



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 22 februari 2023

Egetis Therapeutics

Fortsatt eggande potential

Rapportkommentar

Egetis släppte under onsdagen sin rapport för det fjärde kvartalet. Rapporten innehöll, som väntat, inga större överraskningar. Intäkterna från försäljning av Emcitate på licens kom för helåret 2022 in på 23 mkr (16 mkr). Rörelseresultatet landade på -198 mkr (-106 mkr) och speglar en ökad aktivitet inom både FoU samt kommersiella förberedelser för en lansering av Emcitate. Efter den riktade emission som gjordes i januari estimerar vi nuvarande kassaposition till +300 mkr.

Studiestart i USA är något försenad

Starten för fas III-studien med Emcitate i USA är något försenad på grund av administrativa eftersläpningar på deltagande sjukhus (effekt av coronapandemin) och bolaget förväntas nu kunna vara klara med studien och lämna in marknadsansökan i H2 2023 (tidigare mitten 2023). Bolaget uppger i rapporten att studien förväntas starta inom de närmsta veckorna. Vi tycker inte att den här förseningen är något som ska oroa investerare. Vi gör inga ändringar i våra prognoser mot bakgrund av detta då vi sedan tidigare har estimerat en försäljning under 2024 åt det mer konservativa hållet.

Påfylld kassa minskar den finansiella risken

Efter rapporten gör vi vissa estimatjusteringar (lägger in riskjusterad försäljning av voucher som intäktspost 2024), samt sänker avkastningskravet till 16% (18%) som en konsekvens av den senaste kapitalinjektionen på knappt 200 mkr. Vi ser nu en minskad finansiell risk fram till dess att bolaget visar svarta siffror. Vårt nya motiverade värde är 11–12 kronor per aktie (10–11).

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	11 - 12 kr												
Totala intäkter	0,0%	>100%	-	Totala intäkter	23	35	508	625	Aktiekurs	5,2 kr												
EBITDA, just.	8,1%	>100%	-	Tillväxt	-41%	55%	>100%	23%	Riskenivå	High												
EPS, just.	21,0%	>100%	-	EBITDA, just.	-195	-226	127	44	<div>Kursutveckling 12 mån</div>													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q1 - rapport26 april 2023</div> <div>Q2 - rapport22 augusti 2023</div>				EBIT, just.	-198	-230	123	40														
				EPS, just.	-0,9	-0,9	0,5	0,2														
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	-67%														
				EK/aktie	2,4	1,9	2,4	2,6														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier250m</div> <div>Börsvärde1 383</div> <div>Justerad nettoskuld (Q4)-324</div> <div>EV1 059</div> <div>Free float56%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt612k</div> <div>Bloomberg TickerEGTX SS EQUITY</div>				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	24,1%	6,3%														
				ROE, just.	Neg.	Neg.	23,1%	6,7%														
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	22,7%	6,3%														
				EV/Sales	61,8x	39,5x	2,7x	2,2x														
				EV/EBITDA	-	-	10,9x	31,6x														
				EV/EBIT	-	-	11,3x	35,0x														
				P/E, just.	-	-	11,1x	33,3x														
				P/EK	3,0x	2,9x	2,3x	2,1x														
				FCF yield	-	-	9%	1%														
<div>Analytiker</div> <div>Ludvig Svensson</div> <div>ludvig.svensson@penser.se</div>				Nettoskuld/EBITDA	0,7x	0,4x	-1,8x	-5,5x	<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		✓																				

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 omkring 60–70%. 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 och 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 under 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 (16%) och använder konservativa antaganden. När bolaget går från att bli ett förhoppningsbolag till att bli ett säljande bolag bedömer vi att investerarens avkastningskrav kommer sjunka väsentligt.

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

- positiva resultat från TRIAC II-studien
- positiva resultat från den placebokontrollerade studien i USA
- marknadsgodkännanden i USA och Europa

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 30+ 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 särläkemedel 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 riskjusterad 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 11–12 kronor per aktie, med en WACC på 16%.

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	2694	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	14%	15%	16%	17%	18%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	3226	3016	2822	2642	2475
Enterprise value	2694	Small cap premium	4%	NPV/share	12.9	12.1	11.3	10.6	9.9
Latest net debt	-128	Extra risk premium	4%						
Minority interests & other	0	WACC	16.0%						
Equity value	2822								
No. of shares outstanding (millions)	249.6								
Equity value per share (SEK)	11.3								
Implicit multipl.		Terminal value assumptions							
EV/Sales	39.5	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	5.5								

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	41	38	23	35	508	625
Totala intäkter	41	38	23	35	508	625
Kostnad sålda varor	-2	-8	-6	-11	-22	-63
Bruttoresultat	39	30	16	24	486	563
Övriga rörelsekostnader	-217	-134	-212	-250	-359	-519
EBITDA	-178	-104	-195	-226	127	44
EBITDA, justerad	-178	-104	-195	-226	127	44
EBITA, justerad	-178	-104	-195	-226	127	44
EBIT	-178	-106	-198	-230	123	40
EBIT, justerad	-178	-106	-198	-230	123	40
Finansnetto	-1	1	4	2	2	2
Resultat före skatt	-179	-105	-194	-228	125	42
Resultat före skatt, justerad	-179	-105	-194	-228	125	42
Nettoresultat	-179	-105	-194	-228	125	42
Nettoresultat, justerad	-179	-105	-194	-228	125	42
Intäkstillväxt	-	-6%	-41%	55%	>100%	23%
Bruttomarginal	95,3%	79,5%	72,1%	68,6%	95,6%	90,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,1%	6,3%
EPS, justerad	-1,09	-0,49	-0,90	-0,91	0,50	0,17
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-67%

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Kassaflödesanalys						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-178	-106	-198	-230	123	40
Övriga kassaflödesposter	2	6	16	10	10	11
Förändringar i rörelsekapital	42	-28	11	4	2	-23
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-134	-128	-171	-216	135	27
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-60	-6	-2	-5	-5	-5
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-60	-6	-2	-6	-6	-6
Fritt kassaflöde	-194	-134	-172	-222	129	21
Nyemission / återköp	229	0	165	200	0	0
Förändring av skulder	0	-9	-9	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	228	-9	156	200	0	0
Kassaflöde	35	-143	-17	-22	129	21
Nettoskuld	-288	-144	-128	-102	-226	-243

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	589	415	413	414	415	416
Materiella anläggningstillgångar	5	0	0	1	2	3
Finansiella anläggningstillgångar	0	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	594	416	414	416	417	420
Varulager	3	1	1	2	25	31
Kundfordringar	4	3	4	4	30	38
Övriga omsättningstillgångar	5	5	15	5	30	38
Likvida medel och kortfristiga placeringar	288	144	128	102	226	243
Summa omsättningstillgångar	300	153	147	112	313	349
SUMMA TILLGÅNGAR	894	569	561	527	730	769
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	630	527	506	478	603	644
Summa eget kapital	630	527	506	478	603	644
Övriga långfristiga skulder	194	3	6	6	5	5
Summa långfristiga skulder	194	3	6	6	5	5
Leverantörsskulder	16	5	20	4	41	50
Övriga kortfristiga skulder	55	35	29	40	81	69
Summa kortfristiga skulder	70	39	49	44	122	119
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	894	569	561	527	730	769

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-6%	-41%	55%	>100%	23%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-65%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-68%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-67%
Bruttomarginal	95,3%	79,5%	72,1%	68,6%	95,6%	90,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,0%	7,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,0%	7,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,1%	6,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,1%	6,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,5%	6,6%

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Avkastning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23%	7%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23%	6%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33%	10%

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	8%	2%	3%	5%	5%	5%
Kundfordringar / totala intäkter	10%	9%	17%	10%	6%	6%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	59%	>100%	32%	>100%	80%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	32%	28%	23%	17%	32%	20%
Rörelsekapital / totala intäkter	-143%	-79%	-131%	-96%	-7%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,0x	0,1x	0,8x	1,0x

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-288	-144	-128	-102	-226	-243
Soliditet	70%	93%	90%	91%	83%	84%
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,4x	0,7x	0,4x	-1,8x	-5,5x

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,09	-0,49	-0,90	-0,91	0,50	0,17
EPS, justerad	-1,09	-0,49	-0,90	-0,91	0,50	0,17
FCF per aktie	-1,17	-0,62	-0,80	-0,89	0,52	0,08
Eget kapital per aktie	3,82	2,46	2,36	1,92	2,41	2,58
Antal aktier vid årets slut, m	165	215	215	250	250	250
Antal aktier efter utspädning, snitt	165	215	215	250	250	250

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

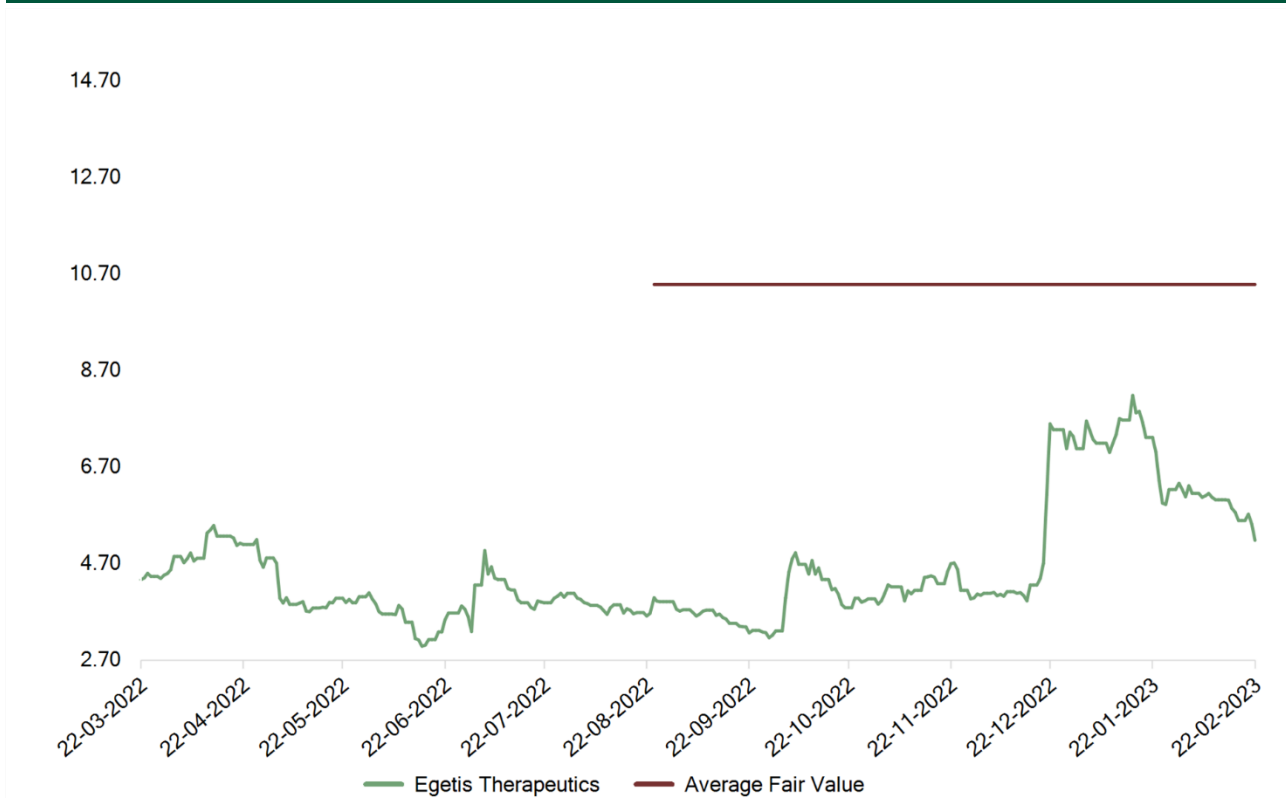
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,1x	33,3x
P/EK	1,8x	2,5x	3,0x	2,9x	2,3x	2,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,7x	67,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%	1%
Direktavkastning	0,0%	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	20,7x	30,8x	61,8x	39,5x	2,7x	2,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,9x	31,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,3x	35,0x
EV	843	1 177	1 396	1 383	1 383	1 383
Aktiekurs	6,9	6,2	7,1	5,5	5,5	5,5

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Egetis Therapeutics (EGTX 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