



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 22 Augusti 2022

Calliditas Therapeutics

Lanseringen går framåt

Q2-rapporten

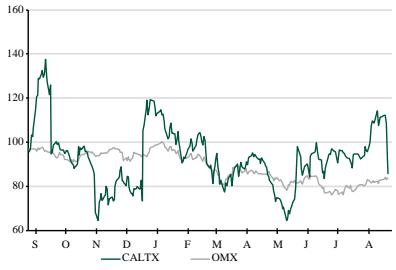
Calliditas presenterade under torsdagen sin rapport för det andra kvartalet. Försäljningen kom in på 64 mkr (0), klart under våra estimat på 115mkr, men däremot var antal nya förskrivningar i linje med våra förväntningar. Kassapositionen var fortsatt stark med 847 mkr i slutet av juni. Vi bedömer att rådande kassa plus 250 mkr i lånetranche kommer ta bolaget till vinst under H1 2023.

Lagg i intäktsflödet

I slutet av juni hade TARPEYO förskrivits till 450 patienter, jämfört med 134 i slutet av Q1. Det här var helt i linje med våra (högt ställda) estimat på 451 st, men vi har underskattat tiden det tar för patienter att få tillgång till behandling och således när Calliditas bokar intäkter. Vi uppskattar att denna lagg förklarar en stor del av diskrepansen mellan våra estimat och den faktiska försäljningen i det andra kvartalet.

Upprepar värdering, 290-300 kr/aktie

Efter rapporten sänker vi våra försäljningsestimat för 2022 till 653 mkr (792) för att ta hänsyn till lagget i intäktsflödet. Förskrivarbasen ökar stadigt och kostnadstäckningen bland patienter breddas, vilket bådär mycket gott för det långsiktiga tillväxtcasen i Calliditas. På nuvarande nivåer handlas Calliditas till P/E <3 på 2024e vinst.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	290.0 - 300.0
EPS, justerad 22e	-9.7	-9.7	0.0%	Omsättning, mkr	229	653	1,926	3,791	Aktiekurs	SEK85.5
EPS, justerad 23e	6.5	6.5	0.0%	Tillväxt	26,141%	185%	195%	97%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	36.8	36.8	0.0%	EBITDA, mkr	(524.5)	(496.1)	407	1,957	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, mkr	(524)	(496)	407	1,957		
				EPS, justerad	(9.7)	(9.7)	6.5	36.8		
				EPS tillväxt	nm	nm	nm	366%		
				EK/aktie	19.3	10.2	18.0	54.2		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	<div>Analytiker</div> <div>Ludvig.svensson@penser.se</div>	
				EBIT-marginal	nm	nm	21.1%	51.6%		
				ROE (%)	nm	nm	nm	nm		
				ROCE	nm	nm	nm	nm		
				EV/Sales	17.7x	6.2x	2.1x	1.1x		
				EV/EBITDA	(7.8)x	(8.2)x	10.0x	2.1x		
				EV/EBIT	(7.8)x	(8.2)x	10.0x	2.1x		
				P/E, justerad	(8.8)x	(8.8)x	13.2x	2.3x		
				P/EK	4.4x	8.4x	4.8x	1.6x		
				Direktavkastning	nm	nm	nm	nm		
				FCF yield	nm	nm	nm	nm		
				Nettosk./EBITDA	1.2g	0.2g	(1.0)g	(1.2)g		
				Nettosk./EBITDA	1.2g	0.2g	(1.0)g	(1.2)g		

Kommande händelser

Q3-rapport, 2022

17 nov, 2022

Q4-rapport, 2022

23 feb, 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier

52m

Börsvärde

4,475

Nettoskuld

(409)

EV

4,066

Free float

60%

Daglig handelsvolym, snitt

110(k)

Reuters/Bloomberg

CALTX.ST/CALTX.SS



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 22 Augusti 2022

Sammanfattning

Lanseringen går framåt

Investment Case

TARPEYO, en omformulering av budesonid, har under Q1 2022 lanserats 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, vilket vi ser indikationer på i Q1 2022-rapporten.

Läkemedel som slår konsensus första året på marknad tenderar att fortsätta att överprestera marknadens förväntningar. Det initiala marknadsupptaget är därför, enligt oss, 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 är och kommer att vara en stor trigger för aktien.

Vi menar att flertalet faktorer (oral formulering, väldokumenterad säkerhetsprofil, brist på alternativa behandlingar) talar för ett bra 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 kommersialiserar Nefecon själva i USA genom en egen försäljningsstyrka. I Europa och Kina har bolaget valt en partnerstrategi - där STADA kommer sälja Nefecon i Europa och Everest Medicines i Kina. Utöver IgAN bedriver Calliditas även forskning inom andra sällsynta läkemedelsindikationer med stora medicinska behov.

Värdering

Vår sum-of-the-parts-modell indikerar att värde på 290–300 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.

	WACC				
	15%	14%	13%	12%	11%
Motiverat värde	271	285	299	315	332

Källa: Erik Penser Bank

På nuvarande värdering handlas Calliditas till >50% av vår estimerade nettokassa i slutet av 2024. Alternativt P/E <3 på vår 2024e vinst.

Kvartalsestimat

2022	Q1	Q2	Q3E	Q4E	2022E
Nettoomsättning	51	64	135	405	653
Varav produktförsäljning	19	64	135	259	477
Varav royaltys/milstolpebetalningar	32	0	0	146	178
Kostnad sålda varor	-1	-2	-6	-10	-19
Bruttoresultat	50	62	129	395	634
Forsknings- och utvecklingskostnader	-113	-96	-110	-112	-431
Administrations- och försäljningskostnader	-142	-172	-180	-192	-686
Övriga rörelsekostnader	-2	-3	-4	-4	-13
Rörelseresultat	-207	-210	-165	87	-496
Finansnetto	-3	18	1	0	16
Resultat före skatt	-210	-192	-164	87	-480
Skatt	4	0	0	0	4
Periodens resultat	-206	-192	-164	87	-476
Bruttomarginal	98%	96%	96%	98%	97%
Rörelsemarginal	nm	nm	nm	nm	nm

2023	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2023E
Nettoomsättning	346	435	513	633	1926
Varav produktförsäljning	335	394	443	513	1685
Varav royaltys/milstolpebetalningar	11	41	70	120	242
Kostnad sålda varor	-15	-17	-23	-29	-84
Bruttoresultat	331	418	490	604	1842
Forsknings- och utvecklingskostnader	-128	-133	-137	-141	-539
Administrations- och försäljningskostnader	-203	-212	-220	-232	-867
Övriga rörelsekostnader	-7	-7	-7	-8	-29
Rörelseresultat	-7	66	126	223	407
Finansnetto	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-7	66	126	223	407
Skatt	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-7	66	126	223	407
Bruttomarginal	96%	96%	96%	95%	96%
Rörelsemarginal	nm	15%	24%	35%	21%

Källa: EPB

Estimatförändringar

		2022E	2023E	2024E
Försäljning	Nya	653	1926	3791
	Tidigare	792	1962	3853
Rörelseresultat	Nya	-496	407	1957
	Tidigare	-497	358	1988

Källa: EPB

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1	229	653	1 926	3 791
Kostnad sålda varor	0	0	-19	-84	-165
Bruttovinst	1	229	634	1 842	3 625
Forskning- och utvecklingskostnader	-241	-357	-431	-539	-607
Försäljning- och marknadsföringskostnader	-142	-390	-686	-867	-1 023
Övriga rörelsekostnader	3	-6	-13	-29	-38
Resultat (EBIT)	-380	-524	-496	407	1 957
Finansiella poster	-56	11	16	0	0
Resultat före skatt	-436	-513	-480	407	1 957
Skatter	0	4	4	0	-59
Nettoresultat Rapporterat	-436	-510	-476	407	1 898

Källa: EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR					
Immateriella tillgångar	461	399	480	480	483
Materiella anläggningstillgångar	0	6	8	10	12
Övriga anläggningstillgångar	8	41	41	41	41
Summa anläggningstillgångar	470	447	529	531	536
Varulager	0	1	13	39	76
Kundfordringar	0	0	52	96	114
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	18	45	46	121	215
Övriga kortfristiga fordringar	23	11	85	173	265
Likvida medel	996	956	553	898	2865
Summa omsättningstillgångar	1037	1013	749	1328	3535
SUMMA TILLGÅNGAR	1506	1460	1278	1859	4071
Eget Kapital och skulder					
Eget Kapital	1256	1008	533	940	2838
Summa Eget Kapital	1256	1008	533	940	2838
Långfristiga skulder	145	316	452	496	551
Summa Långfristiga skulder	145	316	452	496	551
Leverantörsskulder	54	68	131	193	303
Övriga kortfristiga skulder	10	14	33	77	114
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	41	54	131	154	265
Summa kortfristiga skulder	106	135	294	424	682
Summa Eget Kapital och skulder	1506	1460	1278	1859	4071

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat (EBIT)	-380	-524	-496	407	1 957
Icke kassaflödespåverkande poster	15	67	12	15	15
Betald/erhållen ränta	2	-5	16	0	0
Betald skatt	-1	-4	4	0	-59
Kassaflöde från den operationella verksamheten, före rörelsekapital	-363	-467	-463	422	1 913
Förändring i rörelsekapital	54	5	75	-60	74
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-309	-462	-389	362	1 987
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-173	-24	-14	-17	-20
Fritt Kassaflöde	-482	-486	-403	345	1 967
Kassaflöde från finansiella verksamheten	769	435	0	0	0
Kassaflöde	287	-51	-403	345	1 967

Källa: EPB

Nyckeltalstabell

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	-100%	26141%	185%	195%	97%
EBITDA-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	381%
EBIT-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	381%
EPS-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	366%
Bruttomarginal	100%	100%	97%	96%	96%
EBITDA-marginal (justerad)	nm	nm	nm	21%	52%
EBIT-marginal (justerad)	nm	nm	nm	21%	52%
Skattesats	0%	0%	0%	0%	21%
	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	-101	-403	-2 314
Soliditet	83%	69%	42%	51%	70%
Nettoskuldsättningsgrad	nm	nm	nm	nm	nm
Nettoskuld / EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-8.3	-9.7	-9.1	7.8	36.3
FCF per aktie	-9.2	-9.3	-7.7	6.6	37.6
Utdelning per aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Eget kapital per aktie	24.0	19.3	10.2	18.0	54.2
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	49.9	52.3	52.3	52.3	52.3

Källa: EPB

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 målfaldigas 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