This report was completed and disseminated 20 juni 2023: 08:30 CET

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 20 juni 2023

# Ascelia Pharma

## Sanningens ögonblick

### Sommarens höjdpunkt i biotech-Sverige

Sommarens stora händelse på den svenska biotechscenen är resultaten från SPARKLE-studien med Ascelias leverspecifika kontrastmedel Orviglance. Orviglance adresserar specifikt patienter med nedsatt njurfunktion, en patientgrupp som ej kan använda dagens tillgängliga kontrastmedel. Baserat på resultat från tidigare studier och en fördelaktig studiedesign bedömer vi sannolikheten för positiva resultat, som kan ligga till grund för en marknadsansökan, till 90%. Går allt enligt plan kan Orviglance nå marknad H2 2024/H1 2025.

### Gynnsam studiedesign

SPARKLE-studien är en registreringsgrundande fas III-studie som inkluderar 85 patienter med misstänkta och/eller bekräftade fokala leverlesioner. Designen är i princip identisk med en tidigare genomförd studie med 20 patienter (re-read-studien) som visade på en statistiskt signifikant förbättring på det primära effektmåttet. Med det tydligt större patientunderlaget anser vi att SPARKLE-studien har goda förutsättningar att lyckas.

### Första produkten på marknad

Vid ett godkännande blir Orviglance det första kontrastmedlet på marknad för denna nischade patientgrupp, vilket representerar en marknad värd upp till USD 600m årligen i USA, Europa och Japan. Ascelia planerar att kommersialisera Orviglance själva i USA, men kommer söka partner för övriga regioner. Positiva data i SPARKLE-studien kommer givetvis öka attraktionskraften och vi bedömer att potentiella partneravtal kommer utgöra viktiga triggers för aktiekursen på medellång sikt.

### Estimatändring

| | 23e | 24e | 25e |
|---|---|---|---|
| Totala intäkter | 0,0% | -99,9% | 13,5% |
| EBITDA, just. | 0,0% | -22,9% | -3,4% |
| EPS, just. | 0,0% | -23,1% | -3,5% |

### Kommande händelser

| | |
|---|---|
| Q2 - rapport | 18 augusti 2023 |
| Q3 - rapport | 08 november 2023 |

### Bolagsfakta (mSEK)

| | |
|---|---|
| Antal aktier | 35m |
| Börsvärde | 554 |
| Nettoskuld | -111 |
| EV | 443 |
| Free float | 68% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 36k |
| Bloomberg Ticker | ACE SS EQUITY |

### Analytiker

Ludvig Svensson
ludvig.svensson@penser.se

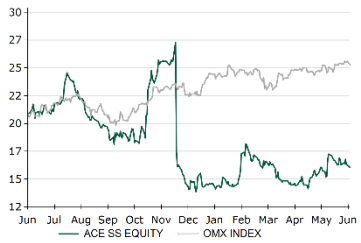
### Prognos (mSEK)

| | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|
| Totala intäkter | 0 | 0 | 0 | 122 |
| Tillväxt | 0% | 0% | 0% | >100% |
| EBITDA, just. | -147 | -165 | -295 | -263 |
| EBIT, just. | -147 | -165 | -295 | -263 |
| EPS, just. | -3,8 | -4,7 | -8,5 | -7,6 |
| EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EK/aktie | 5,2 | 9,2 | 9,4 | 1,8 |
| Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROCE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV/Sales | 36736,9x | 55360,0x | 55360,0x | 4,5x |
| P/EK | 2,9x | 1,7x | 1,7x | 8,7x |
| Nettoskuld/EBITDA | 1,0x | 1,6x | 0,9x | 0,0x |

### Värde och risk

| Motiverat värde | 30 - 32 SEK |
|---|---|
| Aktiekurs | 15,8 SEK |
| Risknivå | Hög |

### Kursutveckling 12 mån




### Intressekonflikter

| | Yes | No |
|---|---|---|
| Likviditetsgarant | | ✓ |
| Certified adviser | | ✓ |
| Transaktioner 12m | | ✓ |

## Investment case

I Ascelia ser vi ett biotechbolag med ett starkt kommersiellt fokus inom onkologi. Bolagets filosofi är att utveckla särläkemedel med en relativt hög sannolikhet att nå marknad (kontrastmedel, omformulering av kända substanser, mm).

Den ledande kandidaten Orviglance är ett leverspecifikt kontrastmedel som adresserar patienter med svag njurfunktion – en patientpopulation där inga alternativ idag finns att tillgå. Vid MR-undersökning riskerar därmed läkare att missa levermetastaser som behöver opereras bort. Baserat på starka fas II-data från ett flertal oberoende studier och en känd aktiv substans (mangan), bedömer vi att Orviglance har en mycket god sannolikhet att visa positiva data i den pågående fas III-studien (90%) och slutligen nå marknad (77%). Signifikant högre än genomsnittsläkemedlet i samma kliniska fas (~50%).

Under H2 2024/H1 2025 kan Orviglance bli det första kontrastmedlet på marknad för dessa patienter – en marknad värd upp till USD 600m årligen i USA, Europa och Japan – där vi estimerar en global toppförsäljning om USD +200m. I USA planerar Ascelia att sälja Orviglance genom en egen säljstyrka för att fånga det fulla värdet av produkten, och vi ser framför oss lukrativa rörelsemarginaler om +50% för denna affär.

Utöver Orviglance utvecklar Ascelia Oncoral - en oral formulering av den välkända cancerdödande substansen irinotecan. Genom en oral formulering är ambitionen att få en: 1) bättre effekt, 2) bättre biverkansprofil, 3) bekvämare administrering för patienter. Trots sitt relativt tidiga stadie har Ascelia slutit ett spännande samarbetsavtal med Taiho Pharma, en internationell spelare inom onkologifältet, där Oncoral ska utvärderas tillsammans med Taihos Lonsurf i en fas II-studie inom magsäckscancer. Vi bedömer att samarbetet har hög sannolikhet att utvecklas till ett formellt licensavtal vid positiva data.

**Bolagsprofil**

Ascelia är ett bioteknikbolag som för närvarande har två produktkandidater under klinisk utveckling: Orviglance (ett leverspecifikt kontrastmedel baserat på mangan) och Oncoral (en oral formulering av irinotecan för behandling av magsäckscancer).

**Värdering**

Vi tillämpar en riskjusterad sum-of-the-parts modell vid vår värdering av Ascelia. I vår sum-of-the-parts värdering har vi räknat på varje enskild indikation var för sig för att komma fram till ett rimligt värde på bolaget. Vårt motiverade värde är 30–32 kr per aktie.

## Fas III-studien SPARKLE

### Studiedesign

SPARKLE är en registreringsgrundande fas III-studie som utvärderar det leverspecifika kontrastmedlet Orviglance hos patienter med misstänkta levermetastaser som samtidigt har en nedsatt njurfunktion. Sista patienten rekryterades under februari 2023 och studien inkluderar totalt 85 patienter med misstänkta och/eller bekräftade levermetastaser.

Den primära utfallsvariabeln i studien är ”visualisering av fokala leverlesioner” och baseras på två utfallsmått: antalet detekterade metastaser samt andra semi-kvantitativa/semi-kvalitativa parametrar. Den primära utfallsvariabeln beräknas vara uppnådd om 2 av 3 radiologer gör bedömningen att Orviglance (med statistisk signifikans) har bidragit till en förstärkt kontrast i form av både metastasernas avgränsning samt synlighet.

Designen är med andra ord mycket lik den genomförda re-read-studien, men med ett större antal patienter (mer om det nedan).

### Vad är det som talar för ett positivt resultat i studien?

Vi menar att det finns flera faktorer som talar för en positiv utläsning av fas III-studien med Orviglance. Det som vi anser är unikt med denna studie jämfört med en standardmässig fas III-studie inom onkologi är följande:

**Diagnostiskt – inte terapeutiskt -** Till skillnad från de flesta andra utvecklingsprojekt inom onkologi är Orviglance ett kontrastmedel och inte en terapeutisk agent. Det innebär att Orviglance uppgift är att tas upp i friska leverceller för att sedan elimineras, snarare än att påverka med biologiska mekanismer i kroppen för att uppnå önskad effekt. Allt annat lika bedömer vi att detta innebär en lägre risknivå.

**Varje patient är sin egen kontroll -** Studien är designad som en överkorsningsstudie. Det här innebär att varje patient först kommer att genomgå en MR-undersökning utan kontrastmedel för att sedan administreras med Orviglance och genomgå en ny MR-undersökning. Tre blindade radiologer kommer sedan jämföra bilderna och bedöma om MR-undersökning med Orviglance leder till att fler metastaser i levern upptäcks.

Vi anser att detta är gynnsamt då överkorsningsdesignen kommer kunna utesluta att biologiska skillnader på individnivå kan förklara en eventuell effekt av Orviglance, eftersom varje patient jämförs med sig själv. Den effektskillnad vi ser mellan grupperna kommer därför troligen i hög grad kunna tillskrivas administrering av Orviglance.

**Relativt objektivt utfallsmått och ingen intervention i kontrollarmen -** Att tre radiologer kommer att bedöma bilderna kan givetvis ge utrymme för en viss grad av subjektivitet i resultaten, men vi hävdar ändå att sannolikheten för detta är låg då det finns ett tydligt fördefinierat protokoll för de parametrar som radiologerna ska bedöma bilderna på. Vi ser det i stället som positivt att utfallsmåttet är objektivt i den aspekten att patienter inte själva skattar sitt välmående, utan baseras på ett tydligt mätbart utfall (graden av visualisering).

Att kontrollgruppen inte får någon intervention alls tycker vi är en styrka i studiedesignen då MR-bilderna från dessa patienter kommer att vara relativt förutsägbara i termer av graden av visualisering – vilket utgör ett tydligt referensobjekt för bilderna tagna efter administrering av Orviglance.

### Vad ser vi för potentiella risker i studien?

**För få fall av levermetastaser -** I studien inkluderas patienter med fokala leverlesioner, men även patienter med misstänkta levermetastaser. Ascelia har i sina power-kalkyler tagit höjd för att en viss % patienter inte kommer att ha några metastaser, men skulle man ha ”otur” med fördelningen och inkludera en för stor mängd patienter som faktiskt inte har levermetastaser så kan det finnas en (marginell) risk att antalet utvärderingsbara patienter blir för lågt och det blir därmed mer utmanande att uppvisa en statistiskt säkerställd effekt mellan grupperna. Anledningen till att inkludera patienter med misstänkta metastaser är att kunna få detta på läkemedlets label vid ett eventuellt marknadsgodkännande.

**Lägre dosnivå -** I re-read-studien som ligger till grund för uträkningen av den statistiska styrkan i SPARKLE-studien så användes en högre dos (1600mg) än den som används i SPARKLE-studien (800mg). Det vanliga för läkemedel är att ett positivt dos-respons-förhållande råder, det vill säga att ju högre dos du ger, desto större effekt/respons bör du se (upp till en viss exponering). Ascelia meddelar att de i en studie jämfört dessa doser och sett en likvärdig effekt, men med större antal biverkningar för 1600mg-gruppen. De har trots detta varit konservativa och i power-kalkylerna tagit höjd för att de kan komma att se en något lägre magnitud av effekt med 800mg i SPARKLE-studien.

## Vad säger historisk empiri?

Under 2020 publicerades den hittills största studien kring sannolikheten att ett läkemedel i klinisk fas når marknad. I studien inkluderades data från 7 455 olika kliniska program under 2006–2015 i syfte att se vad den historiska empirin talar om för oss att den faktiska sannolikheten att nå ett regulatoriskt godkännande är (Bio, Biomedtracker, Amplion, 2020).

Empiriska sannolikheter att nå marknad

| Phase Success | Phase I to Phase II | | Phase II to Phase III | | Phase III to NDA/BLA | | NDA/BLA to Approval | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Advanced or Suspended | Phase Success | Advanced or Suspended | Phase Success | Advanced or Suspended | Phase Success | Advanced or Suspended | Phase Success |
| NME | 2236 | 61.3% | 2482 | 26.5% | 731 | 48.7% | 409 | 78.0% |
| Biologic | 882 | 66.0% | 883 | 34.4% | 313 | 57.2% | 199 | 88.4% |
| Non-NME | 314 | 70.1% | 406 | 48.3% | 398 | 73.9% | 406 | 90.4% |
| Vaccine | 95 | 66.3% | 76 | 32.9% | 35 | 74.3% | 32 | 100.0% |
| **Likelihood of Approval** | **Phase I to Approval** | | **Phase II to Approval** | | **Phase III to Approval** | | **NDA/BLA to Approval** | |
| | LOA n | Phase LOA | LOA n | Phase LOA | LOA n | Phase LOA | LOA n | Phase LOA |
| NME | 5858 | 6.2% | 3622 | 10.1% | 1140 | 38.0% | 409 | 78.0% |
| Biologic | 2277 | 11.5% | 1395 | 17.4% | 512 | 50.6% | 199 | 88.4% |
| Non-NME | 1524 | 22.6% | 1210 | 32.2% | 804 | 66.8% | 406 | 90.4% |
| Vaccine | 238 | 16.2% | 143 | 24.4% | 67 | 74.3% | 32 | 100.0% |

| Phase Success | Phase I to Phase II | | Phase II to Phase III | | Phase III to NDA/BLA | | NDA/BLA to Approval | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Advanced or Suspended | Phase Success | Advanced or Suspended | Phase Success | Advanced or Suspended | Phase Success | Advanced or Suspended | Phase Success |
| All Diseases | 3582 | 63.2% | 3862 | 30.7% | 1491 | 58.1% | 1050 | 85.3% |
| Chronic High Prevalence | 732 | 58.7% | 726 | 27.7% | 268 | 61.6% | 196 | 87.2% |
| Rare Diseases | 150 | 76.0% | 168 | 50.6% | 110 | 73.6% | 93 | 89.2% |
| **Likelihood of Approval** | **Phase I to Approval** | | **Phase II to Approval** | | **Phase III to Approval** | | **NDA/BLA to Approval** | |
| | LOA n | Phase LOA | LOA n | Phase LOA | LOA n | Phase LOA | LOA n | Phase LOA |
| All Diseases | 9985 | 9.6% | 6403 | 15.3% | 2541 | 49.6% | 1050 | 85.3% |
| Chronic High Prevalence | 1922 | 8.7% | 1190 | 14.9% | 464 | 53.7% | 196 | 87.2% |
| Rare Diseases | 521 | 25.3% | 371 | 33.3% | 203 | 65.7% | 93 | 89.2% |

*Källa: EPB, Bio, Biomedtracker, Amplion, 2020*

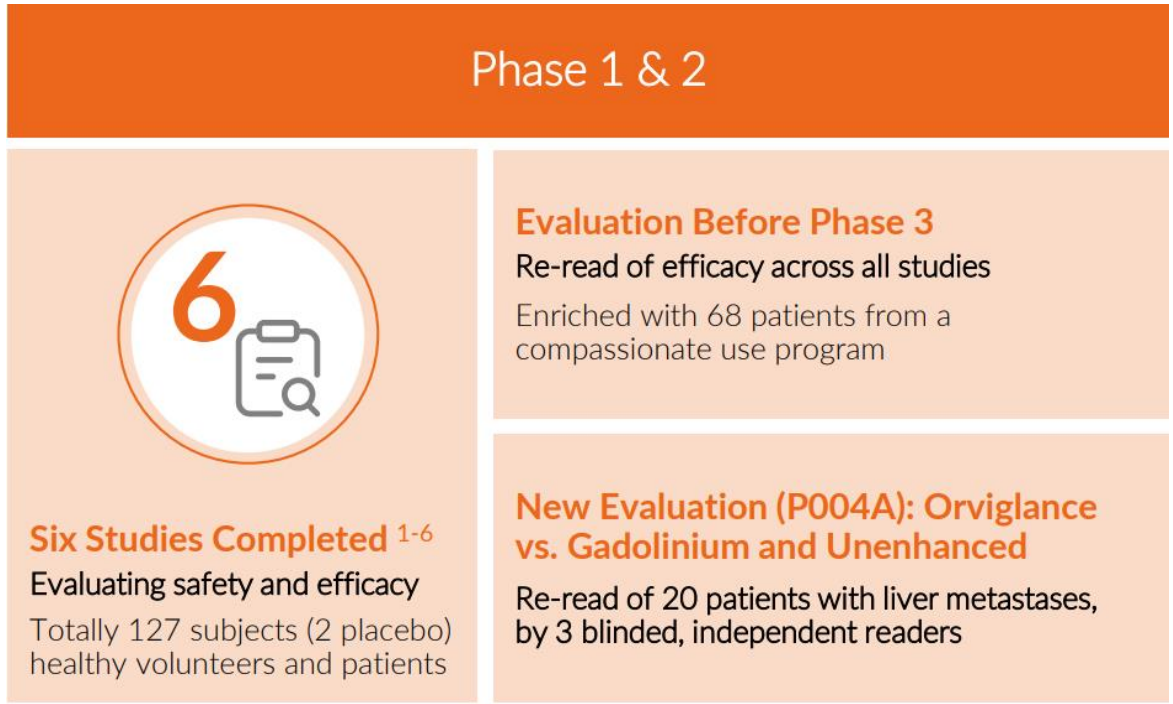
För ett läkemedelsprojekt där den aktiva substansen är känd sedan tidigare (Non-NME) har sannolikheten historiskt varit 67% att läkemedlet når marknad från fas III-utveckling, vilket är betydligt högre än för nya molekyler (38%). Även kategorin särläkemedel har historiskt haft en högre framgångsfaktor än läkemedel mot mer prevalenta sjukdomar (66% vs 54%). Båda dessa kategorier är relevanta för Orviglance då det handlar om en känd substans (mangan) som adresserar en särläkemedelsindikation.

Enligt historisk empiri är sannolikheten för en positiv datautläsning i fas III som kan ligga till grund för en marknadsansökan omkring 74% både för gruppen Non-NME och särläkemedel. I linje med ovan nämnda argument är vår bedömning att SPARKLE-studien är riskreducerad och vi ser en sannolikhet om 90% att studien kommer att visa lovande data som kan ligga till grund för en marknadsansökan.

## Hittills genererade data

Orviglance har utvärderats i flertalet kliniska studier, med totalt 201 patienter exponerade för kontrastmedlet, samt ytterligare 68 patienter som givits Orviglance inom ramen för ”Compassionate use” - således totalt 269 patienter (exklusive SPARKLE-studien). Fas II-studierna med Orviglance har varit designade på lite olika sätt, men i samtliga har uppfattningen hos studieprövarna varit att Orviglance tillför ett diagnostiskt värde för att detektera levermetastaser, det vill säga att kvaliteten i MR-bilderna har förbättrats. Att flera oberoende studier pekar mot samma slutsats tycker vi stärker bevisgraden för att Orviglance leder till en starkare kontrast i MR-bilderna.

Översikt över data som hittills genererats med Orviglance




*Källa: EPB*

**Re-read-studie**

Under 2020 presenterade Ascelia resultat från en studie där Orviglance jämfördes med ett gadoliniumbaserat leverspecifikt kontrastmedel (MultiHance), samt utan något kontrastmedel alls. Studien inkluderade bilder från 20 patienter med misstänkta levermetastaser som genomgick en MR-scan med Orviglance/MultiHance/inget kontrastmedel i en överkorsnings-design med varje patient som sin egen kontroll. Effektmåtten i re-read-studien var desamma som i den pågående SPARKLE-studien och typiskt vad regulatoriska myndigheter vill se för att marknadsgodkännande för ett kontrastmedel.

Efter att tre blindade radiologer bedömt bilderna visade det sig att Orviglance hade en visualiseringseffekt som var jämförbar med MultiHance. Dessutom ansåg samtliga att Orviglance-förstärkt MR gav förbättrad detektering och visualisering av lesioner jämfört med icke förstärkt MR. Resultatet på visualiserings-parametern var statistiskt signifikant med ett p-värde om <0,009.

Det faktum att man lyckades uppnå en statistiskt signifikant skillnad i effekt mellan grupperna (Orviglance-förstärkt MR vs icke förstärkt lever-MR) med ett underlag på endast 20 patienter talar för att Orviglance har en stark effekt. När antalet studiedeltagare (n) ökar så brukar typiskt sätt variansen i resultaten att minska, vilket allt annat lika, gör det enklare att uppvisa en statistiskt signifikant effekt. Att SPARKLE-studien inkluderar 85 patienter jämfört med re-read-studiens 20 patienter, innebär alltså att variansen bör vara lägre och man har ”råd” att tappa lite effekt och ändå uppvisa en statistiskt säkerställd förbättring. Det här innebär att vi ser goda förutsättningar för Ascelia att lyckas uppnå en statistiskt signifikant effekt i studieunderlaget på 85 patienter.

## DCF

| Valuation output | |
|---|---|
| Sum of PV of FCF (explicit period) | 986 |
| PV of terminal value (perpetuity formula) | 0 |
| **Enterprise value** | **986** |
| Latest net debt | -111 |
| Minority interests & other | 0 |
| **Equity value** | **1097** |
| No. of shares outstanding (millions) | 34.6 |
| **Equity value per share (SEK)** | **32** |

| WACC assumptions | |
|---|---|
| Risk free nominal rate | 2.5% |
| Market risk premium | 5.5% |
| Small cap premium | 4% |
| Extra risk premium | 6% |
| WACC | 18.0% |

| Sensitivity analysis | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| WACC | 16% | 17% | **18%** | 19% | 20% |
| NPV | 1362 | 1223 | **1097** | 981 | 876 |
| NPV/share | 39 | 35 | **32** | 28 | 25 |

| Implicit multipl. | 2022e |
|---|---|
| EV/Sales | nm. |
| EV/EBITDA | nm. |
| EV/EBIT | nm. |
| EV/NOPLAT | nm. |
| P/E | nm. |
| ROIC/WACC | nm. |
| Current Share price | 16.0 |

| 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*

## Resultaträkning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **122** |
| **Totala intäkter** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **122** |
| Kostnad sålda varor | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -12 |
| **Bruttoresultat** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **110** |
| R&D-kostnader | -65 | -108 | -118 | -115 | -145 | -133 |
| Övriga rörelsekostnader | -29 | -30 | -29 | -50 | -150 | -241 |
| **EBITDA** | **-93** | **-138** | **-147** | **-165** | **-295** | **-263** |
| **EBITDA, justerad** | **-93** | **-138** | **-147** | **-165** | **-295** | **-263** |
| **EBITA, justerad** | **-93** | **-138** | **-147** | **-165** | **-295** | **-263** |
| **EBIT** | **-93** | **-138** | **-147** | **-165** | **-295** | **-263** |
| **EBIT, justerad** | **-93** | **-138** | **-147** | **-165** | **-295** | **-263** |
| Finansnetto | -6 | 8 | 14 | 2 | 2 | 2 |
| **Resultat före skatt** | **-100** | **-130** | **-133** | **-163** | **-293** | **-261** |
| **Resultat före skatt, justerad** | **-100** | **-130** | **-133** | **-163** | **-293** | **-261** |
| Total skatt | 1 | 4 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| **Nettoresultat** | **-99** | **-126** | **-131** | **-163** | **-293** | **-261** |
| **Nettoresultat, justerad** | **-99** | **-126** | **-131** | **-163** | **-293** | **-261** |
| *Intäktstillväxt* | *-* | *N.m.* | *0%* | *0%* | *0%* | *>100%* |
| *Bruttomarginal* | *Neg.* | *100,0%* | *100,0%* | *100,0%* | *100,0%* | *90,1%* |
| *EBIT-marginal, justerad* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* |
| *EPS, justerad* | *-3,44* | *-3,64* | *-3,79* | *-4,71* | *-8,47* | *-7,56* |
| *EPS-tillväxt, justerad* | *-* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

## Kassaflödesanalys

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | -93 | -138 | -147 | -165 | -295 | -263 |
| Övriga kassaflödesposter | 9 | 8 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| Förändringar i rörelsekapital | -1 | 13 | 15 | -16 | -10 | 0 |
| **Kassaflöde från den operationella verksamheten** | **-85** | **-116** | **-126** | **-181** | **-305** | **-263** |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | 76 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Kassaflöde från investeringsverksamhet** | **76** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| **Fritt kassaflöde** | **-9** | **-117** | **-126** | **-182** | **-305** | **-264** |
| Nyemission / återköp | 93 | 185 | 0 | 300 | 300 | 0 |
| **Kassaflöde från finansieringsverksamhet** | **93** | **185** | **0** | **300** | **300** | **0** |
| **Kassaflöde** | **83** | **68** | **-126** | **118** | **-5** | **-264** |
| **Nettoskuld** | **-185** | **-262** | **-150** | **-270** | **-267** | **-5** |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

## Balansräkning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **TILLGÅNGAR** | | | | | | |
| Övriga immateriella tillgångar | 57 | 57 | 57 | 57 | 58 | 58 |
| Materiella anläggningstillgångar | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa anläggningstillgångar** | **59** | **59** | **58** | **58** | **59** | **59** |
| Varulager | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 6 |
| Kundfordringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 12 |
| Övriga omsättningstillgångar | 12 | 13 | 11 | 18 | 0 | 21 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 185 | 262 | 150 | 270 | 267 | 5 |
| **Summa omsättningstillgångar** | **196** | **275** | **161** | **288** | **267** | **44** |
| **SUMMA TILLGÅNGAR** | **255** | **333** | **219** | **346** | **325** | **103** |
| | | | | | | |
| **EGET KAPITAL OCH SKULDER** | | | | | | |
| Eget kapital | 236 | 308 | 181 | 318 | 325 | 63 |
| **Summa eget kapital** | **236** | **308** | **181** | **318** | **325** | **63** |
| Övriga långfristiga skulder | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa långfristiga skulder** | **1** | **1** | **0** | **0** | **0** | **0** |
| Leverantörsskulder | 4 | 6 | 16 | 9 | 0 | 12 |
| Övriga kortfristiga skulder | 14 | 19 | 22 | 19 | 0 | 27 |
| **Summa kortfristiga skulder** | **18** | **25** | **38** | **28** | **0** | **39** |
| **SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER** | **255** | **333** | **219** | **346** | **325** | **103** |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

## Tillväxt och marginaler

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Intäktstillväxt | - | N.m. | 0% | 0% | 0% | >100% |
| 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. | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 90,1% |
| EBITDA-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

## Avkastning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| ROE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

## Kapitaleffektivitet

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Varulager / totala intäkter | - | - | - | 50% | 5% | 5% |
| Kundfordringar / totala intäkter | - | - | - | 55% | 20% | 10% |
| Leverantörsskulder / KSV | - | - | - | - | - | >100% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 20% | 18% | 26% | 17% | 0% | 10% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | - | -120940% | -262020% | -99895% | -191% | - |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,0x | 0,0x | 0,0x | 0,0x | 0,0x | 1,9x |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

## Finansiell ställning

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoskuld | -185 | -262 | -150 | -270 | -267 | -5 |
| Soliditet | 92% | 92% | 83% | 92% | 100% | 62% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -0,8x | -0,8x | -0,8x | -0,8x | -0,8x | -0,1x |
| Nettoskuld / EBITDA | 2,0x | 1,9x | 1,0x | 1,6x | 0,9x | 0,0x |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

## Aktiedata

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -3,44 | -3,64 | -3,79 | -4,71 | -8,47 | -7,56 |
| EPS, justerad | -3,44 | -3,64 | -3,79 | -4,71 | -8,47 | -7,56 |
| FCF per aktie | -0,33 | -3,37 | -3,64 | -5,25 | -8,83 | -7,63 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eget kapital per aktie | 8,22 | 8,90 | 5,23 | 9,19 | 9,39 | 1,83 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 28,7 | 34,6 | 34,6 | 34,6 | 34,6 | 34,6 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 28,7 | 34,6 | 34,6 | 34,6 | 34,6 | 34,6 |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

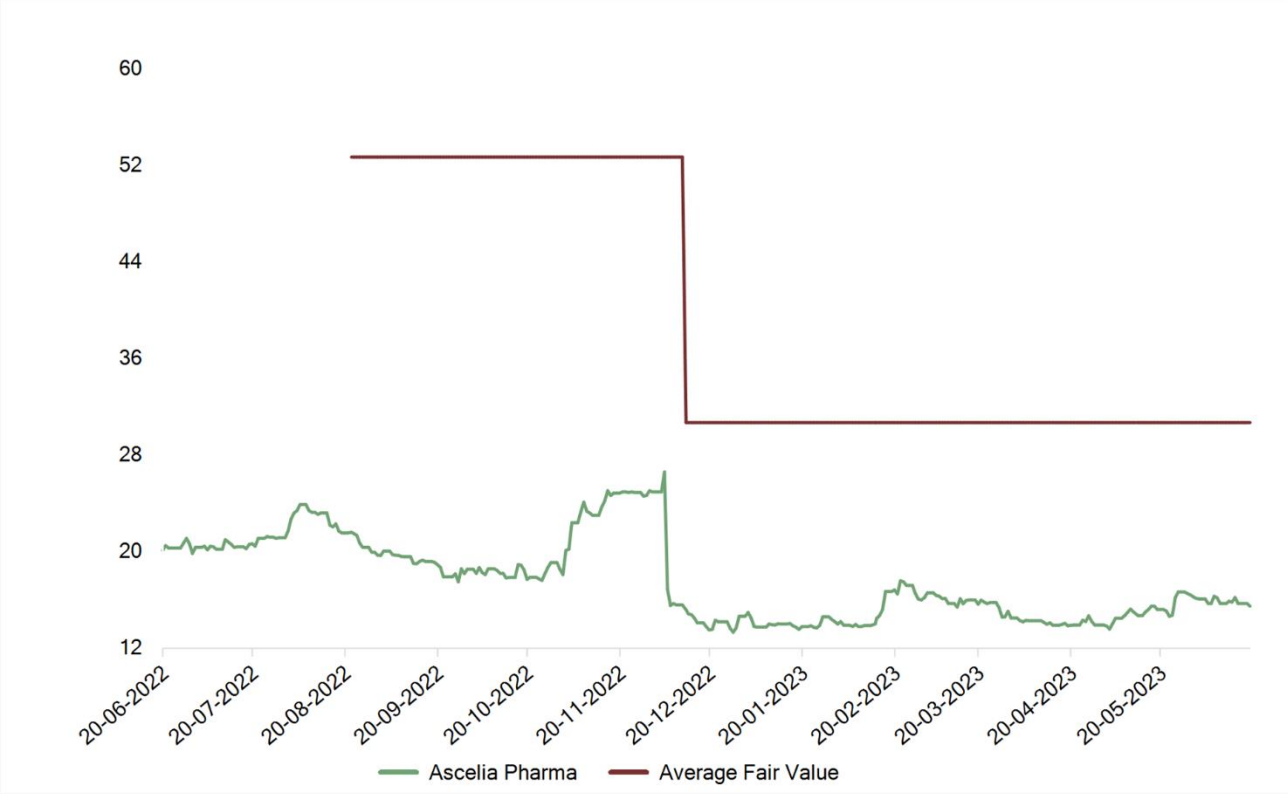
## Värdering

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| P/EK | 6,9x | 3,4x | 2,9x | 1,7x | 1,7x | 8,7x |
| P/FCF | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| FCF-yield | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| 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 | Neg. | 77 121,1x | 36 736,9x | 55 360,0x | 55 360,0x | 4,5x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV | 1 434 | 771 | 367 | 554 | 554 | 554 |
| Aktiekurs | 56,4 | 29,9 | 14,9 | 16,0 | 16,0 | 16,0 |

*Källa: Ascelia Pharma, EPB*

**Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde**

Ascelia Pharma (ACE SS EQUITY)




*Källa: EPB, IDC*

## Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen” har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan ”Banken”) exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan ”bolaget”) läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns 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 sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.
Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall 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. Vad gäller risk 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%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten ”Penser Access” som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/ för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

**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 materialets innehåll.
Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.
Från tid till annan utför Banken 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 omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be¬rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

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