2	84%	17,0	1,2	19,8
Schweiz	8 700	0,07%	5,7	15%	0,9	84%	0,7	1,2	0,8
Tyskland	84 000	0,07%	55,2	15%	8,3	84%	7,0	1,2	8,1
Frankrike	66 000	0,07%	43,4	15%	6,5	84%	5,5	1,2	6,4
Storbritannien	67 000	0,08%	55,5	15%	8,3	84%	7,0	1,2	8,2
Italien	59 000	0,05%	32,1	15%	4,8	84%	4,0	1,2	4,7
Sverige	10 500	0,08%	8,7	15%	1,3	84%	1,1	1,2	1,3
Totalt	**2 222 200**		**649,8**	**15%**	**97,5**	**84%**	**81,9**	**1,2**	**95,5**

Finansiell Prognos

Prisnivå (mCRPC)

Hög prisnivå för jämförbara läkemedels-kandidater

Prissättningen för etablerade behandlingar vid mCRPC varierar avsevärt mellan olika substansklasser. En studie genomförd på den tyska marknaden rapporterade att medianen för mCRPC-relaterade vårdkostnader per år uppgick till ca 53 tEUR, motsvarande ca 584 tSEK per år.[1] Ett viktigt förtydligande i sammanhanget är att dessa belopp definieras som alla kostnader som direkt är kopplade till mCRPC-behandling, inklusive vårdkostnader som är direkt relaterade till mCRPC. Bland annat rapporterades att docetaxel (cytostatika), vilket är ett vanligt behandlingsalternativ vid kemoterapi, i sammanhanget var relativt förmånligt prissatt, med behandlingskostnader om ca 20 tEUR (209 tSEK) per patient och år, medan modernare androgen-receptorhämmare såsom abirateron och enzalutamid låg i intervallet 53–55 tEUR (585-606 tSEK) per år. Senare behandlingslinjer, exempelvis cytostatikan cabazitaxel, är mer kostnadsdrivande och kan uppgå till ca 75 tEUR (840 tSEK) per år.

För att sätta ovan belopp i relation till det faktiska läkemedelspriset kan man titta närmare på läkemedlet Zytiga (abiraterone) innan patentet löpte ut år 2018. År 2015 uppgick det månatliga priset för Zytiga till 26 tSEK, motsvarande 312 tSEK per år.[2] I relation till det behandlingspris som angavs i den tyska studien för abiraterone, uppgående till ca 50,5 tSEK per månad och ca 606 tSEK per år, motsvarar den direkta läkemedelskostnaden för Zytiga ca 50 % av den totala mCRPC-relaterade vårdkostnaden. Med samma procentsats applicerad på medianen från den tyska studien om 53 tEUR/år, motsvarande ca 584 tSEK per år, skulle det således motsvara ett medianpris per läkemedel om 25 tSEK/mån, motsvarande 301 tSEK/år.

19 tUSD
Genomsnitts-pris/år

Med ovan i beaktning har vi estimerat ett baspris om ca 32 tUSD per patient och år, då USD är den vedertagna referensvalutan inom läkemedelsindustrin. Därefter justeras baspriset med marknadsspecifika prismultiplar, vilka speglar skillnader i betalningsförmåga och ersättningsnivåer mellan regioner. Slutligen viktas de justerade priserna mot respektive regions andel av den estimerade globala patientpopulationen för att erhålla ett genomsnittligt intäktspris per behandling. Denna metod ger ett viktat genomsnittligt pris om ca 19 tUSD, vilket vi inflationsjusterar med 2 % årligen.

Marknadsandel och förväntad tidslinje (mCRPC)

Behandlingslandskapet för metastaserad kastrationsresistent prostatacancer (mCRPC) är fragmenterat och saknar en enhetlig behandlingsordning. Terapivalen styrs i hög grad av onkologens bedömning, och behandling sker ofta i flera behandlingslinjer, där nya läkemedel introduceras när sjukdomen inte längre svarar på tidigare terapi. Flertalet etablerade läkemedel, framförallt androgenreceptorhämmare (ARPI) såsom abirateron och enzalutamid, används tidigt, ibland redan före kastrationsresistens. Detta gör att alternativen ofta förbrukas snabbt, och resistens mot ett preparat kan ge korsresistens mot andra i samma klass, vilket begränsar det fortsatta spelrummet. I mogna marknader dominerar ARPI förstalinjen (ca 60–75 % av patienterna), medan docetaxel och övriga cytostatika i regel används senare.[3] Mer specialiserade terapier, såsom radium-223, cabazitaxel, PARP-hämmare och radioligander (Pluvicto), ges främst till selekterade patientgrupper eller vid senare sjukdomsstadier, vilket understryker behovet av nya verkningsmekanismer.

Fas IIb-studien av OsteoDex visade lovande resultat även hos patienter som inte längre svarade på behandlingar som docetaxel, abirateron, enzalutamid eller radium-223: drygt hälften hade stabil sjukdom och omkring en tredjedel minskad tumörbörda, samtidigt som säkerhetsprofilen var god. Dessa data stödjer antagandet att substansen kan fylla ett betydande behandlingsgap. Möjligheten att kombineras med befintliga terapier utan att öka biverkningsbördan är en viktig fördel för en patientgrupp där livskvalitet väger tungt. En ytterligare konkurrensfördel är att OsteoDex kan ges när som helst i behandlingskedjan, vilket gör det till ett kompletterande, snarare än konkurrerande, alternativ gentemot etablerade terapier.

7,5 %
Marknadsandel (peak)

Då adoption av nya behandlingar ofta styrs mer av onkologers förtroende och kliniska erfarenhet än av en strikt behandlingsalgoritm, bedömer Analyst Group att OsteoDex kommer introduceras gradvis, men på sikt kan etablera en solid marknadsposition, där vi estimerar en marknadsandel (peak) om 7,5 %, vilken förväntas skalas upp successivt.

År 2029/30 förväntas kandidaten nå marknadsgodkännande och börja generera intäkter. Under perioden 2029/30–2033/34 estimeras en uppskalningsfas, följd av en mognadsfas mellan åren 2034/35 och 2043/44. Från och med år 2045 bedöms intäkterna därefter falla kraftigt i samband med att GMT-patentet löper ut.

[1] Treatment-Related Healthcare Costs of Metastatic Castration-Resistant Prostate Cancer in Germany: A Claims Data Study (2021)
[2] TLV (2015)
[3] Real-world treatment patterns and survival outcomes in men with metastatic castration-resistant prostate cancer in Finland: a national, population-based cohort study (2025)

Försäljningsprognos – (MM)

Prevalens och adresserbar population (MM)

I likhet med beräkningen av prevalens för mCRPC utgår vårt grundantagande från att Dextech successivt erhåller GMP-patent i samma länder som OsteoDex för närvarande har godkänt substanspatent: Kina, Japan, Kanada, Israel, Mexiko, Brasilien samt i ett antal europeiska länder, inklusive Schweiz, Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Italien och Sverige. Utifrån incidens per 100 000 invånare i respektive region härleds den prevalensnivå som OsteoDex förväntas adressera. Kanada, Storbritannien och Norden uppvisar relativt höga prevalensnivåer om ca 4–5/100 000, medan Kina och övriga delar av Asien ligger lägre, ca 1–2/100 000.[1] Sammantaget uppskattas den adresserbara prevalensen till ca 38k patienter år 2025 på de marknader där OsteoDex förväntas bli tillgängligt.

Prisnivå (MM)

Melfalan har historiskt varit en grundpelare i behandlingen av multipelt myelom, men då patentet sedan länge löpt ut och generika finns på marknaden är preparatet inte en relevant prisreferens för nya läkemedel. I dag utgör kombinationer av proteasomhämmare (PIs), immunmodulerande läkemedel (IMiDs) och monoklonala antikroppar standardbehandling vid multipelt myelom. Den genomsnittliga prisnivån för en behandling av multipelt myelom kan variera mellan 1,2 tUSD och 6,3 tUSD per månad beroende på vilken fas i sjukdomen patienten befinner sig i, där den totala kostnaden låg inom intervallet 126–256 tUSD per patient och år.[2] De mest kostsamma alternativen, såsom CAR-T eller bispecifika antikroppar, kan kosta uppemot 355–395 tUSD per patient och år.[3] Ytterligare ett exempel är en kombination som ofta används i andra behandlingslinjen: Kyprolis (karfilzomib), som är en proteasomhämmare, i kombination med Revlimid (lenalidomid), en immunmodulerare, samt dexametason. Enligt TLV:s hälsoekonomiska analys uppgår kostnaden för Kyprolis till ca 51 tSEK i cykel 1, 54 tSEK i cykel 2–12 och 36 tSEK i cykel 13–18, motsvarande totalt ca 861 tSEK för en behandlingsomgång. Revlimid kostar därtill ca 47 tSEK per cykel, vilket summerar till ca 846 tSEK för 18 cykler.[4]

29 tUSD
Genomsnitts-pris/år

Givet det breda spannet som råder avseende prisnivåer väljer vi att ta en något mer konservativ ansats och utgå från ett baspris om ca 50 tUSD per patient och år. För att ta hänsyn till skillnader i betalningsförmåga beräknas ett genomsnittligt viktat pris: baspriset justeras med prismatchningsfaktorer för respektive region och vägs sedan mot varje marknadsandel av den globala patientpopulationen. Sammantaget ger detta en uppskattad prisnivå om ca 29 tUSD per behandling och år, inflationsjusterat med 2 % årligen.

Marknadsandel och förväntad tidslinje (MM)

I den pågående fas I–IIa-studien på patienter som genomgått 1–5 tidigare behandlingslinjer har OsteoDex uppvisat en genomgående initial behandlingsrespons, där samtliga patienter övergått från progressiv till stabil sjukdom under behandling. Säkerhetsprofilen har varit gynnsam utan signifikanta ODX-relaterade biverkningar, och uppföljningsdata indikerar att en majoritet av patienterna kvarstår i stabil sjukdom efter avslutad behandling, med effekt i vissa fall upp till sex månader utan ytterligare cancerterapi. Prekliniska data har dessutom visat att OsteoDex har en starkare celldödande effekt på myelomceller än melfalan, samtidigt som säkerhetsprofilen är betydligt mer gynnsam. Sammantaget understryker detta potentialen för OsteoDex att fylla ett viktigt behandlingsgap för patienter som förbrukat etablerade alternativ.

5 %
Marknadsandel (peak)

Vi bedömer därför att substansen initialt kommer att positioneras i senare behandlingslinjer, där behovet av nya mekanismer är som störst. Kombinationen av en ny verkningsmekanism, låg toxicitet och möjlighet till kombinationsbehandling gör att läkemedlet på sikt kan etablera sig som ett relevant alternativ, där vi estimerar en marknadsandel (peak) om 5 %, vilken förväntas skalas upp successivt.

Givet att substansen befinner sig i fas I–IIa förväntas det dröja till år 2031/32 innan OsteoDex (MM) kan nå marknadsgodkännande och börja generera intäkter. Under perioden 2033/34–2035/36 estimeras en uppskalningsfas, följd av en mognadsfas mellan åren 2036/37 och 2043/44. Från och med år 2045 bedöms intäkterna därefter falla kraftigt i samband med att GMP-patentet löper ut.

[1] WHO. Global Cancer Observatory
[2] Managing Financial Costs of Multiple Myeloma (2022)
[3] FDA Approves First Bispecific Antibody for Multiple Myeloma (2022)
[4] TLV (2020)

Finansiell Prognos

Likelihood of approval (LoA)

En central parameter vid utvärderingen av läkemedelskandidater under klinisk utveckling är sannolikheten för framgång (Probability of Success, PoS) i respektive fas samt den kumulativa sannolikheten för marknadsgodkännande (Likelihood of Approval, LoA). LoA är därmed en nyckelkomponent vid riskjustering av framtida intäktsströmmar och kassaflöden, då den beaktar den inneboende osäkerheten i kliniska studier. Vid fastställandet av LoA för DexTechs respektive indikationer har vi beaktat data från såväl hela spektrumet av terapiområden som mer specifika uppgifter avseende onkologi.[1]

PoS	Fas I → Fas II	Fas II → Fas III	Fas III → Reg. ansökan	Godkännande	LoA
Samtliga terapiområden	52,0%	28,9%	57,8%	90,6%	7,9%
Onkologi	48,8%	24,6%	47,7%	92,0%	5,3%
OsteoDex (mCRPC)	100%	100%	47,7%	92,0%	43,9%
OsteoDex (MM)	100%	35,0%	47,7%	92,0%	15,4%

För OsteoDex (mCRPC), som har genomgått en fas IIb-studie och står inför fas III, tillämpar vi en LoA i nivå med genomsnittet för onkologiska projekt, det vill säga 43,9 %. För OsteoDex (MM) applicerar vi en PoS om 100 % för fas I–IIa-studien, där samtliga patienter är färdigbehandlade och det primära målet avseende säkerhet och tolerabilitet är uppfyllt. För steget fas II till fas III höjer vi PoS från onkologisnittet om 24,6 % till 35 %, motiverat av att samtliga patienter svarat på behandlingen och att drygt 70 % bibehållit responsen efter avslutad behandling. Att en större fas IIb alltjämt krävs motiverar dock en fortsatt låg nivå. Detta ger en LoA om 15,4 % för multipelt myelom. I takt med att projekten framgångsrikt avancerar genom de kliniska utvecklingsstegen justeras LoA successivt uppåt och beaktas i prognos-erna när fortsatt progression har verifierats.

[1]Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011–2020

Sammanfattning av intäktsprognos

Vi estimerar att DexTech under slutet av räkenskapsåret 2026/2027 tecknar ett globalt licensavtal för OsteoDex inom både mCRPC och MM, med ett estimerat avtalsvärde om 200 MUSD. Strukturen antas bestå av en upfront-betalning om 20 MUSD samt milstolpsersättningar kopplade till regulatoriska framsteg och kommersiell utveckling. För att reflektera den binära risken i avtalsförhandlingarna tillämpar vi en sannolikhet om 70 % för att ett avtal faktiskt sluts, och riskjusterar därefter samtliga milstolpsbetalningar utifrån den kumulativ sannolikheten. Royaltyintäkter estimeras uppgå till 10 % av framtida försäljning, men ingår inte i ovan nämnda deal value.

På indikationsnivå förväntas OsteoDex (mCRPC) generera intäkter från år 2029/30, med en successiv uppskalning fram till en marknadsandel (peak) om 7,5 %. OsteoDex för behandling av MM bedöms nå marknaden år 2031/32 och på sikt etablera en marknadsandel (peak) om 5 %. Slutligen riskjusteras intäktsströmmarna med en LoA om 44 % för mCRPC och 15 % för MM.

OsteoDex (mCRPC)

95,5 k patienter
Prevalens 2025E

7,5 %
Marknadsandel (peak)

19 tUSD
Per patient/år

43,9 %
LoA

OsteoDex (MM)

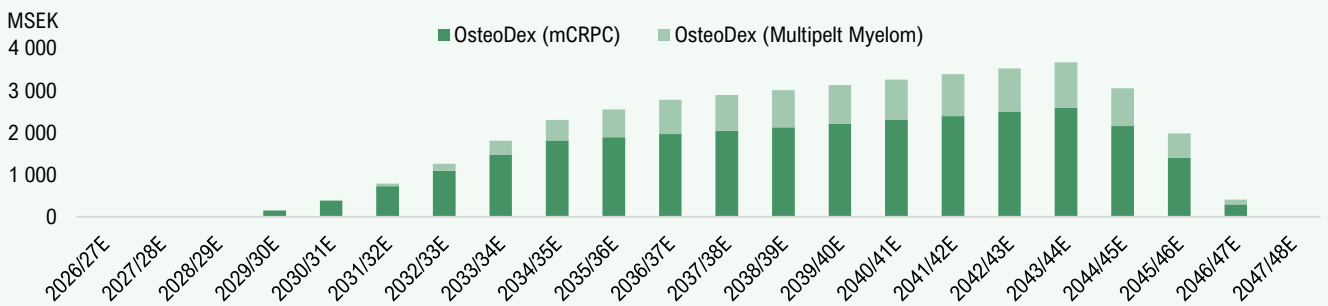
38 k patienter
Prevalens 2025E

5 %
Marknadsandel (peak)

29 tUSD
Per patient/år

15,4 %
LoA

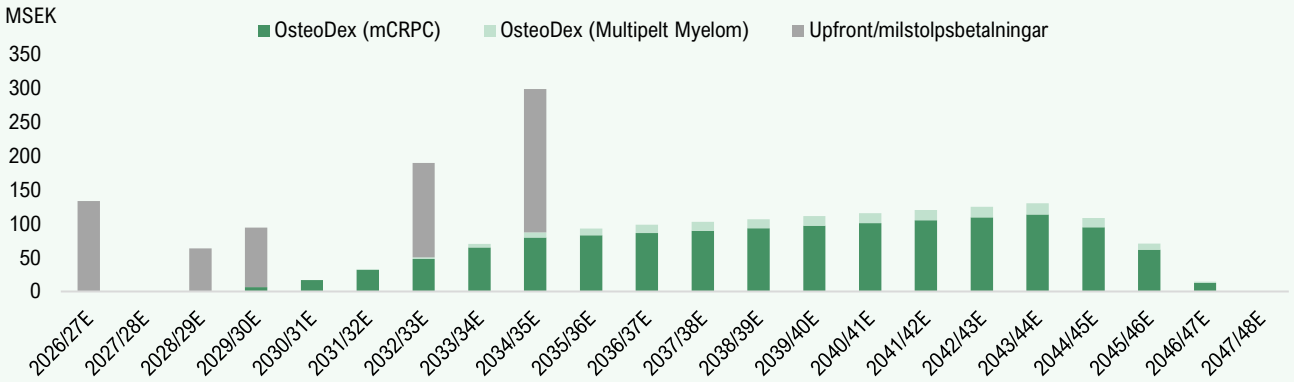
Bruttoförsäljning (före avdrag för royalties och LoA)



Källa: Analyst Groups prognoser

Finansiell Prognos

Riskjusterade royalties och milstolpsbetalningar



Källa: Analyst Groups prognoser

Kostnadsbas

Dextech har historiskt bedrivit verksamheten med en begränsad kostnadsmassa och en disciplinerad kostnadskontroll. Den största kostnadsposten har bestått av övriga externa kostnader, huvudsakligen hänförliga till IP-hantering, regulatorisk processer samt sjukhusrelaterade kostnader. Sedan räkenskapsåret 2018/19 har dessa varierat mellan ca 2-10 MSEK, där högre nivåer sammanfallit med intensiva kliniska faser, framförallt fas IIb-studien avseende mCRPC. Övriga externa kostnader uppgår LTM till ca 5,2 MSEK, främst kopplat till MM-studien (fas I–IIa).

Uppvisat disciplinerad kostnadskontroll historiskt

Vidare består Bolagets rörelsekostnader av personalkostnader, i dagsläget löner till VD och CFO, samt avskrivningar på aktiverat utvecklingsarbete. Personalkostnaderna har sedan år 2018/19 i genomsnitt uppgått till ca 0,8 MSEK årligen, vilket understryker Bolagets låga fasta kostnadsnivå. Rörelsekostnaderna har därmed i huvudsak varit en funktion av kliniska milstolpar snarare än strukturella åtaganden, vilket vittnar om en stark kostnadsdisciplin.

Framgent estimerar vi att en framtida licenspartner bär kostnaderna för fortsatt klinisk utveckling, tillverkning, marknadsföring och distribution av OsteoDex. När fas I–IIa-studien inom MM avslutas förväntas övriga externa kostnader gradvis minska, medan personalkostnader estimeras öka marginellt till följd av högre administrativa krav. Efter ett potentiellt licensavtal bedömer vi att Bolagets löpande kostnader i huvudsak kommer att utgöras av ledningslöner, IP-förvaltning, bolagsstyrning och noteringskostnader, och att kostnadsbasen stabiliseras på ca 5–6 MSEK per år.

Finansiell position

DexTech är i dagsläget ett forskningsbolag utan intäkter och har historiskt varit beroende av externt kapital för att finansiera verksamheten. Den senaste kapitalanskaffningen genomfördes år 2021 via en företrädesemission som tillförde en nettolikvid om ca 37 MSEK. Vid utgången av Q4-25/26 uppgick kassan till ca 8,6 MSEK, och det negativa fria kassaflödet uppgick under det fjärde kvartalet till ca -1,5 MSEK (-0,9), motsvarande ca -0,5 MSEK per månad. På LTM-basis uppgår motsvarande siffra till -6,1 MSEK, vilket motsvarar ca -0,5 MSEK per månad.

Bedöms vara finansierade tills mitten av år 2028

I bokslutskommunikén upprepade Bolaget att befintlig likviditet bedöms finansiera verksamheten till utgången av år 2028, vilket implicerar en kapitalförbrukning om ca -0,29 MSEK per månad. Den senaste tidens högre burn rate (-0,51 MSEK/mån LTM) bedömer Analyst Group som tillfällig och hänförlig till MM-studiens slutfas. Vi estimerar att kapitalförbrukningen successivt sjunker framgent, om än något mitigerad av ökade kommersiella aktiviteter kopplade till intensifierade partnerdialoger. Under dessa antaganden bedöms DexTech vara finansierat till Q2-28, motsvarande en estimerad genomsnittlig kapitalförbrukning om ca -0,35 MSEK per månad.

Det kan dock inte uteslutas att ytterligare kapitalanskaffning blir nödvändig, exempelvis om ett licensavtal drar ut på tiden eller om kostnader relaterade till detta ökar mer än estimerat.

Värdering

Värdering: rNPV-modell

Värderingen av DexTech baseras på en riskjusterad nuvärdesmodell (rNPV), där estimerade royaltyintäkter och milstolpsbetalningar riskjusteras för sannolikheten att projekten når marknaden (LoA), för att därefter diskonteras till nuvärde med en applicerad diskonteringsränta (WACC). Efter avdrag för prognostiserade kostnader härleds NOPAT, som ligger till grund för de riskjusterade fria kassaflödena.

Med hänsyn till DexTechs affärsmodell, att utlicensiera Bolagets läkemedelskandidater senast efter fas II till etablerade aktörer med tillräckliga resurser för fortsatt klinisk utveckling och kommersialisering, bedöms DexTech inte behöva göra några investeringar i produktionsrelaterade tillgångar. Rörelsekapitalet antas huvudsakligen drivas av variationer i kundfordringar och väntas över tid ha en marginell nettoeffekt, då DexTech inte bedöms inneha vare sig produktion eller lager.

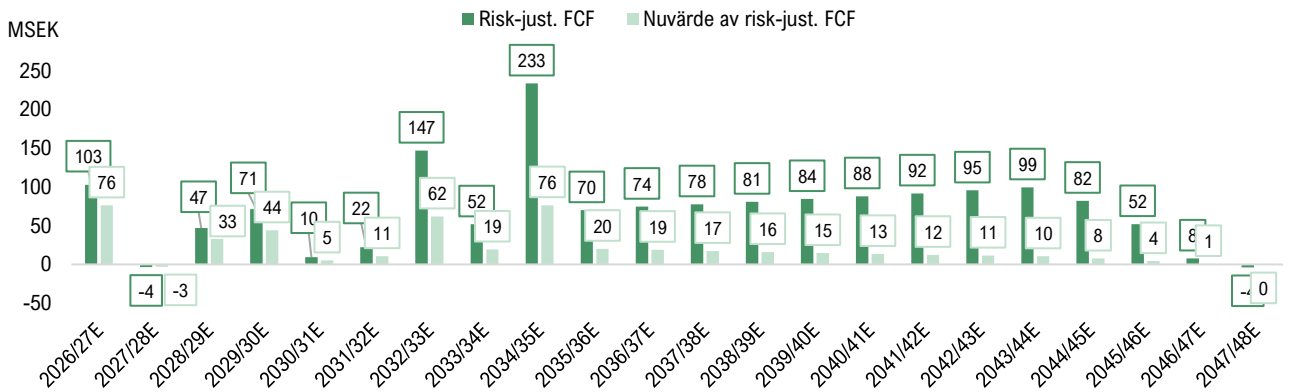
Nuvärdesberäknade riskjusterade framtida kassaflöden

25,9 kr
Base scenario

För att beräkna nuvärdet av de riskjusterade kassaflödena appliceras en diskonteringsränta (WACC) om 13,5 %, vilken bl.a. inkluderar en småbolagsrabatt hänförlig till DexTechs marknadsvärde. Genom att diskontera samtliga riskjusterade framtida kassaflöden och beakta den aktuella kapitalstrukturen uppgår det nuvärdesberäknade marknadsvärdet till ca 479 MSEK, motsvarande 25,9 kr per aktie.

Tidsaspekten får en betydande påverkan på nuvärdet av de estimerade riskjusterade fria kassaflödena.

Estimerade riskjust. FCF samt diskonterade riskjust. FCF, Base scenario 2026/27E-2047/48E



Källa: Analyst Groups prognoser

Känslighetsanalys

För att belysa känsligheten i de olika antaganden som ingår i rNPV-modellen har en känslighetsanalys genomförts avseende mCRPC, då det utgör lejonparten av värderingen. Då DexTech bedöms generera merparten av Bolagets fria kassaflöden först längre fram har WACC en betydande påverkan på värderingen. Vidare har den estimerade marknadsandelen (peak) en tydlig effekt, särskilt då den förväntade penetrationsgraden ligger på ensiffrig nivå. Mindre variationer i royaltysatsen påverkar även nuvärdet av DexTech, om än i något lägre utsträckning än marknadsandelen.

Givet modellens komplexitet och det faktum att det framtida marknadsvärdet är känsligt för flera centrala antaganden finns ett visst utrymme för felmarginal. Värderingen bör därför betraktas som en indikation på den framtida potential som OsteoDex bedöms ha, snarare än som en absolut sanning.

Marknadsandel (peak)

WACC	5,5%	6,5%	7,5%	8,5%	9,5%
11,5%	26,0	27,9	29,8	31,7	33,6
12,5%	24,3	26,0	27,8	29,5	31,2
13,5%	22,8	24,4	**25,9**	27,5	29,0
14,5%	21,4	22,8	24,3	25,7	27,1
15,5%	20,2	21,5	22,8	24,0	25,3

Royalty rate

WACC	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
11,5%	27,0	28,4	29,8	31,2	32,7
12,5%	25,2	26,5	27,8	29,0	30,3
13,5%	23,6	24,8	**25,9**	27,1	28,2
14,5%	22,2	23,2	24,3	25,3	26,3
15,5%	20,9	21,8	22,8	23,7	24,7

Värdering

Relativvärdering

Utvalda peers inom samma indikations-områden som OsteoDex

För att sätta DexTechs nuvarande värdering i kontext har Analyst Group genomfört en jämförelse med ett urval av noterade bolag med läkemedelskandidater inom OsteoDex primära indikationsområden. Det är väsentligt att understryka att det föreligger strukturella skillnader mellan DexTech och jämförelsebolagen, avseende klinisk fas, portföljbredd, verkningsmekanism, samarbetsavtal samt geografisk marknads-exklusivitet. Trots dessa skillnader bedömer vi att jämförelsen är relevant, då den illustrerar det betydande värderingsspann som kännetecknar onkologisegmentet och samtidigt belyser den underliggande potentialen i termer av marknadsvärde. Jämförelsen ska dock betraktas som en kompletterande indikator för att bedöma i vilken utsträckning DexTechs värdering kan anses motiverad.

En närmare analys indikerar ett mönster där högre klinisk mognadsgrad tenderar att återspeglas i högre marknadsvärden, men sambandet är inte helt linjärt. Telix och Arcellx, vars huvudkandidater befinner sig i fas II–III, handlas exempelvis till väsentligt högre värderingar än nordiska aktörer såsom ESSA Pharma, vilka ännu befinner sig i tidig klinisk fas (I/II). Detta ligger i linje med att en övervägande andel fas I-bolag inte når marknadsgodkännande, vilket motiverar lägre värdering i detta skede.

I detta urval av jämförelsebolag är aktörer med huvudkandidater inom mCRPC färre (3) än motsvarande inom multipelt myelom (4). Trots att mCRPC-bolagen generellt sett befinner sig i tidigare kliniska faser, uppvisar de betydande marknadsvärden, där medianen uppgår till 11 538 MSEK. För multipelt myelom är spridningen större, både i klinisk fas och värdering, där medianen uppgår till 551 MSEK. En tydlig geografisk värderingsskillnad framträder också, där amerikanska bolag generellt handlas till väsentligt högre nivåer än nordiska motsvarigheter, även vid motsvarande klinisk fas.

Sammanfattningsvis visar relativvärderingen på en markant diskrepans i marknadsvärde mellan jämförelsebolagen. Det som framträder är att medianbolaget i urvalet (564 MSEK) handlas till en högre värdering än DexTech (187 MSEK), trots att DexTech befinner sig i den övre delen av den kliniska mognadsskalan med en avslutad fas II-studie inom mCRPC samt en fas I-IIa-studie inom MM som befinner sig i slutskedet. Mot bakgrund av detta, tillsammans med OsteoDex lovande kliniska resultat, dess differentierade verkningsmekanism och det betydande medicinska behovet inom Bolagets målindikationer, bedömer Analyst Group att DexTechs nuvarande värdering framstår som omotiverat låg.

Bolag	Börsvärde (MSEK)	Huvudkandidat	Indikation	Klinisk fas (huvudkandidat)
Oncopeptides	720,0	Pepaxti (melflufen)	Multipelt myelom	EU-godkänd (2022)
Active Biotech	133,9	Tasquinimod	Multipelt myelom	Fas IIa avslutad (2025)
BerGenBio	407,2	Bemcentinib (AXL-hämmare)	AML/NSCLC	Fas II avslutad (2023)
ESSA Pharma	90,7	Masofaniten	mCRPC	Pågående Fas I/II
Telix Pharmaceuticals	38 025,8	TLX591 (177Lu-rosopatamab tetraxetan)	mCRPC (PSMA-positiv)	Pågående Fas III
Janux Therapeutics	11 539,2	JANX007	mCRPC	Pågående Fas I
Arcellx	64 146,8	Anitocabtagene autoleucel (anito-cel)	Multipelt myelom	Fas II pågår, Fas III initierad
Karyopharm Therapeutics	382,7	Selinexor (Xpovio)	Multipelt myelom	Marknadsgodkänd (2019/2020)
Genomsnitt	**14 430,8**			
Median	**563,6**			
DexTech	**184,9**	**OsteoDex**	**mCRPC, Multipelt myelom**	**Fas IIb avslutad, pågående Fas I-IIa**

Värdering: Sammanfattning

25,9 kr per aktie Base scenario

Sammanfattningsvis härleder vi, med stöd av rNPV-modellen, en applicerad WACC om 13,5 % samt beaktande av kapitalstrukturen, ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om ca 479 MSEK, motsvarande 25,9 kr per aktie. Relativvärderingen ger även understöd till ovan, där medianbolaget i jämförelsegruppen inom mCRPC och multipelt myelom handlas till ett marknadsvärde om 564 MSEK.

Även om realiseringen av värdet i DexTechs läkemedelsportfölj är beroende av ett licensavtal, och därmed binärt till sin natur, bedömer vi att potentialen i Bolagets forskningsportfölj i dagsläget inte återspeglas i marknadsvärdet. OsteoDex har uppvisat lovande resultat i fas IIb-studien inom mCRPC och har utvärderats i en fas I-IIa-studie inom multipelt myelom, vilken hittills indikerat positiva kliniska resultat. Utöver OsteoDex tillkommer ett optionselement i den egenutvecklade plattformen GuaDex, som i dagsläget till stora delar är oexploaterad och därmed utgör en potentiell långsiktig värdedrivare. Behovet av nya behandlingsalternativ inom de cancerformer som OsteoDex adresserar, med potential att både minska biverkningar och förlänga överlevnaden, gör enligt vår bedömning DexTech till en attraktiv investering med en tydligt asymmetrisk risk/reward-profil.

Bull & Bear

Bull scenario

I ett Bull scenario antas den samlade kliniska evidensen från fas IIb-studien inom mCRPC samt fas I–IIa-studien inom multipelt myelom tydligt bekräfta OsteoDex breda mekanistiska relevans i tumörformer med skelettinvolvering. Den indikationsöverskridande valideringen reducerar den projektövergripande utvecklingsrisken och stärker den strategiska rationalen för vidare klinisk expansion.

För båda indikationerna estimeras högre marknadsandelar, starkare prissättning samt mer fördelaktiga royaltyvillkor än i Base scenariot. Kombinationen driver upp det riskjusterade värdet av de estimerade intäktsströmmarna och resulterar i ett estimerat deal value om 500 MUSD, över genomsnittet för jämförbara licensaffärer. Sannolikheten för att DexTech ingår ett licensavtal estimeras till 85 %, motiverat av den breddade kliniska valideringen och den därmed förbättrade kommersiella attraktionskraften.

Det högre värdet reflekterar även en ökad sannolikhet att en extern part utvärderar projektet i ett bredare strategiskt sammanhang. GuaDex-plattformens tillämpbarhet över flera indikationer, i kombination med en differentierad verkningsmekanism och adressering av ett betydande medicinskt behov, förväntas motivera intresse för hela portföljen snarare än en enskild indikation. I ett sådant scenario ökar även sannolikheten för en strukturellt större transaktion eller ett potentiellt förvärv, vilket skulle kunna motivera en substantiell värderingspremie.

73,4 kr
per aktie
Bull scenario

Baserat på rNPV-modellen, en WACC om 13,5 % samt beaktande av kapitalstrukturen, erhålls ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om 1 357 MSEK, motsvarande 73,4 kr per aktie.

Bear scenario

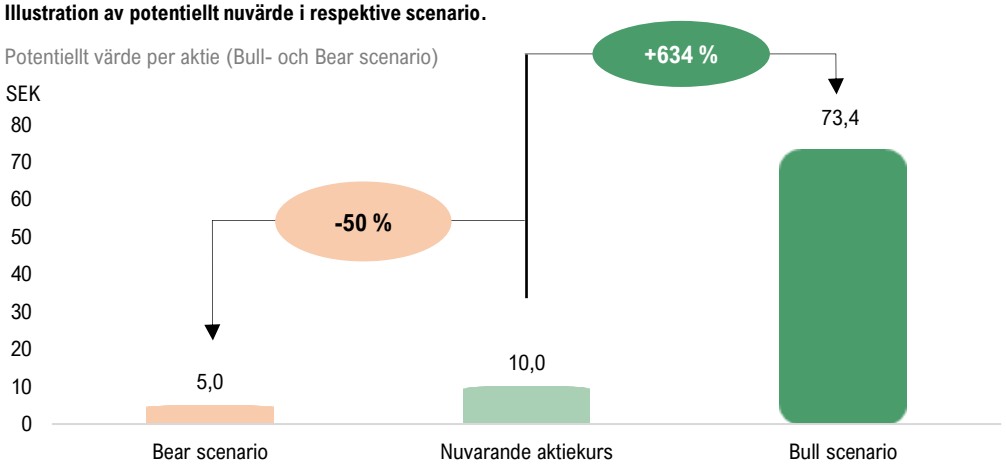
I ett Bear scenario antas den kliniska grunden för OsteoDex vara intakt, givet den solida datan från fas IIb-studien inom mCRPC samt fas I–IIa-studien inom multipelt myelom. Däremot antas Bolaget inte lyckas omsätta den positiva kliniska valideringen i ett licensavtal inom förväntad tidsram. Då DexTech inte avser att själv finansiera nästa kliniska steg är den fortsatta utvecklingen i hög grad beroende av en extern partner.

I detta scenario estimeras sannolikheten för ett licensavtal till 45 %. En utdragen process antas pressa Bolagets finansiella position och potentiellt medföra kapitalanskaffning på mindre fördelaktiga villkor, vilket även försvagar förhandlingsstyrkan. Ett eventuellt avtal antas därför ske till reducerade villkor, med lägre royaltynivåer (7,5 %) och ett totalt deal value om 100 MUSD. Geografiskt begränsas exklusiviteten till Europa, medan andra nyckelmarknader uteblir, vilket leder till lägre marknadsacceptans, begränsad penetration och mer pressad prisnivå jämfört med Base scenariot.

5,0 kr
per aktie
Bear scenario

Sammantaget återspeglar Bear scenariot en ökad binär risk kopplad till partnerberoendet, snarare än en försämrad klinisk riskprofil. Baserat på rNPV-modellen, en WACC om 13,5 % samt beaktande av kapitalstrukturen, erhålls ett nuvärdesberäknat marknadsvärde om 92 MSEK, motsvarande 5,0 kr per aktie.

Illustration av potentiellt nuvärde i respektive scenario.



Källa: Analyst Groups prognoser

Ledning & Styrelse

Anders R. Holmberg, Verkställande Direktör

Anders är grundare av DexTech tillsammans med Sten Nilsson och har varit styrelseledamot och VD sedan Bolaget bildades år 2004. Han är Med.dr. från Uppsala universitet och kemiingenjör med specialist-kompetens inom glykosylerings- och konjugeringskemi och har närmare 40 års erfarenhet inom dessa områden, inklusive processutveckling. Holmberg arbetade vid Pharmacia Corporation 1978–1997 och därefter som utvecklingsdirektör vid MAP Medical Applied Products AB/Oy 1999–2003 samt som VD för MAP AB 2001–2003. Han har publicerat över 90 vetenskapliga artiklar. **Innehav:** 1 573 227 aktier privat.

Sten Nilsson, Chief Medical Officer (CMO)

Sten Nilsson är medgrundare av DexTech, läkare och professor emeritus vid Karolinska Institutet. Han är en internationellt erkänd auktoritet inom urologisk onkologi, särskilt prostatacancer. Med över 40 års klinisk erfarenhet har Prof. Nilsson ett omfattande internationellt nätverk inom området, och som kliniker har han daglig kontakt med cancerpatienter. Han har bred erfarenhet av design och ledning av kliniska studier på nya cancerläkemedel, inklusive Algeta/Bayers fas I, II och III av Alpharadin (nu marknadsfört som Xofigo). Han har publicerat mer än 200 vetenskapliga artiklar. **Innehav:** 1 432 724 aktier privat.

Gösta Lundgren, CFO & IR-ansvarig

Gösta har varit CFO i DexTech sedan år 2013. Han är civilekonom och har en Jur.kand. från Uppsala universitet. Gösta har sedan år 1993 varit verksam som konsult via egna företag med tonvikt på koncern-redovisning, huvudsakligen för noterade bolag. Dessförinnan var han ekonomichef i Korbe Fastigheter KB och Max Matthiessen AB samt revisor vid Osborne Johnson Revisionsbyrå AB. **Innehav:** 1 070 580 aktier privat samt 30 761 aktier via det helägda bolaget ICR Services AB

Andreas Segerros, Styrelseordförande

Andreas är sedan år 2022 styrelseordförande i DexTech. Han har lång och gedigen erfarenhet av ledande befattningar inom den internationella läkemedelsindustrin, med uppdrag i Europa, USA och Japan. **Innehav:** 100 000 optioner.

Svante Wadman, Styrelseledamot

Svante har en Fil.kand. i företagsekonomi, nationalekonomi och statistik och är verksam som konsult inom fastighetsutveckling. Vid 33 års ålder blev han den yngsta VD:n i ett noterat bolag, Fastighets AB Fortet. Han har även varit VD i flera större fastighetsbolag, däribland AB Bootes, ett dotterbolag till Custos, samt VD för GE Capital Real Estate, där han framgångsrikt etablerade verksamheten på den svenska och danska marknaden 1996–2001. Under 2011/2012 var Svante även VD för HQ AB. **Innehav:** 3 969 369 aktier privat och via bolag.

Per-Olov Asplund, Styrelseledamot

Per är utbildad vid Stockholms universitet i företagsekonomi, nationalekonomi och fastighetsrätt och har varit verksam inom fastighetsbranschen under större delen av sitt yrkesliv. Tillsammans med en kollega har han sedan år 1999 byggt upp Ramsbury Property AB, som ägs av Stefan Persson, styrelseordförande och huvudägare i H&M, till ett internationellt fastighetsbolag med fastigheter i Sverige, England, Tyskland och Frankrike och med ett fastighetsvärde om ca 20 mdSEK. **Innehav:** 104 633 aktier privat.

Rolf Eriksson, Styrelseledamot

Rolf är jur.kand. från Lunds universitet och har mer än 35 års erfarenhet av svensk och internationell affärsjuridik. Han har tidigare varit verksam som advokat, bl.a. vid Advokatfirman Vinge AB och Advokatfirman Weste AB, samt som VD i ByggVesta AB. Rolf har omfattande erfarenhet av styrelsearbete i noterade och onoterade bolag och har bl.a. varit styrelseledamot i MultiQ International AB, samt styrelseordförande i ZetaDisplay AB. **Innehav:** 119 864 aktier privat.

Peter Benson, Styrelseledamot

Peter är utbildad i företagsekonomi vid Lunds universitet och har vidareutbildning från University of California, USA, samt IMD i Schweiz. Han har mångårig erfarenhet från den globala life science-sektorn som investerare, grundare, styrelseledamot och i ledande befattningar, inklusive i tio börsnoterade bolag. Han ledde bildandet av Sunstone Life Science Ventures och var dess Managing Partner 2007–2019. Bland tidigare roller märks Head of Life Science Ventures vid Vækstfonden, President Hospital Care och Senior VP vid Pharmacia AB samt Executive VP Marketing & Sales vid Kabi Pharmacia Parenterals. **Innehav:** 100 000 optioner privat.

Appendix

Base scenario	26/27E	27/28E	28/29E	29/30E	30/31E	31/32E	32/33E	33/34E	34/35E	35/36E	36/37E	37/38E	38/39E	39/40E	40/41E	41/42E	42/43E	43/44E	44/45E	45/46E	46/47E
mCRPC																					
Prevalens (tusental)	97,4	99,4	101,4	103,4	105,5	107,6	109,7	111,9	114,2	116,4	118,8	121,1	123,6	126,0	128,6	131,1	133,7	136,4	139,2	141,9	144,8
Marknadsandel	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	1,9%	3,4%	4,9%	6,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	6,0%	3,8%	0,8%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,8	2,0	3,6	5,3	7,1	8,6	8,7	8,9	9,1	9,3	9,5	9,6	9,8	10,0	10,2	8,3	5,3	1,1
Pris per behandling / år (tSEK)	181,7	185,3	189,0	192,8	196,6	200,6	204,6	208,7	212,8	217,1	221,4	225,9	230,4	235,0	239,7	244,5	249,4	254,4	259,5	264,6	269,9
Bruttoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	149,5	388,8	728,2	1094,3	1488,8	1822,3	1895,9	1972,5	2052,2	2135,1	2221,3	2311,1	2404,4	2501,6	2602,6	2166,2	1408,6	293,1
Royalties (MSEK)	0,0	0,0	0,0	14,9	38,9	72,8	109,4	148,9	182,2	189,6	197,2	205,2	213,5	222,1	231,1	240,4	250,2	260,3	216,6	140,9	29,3
LoA (%)	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%	43,9%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**6,6**	**17,1**	**32,0**	**48,0**	**65,3**	**80,0**	**83,2**	**86,6**	**90,1**	**93,7**	**97,5**	**101,4**	**105,5**	**109,8**	**114,2**	**95,1**	**61,8**	**12,9**
Multipelt myelom																					
Prevalens (tusental)	38,8	39,5	40,3	41,1	42,0	42,8	43,7	44,5	45,4	46,3	47,3	48,2	49,2	50,1	51,1	52,2	53,2	54,3	55,4	56,5	57,6
Marknadsandel (peak)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	1,3%	2,3%	3,3%	4,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	2,5%	0,5%
Antal behandlade patienter (tusental)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,5	1,0	1,5	2,0	2,4	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,2	1,4	0,3
Pris per behandling / år (tSEK)	283,8	289,5	295,3	301,2	307,2	313,4	319,7	326,0	332,6	339,2	346,0	352,9	360,0	367,2	374,5	382,0	389,7	397,4	405,4	413,5	421,8
Bruttoomsättning (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	67,1	174,4	326,7	490,9	667,9	817,5	850,5	884,9	920,6	957,8	996,5	1036,8	1078,7	897,8	583,8	121,5
Royalties (MSEK)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	6,7	17,4	32,7	49,1	66,8	81,8	85,1	88,5	92,1	95,8	99,7	103,7	107,9	89,8	58,4	12,1
LoA (%)	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%
Riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**1,0**	**2,7**	**5,0**	**7,5**	**10,3**	**12,6**	**13,1**	**13,6**	**14,1**	**14,7**	**15,3**	**15,9**	**16,6**	**13,8**	**9,0**	**1,9**
Riskjusterade upfront/milstolpsbetalningar (MSEK)	134,2	0,0	64,0	88,4	0,0	0,0	139,9	0,0	212,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total riskjusterad nettoomsättning (MSEK)	**134,2**	**0,0**	**64,0**	**94,9**	**17,1**	**33,0**	**190,6**	**70,4**	**300,2**	**93,5**	**99,1**	**103,1**	**107,3**	**111,6**	**116,1**	**120,8**	**125,7**	**130,8**	**108,9**	**70,8**	**14,7**

Appendix

Base scenario, resultaträkning (MSEK)	26/27E	27/28E	28/29E	29/30E	30/31E	31/32E	32/33E	33/34E	34/35E	35/36E	36/37E	37/38E	38/39E	39/40E	40/41E	41/42E	42/43E	43/44E	44/45E	45/46E	46/47E
Riskjusterad omsättning (mCRPC)	0,0	0,0	0,0	6,6	17,1	32,0	48,0	65,3	80,0	83,2	86,6	90,1	93,7	97,5	101,4	105,5	109,8	114,2	95,1	61,8	12,9
Riskjusterad omsättning (MM))	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	2,7	5,0	7,5	10,3	12,6	13,1	13,6	14,1	14,7	15,3	15,9	16,6	13,8	9,0	1,9
Riskjusterade upfront/milstolpsbetalningar	134,3	0,0	64,0	88,4	0,0	0,0	139,9	0,0	212,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total riskjusterad nettoomsättning	**134,3**	**0,0**	**64,0**	**94,9**	**17,1**	**33,0**	**190,6**	**70,4**	**300,2**	**93,5**	**99,1**	**103,1**	**107,3**	**111,6**	**116,2**	**120,8**	**125,7**	**130,8**	**108,9**	**70,8**	**14,7**
COGS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	**134,3**	**0,0**	**64,0**	**94,9**	**17,1**	**33,0**	**190,6**	**70,4**	**300,2**	**93,5**	**99,1**	**103,1**	**107,3**	**111,6**	**116,2**	**120,8**	**125,7**	**130,8**	**108,9**	**70,8**	**14,7**
Övriga externa kostnader	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Personalkostnader	-1,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Avskrivningar	-3,5	-2,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**125,5**	**-7,0**	**58,0**	**88,9**	**12,1**	**28,0**	**185,6**	**65,4**	**295,2**	**88,5**	**94,1**	**98,1**	**102,3**	**106,6**	**111,2**	**115,8**	**120,7**	**125,8**	**103,9**	**65,8**	**9,7**
Finansnetto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBT	**126,0**	**-6,5**	**58,5**	**89,4**	**12,6**	**28,5**	**186,1**	**65,9**	**295,7**	**89,0**	**94,6**	**98,6**	**102,8**	**107,1**	**111,7**	**116,3**	**121,2**	**126,3**	**104,4**	**66,3**	**10,2**
Skatt	-25,9	0,0	-12,1	-18,4	-2,6	-5,9	-38,3	-13,6	-60,9	-18,3	-19,5	-20,3	-21,2	-22,1	-23,0	-24,0	-25,0	-26,0	-21,5	-13,7	-2,1
Nettoresultat	**100,0**	**-6,5**	**46,5**	**71,0**	**10,0**	**22,6**	**147,8**	**52,3**	**234,8**	**70,6**	**75,1**	**78,3**	**81,6**	**85,1**	**88,7**	**92,4**	**96,3**	**100,3**	**82,9**	**52,6**	**8,1**
rNPV-modell (MSEK)	**26/27E**	**27/28E**	**28/29E**	**29/30E**	**30/31E**	**31/32E**	**32/33E**	**33/34E**	**34/35E**	**35/36E**	**36/37E**	**37/38E**	**38/39E**	**39/40E**	**40/41E**	**41/42E**	**42/43E**	**43/44E**	**44/45E**	**45/46E**	**46/47E**
NOPAT	99,6	-5,6	46,1	70,6	9,6	22,2	147,4	51,9	234,4	70,2	74,7	77,9	81,2	84,7	88,3	92,0	95,9	99,9	82,5	52,2	7,7
+ D&A	3,5	2,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Förändringar i RK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Risk-Adjusted FCF	**103,1**	**-3,6**	**47,1**	**71,6**	**9,6**	**22,2**	**147,4**	**51,9**	**234,4**	**70,2**	**74,7**	**77,9**	**81,2**	**84,7**	**88,3**	**92,0**	**95,9**	**99,9**	**82,5**	**52,2**	**7,7**
WACC (13,5 %)																					
Diskonteringsperiod	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	10,8	11,8	12,8	13,8	14,8	15,8	16,8	17,8	18,8	19,8	20,8
Diskonteringsfaktor	0,90	0,79	0,70	0,62	0,54	0,48	0,42	0,37	0,33	0,29	0,25	0,22	0,20	0,17	0,15	0,13	0,12	0,10	0,09	0,08	0,07
Net Present Value (rNPV)	**75,7**	**-2,8**	**33,0**	**44,2**	**5,2**	**10,6**	**62,2**	**19,3**	**76,7**	**20,3**	**19,0**	**17,4**	**16,0**	**14,7**	**13,5**	**12,4**	**11,4**	**10,4**	**7,6**	**4,2**	**0,6**

Appendix

Bull scenario, resultaträkning (MSEK)	26/27E	27/28E	28/29E	29/30E	30/31E	31/32E	32/33E	33/34E	34/35E	35/36E	36/37E	37/38E	38/39E	39/40E	40/41E	41/42E	42/43E	43/44E	44/45E	45/46E	46/47E
Riskjusterad omsättning (mCRPC)	0,0	0,0	0,0	16,3	42,4	79,5	119,4	162,4	198,8	206,9	215,2	223,9	233,0	242,4	252,2	262,4	273,0	284,0	236,4	153,7	32,0
Riskjusterad omsättning (MM))	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,4	6,3	11,8	17,7	24,0	29,4	30,6	31,9	33,1	34,5	35,9	37,3	38,8	32,3	21,0	4,4
Riskjusterade upfront/milstolpsbetalningar	407,6	0,0	194,4	268,3	0,0	0,0	424,8	0,0	645,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total riskjusterad nettoomsättning	**407,6**	**0,0**	**194,4**	**284,6**	**42,4**	**81,9**	**550,5**	**174,2**	**862,2**	**230,9**	**244,7**	**254,5**	**264,8**	**275,5**	**286,7**	**298,2**	**310,3**	**322,8**	**268,7**	**174,7**	**36,4**
COGS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	**407,6**	**0,0**	**194,4**	**284,6**	**42,4**	**81,9**	**550,5**	**174,2**	**862,2**	**230,9**	**244,7**	**254,5**	**264,8**	**275,5**	**286,7**	**298,2**	**310,3**	**322,8**	**268,7**	**174,7**	**36,4**
Övriga externa kostnader	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Personalkostnader	-1,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Avskrivningar	-3,5	-2,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**398,8**	**-7,0**	**188,4**	**278,6**	**37,4**	**76,9**	**545,5**	**169,2**	**857,2**	**225,9**	**239,7**	**249,5**	**259,8**	**270,5**	**281,7**	**293,2**	**305,3**	**317,8**	**263,7**	**169,7**	**31,4**
Finansnetto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBT	**399,3**	**-6,5**	**188,9**	**279,1**	**37,9**	**77,4**	**546,0**	**169,7**	**857,7**	**226,4**	**240,2**	**250,0**	**260,3**	**271,0**	**282,2**	**293,7**	**305,8**	**318,3**	**264,2**	**170,2**	**31,9**
Skatt	-82,3	0,0	-38,9	-57,5	-7,8	-15,9	-112,5	-35,0	-176,7	-46,6	-49,5	-51,5	-53,6	-55,8	-58,1	-60,5	-63,0	-65,6	-54,4	-35,1	-6,6
Nettoresultat	**317,0**	**-6,5**	**150,0**	**221,6**	**30,1**	**61,4**	**433,5**	**134,8**	**681,0**	**179,8**	**190,7**	**198,5**	**206,7**	**215,2**	**224,0**	**233,2**	**242,8**	**252,8**	**209,8**	**135,2**	**25,3**
rNPV-modell (MSEK)	**26/27E**	**27/28E**	**28/29E**	**29/30E**	**30/31E**	**31/32E**	**32/33E**	**33/34E**	**34/35E**	**35/36E**	**36/37E**	**37/38E**	**38/39E**	**39/40E**	**40/41E**	**41/42E**	**42/43E**	**43/44E**	**44/45E**	**45/46E**	**46/47E**
NOPAT	316,6	-5,6	149,6	221,2	29,7	61,0	433,1	134,4	680,6	179,4	190,3	198,1	206,3	214,8	223,6	232,8	242,4	252,4	209,4	134,8	24,9
+ D&A	3,5	2,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Förändringar i RK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Risk-Adjusted FCF	**320,1**	**-3,6**	**150,6**	**222,2**	**29,7**	**61,0**	**433,1**	**134,4**	**680,6**	**179,4**	**190,3**	**198,1**	**206,3**	**214,8**	**223,6**	**232,8**	**242,4**	**252,4**	**209,4**	**134,8**	**24,9**
WACC (13,5 %)																					
Diskonteringsperiod	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	10,8	11,8	12,8	13,8	14,8	15,8	16,8	17,8	18,8	19,8	20,8
Diskonteringsfaktor	0,90	0,79	0,70	0,62	0,54	0,48	0,42	0,37	0,33	0,29	0,25	0,22	0,20	0,17	0,15	0,13	0,12	0,10	0,09	0,08	0,07
Net Present Value (rNPV)	**235,0**	**-2,8**	**105,4**	**137,0**	**16,1**	**29,2**	**182,6**	**49,9**	**222,7**	**51,7**	**48,3**	**44,3**	**40,7**	**37,3**	**34,2**	**31,4**	**28,8**	**26,4**	**19,3**	**10,9**	**1,8**

Appendix

Bear scenario, resultaträkning (MSEK)	26/27E	27/28E	28/29E	29/30E	30/31E	31/32E	32/33E	33/34E	34/35E	35/36E	36/37E	37/38E	38/39E	39/40E	40/41E	41/42E	42/43E	43/44E	44/45E	45/46E	46/47E
Riskjusterad omsättning (mCRPC)	0,0	0,0	0,0	0,8	2,0	3,7	5,6	7,6	9,3	9,6	10,0	10,4	10,8	11,3	11,7	12,2	12,7	13,2	11,0	7,2	1,5
Riskjusterad omsättning (MM))	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,0	0,7	0,1
Riskjusterade upfront/milstolpsbetalningar	43,2	0,0	20,6	28,4	0,0	0,0	45,0	0,0	68,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total riskjusterad nettoomsättning	**43,2**	**0,0**	**20,6**	**29,2**	**2,0**	**3,8**	**50,7**	**7,9**	**78,2**	**10,4**	**10,9**	**11,4**	**11,8**	**12,3**	**12,8**	**13,3**	**13,9**	**14,4**	**12,0**	**7,8**	**1,6**
COGS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttoresultat	**43,2**	**0,0**	**20,6**	**29,2**	**2,0**	**3,8**	**50,7**	**7,9**	**78,2**	**10,4**	**10,9**	**11,4**	**11,8**	**12,3**	**12,8**	**13,3**	**13,9**	**14,4**	**12,0**	**7,8**	**1,6**
Övriga externa kostnader	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Personalkostnader	-1,3	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Avskrivningar	-3,5	-2,0	-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**34,4**	**-7,0**	**14,6**	**23,2**	**-3,0**	**-1,2**	**45,7**	**2,9**	**73,2**	**5,4**	**5,9**	**6,4**	**6,8**	**7,3**	**7,8**	**8,3**	**8,9**	**9,4**	**7,0**	**2,8**	**-3,4**
Finansnetto	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EBT	**34,9**	**-6,5**	**15,1**	**23,7**	**-2,5**	**-0,7**	**46,2**	**3,4**	**73,7**	**5,9**	**6,4**	**6,9**	**7,3**	**7,8**	**8,3**	**8,8**	**9,4**	**9,9**	**7,5**	**3,3**	**-2,9**
Skatt	-7,2	0,0	-3,1	-4,9	0,0	0,0	-9,5	-0,7	-15,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-1,5	-0,7	0,0
Nettoresultat	**27,7**	**-6,5**	**12,0**	**18,8**	**-2,5**	**-0,7**	**36,7**	**2,7**	**58,5**	**4,7**	**5,1**	**5,5**	**5,8**	**6,2**	**6,6**	**7,0**	**7,4**	**7,9**	**6,0**	**2,6**	**-2,9**
rNPV-modell (MSEK)	**26/27E**	**27/28E**	**28/29E**	**29/30E**	**30/31E**	**31/32E**	**32/33E**	**33/34E**	**34/35E**	**35/36E**	**36/37E**	**37/38E**	**38/39E**	**39/40E**	**40/41E**	**41/42E**	**42/43E**	**43/44E**	**44/45E**	**45/46E**	**46/47E**
NOPAT	27,3	-5,6	11,6	18,4	-2,4	-1,0	36,3	2,3	58,1	4,3	4,7	5,1	5,4	5,8	6,2	6,6	7,0	7,5	5,6	2,2	-2,7
+ D&A	3,5	2,0	1,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Capex	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- Förändringar i RK	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Risk-Adjusted FCF	**30,8**	**-3,6**	**12,6**	**19,4**	**-2,4**	**-1,0**	**36,3**	**2,3**	**58,1**	**4,3**	**4,7**	**5,1**	**5,4**	**5,8**	**6,2**	**6,6**	**7,0**	**7,5**	**5,6**	**2,2**	**-2,7**
WACC (13,5 %)																					
Diskonteringsperiod	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	5,8	6,8	7,8	8,8	9,8	10,8	11,8	12,8	13,8	14,8	15,8	16,8	17,8	18,8	19,8	20,8
Diskonteringsfaktor	0,90	0,79	0,70	0,62	0,54	0,48	0,42	0,37	0,33	0,29	0,25	0,22	0,20	0,17	0,15	0,13	0,12	0,10	0,09	0,08	0,07
Net Present Value (rNPV)	**22,6**	**-2,8**	**8,8**	**12,0**	**-1,3**	**-0,5**	**15,3**	**0,9**	**19,0**	**1,2**	**1,2**	**1,1**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,8**	**0,5**	**0,2**	**-0,2**

Appendix

Patentfamilj	Benämning	Ansökan inlämnad	Beskrivning	Geografisk täckning	Giltighet
1	CatDex – selektiv anrikning i tumörvävnad	1999	Positivt laddad substans som selektivt anrikas i tumörvävnad relativt normal vävnad.	Australien, Kanada, USA, Europa (Belgien, Schweiz, Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Italien, Sverige)	12 oktober 2019
2	GuaDex – tumörcellsdödande egenskaper	2008	Vidareutveckling av patentfamilj 1. Beskriver GuaDex tumörcellsdödande egenskaper mot olika tumörer och cellkulturer.	Kina, Finland, Israel, USA, Mexiko, Kanada, Japan, Europa (Schweiz, Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Italien, Sverige)	6 mars 2028
3	OsteoDex – bisfosfonat kopplad till GuaDex	2008	OsteoDex-molekyl med bisfosfonatkomponent selektiv för skelettet (metastaser).	Kina, Japan, Kanada, Israel, Mexiko, Brasilien, Europa (Schweiz, Tyskland, Frankrike, Storbritannien, Italien, Sverige)	7 april 2028
4	PSMA – companion diagnostics och målspecifik behandling	2016	Innovation för diagnos och målspecifik behandling av prostatacancer (PSMA).	Finland, Europa, Israel, Kanada, Japan	2036
5	GMP-tillverkning av OsteoDex	2023	Patent avseende GMP-processen för OsteoDex, viktig för klinisk utveckling och marknadsexklusivitet.	Europa (EPO)	2045

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://www.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 **DexTech Medical 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 2014-2026). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.