



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 15 februari 2023

OncoZenge

På rätt bana

Rapportkommentar


OncoZenge presenterade under gårdagen sin rapport för det fjärde kvartalet. Rapporten var i linje med våra estimat och innehöll inga större överraskningar. Det viktigaste är att arbetet med omformuleringen går planenligt och att bolaget uppger sig vara i fas med att initiera en PK-studie med den nya formuleringen under H2 2023.

Målet är en affär direkt efter PK-studie

Bolaget är tydliga med att målet är att göra en affär med BupiZenge efter PK-studien avslutats. Vi har valt att göra vissa justeringar i vår modellering och antar nu en (sannolikhetsjusterad) affär direkt efter PK-studien, i stället för att bolaget bedriver en fas III-studie i egen regi och sedan ingår ett strikt kommersialiseringsavtal. Vi resonerar i den här analysuppdateringen kring hur ett sådant avtal skulle kunna se ut.

På rätt bana

Efter rapporten upprepar vi vårt motiverade värde om 3,8 – 4,0 kronor per aktie. Vi gillar att arbetet med formuleringen går framåt och ser fram emot att bolaget delger oss och marknaden ytterligare framsteg under våren.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	3,8 - 4,0 kr
Totala intäkter	-99,0%	>100%	>100%	Totala intäkter	0	0	40	2	Aktiekurs	5,9 kr
EBITDA, just.	0,0%	>100%	6,6%	Tillväxt	N.m.	N.m.	>100%	-96%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	0,0%	>100%	6,6%	EBITDA, just.	-44	-21	23	-22	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
Kommande händelser				EBIT, just.	-44	-21	23	-22		
Q1 - rapport	16 maj 2023			EPS, just.	-4,0	-1,8	2,0	-1,9		
Q2 - rapport	22 augusti 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
				EK/aktie	2,9	4,1	6,1	4,1		
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Antal aktier	12m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	58,8%	Neg.		
Börsvärde	69			ROE, just.	Neg.	Neg.	39,6%	Neg.		
Nettoskuld	-29			ROCE, just.	Neg.	Neg.	39,6%	Neg.		
EV	40			EV/Sales	N.m.	N.m.	1,7x	43,6x		
Free float	69%			EV/EBITDA	-	-	3,0x	-		
Daglig handelsvolym, snitt	73k			EV/EBIT	-	-	3,0x	-		
Bloomberg Ticker	ONCOZ SS EQUITY			P/E, just.	-	-	3,0x	-		
Analytiker				P/EK	1,9x	1,5x	1,0x	1,4x		
Ludvig Svensson				FCF yield	-	-	32%	-		
ludvig.svensson@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	0,7x	1,9x	-2,7x	1,8x		
								<div>Intressekonflikter</div>		
								Yes	No	
								Likviditetsgarant		✓
								Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m		✓

Investment case

OncoZenges ledande läkemedelskandidat, BupiZenge, är en sugtablettformulering av den välkända substansen bupivakain. Bupivakain utvecklades i Sverige redan på 1960-talet och har sedan dess använts för lokalanestesi hos miljontals patienter. OncoZenge affärsidé är att utveckla BupiZenge för behandling av den smärta som uppstår vid oral mukosit – en allvarlig biverkan vid strål- och cellgiftsbehandling som drabbar munslemhinnan. Formuleringen av BupiZenge är patentskyddad till 2032 på de stora marknaderna.

Vi bedömer den totala marknadspotentialen för BupiZenge i Europa och Nordamerika till +1 000 musd årligen. Med relativt konservativa antaganden estimerar vi en toppförsäljning om ~215 musd.

Bolagsprofil

OncoZenge är ett svenskt läkemedelsföretag grundat 2020, via en avknoppning från Moberg Pharma. Bolaget har en läkemedelskandidat (BupiZenge) inom munsmärta (oral mukosit).

Värdering

Vi värderar OncoZenge genom en DCF-modell med en WACC på 19%. Vårt motiverade värde är 3,8–4,0 kronor per aktie.

Hur skulle ett avtal med BupiZenge kunna se ut?

Det har ingåtts ett fåtal avtal den senaste tiden i den svenska biotechsektorn som vi tycker kan utgöra relevanta referenser för ett potentiellt licensavtal för BupiZenge. Vi tycker ett av de mest relevanta är IRLABs avtal med Ipsen som slöts under 2021 för deras dåvarande fas IIb-redo mesdopetam inom Parkinsons sjukdom. Inom ramen för avtalet fick Ipsen globala rättigheter att kommersialisera mesdopetam och IRLAB erhöll en upfrontbetalning om 28 musd, potentiella framtida milstolpar om 335 musd, samt en royalty på framtida försäljning om cirka 10–14%.

Även Oasmias avtal med Elevar kan utgöra en intressant referens. Elevar licensierade globala rättigheter (ex ett fåtal länder) att kommersialisera Apealea då det var godkänt inom EU. Inom ramen för detta avtal betalade Elevar en upfront om 20 musd, potentiella milstolpar om 678 musd, samt tvåsiffriga royaltys på framtida försäljning.

Calliditas flertalet kommersialiseringsavtal med njurmedicinen Nefecon kan utgöra relevanta referenser, men dessa ingicks då bolaget redan hade presenterat fas III-data/erhållit godkännande, vilket motiverar ett högre avtalsvärde – allt annat lika. Avtalen som ingåtts innefattar också endast regionala marknader.

Vi har valt att anta en 15% sannolikhet att OncoZenge ingår ett globalt utvecklings- och kommersialiseringsavtal för BupiZenge under 2024 och att läkemedlet slutligen når marknad under 2027. Vi har antagit en avtalsstruktur likt IRLAB-Ipsen, där partnern står för genomförandet och kostnaderna för det kliniska programmet. Vi räknar med att OncoZenge erhåller 25 musd i upfrontbetalning, potentiellt 300 musd i milstolpar, samt en royalty på 12% på framtida försäljning.

Referensavtal inom svensk biotech

Oasmia

(mUSD)	Globalt
Upfront	20
Milstolpar	678
Royalty	10%+

IRLAB

(mUSD)	Globalt
Upfront	28
Milstolpar	335
Royalty	~10-14%

OncoZenge

(mUSD)	Globalt*
Upfront	25
Milstolpar	300
Royalty	12%

Calliditas

(mUSD)	Japan	Europa
Upfront	20	12.5
Milstolpar	80	97.5
Royalty	~10-14%	~20-34%

Källa: EPB

*EPB antagande baserat på referensavtal

Vårt motiverade värde är känsligt för nyckelantaganden så som avtalsvärde och sannolikhet att BupiZenge når marknad. Nedan presenterar vi en känslighetsanalys där vi visualiserar vad en förändring i sannolikhet att nå marknad, samt upfrontvärde på ett avtal har för inverkan på vårt motiverade värde. För investerare som tror på en högre sannolikhet att nå marknad/högre avtalsvärde så finns det en signifikant uppsida från nuvarande nivåer.

Känslighetsanalys, upfrontvärde och sannolikhet att nå marknad

		Upfrontvärde				
		10	25	50	75	100
Sannolikhet	15%	2.5	4.0	6.4	8.9	11.3
	50%	15.2	19.9	27.8	35.7	43.5
	100%	36.8	46.3	62.1	78.0	93.9

Källa: EPB

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	17	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	17%	18%	19%	20%	21%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	27	22	17	13	10
Enterprise value	17	Small cap premium	6%	NPV/share	4.8	4.4	4.0	3.6	3.3
Latest net debt	-29	Extra risk premium	5%						
Equity value	47	WACC	19.0%						
No. of shares outstanding (millions)	11.7								
Equity value per share (SEK)	4.0								

Implicit multipl.	2023e	Terminal value assumptions	
EV/Sales	nm	Long term growth rate	nm.
EV/EBITDA	nm	Long term EBIT margin	nm.
EV/EBIT	nm	Depreciation (% of sales)	nm.
EV/NOPLAT	nm	Capex (% of sales)	nm.
P/E	nm	Working cap. (% of sales)	nm.
ROIC/WACC	nm	Tax rate	nm.
Current Share price	5.9		

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	0	0	0	0	40	2
Totala intäkter	0	0	0	0	40	2
Bruttoresultat	0	0	0	0	40	2
R&D-kostnader	0	0	-38	-17	-11	-19
Övriga rörelsekostnader	-1	-5	-6	-5	-5	-5
EBITDA	-1	-5	-44	-21	23	-22
EBITDA, justerad	-1	-5	-44	-21	23	-22
EBITA, justerad	-1	-5	-44	-21	23	-22
EBIT	-1	-5	-44	-21	23	-22
EBIT, justerad	-1	-5	-44	-21	23	-22
Resultat före skatt	-1	-5	-44	-21	23	-22
Resultat före skatt, justerad	-1	-5	-44	-21	23	-22
Total skatt	0	1	-3	0	0	0
Nettoresultat	-1	-4	-47	-21	23	-22
Nettoresultat, justerad	-1	-4	-47	-21	23	-22
Intäksttillväxt	-	N.m.	N.m.	-99%	>100%	-96%
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58,8%	Neg.
EPS, justerad	-1,06	-0,33	-3,99	-1,84	2,00	-1,91
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: OncoZenge, EPB

Kassaflödesanalys						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-1	-5	-44	-21	23	-22
Övriga kassaflödesposter	0	0	23	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	1	0	-2	0	0	1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	0	-5	-22	-21	23	-22
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-5	0	-1	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	-5	0	-1	-1	-1
Fritt kassaflöde	0	-10	-22	-22	22	-23
Nyemission / återköp	10	51	0	35	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	10	51	0	35	0	0
Kassaflöde	10	41	-22	13	22	-23
Nettoskuld	-10	-51	-29	-42	-64	-41

Källa: OncoZenge, EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	22	30	7	8	9	10
Övriga anläggningstillgångar	1	3	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	23	33	7	8	9	10
Övriga omsättningstillgångar	6	1	1	0	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	51	29	42	64	41
Summa omsättningstillgångar	16	52	30	42	66	42
SUMMA TILLGÅNGAR	38	85	37	50	74	52
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	29	80	34	47	71	49
Summa eget kapital	29	80	34	47	71	49
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	2	2	2
Summa långfristiga skulder	0	0	0	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	9	5	3	0	1	1
Summa kortfristiga skulder	9	5	3	0	1	2
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	38	85	37	50	74	52

Källa: OncoZenge, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	N.m.	N.m.	-99%	>100%	-96%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58,8%	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58,8%	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58,8%	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58,8%	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58,8%	Neg.

Källa: OncoZenge, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	40%	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	40%	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%	Neg.

Källa: OncoZenge, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	-	-	-	50%	1%	9%
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	-	55%	1%	12%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	7%	0%	7%	7%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-	-20170%	-29922%	2%	-8%

Källa: OncoZenge, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-10	-51	-29	-42	-64	-41
Soliditet	76%	94%	92%	96%	95%	93%
Nettoskuld / EBITDA	12,5x	10,5x	0,7x	1,9x	-2,7x	1,8x

Källa: OncoZenge, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,06	-0,33	-3,99	-1,84	2,00	-1,91
EPS, justerad	-1,06	-0,33	-3,99	-1,84	2,00	-1,91
FCF per aktie	0,00	-0,87	-1,89	-1,92	1,87	-1,94
Eget kapital per aktie	48,8	6,87	2,90	4,06	6,06	4,15
Antal aktier vid årets slut, m	0,60	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,60	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7

Källa: OncoZenge, EPB

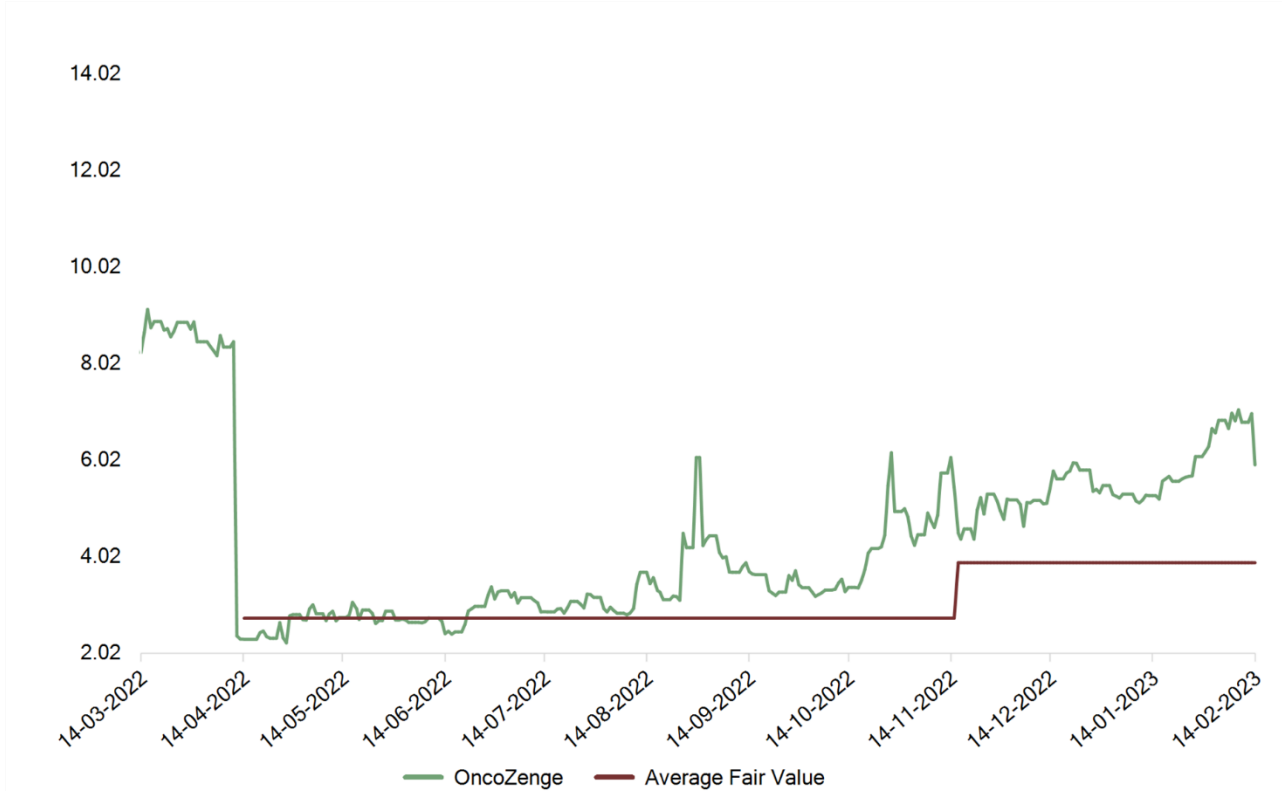
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0x	Neg.
P/EK	Neg.	1,7x	1,9x	1,5x	1,0x	1,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,2x	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32%	Neg.
Direktavkastning	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	3 521,0x	693 810,0x	1,7x	43,6x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0x	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,0x	Neg.
EV	Neg.	84	35	69	69	69
Aktiekurs	-	11,6	5,5	5,9	5,9	5,9

Källa: OncoZenge, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

OncoZenge (ONCOZ SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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