



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 07 november 2022

Ascelia Pharma

Sista patienten inom räckhåll

Q3-rapporten

Ascelia presenterade i fredags sin Q3-rapport. Ur ett finansiellt perspektiv var det ingenting i rapporten som stack ut, och vi genomför endast mindre estimatjusteringar. Vi behåller vårt motiverade värde om 52–54 kronor per aktie.

SPARKLE-studien snart fullrekryterad

Det absolut viktigaste beskedet vi fick i rapporten var att bolaget fortsatt förväntar sig att sista patienten till den registreringsgrundande fas III-studien med Orviglance kommer att rekryteras innan årets slut. Vi förväntar oss därmed att data kommer att kunna presenteras senast under februari 2023.

Potential för uppvärdering i närtid

Givet att Ascelia lyckas rekrytera sista patienten till SPARKLE-studien innan året slut så ser vi goda förutsättningar för en uppvärdering under kommande månader. Vi ser, som tidigare nämnt, en mycket god sannolikhet att SPARKLE-studien läser ut positivt och bedömer att vi kommer se ett tilltagande intresse att positionera sig i aktien inför detta event.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	52 - 54 kr
EBITDA, just.	-123	-	-245	-	Totala intäkter	0	0	0	83	Aktiekurs	23,6 kr
EPS, just.	-3,6	-	-7,1	-	Intäktstillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Riskenivå	Hög
Kommande händelser					EBITDA, just.	-138	-123	-245	-248	Kursutveckling 12 mån	
Q4 - rapport	10 februari 2023				EBIT, just.	-138	-123	-245	-248		
Bolagsfakta (mkr)					EPS, just.	-3,6	-3,6	-7,1	-7,2		
Antal aktier	35m				EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Börsvärde	817				EK/aktie	8,9	5,3	12,7	5,5		
Nettoskuld (slutet Q3)	-180				EV/Sales	N.m.	N.m.	N.m.	8,3x		
EV	637				P/EK	3,4x	4,4x	1,9x	4,3x		
Free float	68%				Nettoskuld/EBITDA	1,9x	1,1x	1,6x	0,5x		
Daglig handelsvolym, snitt	36k										
Bloomberg Ticker	ACE SS EQUITY										
Analytiker											
Ludvig Svensson											
ludvig.svensson@penser.se											
Intressekonflikter											
										Yes	No
Likviditetsgarant											✓
Certified adviser											✓
Transaktioner 12m											✓

Investment case

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

Den ledande kandidaten Orviglance 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 Orviglance 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 Orviglance 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 Orviglance 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 Orviglance 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: Orviglance (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.

Kvartalskommentar

Ascelia presenterade i fredags sin Q3-rapport. Det absolut viktigaste beskedet vi fick i rapporten var att bolaget fortsatt förväntar sig att sista patienten till den registreringsgrundande fas III-studien med Orviglance kommer att rekryteras innan årets slut. Vi förväntar oss därmed att resultat från studien kommer att kunna presenteras senast februari 2023. Det här är, som vi tidigare nämnt, den viktigaste händelsen i bolagets historia och kommer att vara en stor trigger för aktiekursen.

Nedan presenterar vi vår estimerade tidslinje för Orviglance och vägen till ett marknadsgodkännande. En okänd faktor är om Orviglance kommer att erhålla en så kallad priority review på sin marknadsansökan, vilket enligt vår bedömning skulle kunna förkorta tiden till marknad med några månader och potentiellt möjliggöra en lansering redan under slutet 2023.



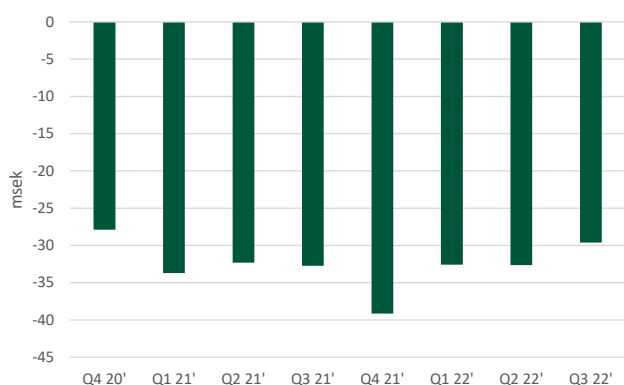
Rent finansiellt var det ingenting i rapporten som stack ut. Rörelseresultatet kom in på -29,6 mkr (-32,7), vilket är ungefär i linje med de senaste kvartalen. Kassan i slutet av september var cirka 180 mkr, vilket enligt bolaget (och oss) räcker i 12 månader framåt. Vi genomför endast mindre estimatjusteringar efter Q3-rapporten.

Estimatförändringar

		2022E	2023E	2024E
Försäljning	Nya	0	0	83
	Tidigare	0	0	106
Rörelseresultat	Nya	-123	-245	-248
	Tidigare	-140	-245	-231

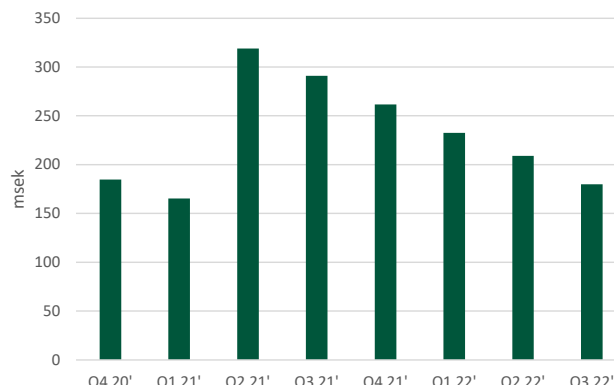
Källa: EPB

EBIT, kvartal



Källa: EPB

Kassa, kvartal



Källa: EPB

DCF

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	1685
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
Enterprise value	1685
Latest net debt	-180
Minority interests & other	0
Equity value	1865
No. of shares outstanding (millions)	34.6
Equity value per share (SEK)	54

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	4%
Extra risk premium	4%
WACC	16.0%

Sensitivity analysis

WACC	14%	15%	16%	17%	18%
NPV	2246	2046	1865	1700	1550
NPV/share	65	59	54	49	45

Implicit multipl.

2022e

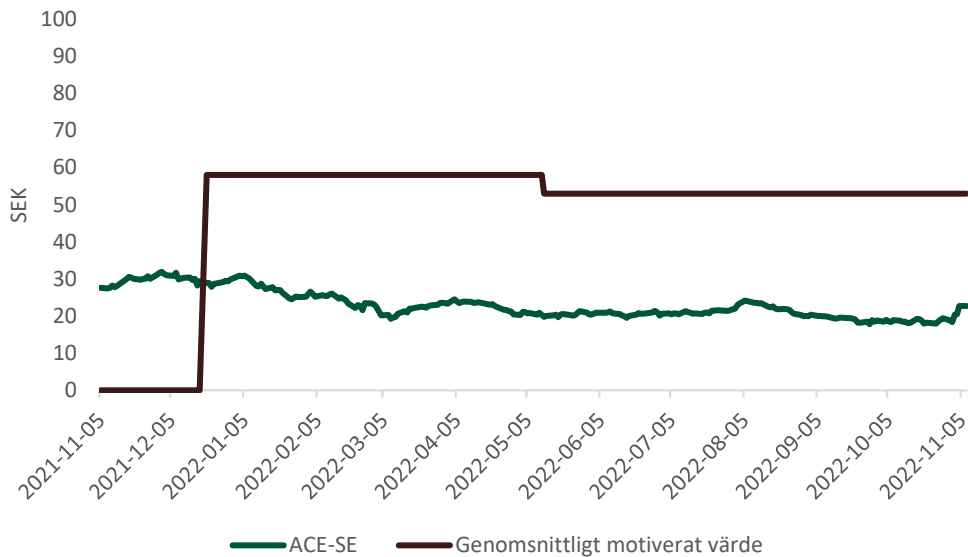
EV/Sales	nm.
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	22.7

Terminal value assumptions

Long term growth rate	nm.
Long term EBIT margin	nm.
Depreciation (% of sales)	nm.
Capex (% of sales)	nm.
Working cap. (% of sales)	nm.
Tax rate	nm.

Källa: Bolaget, EPB

Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	0	0	0	0	83
Totala intäkter	0	0	0	0	83
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	-8
Bruttoresultat	0	0	0	0	75
Totala rörelsekostnader	-93	-138	-123	-245	-322
EBITDA	-93	-138	-123	-245	-248
EBITDA, justerad	-93	-138	-123	-245	-248
EBITA, justerad	(93)	(138)	(123)	(245)	(248)
EBIT	-93	-138	-123	-245	-248
EBIT, justerad	-93	-138	-123	-245	-248
Finansnetto	-6	8	0	0	0
Resultat före skatt	-100	-130	-123	-245	-248
Resultat före skatt, justerad	-100	-130	-123	-245	-248
Total skatt	1	4	0	0	0
Nettoresultat	-99	-126	-123	-245	-248
Nettoresultat, justerad	-99	-126	-123	-245	-248

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-93	-138	-123	-245	-248
Övriga kassaflödesposter	9	8	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	-2	0	-13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-85	-116	-125	-245	-261
Fritt kassaflöde	-9	-117	-126	-246	-262
Nyemission / återköp	93	185	0	500	0
Kassaflöde	83	68	-126	254	-262
Nettoskuld	-185	-262	-136	-391	-129

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR					
Övriga 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	4
Kundfordringar	0	0	0	0	17
Övriga omsättningstillgångar	8	6	9	9	12
Likvida medel och kortfristiga placeringar	185	262	136	391	129
Summa omsättningstillgångar	196	275	154	409	183
SUMMA TILLGÅNGAR	255	333	213	468	243
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	236	308	185	440	192
Summa eget kapital	236	308	185	440	192
Övriga långfristiga skulder	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	1	1	1	1	1
Leverantörsskulder	4	6	9	9	23
Övriga kortfristiga skulder	1	3	4	4	7
Summa kortfristiga skulder	18	25	28	28	51
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	255	333	213	468	243

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	N.m.	0%	0%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	11%	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	11%	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	2%	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	100,0%	100,0%	100,0%	90,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	-	-	-	50%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	-	55%	20%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	-	-	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	18%	23%	11%	16%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-120940%	-100000%	-99895%	4%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,4x

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-185	-262	-136	-391	-129
Soliditet	92%	92%	87%	94%	79%
Nettoskulsättningsgrad	-0,8x	-0,8x	-0,7x	-0,9x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	2,0x	1,9x	1,1x	1,6x	0,5x

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-3,44	-3,64	-3,56	-7,08	-7,16
EPS, justerad	-3,44	-3,64	-3,56	-7,08	-7,16
FCF per aktie	-0,33	-3,37	-3,63	-7,10	-7,56
Eget kapital per aktie	8,22	8,90	5,34	12,7	5,55
Antal aktier vid årets slut, m	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	28,7	34,6	34,6	34,6	34,6

Källa: Ascelia Pharma, EPB

Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	6,9x	3,4x	4,4x	1,9x	4,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	77 121,1x	68 052,6x	42 605,1x	8,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	1 434	771	681	426	688
Aktiekurs	56,4	29,9	23,6	23,6	23,6

Källa: Ascelia Pharma, 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 frånsäger 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