



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 17 maj 2023

OncoZenge

Förbereder för PK-studie

En rapport i linje med våra förväntningar

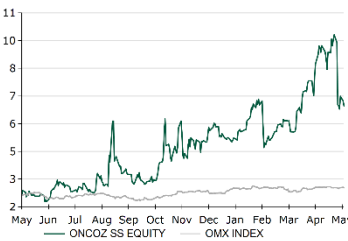
OncoZenge rapport för det första kvartalet var i linje med våra förväntningar. Generellt är kvartalsrapporter i forskningsbolag som OncoZenge rätt odramatiska och ett större fokus läggs på den löpande utvecklingen relaterat till studier/regulatoriska besked. Rörelsekostnaderna i kvartalet uppgick till -4,1 mkr (-33,0) och kassan i slutet av kvartalet var 23,8 mkr. Vi räknar med att ett kapitaltillskott kommer att krävas för att ta BupiZenge till ett fas III-redo projekt.

Ytterligare info kring kommande PK-studie

PK-studien med den nya formuleringen av BupiZenge förväntas initieras under H2 2023. Studien ska inkludera 42 patienter med huvud-halscancer som fått oral mukosit till följd av strålbehandling eller en kombination av strål- och cellgiftsbehandling. Det primära syftet med studien är att hitta en lämplig tablettstyrka som uppfyller FDA:s krav (två dosnivåer kommer testas).

Marginella förändringar efter rapporten

Efter rapporten justerar vi våra estimat marginellt och upprepar vårt motiverade värde 3,8–4,0 kronor per aktie. Vid en lyckad PK-studie och en komplett fas III-redo produkt är vårt indikativa motiverade värde 13–14 kronor per aktie. Bolagets ambition är att hitta en licenspartner/köpare när BupiZenge är redo för fas III-studier. I vår analys modellerar vi att OncoZenge (riskjusterat) ingår ett licensavtal för BupiZenge med en partner under 2024.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	3.8 - 4.0 kr												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	0	0	40	2	Aktiekurs	6,8 kr												
EBITDA, just.	-19,2%	-43,9%	67,8%	Tillväxt	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-19,2%	-43,9%	67,8%	EBITDA, just.	-44	-26	13	-7	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-44	-26	13	-7														
Q2 - rapport				22 augusti 2023	EPS, just.	-4,0	-2,2	1,1			-0,6											
Q3 - rapport				14 november 2023	EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.			N.m.											
				EK/aktie	2,9	3,7	4,8	4,2														
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	<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	12m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	33,0%	Neg.														
Börsvärde	79			ROE, just.	Neg.	Neg.	26,3%	Neg.														
Nettoskuld	-24			ROCE, just.	Neg.	Neg.	26,3%	Neg.														
EV	55			EV/Sales	N.m.	N.m.	2,0x	49,7x														
Free float	69%			EV/EBITDA	-	-	6,0x	-														
Daglig handelsvolym, snitt	70k			EV/EBIT	-	-	6,0x	-														
Bloomberg Ticker	ONCOZ SS EQUITY			P/E, just.	-	-	6,0x	-														
Analytiker				P/EK	1,9x	1,8x	1,4x	1,6x														
Ludvig Svensson				FCF yield	-	-	15%	-														
ludvig.svensson@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	0,7x	1,5x	-3,7x	5,8x														

## 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.

## Viktiga händelser senaste tiden

OncoZenge meddelade tidigare i maj att de har erhållit svar från FDA avseende utvecklingsprogrammet för BupiZenge. Kontentan från FDA:s feedback är följande:

- En ytterligare sexveckors toxstudie i ett alternativt djurslag måste genomföras innan fas III-studier kan påbörjas (kan genomföras parallellt med kommande PK-studie)
- Två separata sexmånaders toxstudier kommer krävas för att erhålla ett marknadsgodkännande i USA (kan genomföras parallellt med fas III-studie)
- Indikationer på att FDA kan kräva två separata fas III-studier för att erhålla marknadsgodkännande i patienter som utvecklar oral mukositis till följd av strålbehandling, samt patienter som utvecklar oral mukositis i samband med cellgiftsbehandling

Vi vill poängtera att OncoZenges ambition inte är att bedriva fas III-studierna i egen regi, utan att sälja/utlicensiera BubiZenge till en partner när tillgången är fas III-redo. Det kommer därför framför allt vara denna sexveckors toxstudie som bidrar till högre kostnader för OncoZenge innan en potentiell affär kan genomföras. Kostnaderna för de övriga studierna kommer (givet att en affär genomförs) tas av aktören som bedriver fas III-studier.

## DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	23	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	17%	18%	<b>19%</b>	20%	21%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	57	52	<b>47</b>	42	38
<b>Enterprise value</b>	<b>23</b>	Small cap premium	6%	NPV/share	4.9	4.4	<b>4.0</b>	3.6	3.2
Latest net debt	-24	Extra risk premium	5%						
<b>Equity value</b>	<b>47</b>	WACC	19.0%						
No. of shares outstanding (millions)	11.7								
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>4.0</b>								

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	6.8		

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	-21	-22	-4
Övriga rörelsekostnader	-1	-5	-6	-5	-5	-5
EBITDA	-1	-5	-44	-26	13	-7
EBITDA, justerad	-1	-5	-44	-26	13	-7
EBITA, justerad	-1	-5	-44	-26	13	-7
EBIT	-1	-5	-44	-26	13	-7
EBIT, justerad	-1	-5	-44	-26	13	-7
Resultat före skatt	-1	-5	-44	-26	13	-7
Resultat före skatt, justerad	-1	-5	-44	-26	13	-7
Total skatt	0	1	-3	0	0	0
Nettoresultat	-1	-4	-47	-26	13	-7
Nettoresultat, justerad	-1	-4	-47	-26	13	-7
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.	33,0%	Neg.
EPS, justerad	-1,06	-0,33	-3,99	-2,19	1,12	-0,62
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	-26	13	-7
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	-26	13	-6
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-5	0	-1	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	0	-5	0	-1	-1	-1
Fritt kassaflöde	0	-10	-22	-27	12	-8
Nyemission / återköp	10	51	0	35	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	10	51	0	35	0	0
Kassaflöde	10	41	-22	8	12	-8
Nettoskuld	-10	-51	-29	-38	-49	-42

Källa: OncoZenge, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Övriga immateriella tillgångar	22	30	7	8	9	10
Övriga anläggningstillgångar	1	3	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Övriga omsättningstillgångar	6	1	1	0	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	10	51	29	38	49	42
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>16</b>	<b>52</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>51</b>	<b>43</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>38</b>	<b>85</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>60</b>	<b>53</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	29	80	34	43	56	49
<b>Summa eget kapital</b>	<b>29</b>	<b>80</b>	<b>34</b>	<b>43</b>	<b>56</b>	<b>49</b>
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	2	2	2
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
Övriga kortfristiga skulder	9	5	3	0	1	1
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>38</b>	<b>85</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>60</b>	<b>53</b>

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.	33,0%	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33,0%	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33,0%	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33,0%	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	33,0%	Neg.

Källa: OncoZenge, EPB

## Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26%	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26%	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%	4%	18%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-	-20170%	-29922%	2%	-8%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,7x	0,0x

Källa: OncoZenge, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-10	-51	-29	-38	-49	-42
Soliditet	76%	94%	92%	95%	94%	93%
Nettoskultsättningsgrad	-0,3x	-0,6x	-0,9x	-0,9x	-0,9x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	12,5x	10,5x	0,7x	1,5x	-3,7x	5,8x

Källa: OncoZenge, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,06	-0,33	-3,99	-2,19	1,12	-0,62
EPS, justerad	-1,06	-0,33	-3,99	-2,19	1,12	-0,62
FCF per aktie	0,00	-0,87	-1,89	-2,27	0,99	-0,65
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	48,8	6,87	2,90	3,70	4,83	4,21
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

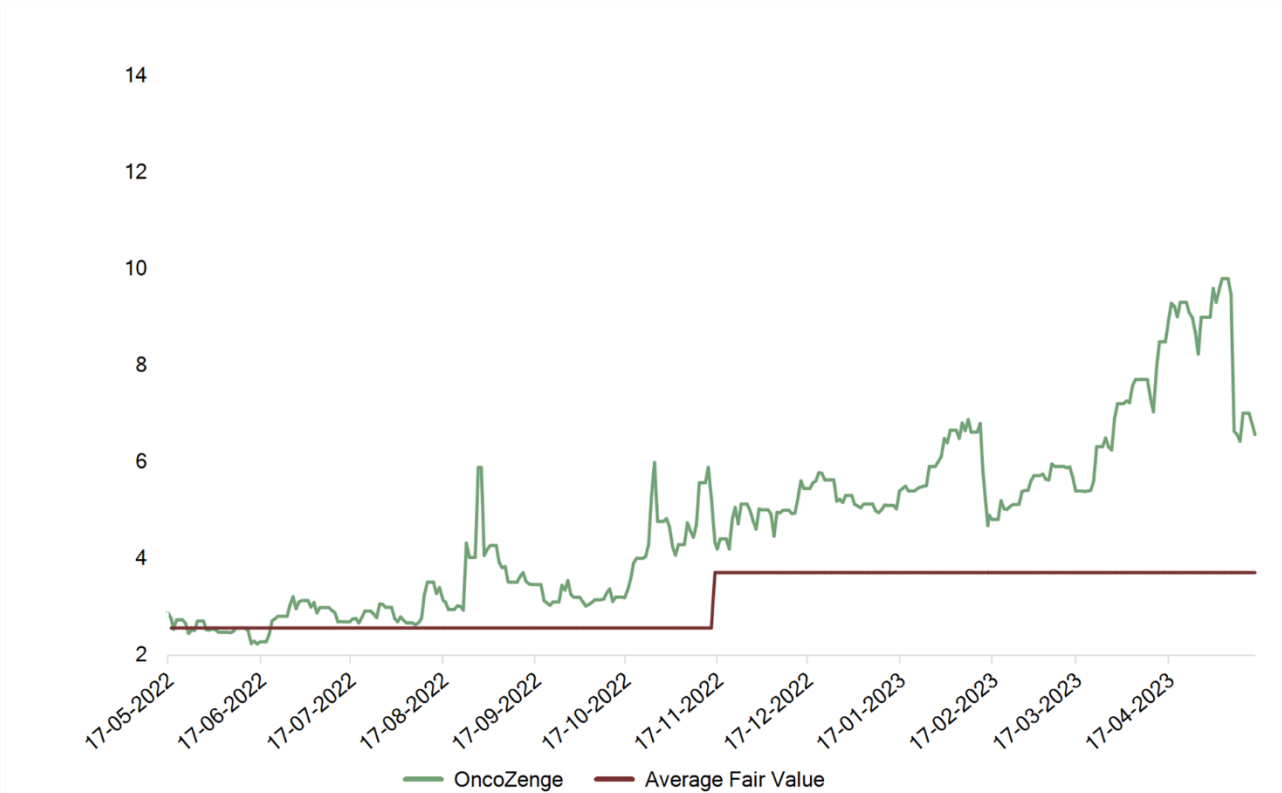
## Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,0x	Neg.
P/EK	Neg.	1,7x	1,9x	1,8x	1,4x	1,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,8x	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15%	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	790 920,0x	2,0x	49,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,0x	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,0x	Neg.
EV	Neg.	84	35	79	79	79
Aktiekurs	-	11,6	5,5	6,8	6,8	6,8

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](http://www.penser.se)