



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 08 augusti 2023

## Ascelia Pharma

## Oväntat utfall

Planerar för ny datautläsning

Ascelia meddelade under måndagskvällen att de planerar att genomföra en ny utläsning av MRI-bilderna i sin fas III-studie (SPARKLE) med det leverspecifika kontrastmedlet Orviglance. Bakgrunden är att ett antal radiologer varit inkonsekventa i sina utvärderingar av bilderna (intraläsarinkonsistens), vilket resulterat i att det inte gått att utläsa någon effekt i studien. Ascelia kommer nu att analysera situationen och vi kommer att få information om en ny tidslinje för Orviglance i september. Under tisdagens telefonkonferens antydde VD om en tidslinje på mellan 6–12 månader till dess att de nya resultaten kan presenteras.

Oväntat utfall

I vår preview inför datautläsningen var vi tydliga med att vi såg en hög sannolikhet för positivt utfall baserat på ett flertal faktorer. Det här utfallet var för oss mycket oväntat. Vi ser fortsatt att Orviglance har potential att nå marknad, men osäkerheten har ökat och ledningen behöver på ett trovärdigt sätt förklara hur risken för intraläsarinkonsistens kan minimeras inför nästa datautläsning.

Sänker värdering kraftigt

Efter detta bakslag väljer vi att göra flertalet förändringar i vår värdering av Ascelia. Vi exkluderar Oncoral ur vår värdering tills att det finns finansiering samt en konkret tidsplan för att ta projektet in i fas II. Vi skjuter på lanseringen av Orviglance till 2026 (2025) och sänker LoA till 50% (80%). Avslutningsvis höjer vi avkastningskravet till 20% (18%) för att reflektera att situationen gör det svårare att resa pengar på aktieägarvänliga grunder.

Vårt nya motiverade värde uppgår till 7–8 kronor (30–32) per aktie. Vi bedömer att aktien kommer handlas avvaktande till dess att en ny tidsplan, samt utfall från FDA-diskussioner, presenterats.

Estimatändring				Prognos (mSEK)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	7,0 - 8,0 SEK												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	-100,0%	EBITDA, just.	-147	-125	-130	-135	Aktiekurs	4,8 SEK												
EBITDA, just.	N.m	N.m	N.m	EBIT, just.	-147	-125	-130	-135	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	N.m	N.m	N.m	EPS, just.	-3,8	-3,6	-3,7	-3,8	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 													
<b>Kommande händelser</b>				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Q2 - rapport	18 augusti 2023			EK/aktie	5,2	10,3	15,3	11,5	<b>Intressekonflikter</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <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> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Q3 - rapport	08 november 2023			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
<b>Bolagsfakta (mSEK)</b>				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Antal aktier	35m			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Börsvärde	562			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld	-111			EV/Sales	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
EV	451			P/EK	2,9x	1,6x	1,1x	1,4x														
Free float	68%			Nettoskuld/EBITDA	1,0x	2,5x	3,6x	2,5x														
Daglig handelsvolym, snitt	459k																					
Bloomberg Ticker	ACE SS EQUITY																					
<b>Analytiker</b>																						
Ludvig Svensson																						
ludvig.svensson@penser.se																						

## 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. Vi bedömer sannolikheten att Orviglance går marknad till 50%.

Under 2026 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 DCF- värdering av Ascelia. Vårt motiverade värde är 7–8 kr per aktie.

## DCF

### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	183
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
<b>Enterprise value</b>	<b>183</b>
Latest net debt	-111
Minority interests & other	0
<b>Equity value</b>	<b>294</b>
No. of shares outstanding (millions)	34.6
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>8</b>

### WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	4%
Extra risk premium	8%
WACC	20.0%

### Sensitivity analysis

WACC	18%	19%	<b>20%</b>	21%	22%
NPV	391	340	<b>294</b>	252	214
NPV/share	11	10	<b>8</b>	7	6

### Implicit multipl.

2023e

EV/Sales	nm.
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	4,8

### 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
R&D-kostnader	-65	-108	-118	-95	-85	-70
Övriga rörelsekostnader	-29	-30	-29	-30	-45	-65
<b>EBITDA</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-125</b>	<b>-130</b>	<b>-135</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-125</b>	<b>-130</b>	<b>-135</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-125</b>	<b>-130</b>	<b>-135</b>
<b>EBIT</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-125</b>	<b>-130</b>	<b>-135</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-93</b>	<b>-138</b>	<b>-147</b>	<b>-125</b>	<b>-130</b>	<b>-135</b>
Finansnetto	-6	8	14	2	2	2
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-100</b>	<b>-130</b>	<b>-133</b>	<b>-123</b>	<b>-128</b>	<b>-133</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-100</b>	<b>-130</b>	<b>-133</b>	<b>-123</b>	<b>-128</b>	<b>-133</b>
Total skatt	1	4	2	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-99</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>	<b>-123</b>	<b>-128</b>	<b>-133</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-99</b>	<b>-126</b>	<b>-131</b>	<b>-123</b>	<b>-128</b>	<b>-133</b>
Intäkstillväxt	-	N.m.	0%	0%	0%	0%
Bruttomarginal	Neg.	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-3,44	-3,64	-3,79	-3,55	-3,70	-3,84
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	-125	-130	-135
Övriga kassaflödesposter	9	8	6	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	13	15	-16	-10	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-85</b>	<b>-116</b>	<b>-126</b>	<b>-141</b>	<b>-140</b>	<b>-135</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	76	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>76</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-9</b>	<b>-117</b>	<b>-126</b>	<b>-142</b>	<b>-140</b>	<b>-135</b>
Nyemission / återköp	93	185	0	300	300	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>93</b>	<b>185</b>	<b>0</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>83</b>	<b>68</b>	<b>-126</b>	<b>158</b>	<b>160</b>	<b>-135</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-185</b>	<b>-262</b>	<b>-150</b>	<b>-310</b>	<b>-472</b>	<b>-338</b>

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Övriga immateriella tillgångar	57	57	57	57	58	58
Materiella anläggningstillgångar	2	2	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
Övriga omsättningstillgångar	12	13	11	18	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	185	262	150	310	472	338
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>196</b>	<b>275</b>	<b>161</b>	<b>328</b>	<b>472</b>	<b>338</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>219</b>	<b>386</b>	<b>530</b>	<b>397</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	236	308	181	358	530	397
<b>Summa eget kapital</b>	<b>236</b>	<b>308</b>	<b>181</b>	<b>358</b>	<b>530</b>	<b>397</b>
Övriga långfristiga skulder	1	1	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Leverantörsskulder	4	6	16	9	0	0
Övriga kortfristiga skulder	14	19	22	19	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>28</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>255</b>	<b>333</b>	<b>219</b>	<b>386</b>	<b>530</b>	<b>397</b>

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	N.m.	0%	0%	0%	0%
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%	100,0%
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%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	20%	18%	26%	22%	0%	0%
Rörelsekapital / totala intäkter	-	-120940%	-262020%	-99895%	-191%	-

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-185	-262	-150	-310	-472	-338
Soliditet	92%	92%	83%	93%	100%	100%
Nettoskulsättningsgrad	-0,8x	-0,8x	-0,8x	-0,9x	-0,9x	-0,9x
Nettoskuld / EBITDA	2,0x	1,9x	1,0x	2,5x	3,6x	2,5x

Källa: Ascelia Pharma, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-3,44	-3,64	-3,79	-3,55	-3,70	-3,84
EPS, justerad	-3,44	-3,64	-3,79	-3,55	-3,70	-3,84
FCF per aktie	-0,33	-3,37	-3,64	-4,09	-4,06	-3,91
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	10,3	15,3	11,5
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

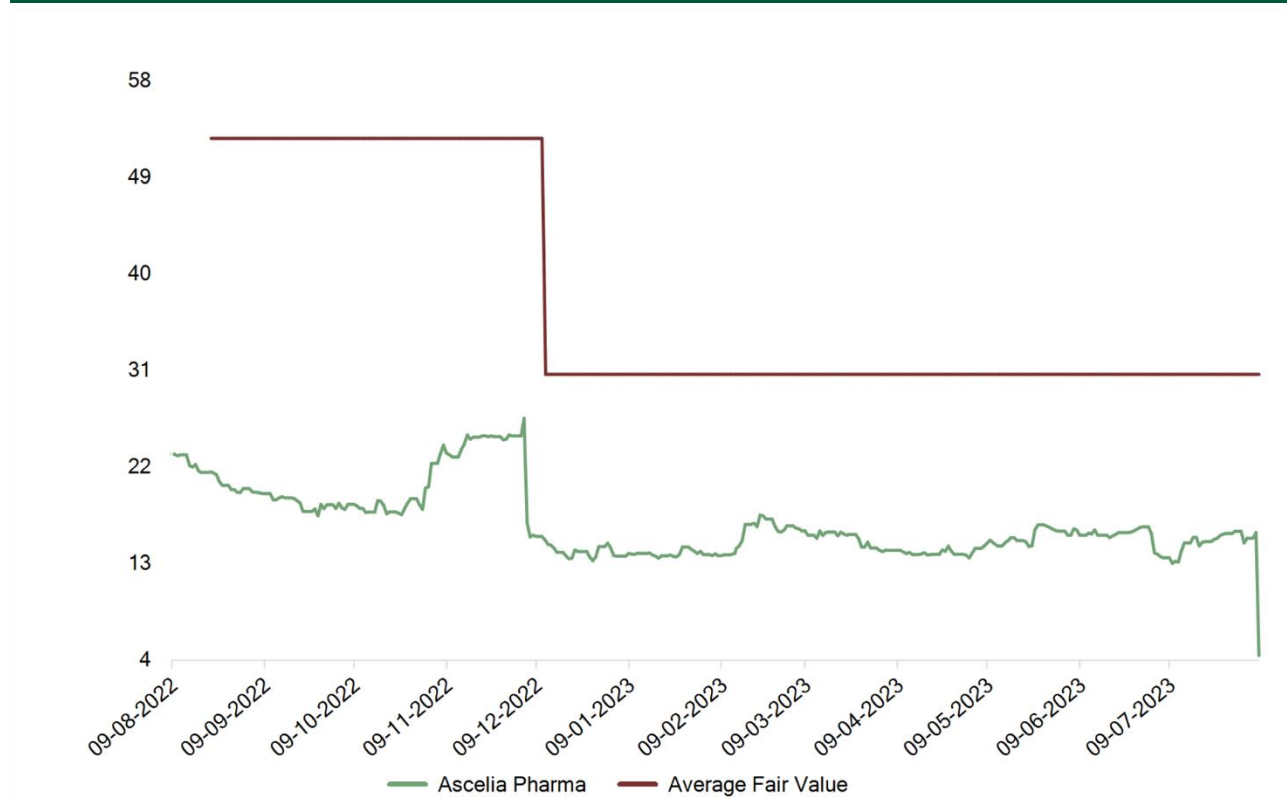
## Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	6,9x	3,4x	2,9x	1,6x	1,1x	1,4x
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	56 190,4x	56 190,4x	56 190,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	1 434	771	367	562	562	562
Aktiekurs	56,4	29,9	14,9	16,2	16,2	16,2

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 fransägar 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 på <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](http://www.penser.se)