



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 28 april 2023

Egetis Therapeutics

I väntan på studiestart

Inga överraskningar

Egetis presenterade under onsdagen en Q1-rapport som var i linje med våra förväntningar. Kostnaderna fortsätter att öka som en konsekvens av en högre aktivitet både inom FoU samt försäljningsförberedelser. Kassan i slutet av mars uppgick till cirka 244 mkr.

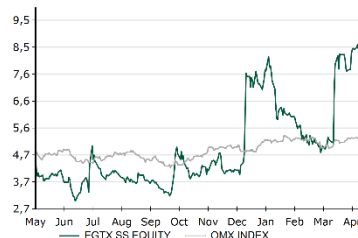
Väntad försening i USA

Som väntat blir det en försening i tidslinjen för studien med Emcitate i USA. Det är fortsatt administrativa förseningar som råder och bolaget uppskattar att första patient kommer att doseras under Q2 och att en marknadsansökan då kan skickas in under Q4. Bolaget har identifierat >30 patienter som potentiella deltagare i studien, vilket borde innebära att studien kan gå snabbt att genomföra när bolaget fått grönt ljus att starta upp.

Lite tankar kring potentiellt uppköp och motiverat värde

Angående de budrykten som figurerat i marknaden så upprepar bolaget i rapporten det budskap som skickats ut tidigare. Den mest relevanta referensen för ett potentiellt bud är som vi ser det Alexions uppköp av Wilson Therapeutics som gjordes för 6,5 miljarder kronor under 2018. Wilsons huvudkandidat, WTX101, var vid tiden för uppköpet dock något längre ifrån marknad än vad Emcitate är nu. Vi anser att Wilson-transaktionen kan utgöra en rimlig indikation på vad storägarna i Egetis kan vara beredda att acceptera i termer av bud. En affär i denna storlek skulle motsvara 26 kronor per aktie med nuvarande aktiestock i Egetis.

Vårt motiverade värde om 11–12 kronor är baserat på ett aktiemarknadsperspektiv och det höga avkastningskrav investerare i sektorn för tillfället har på svenska forskningsbolag. En större industriell spelare som är intresserad av att köpa Egetis har sannolikt ett väsentligt lägre avkastningskrav, därav bedömer vi att ett bud kan överstiga vårt nuvarande motiverade värde kraftigt.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	11 - 12 kr												
Totala intäkter	0,0%	1,5%	0,0%	Totala intäkter	23	35	516	625	Aktiekurs	8,6 kr												
EBITDA, just.	-22,1%	-6,9%	28,6%	Tillväxt	-41%	55%	>100%	21%	Riskenivå	High												
EPS, just.	-21,9%	-7,0%	30,1%	EBITDA, just.	-195	-276	118	56	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
<div>Kommande händelser</div> <div>Q2 - rapport22 augusti 2023</div> <div>Q3 - rapport8 november 2023</div>				EBIT, just.	-198	-280	114	52														
				EPS, just.	-0,9	-1,1	0,5	0,2														
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	-53%														
				EK/aktie	2,4	1,7	2,2	2,4														
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier250m</div> <div>Börsvärde2 156</div> <div>Nettoskuld-244</div> <div>EV1 912</div> <div>Free float56%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt1 277k</div> <div>Bloomberg TickerEGTX SS EQUITY</div>				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	22,1%	8,3%														
				ROE, just.	Neg.	Neg.	23,9%	9,5%														
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	23,4%	9,1%														
<div>Analytiker</div> <div>Ludvig Svensson</div> <div>ludvig.svensson@penser.se</div>				EV/Sales	61,8x	61,6x	4,2x	3,4x														
				EV/EBITDA	-	-	18,3x	38,3x														
				EV/EBIT	-	-	18,9x	41,4x														
				P/E, just.	-	-	18,6x	39,9x														
				P/EK	3,0x	5,0x	4,0x	3,6x	<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		✓																				
				FCF yield	-	-	6%	2%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,7x	0,2x	-1,4x	-3,5x														

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 miljard 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)	2777	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	3313	3101	2905	2722	2553
Enterprise value	2777	Small cap premium	4%	NPV/share	13.3	12.4	11.6	10.9	10.2
Latest net debt	-128	Extra risk premium	4%						
Minority interests & other	0	WACC	16.0%						
Equity value	2905								
No. of shares outstanding (millions)	249.6								
Equity value per share (SEK)	11.6								
Implicit multipl.		Terminal value assumptions							
EV/Sales	60.2	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	8.4								

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	41	38	23	35	516	625
Totala intäkter	41	38	23	35	516	625
Kostnad sålda varor	-2	-8	-6	-11	-23	-63
Bruttoresultat	39	30	16	24	493	563
Övriga rörelsekostnader	-217	-134	-212	-300	-375	-506
EBITDA	-178	-104	-195	-276	118	56
EBITDA, justerad	-178	-104	-195	-276	118	56
EBITA, justerad	-178	-104	-195	-276	118	56
EBIT	-178	-106	-198	-280	114	52
EBIT, justerad	-178	-106	-198	-280	114	52
Finansnetto	-1	1	4	2	2	2
Resultat före skatt	-179	-105	-194	-278	116	54
Resultat före skatt, justerad	-179	-105	-194	-278	116	54
Nettoresultat	-179	-105	-194	-278	116	54
Nettoresultat, justerad	-179	-105	-194	-278	116	54
Intäksttillväxt	-	-6%	-41%	55%	>100%	21%
Bruttomarginal	95,3%	79,5%	72,1%	68,6%	95,6%	90,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,1%	8,3%
EPS, justerad	-1,09	-0,49	-0,90	-1,11	0,46	0,22
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-53%

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Kassaflödesanalys						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-178	-106	-198	-280	114	52
Övriga kassaflödesposter	2	6	16	10	10	11
Förändringar i rörelsekapital	42	-28	11	4	3	-24
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-134	-128	-171	-266	127	39
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	-272	121	33
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	-72	121	33
Nettoskuld	-288	-144	-128	-52	-168	-196

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	26	31
Kundfordringar	4	3	4	4	31	38
Övriga omsättningstillgångar	5	5	15	5	31	38
Likvida medel och kortfristiga placeringar	288	144	128	52	168	196
Summa omsättningstillgångar	300	153	147	62	256	303
SUMMA TILLGÅNGAR	894	569	561	477	673	722
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	630	527	506	428	544	598
Summa eget kapital	630	527	506	428	544	598
Övriga långfristiga skulder	194	3	6	6	6	6
Summa långfristiga skulder	194	3	6	6	6	6
Leverantörsskulder	16	5	20	4	41	50
Övriga kortfristiga skulder	55	35	29	40	83	69
Summa kortfristiga skulder	70	39	49	44	124	119
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	894	569	561	477	673	722

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-6%	-41%	55%	>100%	21%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-52%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-54%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-53%
Bruttomarginal	95,3%	79,5%	72,1%	68,6%	95,6%	90,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,9%	9,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,9%	9,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,1%	8,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,1%	8,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,5%	8,6%

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24%	9%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23%	9%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	30%	13%

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%	14%	31%	21%
Rörelsekapital / totala intäkter	-143%	-79%	-131%	-96%	-7%	-2%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,0x	0,1x	0,9x	1,0x

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-288	-144	-128	-52	-168	-196
Soliditet	70%	93%	90%	90%	81%	83%
Nettoskultsättningsgrad	-0,5x	-0,3x	-0,3x	-0,1x	-0,3x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	1,4x	0,7x	0,2x	-1,4x	-3,5x

Källa: Egetis Therapeutics, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,09	-0,49	-0,90	-1,11	0,46	0,22
EPS, justerad	-1,09	-0,49	-0,90	-1,11	0,46	0,22
FCF per aktie	-1,17	-0,62	-0,80	-1,09	0,48	0,13
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,82	2,46	2,36	1,71	2,18	2,40
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

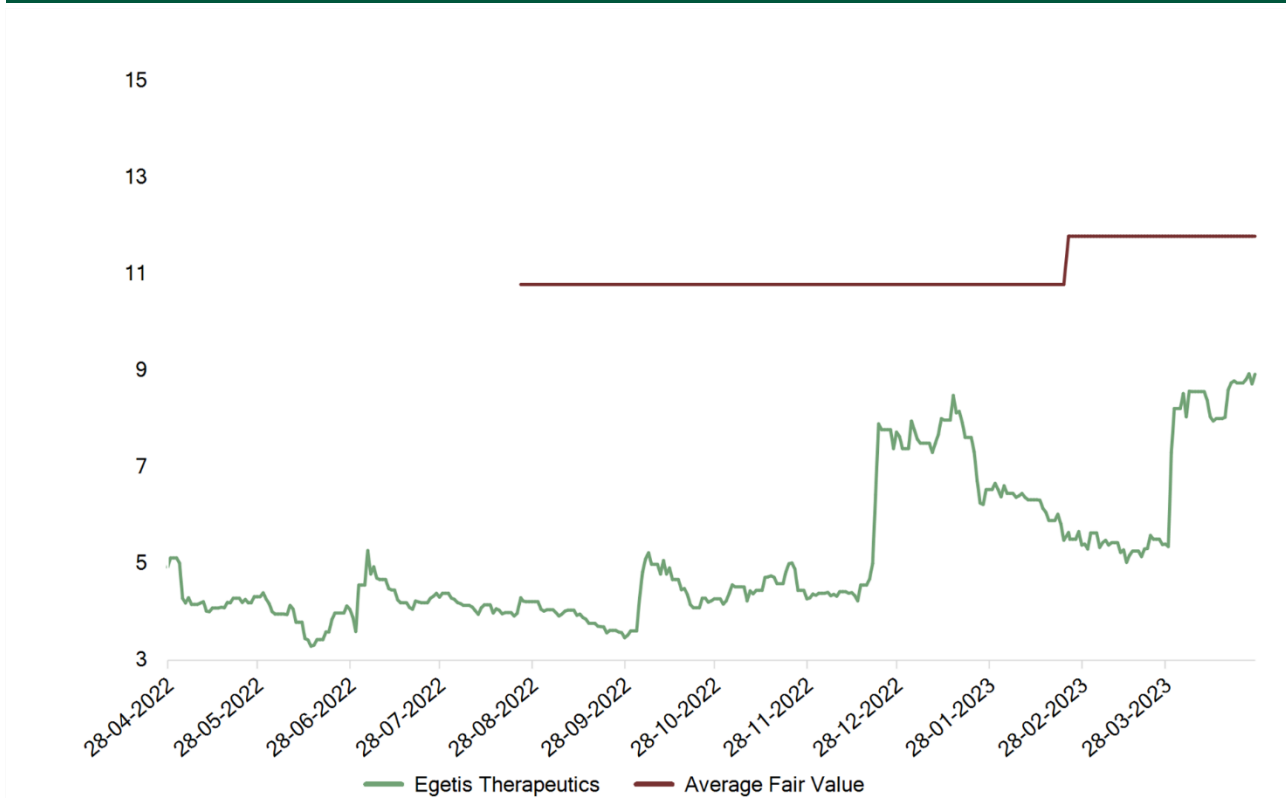
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,6x	39,9x
P/EK	1,8x	2,5x	3,0x	5,0x	4,0x	3,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,9x	66,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%	2%
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	61,6x	4,2x	3,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,3x	38,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,9x	41,4x
EV	843	1 177	1 396	2 156	2 156	2 156
Aktiekurs	6,9	6,2	7,1	8,6	8,6	8,6

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