



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 25 Februari 2022

Calliditas Therapeutics

Transformativt kvartal

Rapportkommentar Q4

Calliditas Q4-rapport innehöll inga större överraskningar. Försäljningen för helåret (229 mkr) var milstolpebetalningar, och vi kommer i Q1-rapporten få ta del av första produktförsäljningen av TARPEYO. Vi vill betona att vi ser en osäkerhet i våra försäljningsestimat under de första kvartalen. Det viktiga för oss är istället riktningen i hur många patienter som är på behandling. Våra estimat om 564 mkr för helåret 2022 består.

Beslut från EMA väntas under Q1 (mars)

Nästa stora trigger för Calliditas och aktiekursen är det nära förestående (slutet mars) utlåtandet från det europeiska läkemedelsverket om hurvida TARPEYO ska erhålla ett villkorat godkännande i Europa. Vi bedömer fortsatt sannolikheten som mycket god (95%), baserat på existerande data + godkännandet av TARPEYO i USA.

Upprepar värdering

I linje med den övergripande marknaden har Calliditas handlats ned kraftigt senaste tiden och vi ser fortsatt mycket god uppsida från nuvarande nivåer. Vi upprepar vårt fundamentala motiverade värde om 280-290 kronor per aktie.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	280.0 - 290.0	
EPS, justerad 22e	-13	-13	0.0%	Omsättning, mkr	229	564	1,770	3,342	Aktiekurs	SEK81.3
EPS, justerad 23e	3	3	0.0%	Tillväxt	26,141%	146%	214%	89%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	26	26	0.0%	EBITDA, mkr	(524.5)	(696.6)	176	1,560		
				EBIT, mkr	(524)	(697)	176	1,560		
				EPS, justerad	(9.0)	(13.0)	3.0	26.0		
				EPS tillväxt	nm	nm	nm	674%		
				EK/aktie	19.3	6.0	9.3	35.3		
				Utdelning/aktie	nm	nm	nm	nm		
				EBIT-marginal	nm	nm	9.9%	46.7%		
				ROE	nm	nm	nm	nm		
				ROCE	nm	nm	nm	nm		
				EV/Sales	15.8x	6.4x	2.0x	1.1x		
				EV/EBITDA	(6.9)x	(5.2)x	20.5x	2.3x		
				EV/EBIT	(6.9)x	(5.2)x	20.5x	2.3x		
				P/E, justerad	(9.0)x	(6.3)x	27.1x	3.1x		
				P/EK	4.2x	13.7x	8.7x	2.3x		
				Direktavkastning	nm	nm	nm	nm		
				FCF yield	nm	nm	nm	nm		
				Nettosk./EBITDA	1.6g	0.9g	0.8g	0.1g		
				Reuters/Bloomberg	CALTX.ST/CALTX.SS					

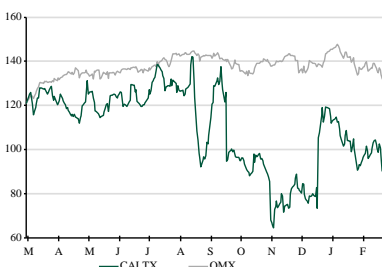
Kommande händelser

Q1-rapport, 2022	18 maj
Q2-rapport, 2022	18 aug
Q3-rapport, 2022	17 nov
Q4-rapport, 2022	23 feb

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	52m
Börsvärde	4,255
Nettoskuld	(639)
EV	3,616
Free float	60%
Daglig handelsvolym, snitt	110(k)
Reuters/Bloomberg	CALTX.ST/CALTX.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

Ludvig.svensson@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 25 Februari 2022

Sammanfattning

Transformativt kvartal

Investment Case

TARPEYO, en omformulering av budesonid, kommer under Q1 2022 att lanseras i USA som det första godkända läkemedlet för patienter med IgA nefropati. TARPEYO har i två större randomiserade, kontrollerade studier, visat sig leda till en signifikant reduktion i proteinuri och stabilisering av patienters njurfunktion efter 9 månader. Vi bedömer att TARPEYO kommer attrahera ett stort intresse bland nefrologer vid lansering.

Läkemedel som slår konsensus första året på marknad tenderar att fortsätta att överprestera marknadens förväntningar. Det initiala marknadsupptaget kommer därför, enligt oss, vara en viktig pusselbit för att förutspå den kommersiella framgången för TARPEYO. Dessutom tenderar aktiemarknaden att snabbt skifta fokus från klinisk pipeline till försäljningssiffror då ett biotechbolag går kommersiellt. Vi ser att ett snabbt marknadsupptag kommer att vara en stor trigger för aktien.

Vi menar att flertalet faktorer (oral formulering, väldokumenterad säkerhetsprofil, brist på alternativa behandlingar) talar för ett snabbt marknadsupptag. I takt med att Calliditas börjar generera intäkter ser vi att även generalistinvestorer kommer att attraheras av caset givet de (mycket) låga framtida försäljnings- och vinstmultiplarna.

Bolagsprofil

Calliditas är ett svenskt bolag fokuserade på läkemedelsutveckling. Bolaget grundades 2004 under namnet Pharmalink och fokuserar på att utveckla och kommersialisera läkemedel mot njur- och leversjukdomar. Calliditas kommer att kommersialisera Nefecon själva i USA genom en egen försäljningsstyrka. I Europa och Kina har bolaget valt att bedriva en partnerstrategi - där STADA kommer sälja Nefecon i Europa och Everest Medicines i Kina. Utöver IgAN bedriver Calliditas även forskning inom andra sÄrläkemedelsindikationer med stora medicinska behov.

Värdering

Vår sum-of-the-parts modell indikerar att värde på 280–290 kronor per aktie för Calliditas. I värderingen har vi räknat på varje enskild indikation som en egen verksamhet och summerat dessa för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vi har endast inkluderat de indikationer där Calliditas har pågående studier, alternativt en uttalad plan att bedriva studier inom. Detta innebär också att vi endast inkluderar kostnader för de projekt som vi värderar.

	14%	13%	WACC 12%	11%	10%
Motiverat värde	254	268	284	301	319

Källa: Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1	229	564	1 770	3 342
Kostnad sålda varor	0	0	-33	-114	-220
Bruttovinst	1	229	531	1 656	3 122
Forskning- och utvecklingskostnader	-241	-357	-542	-578	-588
Försäljning- och marknadsföringskostnader	-142	-390	-686	-901	-975
Övriga rörelsekostnader	3	-6	0	0	0
Resultat (EBIT)	-380	-524	-697	176	1 560
Finansiella poster	-56	11	0	0	0
Resultat före skatt	-436	-513	-697	176	1 560
Skatter	0	4	0	0	-198
Nettoresultat Rapporterat	-436	-510	-697	176	1 362

Källa: Erik Penser Bank

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR					
Immateriella tillgångar	461	399	411	426	443
Materiella anläggningstillgångar	0	6	8	11	13
Övriga anläggningstillgångar	8	41	41	41	41
Summa anläggningstillgångar	470	447	461	478	497
Varulager	0	1	56	89	150
Kundfordringar	0	0	73	124	167
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	18	45	39	112	190
Övriga kortfristiga fordringar	23	11	73	159	234
Likvida medel	996	956	226	323	1666
Summa omsättningstillgångar	1037	1013	468	807	2407
SUMMA TILLGÅNGAR	1506	1460	929	1284	2904
Eget Kapital och skulder					
Eget Kapital	1256	1008	312	488	1850
Summa Eget Kapital	1256	1008	312	488	1850
Långfristiga skulder	145	316	364	407	452
Summa Långfristiga skulder	145	316	364	407	452
Leverantörsskulder	54	68	113	177	267
Övriga kortfristiga skulder	10	14	28	71	100
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	41	54	113	142	234
Summa kortfristiga skulder	106	135	254	389	602
Summa Eget Kapital och skulder	1506	1460	929	1284	2904

Källa: Erik Penser Bank

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat (EBIT)	-380	-524	-697	176	1 560
Icke kassaflödespåverkande poster	15	67	0	0	0
Betald/erhållen ränta	2	-5	0	0	0
Betald skatt	-1	-4	0	0	-198
Kassaflöde från den operationella verksamheten, före rörelseka	-363	-467	-697	176	1 362
Förändring i rörelsekapital	54	5	-19	-62	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-309	-462	-716	114	1 362
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-173	-24	-14	-17	-20
Fritt Kassaflöde	-482	-486	-730	98	1 342
Kassaflöde från finansiella verksamheten	769	435	0	0	0
Kassaflöde	287	-51	-730	98	1 342

Källa: Erik Penser Bank

Nyckeltalstabell

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	-100%	26141%	146%	214%	89%
EBITDA-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
EBIT-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
EPS-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
Bruttomarginal	100%	100%	94%	94%	93%
EBITDA-marginal (justerad)	nm	nm	nm	10%	47%
EBIT-marginal (justerad)	nm	nm	nm	10%	47%
Skattesats	0%	0%	0%	0%	15%
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
ROCE, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
ROIC	nm	nm	nm	nm	nm
Investeringar/omsättning	nm	nm	nm	nm	nm
Rörelsekapital/omsättning	nm	nm	nm	nm	nm
Kapitalomsättningshastighet	nm	nm	nm	nm	nm
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-852	-639	138	84	-1 213
Soliditet	83%	69%	34%	38%	64%
Nettoskuldsättningsgrad	nm	nm	nm	nm	nm
Nettoskuld / EBITDA	2.2	1.2	-0.2	0.5	-0.8
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-8.7	-9.7	-13.3	3.4	26.0
FCF per aktie	nm	nm	nm	1.9	25.6
Utdelning per aktie	nm	nm	nm	nm	nm
Eget kapital per aktie	24.0	19.3	6.0	9.3	35.3
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	49.9	52.3	52.3	52.3	52.3

Källa: Erik Penser Bank

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se