ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 01 november 2023

Medivir

Vägen framåt klarnar

Lovande data för fostrox

Interimsresultaten för fostrox som presenterades i samband med rapporten gjorde att det siffermässiga hamnade i bakgrunden. Data ser allt mer lovande ut inom denna krävande cancerindikation. Samtliga 21 patienter är inne i studien, där 18 passerat den andra utvärderingstidpunkten vid tolv veckor. Andelen patienter med tumörrespons har förbättrats sedan uppdateringen för en knapp månad sedan och därtill förlängd mediantid till tumörprogression på 4,9 mån mot 4,5 mån vid förra uppdateringen. Med över 50% av patienterna kvar på behandling finns potential för ytterligare förbättringar.

Pivotal studie nästa år

Vi ser en betydande potential för fostrox på över USD 1bn och möjligheter till ett licensavtal under 2024. Om de lovande resultaten består igenom hela den pågående studien är siktet inställt på att i nästa steg gå direkt mot ett marknadsgodkännande i Europa och USA inom 2L via ett villkorat/accelererat godkännande. Givet det stora medicinska behovet finns möjligheten att gå mot en sådan registrering redan efter en fas 2b-studie. Bolaget bedömer att patientantalet kan begränsas och omfatta knappt 200 patienter, gynnsamt i tid med en möjlig lansering 2027.

Framsteg motiverar uppjustering

Utifrån den positiva utvecklingen för fostrox anser vi att risken reducerats och är anledning till att vi höjer vårt motiverade värde till 18-19 kr (15-16). Finanserna är under kontroll men behöver stärkas inom en relativt snar framtid. Vår uppfattning är att den stora skillnaden mellan vår värdering och var aktien handlas i nuläget i viss mån kan tillskrivas finansieringen, utöver ett allmänt kärvt börsklimat för läkemedelsutvecklande bolag. För investerare som är beredda att lyfta blicken ser vi ett intressant läge med möjlighet att bli ordentligt belönade. Vi vill dock poängtera att risknivån är fortsatt hög.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-73,4%	45,7%	-14,3%
EBITDA, just.	-14,2%	51,4%	-5,2%

Kommande händelser

Q4 - rapport	15 februari 2024
Q1 - rapport	30 april 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	57m
Börsvärde	399
Nettoskuld	-47
EV	351
Free float	87%
Daglig handelsvolym, snitt	42k
Bloomberg Ticker	MVIRB SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

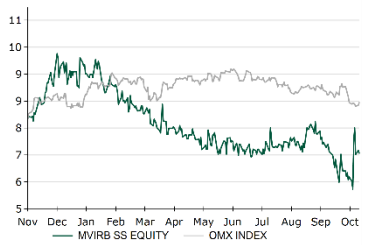
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	6	6	106	7
Tillväxt	-83%	-6%	>100%	-93%
EBITDA, just.	-85	-95	-34	-191
EBIT, just.	-87	-98	-37	-194
EPS, just.	-1,6	-1,7	-0,6	-3,4
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	3,5	4,2	6,1	2,6
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	70,1x	60,6x	3,3x	48,8x
EV/EBITDA	Neg.	-3,7x	-10,4x	-1,8x
EV/EBIT	Neg.	-3,6x	-9,6x	-1,8x
P/E, just.	-6,2x	-4,1x	-10,9x	-2,1x
P/EK	2,9x	1,7x	1,2x	2,7x
FCF yield	-19%	-22%	-9%	-48%
Nettoskuld/EBITDA	1,4x	1,8x	8,2x	0,4x

Värde och risk

Motiverat värde	18,0 - 19,0 SEK
Aktiekurs	7,0 SEK
Risknivå	High

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Medivir är fokuserat på utvecklingen av fostroxacitabine bralpamide (fostrox) inom primär levercancer (HCC) och det är bolagets mest avancerade projekt och betydelsefulla för aktien. Därtill har bolaget en portfölj av lovande projekt som är licensierade till partners och som kan generera intäkter på kort såväl som på längre sikt, vilket ger en attraktiv riskspridning. Utvecklingen är i ett intressant skede där vi börjat få indikationer om att fostrox har positiva effekter i kombination med Lenvima från Eisai. Den unika verkningsmekanismen för fostrox ger projektet en möjlighet att kombineras med flera av de etablerade behandlingar inom HCC, varför vi ser en betydande kommersiell potential på över USD 1bn.

Behandlingsområdet har genomgått en omfattande breddning, men det handlar fortsatt om två dominerande behandlingsformer; immunterapier och multikinashämmare (MKI). Fler av de stora spelarna inom cancerfältet är aktiva inom indikationen, något som vi bedömer kan påskynda intresset för att licensiera fostrox genom att via kombinationsbehandling med fostrox kunna differentiera sin behandling mot konkurrenter. Bolaget avser att söka en asiatisk partner inför en pivotalstudie, vilket mycket väl kan leda till en större global affär.

Finanserna är under kontroll och verksamheten finansierad in i H1 2024, tillräckligt för att slutföra fas 1b/2a-studien. Vi anser att marknaden underskattar potentialen för fostrox, överskattar riskerna och därtill ett generellt svagt börsklimat för läkemedelsutvecklare, som sammantaget kan förklara att aktien handlas till en väsentlig rabatt mot vårt motiverade värde.

Bolagsprofil

Medivir är en specialiserad utvecklare av cancerläkemedel. Bolaget har slimmat sin organisation och är idag inriktat på att bygga värden i sina kliniska projekt, där fostrox utvecklas på egen hand inom HCC. Fostrox är en tumörselektiv oral cancerbehandling. HCC är en elakartad cancerform där överlevnadutsikterna för patienterna fortsatt är mycket dåliga och behovet av nya alternativ är stort.

Under 2021 slöts ett omfattande avtal för birinapant med IGM Biosciences för de exklusiva globala rättigheterna mot milstolpsersättningar på upp till cirka USD 350m, samt stegvis stegrande royalty upp till ”mid-teens” av nettoförsäljningen. IGM framstår för oss som en idealpartner för birinapant, där deras projekt IGM-8444 är en intressant och lovande kombinationsmöjlighet. En fas 1-kombinationsstudie pågår. Bolaget har även tecknat flera avtal kring sina prekliniska projekt, där åtminstone tre är aktiva.

Organisationen leds sedan januari 2022 av Jens Lindberg. Han har ett förflutet med mer än 25 år inom läkemedelsindustrin och framför allt från AstraZeneca där han bland annat arbetat med investerarrelationer och olika roller inom kommersialisering. Bolagets aktier är sedan 1996 listade på Nasdaq Stockholm (Stockholmsbörsen) och återfinns på Small cap-listan.

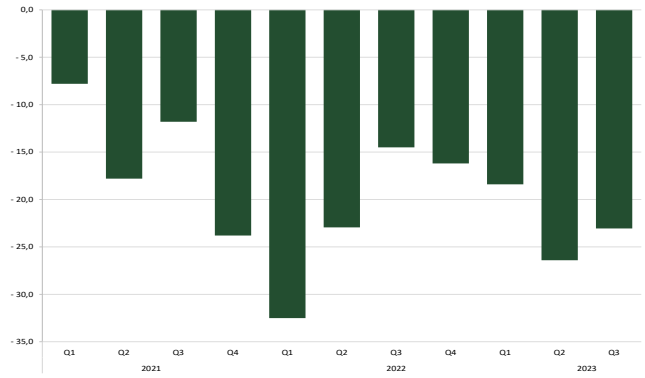
Värdering

Vår värderingsansats av Medivir utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vi uppmärksammar den positiva utvecklingen för huvudprojektet fostrox och har uppdaterat våra antaganden som ligger bakom höjt motiverat värde till 18-19 kr (15-16 kr). Risknivån är trots det fortsatt hög, men så även avkastningspotentialen som lever upp till bra risk/reward inom sektorn

Finansierat in i H1 2024

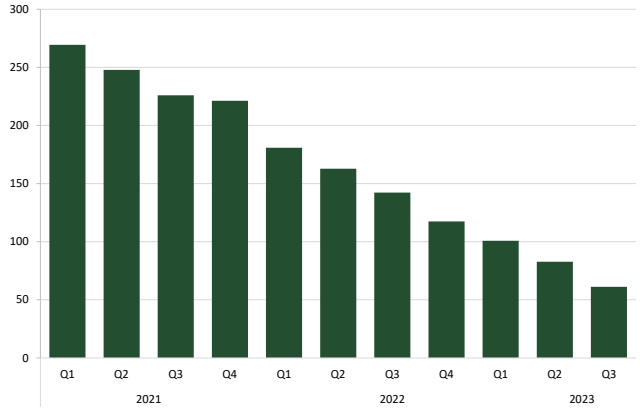
Det tredje kvartalet var siffermässigt odramatiskt. Rörelsekostnaderna steg förvisso y/y till 25,1 mkr (16,6), men det var något längre än i Q2'23. Det operativa kassaflödet landade på -21,0 mkr (-19,7) och vid utgången av det tredje kvartalet uppgick likvida medel till 61,1 mkr. Vår bedömning är fortsatt att nuvarande kassa räcker för att täcka kostnaderna in i Q2 2024, men som tidigare förväntar vi oss att frågteckenen om en mer uthållig finansiering kommer att adresseras redan i år.

Kassaflöde från den löpande verksamheten (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

Likvida medel (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

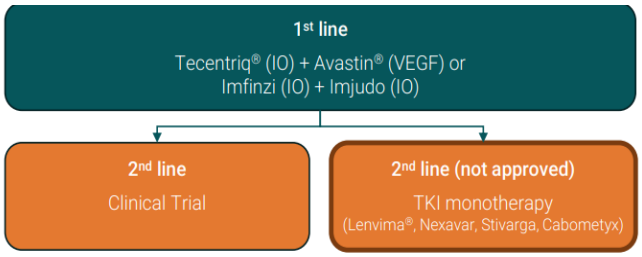
Studiedata mognar

Fokus i rappporten hamnade med rätta på de nya imterimsdata från den pågående fas 1b/2a-studien som presenterades samtidigt. Fostrox utvärderas i kombination med Lenvima (lenvatinib) och det handlar om andra linjens (2L) patienter med icke opererbar HCC.

Samtliga 21 patienter är inne i studien, varav 18 nått den andra utvärderingstidpunkten efter tolv veckor. Vi ser en förbättring jämfört med vad som rapporterades i början av oktober, där andelen patienter med partiell respons (PR) ökat till 22% från 17%. Alla patienter i studien har visat tumörprogression vid 1L, varför även stabilisering av sjukdomen (SD) är positivt som visas hos 50%. Det innebär en sjukdomskontroll (PR+SD) på 72%. Progressionsfriöverlevnad (mätt som tid till progression) uppgick till 4,9 månader, en förbättring från 4,5 månader vid förra uppdateringen. Här finns potential att den förbättras, då fler än 50% av patienterna fortsatt står på behandling.

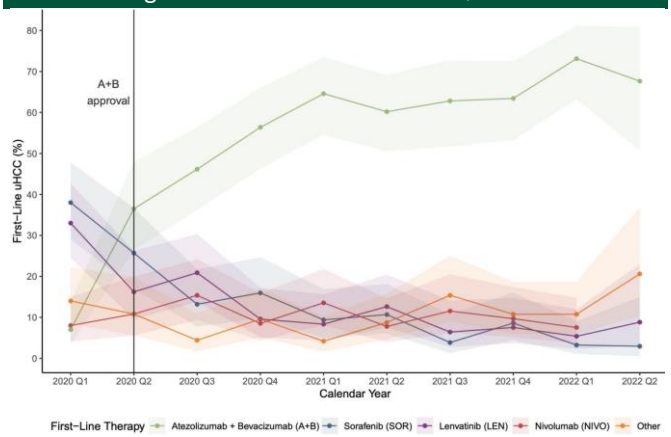
Majoriteten av patienterna har behandlades i 1L (82%) med Tecentriq (atezolizumab) + Avastin (bevacizumab) från Roche. Sedan godkännandet 2020 har kombon snabbt etablerats till standardbehandlingen i 1L, se höger bild nedan.

Rekommenderad 1L & 2L systemisk behandling vid uHCC*



*Källa: Bolagspresentation Q3'23-rapport, *uHCC- icke-opererbar primär levercancer*

Förskrivningstrend i USA inom 1L 2020-Q2 2022*



Källa: Singal et al., AASLD Annual Meeting, Nov 2022

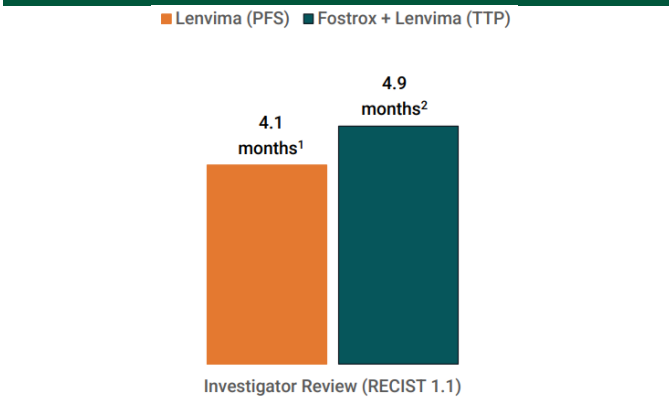
Sedan introduktionen av atezo + bev under 2020 har ingen behandling för 2L godkänts. Det som rekommenderas är att patienter deltar i kliniska studier eller godkända MKIer (Lenvima, Nexavar, Stivarga och Cabometyx), vars data baseras från tiden då Nexavar var 1L. Vår uppfattning är att en betydande andel patienter får Lenvima i 2L, utifrån bra data och med en differentierad verkningsmekanism mot atezo + bev. Viss begränsad data för Lenvima i denna position finns, men den är baserad på retrospektiva studier. Nyligen publicerades dock data för en prospektiv studie med Lenvima, där tolv patienter av 59 fick Lenvima i 2L efter atezo + bev. Även om underlaget begränsas till tolv patienter och det är skillda studier ger det en viss kontext till studiedatan för fostrox.

Indirekt jämförelse – Prövningsledarutvärdering (RECIST 1.1)	Fostrox + Lenvima (n=18)*	Lenvima (n=12)**
ORR	**22%**	17%
DCR (at 6/4 weeks)	**78%**	83%
DCR (at 12 weeks)	**72%**	58%*
DCR (at 18/20 weeks**)	**50%**	25%*

*Källa: Bolaget, presentation Q3-rapporten, *samtliga har nått uppföljning vid 12 veckor, **Kobayashi et al., Clinical Cancer Research, Okt 5 2023*

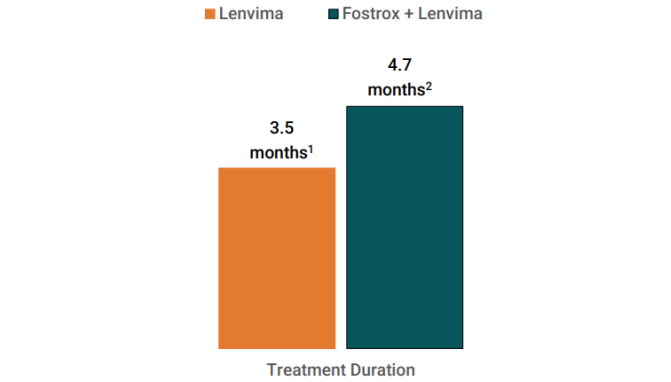
Det handlar om jämförbara patienter i de två studierna studierna, men med det sagt är det osäkert att dra slutsatser mellan olika studier. Vi kan ändå konstatera en positiv slagsida mot kombon, vilket indikerar att fostrox bidrar positivt till Lenvima. Liknande positiv skillnad noteras även för tumörprogresson (PFS) samt tiden som patienter står på behandlingen.

Median PFS/TTP*



*Källa: Bolagspresentation Q3'23-rapport, *def. av TTP och PFS är samma*

Median behandlingslängd



Källa: Bolagspresentation Q3'23-rapport

Att patienter står längre på behandlingen kan både vara positivt för överlevnaden, men ger även en indikation om att kombon är tolererbar. Därtill visar datan för fostrox + Lenvima färre dosmodifieringar för Lenvima än för enbart Lenvima och lägre andel avbrott i behandlingen. Sammantaget en indikation om godtagbara biverkningar, där de som rapporterats och bedöms komma från fostrox exempelvis handlar om övergående blodbildförändringar.

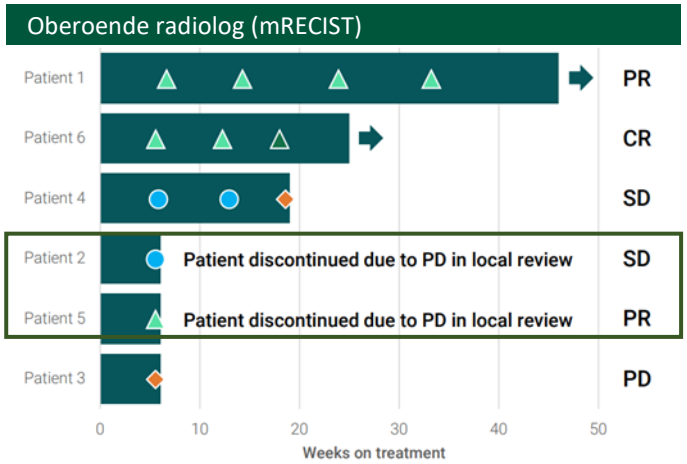
Indirekt jämförelse mellan studier – allvarliga biverkningar, dosreducering och avbrott

Safety & tolerability	Fostrox + Lenvima² (n=18)	Lenvima¹ (n=12)
≥ Grade 3 AEs	61%	67%
Dose modifications Lenvima	50%	92%
Discontinuations due to AEs	17%	25%

Källa: Bolagspresentation Q3'23-rapport, ¹ Kobayashi et al., Clinical Cancer Research, Okt 5 2023, ² samtliga har nått uppföljning vid 12 veckor

Interimsdatan för de 18 patienterna som utvärderats bygger på lokal utvärdering med RECIST 1.1. För att öka känsligheten vid analyser av tumörer används ofta mRECIST (med kontrastmedel som underlättar analys för att skilja mellan tumörvävnad och nekrotisk vävnad) och det sker vid en central utvärdering. Än så länge har endast sex patienter från doseskaleringsfasen utvärderats med mRECIST, som visade på bättre behandlingsrespons än vid den lokala utvärderingen.

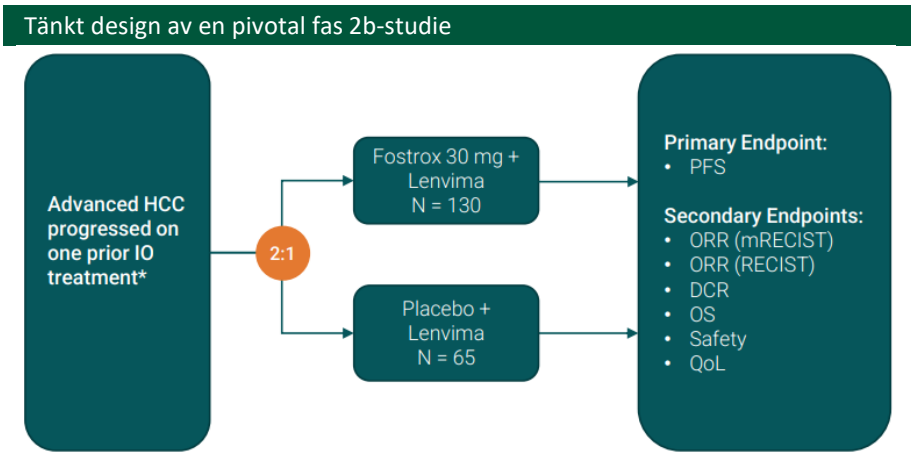
Vid den lokala utvärdering bedömdes exempelvis två patienter (2 & 5) uppvisa tumörprogression och togs därför ur studien, i enlighet med studieprotokollet. Vid den centrala utvärderingen med mRECIST ansågs det att en av patienterna hade SD och den andra uppvisat PR.



Källa: Bolagspresentation, sept 2023

Pivotal studie nästa år

Om de lovande resultaten består igenom hela den pågående studien är siktet inställt på att i nästa steg gå direkt mot ett marknadsgodkännande i Europa och USA via villkorat/accelererat godkännande. Givet det stora medicinska behovet är det möjligt att med en mindre studie nå marknaden och på ritbordet finns en fas 2b-studie för att uppnå detta. Bolaget bedömer att patientantalet kan begränsas till att omfatta knappt 200 patienter, gynnsamt i tid och pengar. För att därefter nå ett fullt godkännande kommer dock fas 3-studier krävas. Målet är att starta studien 2024, vilket skapar förutsättningar för att nå marknaden redan 2027.



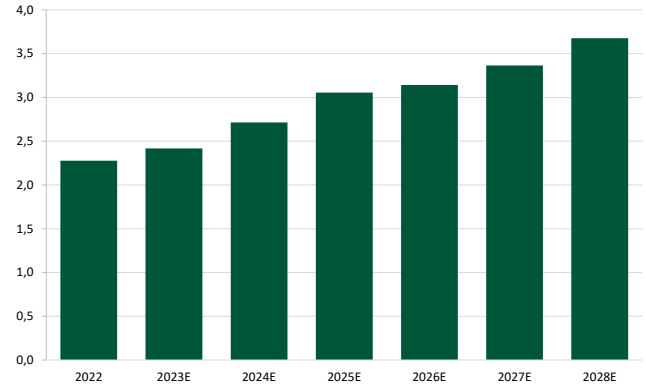
Källa: Bolagspresentation Q3'23-rapport

För att ta nästa steg och fullfölja det ser vi ett relativt omfattande kapitalbehov, där vår bästa gissning är att det kan handla om omkring 500 mkr fram till ett potentiellt godkännande 2027. Strategin om att få med en asiatisk partner under 2024 uppfattar vi ligger fast och lyckas bolaget i sin ambition kan kapitalbehovet reduceras väsentligt.

Trender talar för partnerintresse

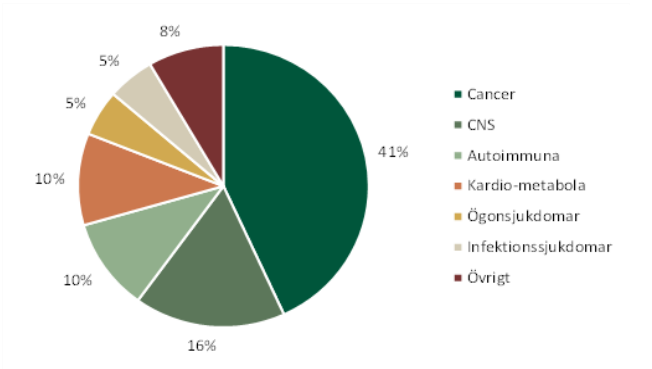
I nuläget anser vi att möjligheten för Medivir att finna en asiatisk partner bör vara god. I fostrox har bolaget en läkemedels-kandidat med unik verkningsmekanism som bör passa väl in i kombinationer med godkända etablerade behandlingar. Generellt är aktiviteten inom cancerområdet stort med i princip alla större läkemedelsbolag närvarande. Inom levercancer ser vi ett par aktörer som är mest aktiva, så som Roche, Bayer, Merck, Astrazeneca och Eisai. Därtill finns en radda av kinesiska företag, vilka blivit allt mer aktiva på den globala scenen.

HCC-marknaden (USDbn)



Källa: Evaluate Pharma 2023

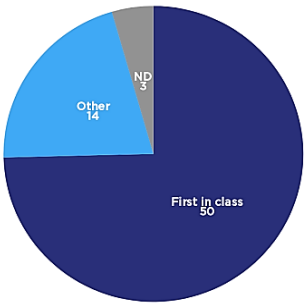
Fördelning licensavtal mellan olika terapiområden



Källa: EPB, DealForma 2023

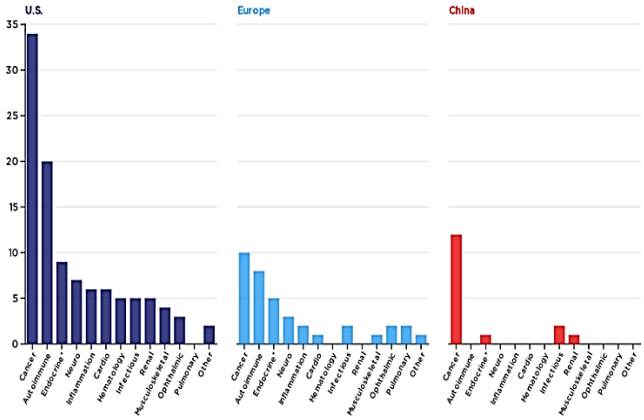
I en sammanställning från Biocentury mellan 1 juli 2022 till 30 juni 2023 ser vi ett starkt fokus mot läkemedel som är ”First-in-class”. Noterbart är även att de kinesiska läkemedelsutvecklande bolagen har en hög aktivitet och stod för 21% av alla affärer inom cancerområdet under perioden.

Andel affärer med projekt First-in-class



Källa: Biocentury augusti 2023

Regional uppdelning av affärer



Källa: Biocentury augusti 2023

Vår uppfattning är att prisnivåerna vid licensavtal har stått sig ganska väl, även om vi har fått se antalet äfferer gå ned senaste året. Högst aktivitet är inom småmolekyler och flest affärer görs till och med fas 2, där de mest lovande projekten fångas upp.

Uppdaterad syn på fostrox

Fostrox-studien saknar kontrollarm, vilket gör det svårt att dra tydliga slutsatser från de data som hittills levererats. Med det påpekat så ser vi positivt på utvecklingen, där pusselbitarna lagda tillsammans stärker oss i uppfattningen att fostrox adderar behandlingseffekt till Lenvima i 2L-patienter. Det är anledning till att vi nu höjer sannolikheten för ett godkännande till 22% från tidigare 13%.

Utvecklingsrisker - per utvecklingssteg fostrox

		Fas I	Fas II	Fas III	NDA	Summa
Fostrox	HCC	100%	50%	48%	92%	**22%**
Branschstandard	Solida tumörer	49%	25%	48%	92%	**5%**

Källa: EPB, BIO – Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011-2020, 2021

I nuläget ser konkurrensläget gynnsamt ut inom HCC och 2L, där de kombinationsbehandlingar som utvecklas främst handlar om redan godkända och etablerade mekanismer, så som immunterapier och MKIer. Att testa PD-1or i kombination med MKI i 2L kan mycket väl ge respons i vissa patienter, men det mest rimliga bör vara att testa något helt nytt för patienter som visar progression efter atexo + bev. Vår bedömning är att om förestående pivotala studie är framgångsrik, kan fostrox + Lenvima komma att kapa åt sig en betydande andel av marknaden inom 2L. I våra prognoser har vi därför räknat med en marknads-andel inom 2L på upp till 50%. Det är inom 2L vi lägger tyngdpunkten i våra antaganden, men vi ser även potential inom 1L och då för patienter som av någon anledning inte kan ta atexo + bev, eller potentiellt i en trippelkombination med dessa. Vi har mer modesta förväntningar i nuläget om en marknadsandel på 10% som kan nås 2033 inom 1L.

Vi gör även en uppdaterad ansats kring prissättningen, då patienter väntas stå kortare under behandling på 2L.

Vi räknar med följande behandlingskostnad för fostrox på de största marknaderna :

- USA – 75.000 USD per behandling (tidigare 100.000 USD)
- EU/Japan – 35.000 USD per behandling (50.0000 USD)
- Kina – 15.000 USD per behandling (20.000 USD)

I slutändan kommer priset styras av hur mycket värde fostrox tillför patienter och hur länge patienter kommer att kunna stå på behandlingen. Vi räknar fortsatt med att fostrox kan nå marknaden i Europa och USA mot slutet av 2027.

I vår modell har vi inkluderat ett partneravtal för den kinesiska marknaden under 2024, med en kontantbetalning om USD 15m och totalt avtalsvärde om USD 150m + 15% i royalty.

Sammantaget bedömer vi potentialen till USD 1,1bn för fostrox inom HCC.

Vi adderar TNG348 till modellen

Licenspartner Tango Therapeutics har fått klartecken från FDA om att ta TNG348 vidare in i kliniska studier. Bolaget uppger att planen är att starta klinisk utveckling under H1 2024, vilket kan betyda en mindre milstolpsbetalning till Medivir. Vi bedömer storleken till USD 0,3m. Avtalsstorleken med Tango har inte kommenterats offentligt, men baserat på Tangos rapportering uppskattar vi det totala avtalsvärdet till ca USD 25m och en ensiffrig royalty på ca 3%.

Tango avser utvärdera TNG348 i patienter med BRCA1/2-mutaterad och annan homolog rekombinationsdefekt (HRD)+-cancer. Vid uppskattar potentialen till USD 1bn, med en hög utvecklingsrisk och vi sätter sannolikheten till 3%.

Även Infex Therapeutics har planer på att inleda kliniska studier nästa år för sitt MBLI-projekt. Här är det intäktsdelning som gäller i avtalet. Vi avvaktar tydligare besked innan vi lägger in projektet i modellen. För birinapant, licensierad av IGM Bioscience, fortsätter utvecklingen och doseringen i fas 1b. Senaste uppdateringen var att dosering i den femte dosgruppen pågår. Vid ett avancemang till fas 2 förväntas en milstolpsbetalning till Medivir.

Prognosförändringar

Vi har efter rapporten främst ändrat våra förväntningarna kring intäkterna, som huvudsakligen utgörs av engångsbetalningar från partners och ett framtida partneravtal i asien. Den potentiella milstolpsbetalningen från IGM Bioscience, när birinapant når fas 2, har vi flyttat till 2024. Merparten av intäkterna som vi har med för 2024 är riskjusterad ersättning från ett Asien-avtal avseende fostrox.

Prognos 2021-2025E (mkr)					
	2021	**2022**	**2023E**	**2024E**	**2025E**
Nettoomsättning	25,5	4,4	4,4	95,3	5,2
Övriga intäkter	10,2	1,8	1,4	1,8	2,0
Totala intäkter	**35,7**	**6,2**	**5,8**	**97,1**	**7,2**
Övriga kostnader	-73,3	-69,0	-73,4	-110,1	-165,2
Personalkostnader	-21,3	-20,7	-26,4	-29,0	-31,6
Av- och nedskrivningar	-2,6	-2,6	-2,8	-2,8	-3,0
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-1,2	-1,4	-1,0	-1,5
Operativa kostnader	**-97,8**	**-93,5**	**-104,1**	**-142,9**	**-201,3**
EBITDA	**-59,5**	**-84,7**	**-95,4**	**-43,0**	**-191,0**
EBIT	**-62,1**	**-87,3**	**-98,3**	**-45,8**	**-194,0**
Finansnetto	-0,5	-1,5	1,9	0,0	0,0
EBT	**-62,6**	**-88,8**	**-96,4**	**-45,8**	**-194,0**
Skatt	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	**-63,1**	**-88,8**	**-96,4**	**-45,8**	**-194,0**
EPS	-1,1	-1,6	-1,7	-0,8	-3,4

Källa: EPB, Bolaget

Som vi nämnt ser vi ett finansieringsbehov för bolaget. Vi har lagt med i vår prognos över kassaflödet finansiering om 150 mkr i år och lika mycket till under 2024. Det bygger på relativt stor osäkerhet från vår sida, då vi ännu inte har en tydlig bild över kostnaderna för kommande studier, men även vad en potentiellt avtal för fostrox kan betyda.

Värdering och aktien

Vår värderingsansats för Medivir utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell där vi värderar varje projekt var för sig som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Värdering inkluderar de projekt där vi ser en tydlig väg framåt. Efter genomförda uppdateringar får vi ett NPV om 18,6 kr (15,5 kr) per aktie, vid en WACC på 19% (18%). Rådande svaga marknadsklimat är anledning till att vi tar upp vår WACC ett steg.

Projekt	Indikation	Sannolikhet för godkännade	Peak sales (USDm)	Lanseringsår	NPV*	NPV per aktie
Birinapant	Solida tumörer	10%	1 000	2028	191	3,4
Fostroxacitabine	HCC	22%	1 100	2027	888	15,7
TNG348	Solida tumörer	3%	1 000	2030	9	0,2
Teknologivärde					**1 089**	**19,2**
Nettokassa**					47	0,8
Gemensamma kostnader admin					-81	-1,4
NPV					**1 055**	
Antal aktier					57	
NPV per aktie					**18,6**	

*mkr, USD=11 kr, **inkl. leasingskulder

Källa: EPB, Bolaget

För att synliggöra hur värdet per aktie i projekten påverkas av ändrade grundantaganden har vi gjort en känslighetsanalys. Vi riktar fokus mot fostroxacitabine och birinapant, där vi ser de största värdena och som är de projekt som kommer ha störst betydelse för vår värdering närmaste tiden.

Fostroxacitabine - LOA / WACC - värde per aktie

	13%	16%	19%	22%	25%
10%	10,8	8,3	6,5	5,1	4,0
15%	17,1	13,3	10,4	8,3	6,6
20%	25,5	19,9	15,7	12,5	10,0
25%	28,7	22,4	17,6	14,0	11,3
30%	35,5	27,7	21,9	17,5	14,0

Källa: EPB

Birinapant - LOA / WACC - värde per aktie

	13%	16%	19%	22%	25%
4%	2,1	1,7	1,3	1,1	0,9
7%	3,6	2,9	2,4	1,9	1,6
10%	5,1	4,1	3,4	2,8	2,3
13%	6,7	5,4	4,4	3,6	3,0
16%	8,2	6,5	5,3	4,3	3,6

Källa: EPB

Scenarioanalys

Nyhetsflöde är den främsta drivkraften för aktien och vi räknar med att bolaget kommer kunna leverera flera signifikanta besked under det kommande året, där studieresultat för fostrox har potential att bli det som har störst genomslag på värderingen. Vi räknar med mer data kommer att presenteras från fas 1b-/2a-studien för fostrox i kombination med Lenvima, som kan ytterligare ge stöd för den fortsatta utvecklingen. Exempelvis ser vi fram emot slutlig PFS-data och utvärdering baserat på mRECIST. Därutöver förväntar vi oss data från birinapant-studien, som genomförs av IGM Biosciences, med ett möjligt val av en fas 2-dos närmaste månaderna. I ett scenario där fas 2a-studien för fostrox är framgångsrik, som ger stöd för vidareutveckling, ser vi en potentiell uppsida i värderingen mot 25-30 kr, vid en WACC om 19% (aktuellt antalet aktier).

Risker i våra antaganden

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär en hög risk och nedan belyser vi några viktiga risker som bör betänkas vid en investering.

Finansiering: Att bedriva klinisk utveckling är kostsamt och ett bolag som Medivir har ett återkommande kapitalbehov. Vi ser möjligheter att Medivir kan generera intäkter från befintliga partners, men nya potential till nya avtal som ger intäkter innan produkterna finns på marknaden. Nuvarande finansiering bedömer vi tar bolaget in i H1 2024.

Fördröjningar i studier: För bolagets projekt i klinisk fas finns många konkurrerande projekt där det parallellt pågår kliniska studier som kan begränsa tillgången till relevanta patienter.

Negativt utfall i studier: Den främsta risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten från de kliniska studierna blir negativa. Utifrån den tidiga utvecklingsfas fostrox och birinapant befinner sig i är utvecklingsrisken betydande.

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**24**	**9**	**14**	**26**	**4**	**4**	**105**	**5**
Övriga rörelseintäkter	6	3	27	10	2	1	2	2
Totala intäkter	**29**	**11**	**41**	**36**	**6**	**6**	**106**	**7**
Bruttoresultat	**29**	**11**	**41**	**36**	**6**	**6**	**106**	**7**
Övriga rörelsekostnader	-356	-130	-80	-95	-91	-101	-140	-198
EBITDA	**-326**	**-119**	**-38**	**-59**	**-85**	**-95**	**-34**	**-191**
EBITDA, justerad	**-326**	**-119**	**-38**	**-59**	**-85**	**-95**	**-34**	**-191**
Avskrivningar	-25	-7	-4	-3	-3	-3	-3	-3
EBITA, justerad	**-351**	**-126**	**-43**	**-62**	**-87**	**-98**	**-37**	**-194**
EBIT	**-351**	**-126**	**-43**	**-62**	**-87**	**-98**	**-37**	**-194**
EBIT, justerad	**-351**	**-126**	**-43**	**-62**	**-87**	**-98**	**-37**	**-194**
Finansnetto	1	3	0	0	-2	2	0	0
Resultat före skatt	**-350**	**-123**	**-43**	**-63**	**-89**	**-96**	**-37**	**-194**
Resultat före skatt, justerad	**-350**	**-123**	**-43**	**-63**	**-89**	**-96**	**-37**	**-194**
Total skatt	0	0	0	-1	0	0	0	0
Nettoresultat	**-350**	**-123**	**-43**	**-63**	**-89**	**-96**	**-37**	**-194**
Nettoresultat, justerad	**-350**	**-123**	**-43**	**-63**	**-89**	**-96**	**-37**	**-194**
Intäktstillväxt	*-*	*-61%*	*>100%*	*-13%*	*-83%*	*-6%*	*>100%*	*-93%*
Bruttomarginal	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*
EBIT-marginal, justerad	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*
EPS, justerad	*-14,4*	*-5,08*	*-1,75*	*-1,13*	*-1,59*	*-1,70*	*-0,64*	*-3,42*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*

Källa: Medivir, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-351	-126	-43	-62	-87	-98	-37	-194
Övriga kassaflödesposter	59	-7	-13	1	1	3	3	3
Förändringar i rörelsekapital	-28	-16	-2	12	-16	8	-1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-321**	**-148**	**-58**	**-49**	**-102**	**-87**	**-35**	**-192**
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	4	5	0	0	0	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-5**	**4**	**5**	**0**	**0**	**0**	**-1**	**-1**
Fritt kassaflöde	**-326**	**-144**	**-53**	**-49**	**-102**	**-87**	**-36**	**-193**
Nyemission / återköp	144	-7	-12	199	-2	141	141	-2
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**144**	**-7**	**-12**	**199**	**-2**	**141**	**141**	**-2**
Kassaflöde	**-181**	**-150**	**-65**	**151**	**-104**	**54**	**104**	**-195**
Nettoskuld	**-286**	**-135**	**-70**	**-221**	**-117**	**-171**	**-276**	**-81**

Källa: Medivir, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	97	96	96	96	96	96	96	96
Materiella anläggningstillgångar	11	23	16	14	15	13	12	12
Övriga anläggningstillgångar	0	21	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	**108**	**141**	**113**	**110**	**111**	**109**	**108**	**109**
Övriga omsättningstillgångar	25	18	9	5	6	5	6	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	286	135	70	221	117	171	276	81
Summa omsättningstillgångar	**312**	**153**	**79**	**226**	**123**	**177**	**282**	**88**
SUMMA TILLGÅNGAR	**419**	**293**	**191**	**336**	**234**	**286**	**390**	**197**
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	308	184	142	281	193	239	343	150
Summa eget kapital	**308**	**184**	**142**	**281**	**193**	**239**	**343**	**150**
Övriga långfristiga skulder	15	54	15	13	13	12	12	12
Summa långfristiga skulder	**15**	**54**	**15**	**13**	**13**	**12**	**12**	**12**
Övriga kortfristiga skulder	97	55	35	42	28	35	34	35
Summa kortfristiga skulder	**97**	**55**	**35**	**42**	**28**	**35**	**34**	**35**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**419**	**293**	**192**	**336**	**234**	**286**	**390**	**197**

Källa: Medivir, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	-61%	>100%	-13%	-83%	-6%	>100%	-93%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Medivir, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Medivir, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	42%	44%	44%	31%	35%	25%	18%
Rörelsekapital / totala intäkter	-243%	-322%	-62%	-104%	-361%	-512%	-27%	-383%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,3x	0,1x	0,0x	0,0x	0,3x	0,0x

Källa: Medivir, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-286	-135	-70	-221	-117	-171	-276	-81
Soliditet	73%	63%	74%	84%	82%	84%	88%	76%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,9x	-0,7x	-0,5x	-0,8x	-0,6x	-0,7x	-0,8x	-0,5x
Nettoskuld / EBITDA	0,9x	1,1x	1,8x	3,7x	1,4x	1,8x	8,2x	0,4x

Källa: Medivir, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-14,4	-5,08	-1,75	-1,13	-1,59	-1,70	-0,64	-3,42
EPS, justerad	-14,4	-5,08	-1,75	-1,13	-1,59	-1,70	-0,64	-3,42
FCF per aktie	-13,4	-5,92	-2,17	-0,88	-1,83	-1,54	-0,64	-3,41
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	12,7	7,59	5,84	5,04	3,46	4,21	6,05	2,64
Antal aktier vid årets slut, m	24,3	24,3	24,3	55,7	55,7	56,7	56,7	56,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,3	24,3	24,3	55,7	55,7	56,7	56,7	56,7

Källa: Medivir, EPB

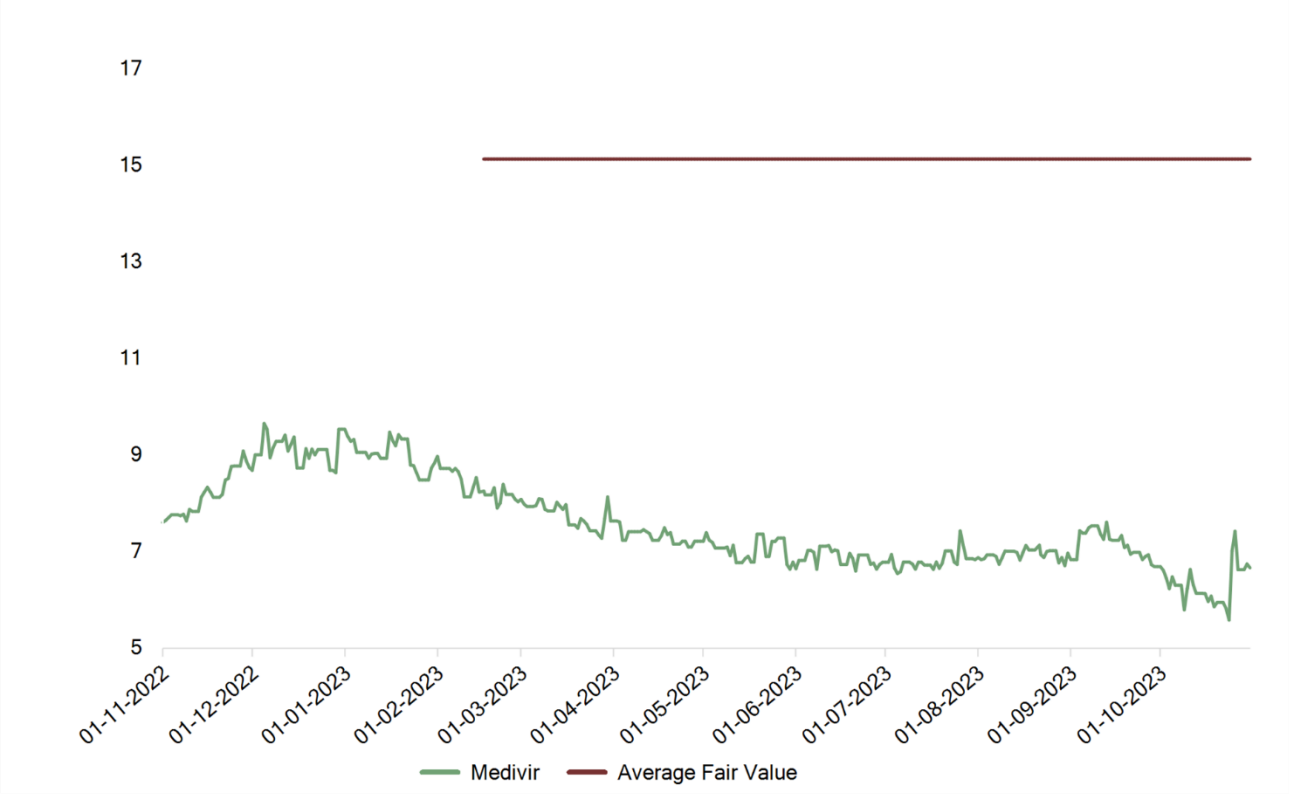
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1,6x	1,3x	1,2x	2,2x	2,9x	1,7x	1,2x	2,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%
EV/Sales	6,5x	9,9x	2,3x	11,3x	70,1x	60,6x	3,3x	48,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-3,7x	-10,4x	-1,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-3,6x	-9,6x	-1,8x
EV	191	113	95	403	434	351	351	351
Aktiekurs	19,7	10,2	6,8	11,2	9,9	7,0	7,0	7,0

Källa: Medivir, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Medivir (MVIRB 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 frånsäger 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.

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 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