



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 09 november 2022

Egetis Therapeutics

Viktigt år väntar

Rapportkommentar

Egetis presenterade under gårdagen sin Q3-rapport. Försäljningen kom in på 5,1 mkr (6,2) och EBIT på -55,4 mkr (-19,6). Bolaget hade fortsatt en stabil kassa på drygt 190 mkr i slutet av september som vi räknar med kommer räcka in i H2 2023. Rapporten innehöll i övrigt inte några överraskningar och vi upprepar vårt motiverade värde om 10–11 kronor per aktie.

Ett händelserikt år väntar

Kommande år kommer att präglas av ett intensifierat nyhetsflöde kopplat till Emcitate och vägen till ett marknadsgodkännande. Närmast väntar vi oss att första patient rekryteras till den registreringsgrundande fas III-studien i USA (n=16), där vi förväntar oss data under H1 2023.

Förväntad studiestart för Aladote under H1 2023

I rapporten får vi även en uppdatering kring Egetis andra projekt, Aladote, där ambitionen är att starta upp en registreringsgrundande fas II/III-studie under H1 2023. Vi har för tillfället inte inkluderat Aladote i vår värdering av Egetis och ser denna tillgång som en bonus i investeringscasen.

Estimatändring (kr)

	22e	Δ%	23e	Δ%
Totala intäkter	23	-	35	-
EBIT, just.	-188	-	-250	-
EPS, just.	-0,9	-	-1,2	-

Kommande händelser

Q4 - rapport	22 februari 2023
--------------	------------------

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	215m
Börsvärde	847
Nettoskuld (slutet Q3)	-190
EV	657
Free float	56%
Daglig handelsvolym, snitt	287k
Bloomberg Ticker	EGTX SS EQUITY

Analytiker

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@penser.se

Prognos (mkr)

	2021	2022e	2023e	2024e
Totala intäkter	38	23	35	214
Intäktstillväxt	N.m.	N.m.	52%	>100%
EBITDA, just.	-104	-184	-246	-179
EBIT, just.	-106	-188	-250	-183
EPS, just.	-0,5	-0,9	-1,2	-0,8
EPS-tillväxt	55%	N.m.	N.m.	27%
EK/aktie	2,5	2,4	3,5	2,7
EV/Sales	30,8x	31,4x	13,4x	3,1x
P/EK	2,5x	1,7x	1,1x	1,5x
Nettoskuld/EBITDA	1,4x	0,7x	1,5x	1,0x

Värde och risk

Motiverat värde	10 - 11 kr
Aktiekurs	3,9 kr
Riskenivå	Hög

Kursutveckling 12 mån

EGTX SS EQUITYOMX INDEX

Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

I Egetis ser vi ett biotechbolag med en tydlig och riskreducerad väg till marknad. Bolagets huvudkandidat Emcitate kan under H1 2024 bli den första godkända behandlingen i USA och EU för patienter med MCT8- brist, en sällsynt genetisk åkomma där ~30% avlider innan de blir vuxna.

Egetis estimerar den totala årliga marknadspotentialen för Emcitate inom MCT8-brist till >1 miljarder USD. Bolaget avser bygga upp en egen kommersiell organisation i USA och EU för att fånga det fulla värdet av produkten, och vi bedömer att rörelsemarginalerna i affären kommer ligga på höga 60%. Vi antar, med en konservativ prissättning, en toppförsäljning om ~400 miljoner USD för Emcitate. Vi ser en tydlig uppsida i försäljningspotentialen vid positiva data i TRIAC II-studien (data under H1 2024) som visar på en förbättring i neurokognitiv förmåga.

Vår bedömning är att det skrala intresset för biotech, i kombination med en låg kännedom om den, i vår mening, höga sannolikheten att Emcitate når marknad är bidragande orsaker till det låga intresset i aktien. Vi räknar med att Egetis kan nå lönsamhet i slutet 2025.

Vi tycker att Egetis är mycket lågt värderad på nuvarande nivåer, och vi ser en stor uppsida även när vi applicerar en hög WACC (18%) och använder konservativa antaganden. När bolaget går ifrån att bli ett förhoppningsbolag till att bli ett säljande bolag bedömer vi att investerares avkastningskrav kommer sjunka väsentligt.

Kritiska triggers framöver för att minska värdegapet till vårt motiverade värde är:

1. positiva resultat från TRIAC II-studien
2. positiva resultat från den placebokontrollerade studien
3. marknadsgodkännanden i USA och Europa

Indikativa förändringar i vårt motiverade värde

Händelse	Sannolikhet	Positivt utfall	Negativt utfall
Marknadsgodkännande Emcitate, USA	70%	+6-8 kronor per aktie	-6 kronor per aktie
Marknadsgodkännande Emcitate, Europa	70%	+5-7 kronor per aktie	-5 kronor per aktie
Datautläsning TRIAC II-studien (högre prissättning)	N/A	+5-10 kronor per aktie	N/A

Källa: EPB

I ett scenario där Emcitate erhåller ett marknadsgodkännande i både USA och Europa, samt lyckas visa en förbättring i neurokognitiv förmåga i TRIAC II-studien ser vi en potential om 25+ kronor/aktie. Med bakgrund av detta framhåller vi Egetis som en av de mest attraktiva risk/reward-investeringarna inom svensk biotech på några års sikt.

Bolagsprofil

Egetis är ett biotechbolag med fokus på läkemedel i sen klinisk utveckling. Ambitionen är att utveckla läkemedelskandidater hela vägen fram till ett marknadsgodkännande och sälja dem genom en egen kommersiell organisation i Nordamerika och Europa, och via partnerskap i resten av världen. Emcitate (tiratricol) är Egetis ledande läkemedelskandidat som utvecklas för behandling av MCT8-brist, en allvarlig genetisk sjukdom utan några tillgängliga behandlingsalternativ.

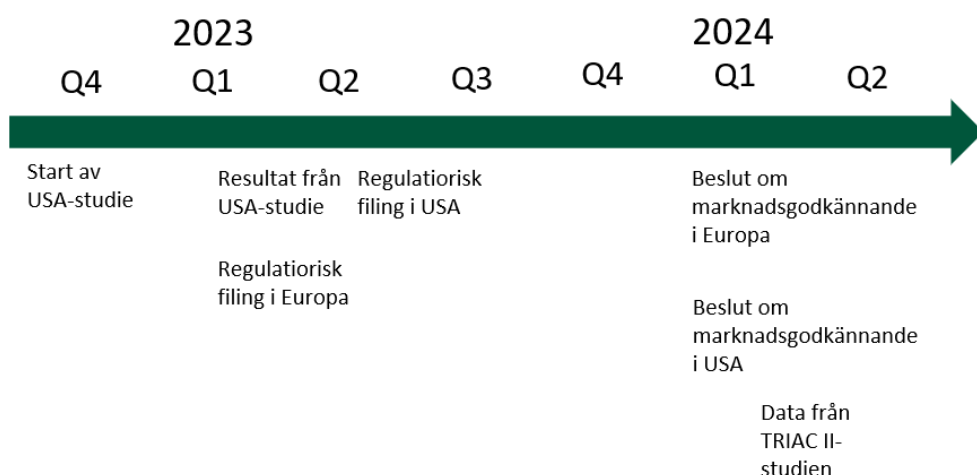
Värdering

Vi tillämpar en risk-justerad sum-of-the-parts modell vid vår värdering av Egetis. I vår sum-of-the-parts värdering har vi summerat delarna av verksamheten för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vi väljer att exkludera Aladote samt Emcitate inom RTH- β ur vår värdering till vi får mer klarhet i den regulatoriska vägen framåt. Vårt motiverade värde är 10–11 kronor per aktie, med en WACC på 18%.

Q3-rapporten

Egetis presenterade under gårdagen sin rapport för det tredje kvartalet. Försäljningen kom in på 5,1 mkr (6,2) och EBIT på -55,4 mkr (-19,6). Siffrorna är i stora drag i linje med våra estimat och det är ingenting som sticker ut rent finansiellt. Bolaget hade fortsatt en stabil kassa på drygt 190 mkr i slutet av september som vi räknar med kommer räcka in i H2 2023.

Det viktigaste som pågår i bolaget nu är genomförandet av den placebokontrollerade studien (n=16) med Emcitate i USA, samt framtagandet av stabiliseringsdata för att kunna skicka in marknadsansökan i Europa. Vi räknar med att båda dessa milstolpar kommer kunna uppnås under H1 2023 och att marknadsansökningar för respektive region kan skickas in strax därefter. Håller denna tidslinje möjliggör det för en lansering av Emcitate under tidigt 2024 i både USA och Europa. Nedan följer vår estimerade tidslinje för vägen till ett marknadsgodkännande för Emcitate.



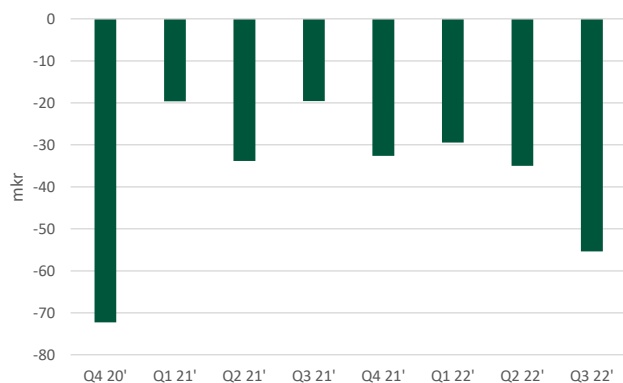
I rapporten får vi även en uppdatering kring Egetis andra projekt, Aladote, där ambitionen är att starta upp en registreringsgrundande fas II/III-studie under H1 2023. Vi har för tillfället inte inkluderat Aladote i vår värdering av Egetis och ser denna tillgång som en bonus i investeringscasen.

Sammanfattningsvis var rapporten i linje med våra förväntningar och vi genomför endast ytterst små förändringar i våra estimat.

Estimatförändringar		2022E	2023E	2024E
Försäljning	Nya	23	35	214
	Tidigare	25	35	214
Rörelseresultat	Nya	-188	-250	-183
	Tidigare	-187	-250	-183

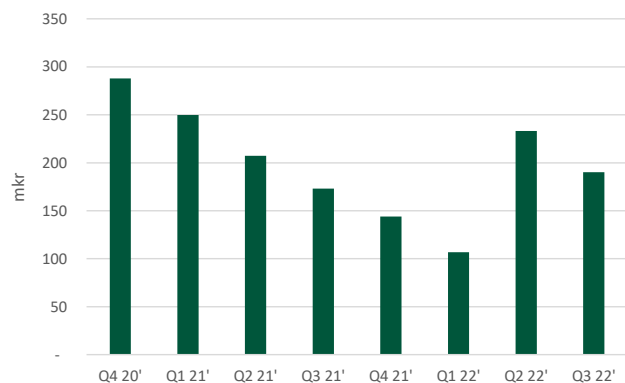
Källa: EPB

EBIT, kvartalsutveckling



Källa: EPB

Kassa, kvartalsutveckling



Källa: EPB

DCF

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	2153
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
Enterprise value	2153
Latest net debt	-221
Minority interests & other	0
Equity value	2374
No. of shares outstanding (millions)	214.6
Equity value per share (SEK)	11

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	4%
Extra risk premium	6%
WACC	18.0%

Sensitivity analysis

WACC	16%	17%	18%	19%	20%
NPV	2703	2532	2374	2228	2092
NPV/share	12.6	11.8	11.1	10.4	9.7

Implicit multipl.

2022e

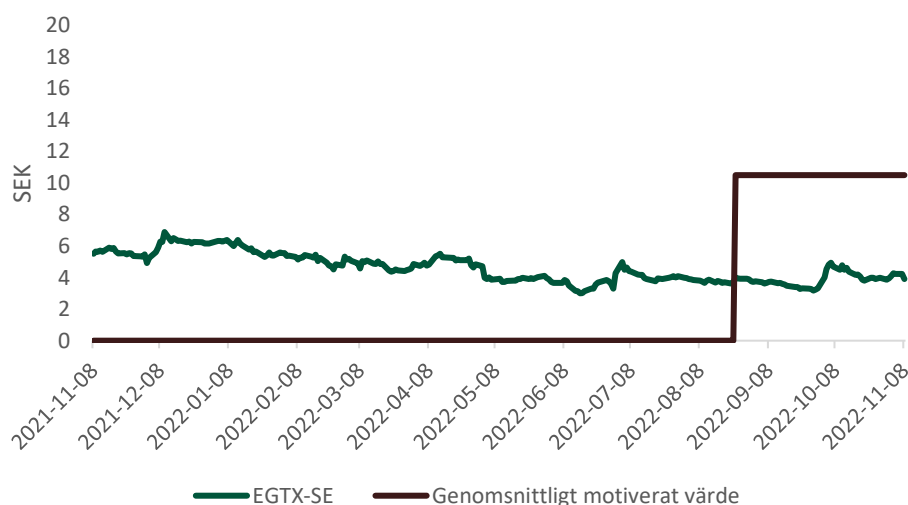
EV/Sales	34.0
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	4.2

Källa: Bolaget, EPB

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.

Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	41	38	23	35	214
Totala intäkter	41	38	23	35	214
Kostnad sålda varor	-2	-8	-7	-11	-21
Bruttoresultat	39	30	16	24	193
Totala rörelsekostnader	-217	-134	-200	-270	-372
EBITDA	-178	-104	-184	-246	-179
EBITDA, justerad	-178	-104	-184	-246	-179
Totala avskrivningar	0	-2	-4	-4	-4
EBITA, justerad	(178)	(104)	(184)	(246)	(179)
EBIT	-178	-106	-188	-250	-183
EBIT, justerad	-178	-106	-188	-250	-183
Finansnetto	-1	1	2	2	2
Resultat före skatt	-179	-105	-186	-248	-181
Resultat före skatt, justerad	-179	-105	-186	-248	-181
Nettoresultat	-179	-105	-186	-248	-181
Nettoresultat, justerad	-179	-105	-186	-248	-181

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-178	-106	-188	-250	-183
Övriga kassaflödesposter	2	4	6	6	6
Förändringar i rörelsekapital	42	-28	2	1	-19
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-134	-131	-180	-243	-195
Investeringar	0	0	-1	-1	-1
Övriga poster	-60	-5	-5	-3	-3
Fritt kassaflöde	-194	-137	-186	-246	-199
Nyemission / återköp	229	0	167	500	0
Förändringar av lån	0	-9	0	0	0
Kassaflöde	35	-145	-19	254	-199
Nettoskuld	-288	-144	-125	-379	-180

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Balansräkning					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR					
Övriga immateriella tillgångar	589	415	416	415	413
Materiella anläggningstillgångar	5	0	1	2	3
Finansiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	594	416	418	417	417
Varulager	3	1	1	2	11
Kundfordringar	4	3	2	4	13
Övriga omsättningstillgångar	3	3	2	4	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	288	144	125	379	180
Summa omsättningstillgångar	300	153	132	389	216
SUMMA TILLGÅNGAR	894	569	550	806	633
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	630	527	508	760	579
Summa eget kapital	630	527	508	760	579
Övriga långfristiga skulder	194	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	194	3	3	3	3
Leverantörsskulder	16	5	5	4	17
Övriga kortfristiga skulder	15	17	18	21	19
Summa kortfristiga skulder	70	39	39	44	51
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	894	569	550	806	633

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Tillväxt och marginaler					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	N.m.	N.m.	52%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	42%	N.m.	N.m.	27%
EBIT-tillväxt, justerad	-	41%	N.m.	N.m.	27%
EPS-tillväxt, justerad	-	55%	N.m.	N.m.	27%
Bruttomarginal	95,3%	79,5%	69,6%	68,6%	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: Egetis Therapeutics, 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: Egetis Therapeutics, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	8%	2%	5%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	9%	10%	10%	6%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	59%	66%	32%	80%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	32%	29%	20%	16%	14%
Rörelsekapital / totala intäkter	-143%	-79%	-140%	-96%	-7%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,0x	0,0x	0,4x

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-288	-144	-125	-379	-180
Soliditet	70%	93%	92%	94%	91%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,5x	-0,3x	-0,2x	-0,5x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,4x	0,7x	1,5x	1,0x

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-1,09	-0,49	-0,87	-1,16	-0,84
EPS, justerad	-1,09	-0,49	-0,87	-1,16	-0,84
FCF per aktie	-1,17	-0,64	-0,87	-1,15	-0,93
Eget kapital per aktie	3,82	2,46	2,37	3,54	2,70
Antal aktier vid årets slut, m	165	215	215	215	215
Antal aktier efter utspädning, snitt	165	215	215	215	215

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1,8x	2,5x	1,7x	1,1x	1,5x
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	20,7x	30,8x	31,4x	13,4x	3,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	843	1 177	722	468	667
Aktiekurs	6,9	6,2	3,9	3,9	3,9

Källa: Egetis Therapeutics, 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