



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 12 Maj 2022

Ascelia Pharma

Blickar framåt

Q1-rapport

Ascelia presenterade under gårdagen sin rapport för det första kvartalet. Rörelseresultatet kom in på -32,6 mkr (-33,7) och periodens kassaflöde på -31,8 mkr (-23,7), vilket gav en kassaposition om 233 mkr i slutet av mars. Med nuvarande prioriteringar i kliniska program bedömer vi att kassan kommer att räcka in i H2 2023.

Studiestart med Oncoral förskjuts

I rapporten meddelar Ascelia att man valt att skjuta upp studiestarten med bolagets andra kandidat, Oncoral, till ett senare skede (tidigare Q2/Q3 2022) i syfte att prioritera Orviglance. Vi bedömer att det är rätt prioriterat sett till den nuvarande situationen på aktiemarknaden och möjligheten att resa riskkapital. Det viktiga för oss är att samarbetet med Taiho inte påverkas.

Fortsatt tydlig uppsida

Vi genomför endast mindre estimatjusteringar (främst viss förskjutning i tidlinjen). Vi menar att det absolut viktigaste för bolaget (och dess aktiekurs) är att rekryteringen av patienter accelererar och att vi så snart som möjligt kan se en fullrekryterad studie. Vi bedömer att vi först i detta skede kommer få se starten på en mer rättvis värdering av Ascelia. Vårt nya motiverade värde är 52-54 (57-59) kronor per aktie.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	52.0 - 54.0
EPS, justerad 22e	-4.5	-5.4	-16.2%	Omsättning, mkr	0	0	0	106	Aktiekurs	SEK20.3
EPS, justerad 23e	-7.1	-7.1	0.0%	Tillväxt	nm	nm	nm	nm	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	-6.7	-6.7	0.0%	EBITDA, mkr	(137.9)	(155.0)	(245.0)	(231.4)	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
<div>Kommande händelser</div>				EBIT, mkr	(138)	(155)	(245)	(231)		
				EPS, justerad	(3.6)	(4.5)	(7.1)	(6.7)		
				EPS tillväxt	nm	nm	nm	nm		
				EK/aktie	8.9	4.4	11.8	5.1		
Q2-rapport, 2022		18 augusti		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	<div>Analytiker</div> <p>Ludvig.svensson@penser.se</p>	
Q3-rapport 2022		4 november		EBIT-marginal	nm	nm	nm	nm		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				ROE (%)	nm	nm	nm	nm		
				ROCE	nm	nm	nm	nm		
				EV/Sales	nmf	nmf	nmf	4.4x		
				EV/EBITDA	(3.4)x	(3.0)x	(1.9)x	(2.0)x		
Antal aktier		35m		EV/EBIT	(3.4)x	(3.0)x	(1.9)x	(2.0)x		
Börsvärde		702		P/E, justerad	(5.6)x	(4.5)x	(2.9)x	(3.0)x		
Nettoskuld		(233)		P/EK	2.3x	4.6x	1.7x	4.0x		
EV		469		Direktavkastning	nm	nm	nm	nm		
Free float		69%		FCF yield	nm	nm	nm	nm		
Daglig handelsvolym, snitt		160(k)		Nettosk./EBITDA	1.9g	0.7g	1.5g	0.5g		
Reuters/Bloomberg		ACE.ST/ACE.SS								



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 12 Maj 2022

Sammanfattning

Blickar framåt

Investment Case

I Ascelia ser vi ett biotechbolag med ett starkt kommersiellt fokus inom onkologi. Bolagets filosofi är att utveckla läkemedel med en relativt hög sannolikhet att nå marknad (kontrastmedel, omformulering av kända substanser, mm).

Den ledande kandidaten Orvigance är ett leverspecifikt kontrastmedel som adresserar patienter med svag njurfunktion – en patientpopulation där inga alternativ idag finns att tillgå. Vid MR-undersökning riskerar därmed läkare att missa levermetastaser som behöver opereras bort.

Baserat på starka fas II-data från ett flertal oberoende studier och en känd aktiv substans (mangan), bedömer vi att Orvigance har en mycket god sannolikhet att visa positiva data i den pågående fas III-studien (90%) och slutligen nå marknad (77%). Signifikant högre än genomsnittsläkemedlet i samma kliniska fas (~50%).

Under 2024 kan Orvigance bli det första kontrastmedlet på marknad för dessa patienter – en marknad värd upp till USD 600m årligen i USA, Europa och Japan – där vi estimerar en global toppförsäljning om USD +200m. I USA planerar Ascelia att sälja Orvigance genom en egen säljstyrka för att fånga det fulla värdet av produkten, och vi ser framför oss lukrativa rörelsemarginaler om +50% för denna affär.

Utöver Orvigance utvecklar Ascelia Oncoral - en oral formulering av den välkända cancerdödande substansen irinotecan. Genom en oral formulering är ambitionen att få en: 1) bättre effekt, 2) bättre biverkansprofil, 3) bekvämare administrering för patienter. Trots sitt relativt tidiga stadiet har Ascelia slutit ett spännande samarbetsavtal med Taiho Pharma, en internationell spelare inom onkologifältet, där Oncoral ska utvärderas tillsammans med Taihos Lonsurf i en fas II-studie inom magsäckscancer. Vi bedömer att samarbetet har potential att utvecklas till ett formellt licensavtal vid positiva data.

Bolagsprofil

Ascelia är ett bioteknikbolag som för närvarande har två produktkandidater under klinisk utveckling: Orvigance (ett leverspecifikt kontrastmedel baserat på mangan) och Oncoral (en oral formulering av irinotecan för behandling av magsäckscancer).

Värdering

Vi tillämpar en riskjusterad sum-of-the-parts modell vid vår värdering av Ascelia. I vår sum-of-the-parts värdering har vi räknat på varje enskild indikation var för sig för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vårt motiverade värde är 52–54 kronor per aktie.

Känslighetsanalys - WACC

WACC	14%	15%	16%	17%	18%
NPV (mkr)	2234	2018	1825	1652	1497
NPV/aktie (kr)	65	58	53	48	43

Källa: Erik Penser Bank

Q1-kommentar

För att sammanfatta kvartalet så har de kliniska- och kommersiella utsikterna för ledande produkten Orviglance stärkts på flera håll. Uppmuntrande preliminära resultat har visats i en studie där Orviglance gavs till patienter med olika grader av nedsatt leverfunktion, vilket är viktigt både ur ett säkerhetsperspektiv, såväl som för att bredda marknadspotentialen för produkten (fullständiga data väntas Q2/Q3 2022). Vidare har den kommersiella potentialen verifierats ytterligare genom den utförda marknadsundersökningen bland relevant sjukvårdspersonal som visade att 84% av de tillfrågade sannolikt kommer använda Orviglance i den tilltänkta målpopulationen.

Samtidigt som vi sett stärkta utsikter för Orviglance så har fas III-studien med Orviglance drabbats av förseningar. Vi menar att det absolut viktigaste för bolaget (och dess aktiekurs) i dagsläget är att rekryteringen av patienter accelererar och att vi så snart som möjligt kan se en fullrekryterad studie. Vi bedömer att vi först i detta skede kommer få se starten på en mer rättvis värdering av Ascelia.

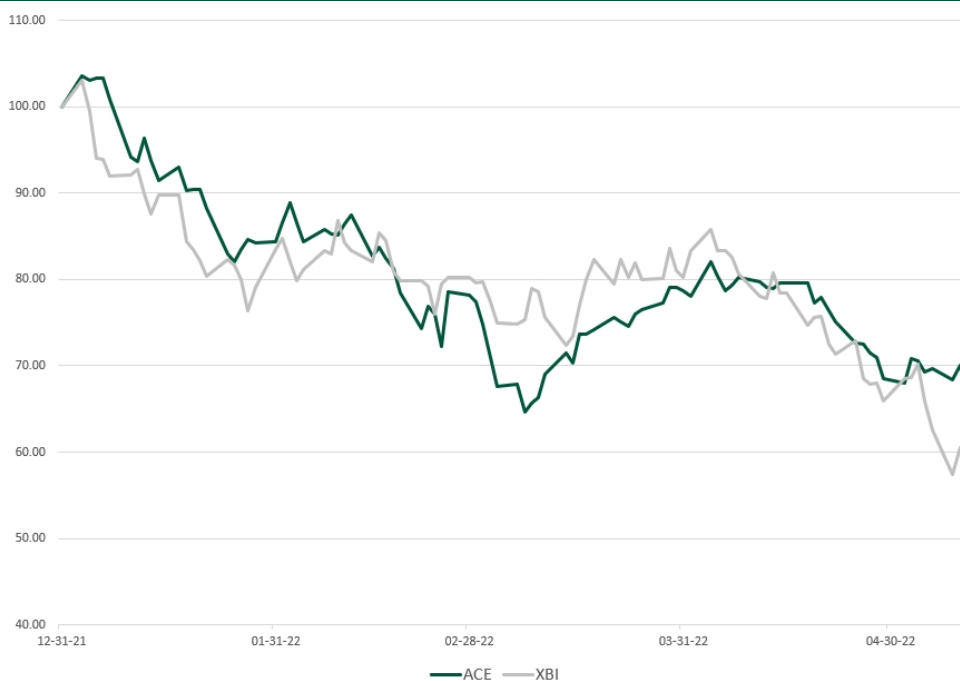
I rapporten meddelar Ascelia att man valt att skjuta upp studiestarten med bolagets andra kandidat, Oncoral, till ett senare skede (tidigare Q2/Q3 2022) i syfte att prioritera Orviglance. I den bästa av världar är det inget vi hade velat se, men bedömer samtidigt att det är rätt prioriterat sett till den nuvarande situationen på aktiemarknaden och möjligheten att resa riskkapital. Det viktiga för oss är att samarbetet med Taiho inte påverkas.

Rent finansiellt kom rapporten in i linje med våra förväntningar och vi gör endast mindre estimatjusteringar. Vi höjer vårt avkastningskrav till 16% (15%) för att reflektera det försämrade aktiemarknadsklimatet och möjligheten att ta in kapital till attraktiv värdering.

Aktiekursutveckling

Som vi kan se i grafen nedan så har Ascelias aktieutveckling en mycket hög korrelation med en ETF för mindre biotechbolag i USA XBI. Det här är en trend vi ser även i andra svenska bolag (Calliditas, Hansa m.fl.). En viktig nyckel för att se en uppvärdering av Ascelia kommer således bli att sentimentet för mindre biotechbolag i USA förbättras.

Aktieutveckling sedan årsskiftet, ACE vs XBI



Källa: Facset, Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0	0	0	0	106
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	-16
Bruttovinst	0	0	0	0	91
Forskning- och utvecklingskostnader	-65	-108	-110	-95	-115
Försäljning- och marknadsföringskostnader	-29	-30	-45	-150	-207
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	-93	-138	-155	-245	-231
Finansiella poster	-6	8	0	0	0
Resultat före skatt	-100	-130	-155	-245	-231
Skatter	1	4	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-99	-126	-155	-245	-231

Källa: Erik Penser Bank

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR					
Immateriella tillgångar	57	57	57	58	58
Materiella anläggningstillgångar	2	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	59	59	59	60	60
Varulager	0	0	0	0	5
Kundfordringar	0	0	0	0	21
Övriga omsättningstillgångar	8	6	9	9	16
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1	1	2	2	11
Övriga kortfristiga fordringar	3	6	7	7	16
Likvida medel + kortfristiga placeringar	185	262	104	359	112
Summa omsättningstillgångar	196	275	122	377	181
SUMMA TILLGÅNGAR	255	333	181	436	242
Eget Kapital och skulder					
Eget Kapital	236	308	153	408	176
Summa Eget Kapital	236	308	153	408	176
Långfristiga skulder	1	1	1	1	1
Summa Långfristiga skulder	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	4	6	9	9	30
Övriga kortfristiga skulder	1	3	4	4	8
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	13	16	15	15	27
Summa kortfristiga skulder	18	25	28	28	65
Summa Eget Kapital och skulder	255	333	181	436	242

Källa: Erik Penser Bank

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat (EBIT)	-93	-138	-155	-245	-231
Kostnadsföring av aktiebaserade incitamentsprogram	8	6	0	0	0
Icke kassaflödespåverkande poster	1	1	0	0	0
Betald/erhållen ränta	0	0	0	0	0
Betald skatt	0	1	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten, före rörelsekap	-85	-130	-155	-245	-231
Förändring i rörelsekapital	-1	13	-2	0	-14
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-85	-117	-157	-245	-246
Kassaflöde från investeringsverksamheten	76	0	0	0	-1
Fritt Kassaflöde	-9	-117	-158	-246	-246
Kassaflöde från finansiella verksamheten	93	185	0	500	0
Kassaflöde	83	68	-158	254	-246

Källa: Erik Penser Bank

Nyckeltalstabell

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	nm	nm	nm	nm	nm
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	nm	nm	nm	nm	85%
EBITDA-marginal (justerad)	nm	nm	nm	nm	nm
EBIT-marginal (justerad)	nm	nm	nm	nm	nm
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%
	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	-185	-262	-104	-359	-112
Soliditet	92%	92%	84%	93%	73%
Nettoskuldsättningsgrad	nm	nm	nm	nm	nm
Nettoskuld / EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-2.9	-3.6	-4.5	-7.1	-6.7
FCF per aktie	-0.3	-3.4	-4.6	-7.1	-7.1
Utdelning per aktie	0	0	0	0	0
Eget kapital per aktie	8.2	8.9	4.4	11.8	5.1
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	28.7	34.6	34.6	34.6	34.6

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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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