



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 14 december 2022

Calliditas Therapeutics

Ett steg in i Japan

Licensavtal i Japan

Calliditas meddelade under gårdagen att de tecknat ett licensavtal med Viatriis för att kommersialisera Nefecon på den japanska marknaden. Calliditas får USD 20 m i kontantbetalning och potentiellt ytterligare USD 80 m i framtida milstolpebetalningar. Dessutom kommer bolaget att erhålla en 10–20 procentig royaltysats på försäljningen av Nefecon i Japan.

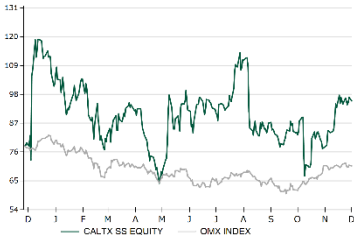
IgAN i Japan

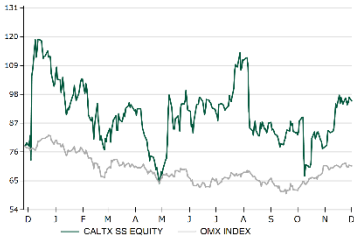
Vi estimerar incidensen av IgAN i Japan till drygt 5 000 patienter årligen och den existerande prevalensen till 150 000 – 200 000 patienter (ungefär i linje med Europa). Enligt våra efterforskningar tenderar läkemedelspriser i Japan generellt att vara i linje med europeiska priser (eller något lägre) och vi bedömer därmed att Japan utgör en ungefär lika stor marknadspotential som Europa.

Nytt motiverat värde

Vi värderar licensavtalet med Viatriis till cirka 15 kronor per aktie. Detta faktorerar in en toppförsäljning kring USD 150 m och en riskjustering på 90%. Vi bedömer att någon form av bryggstudie kommer behöva genomföras innan en regulatorisk ansökan kan skickas in och antar en lansering av Nefecon i Japan tidigt 2026. Vårt nya motiverade värde är 300–310 kronor per aktie (290–300).

Vi ser vidare ett positivt signalvärde i att Viatriis väljer att ingå avtalet innan data från del B i fas III-studien har presenterats (est. H1 2023), vilket i vår värld indikerar att de är konfidenta i ett positivt utfall.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk														
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	300 - 310 kr												
Totala intäkter	762	34,8	1 849	0,1	Totala intäkter	229	762	1 849	3 610	Aktiekurs	99,4 kr												
EBIT, just.	-388	31,9	392	0,3	Intäktstillväxt	>100%	>100%	>100%	95%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-5,4	36,2	6,6	0,3	EBITDA, just.	-524	-388	392	1 867	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser					EBIT, just.	-524	-388	392	1 867														
Q4 - rapport					EPS, just.	-9,7	-5,4	6,6	30,4														
23 februari 2023					EPS-tillväxt	N.m.	44%	>100%	>100%														
Bolagsfakta (mkr)					EK/aktie	19,3	11,6	18,2	48,7	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																					
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
Antal aktier			59m	EBIT-marginal	Neg.	Neg.	21,2%	51,7%															
Börsvärde			5 880	ROE, just.	Neg.	Neg.	44,4%	91,0%															
Nettoskuld (slutet Q3)			-288	ROCE, just.	Neg.	Neg.	28,9%	74,8%															
EV			5 592	EV/Sales	22,9x	7,4x	2,9x	1,0x															
Free float			68%	EV/EBITDA	-	-	13,6x	1,9x															
Daglig handelsvolym, snitt			328k	EV/EBIT	-	-	13,6x	1,9x															
Bloomberg Ticker			CALTX SS EQUITY	P/E, just.	-	-	15,0x	3,3x															
Analytiker					P/EK	5,9x	8,6x	5,4x	2,0x														
Ludvig Svensson					Nettoskuld/EBITDA	1,2x	0,7x	-1,4x	-1,3x														
ludvig.svensson@penser.se																							



Investment case

Nefecon, en omformulering av budesonid, lanserades i USA och Europa under 2022 som det första godkända läkemedlet för patienter med IgA-nefrit. Nefecon 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 Nefecon kommer att attrahera ett stort intresse bland nefrologer vid lansering, vilket vi ser indikationer på i de senaste kvartalsrapporterna.

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 Nefecon. 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 fokuserat 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, Everest Medicines i Kina, samt Viartis i Japan. 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 300–310 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.

DCF

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	17336
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
Enterprise value	17336
Latest net debt	-288
Value of ATM shares	588
Equity value	18212
No. of shares outstanding (millions)	59.2
Equity value per share (SEK)	308

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	2%
Extra risk premium	3%
WACC	13.0%

Sensitivity analysis

WACC	11%	12%	13%	14%	15%
NPV	20112	19117	18212	17327	16520
NPV/share	340	323	308	293	279

Implicit multipl.

2022e

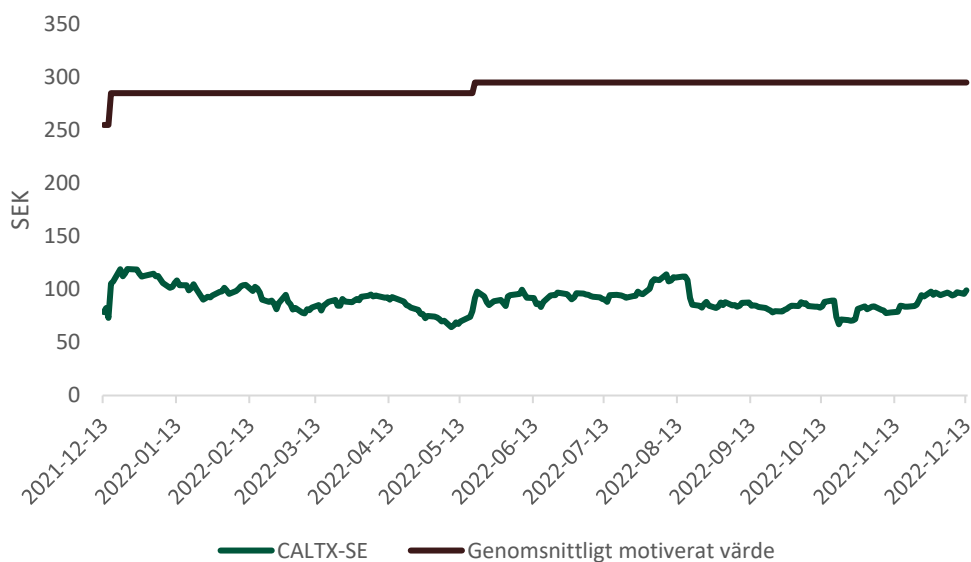
EV/Sales	7.4
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	99.4

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	1	229	762	1 849	3 610
Totala intäkter	1	229	762	1 849	3 610
Kostnad sålda varor	0	0	-16	-79	-154
Bruttoresultat	1	229	747	1 770	3 455
Totala rörelsekostnader	-381	-754	-1 135	-1 377	-1 588
EBITDA	-380	-524	-388	392	1 867
EBITDA, justerad	-380	-524	-388	392	1 867
EBITA, justerad	(380)	(524)	(388)	392	1 867
EBIT	-380	-524	-388	392	1 867
EBIT, justerad	-380	-524	-388	392	1 867
Finansnetto	-56	11	52	0	0
Resultat före skatt	-436	-513	-337	392	1 867
Resultat före skatt, justerad	-436	-513	-337	392	1 867
Total skatt	0	4	15	0	-67
Nettoresultat	-437	-510	-322	392	1 800
Nettoresultat, justerad	-437	-510	-322	392	1 800

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-380	-524	-388	392	1 867
Övriga kassaflödesposter	16	57	79	15	(52)
Förändringar i rörelsekapital	54	5	100	-88	69
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-309	-462	-209	319	1 885
Övriga poster	-173	-24	-14	-17	-20
Fritt kassaflöde	-482	-486	-223	302	1 865
Nyemission / återköp	0	303	0	0	0
Förändringar av lån	769	132	0	0	0
Kassaflöde	287	-51	-223	302	1 865
Nettoskuld	-852	-639	-272	-542	-2 355

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Balansräkning					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR					
Övriga immateriella tillgångar	461	399	480	480	483
Materiella anläggningstillgångar	0	6	8	10	12
Finansiella anläggningstillgångar	2	4	4	4	4
Övriga anläggningstillgångar	1	4	4	4	4
Summa anläggningstillgångar	470	447	529	531	536
Varulager	0	1	15	37	72
Kundfordringar	0	0	61	92	108
Övriga omsättningstillgångar	18	45	53	116	205
Likvida medel och kortfristiga placeringar	996	956	732	1 034	2 899
Summa omsättningstillgångar	1 037	1 013	961	1 446	3 537
SUMMA TILLGÅNGAR	1 506	1 460	1 490	1 977	4 073
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	1 256	1 008	687	1 079	2 879
Summa eget kapital	1 256	1 008	687	1 079	2 879
Långfristiga räntebärande skulder	145	316	460	492	544
Summa långfristiga skulder	145	316	460	492	544
Leverantörsskulder	54	68	152	185	289
Övriga kortfristiga skulder	10	14	38	74	108
Summa kortfristiga skulder	106	135	343	407	650
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	1 506	1 460	1 490	1 977	4 073

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Tillväxt och marginaler					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	>100%	>100%	>100%	95%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	26%	>100%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	26%	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	44%	>100%	>100%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	98,0%	95,7%	95,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	21,2%	51,7%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	21,2%	51,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	21,2%	51,7%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	21,2%	51,7%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	21,2%	49,9%

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Avkastning					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	44%	91%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	29%	75%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	82%	>100%

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	-	0%	2%	2%	2%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	8%	5%	3%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	>100%	>100%	>100%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	18%	30%	30%	41%
Rörelsekapital / totala intäkter	-7445%	-34%	-15%	0%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,2x	0,7x	1,2x	1,1x

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-852	-639	-272	-542	-2 355
Soliditet	83%	69%	46%	55%	71%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,7x	-0,6x	-0,4x	-0,5x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	2,2x	1,2x	0,7x	-1,4x	-1,3x

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-8,75	-9,74	-5,44	6,63	30,4
EPS, justerad	-8,75	-9,74	-5,44	6,63	30,4
FCF per aktie	-9,66	-9,29	-3,78	5,10	31,5
Eget kapital per aktie	25,2	19,3	11,6	18,2	48,7
Antal aktier vid årets slut, m	49,9	52,3	59,2	59,2	59,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	49,9	52,3	59,2	59,2	59,2

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	15,0x	3,3x
P/EK	5,5x	5,9x	8,6x	5,4x	2,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	19,5x	3,2x
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	6 995,7x	22,9x	7,4x	2,9x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	13,6x	1,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	13,6x	1,9x
EV	6 114	5 260	5 609	5 338	3 525
Aktiekurs	140	113	99,4	99,4	99,4

Källa: Calliditas Therapeutics, EPB

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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