

Ascelia Pharma

Sektor: Biotech

Framflyttad position

Redeye gör ett omtag av sina antaganden för Ascelia och framför allt den ledande kandidaten Mangoral, vilket resulterar i höjd värdering. Vi menar att det är viktigare än någonsin att vara selektiv inom biotechsektorn givet det dystra börsentimentet, och vi tycker Ascelia sticker ut som en attraktiv kandidat i sektorn med sin starka kassa, fina ägarbild och sena kliniska skede. Aktien saknar tydliga katalysatorer på kort sikt, men vår långsiktiga syn på caset är klart positiv.

Framflyttad position för Mangoral

Sedan vår senaste uppdatering har Ascelia initierat sin pivotala fas III-studie med ledande kandidaten Mangoral. Mot bakgrund av detta samt en stark statistisk signifikans i fas II-studier är vi aggressiva och höjer vi sannolikheten att Mangoral når marknad till 80% (65%). Den återstående risken anser vi ligga i en regulatorisk risk i interaktioner med myndigheter.

Försening i kliniska programmet den största risken

Istället menar vi att den största risken ligger i att patientrekryteringen kan komma att dra ut på tiden. Mangoral adresserar patienter med levermetastaser som har en kraftigt nedsatt njurfunktion, vilket är en rätt begränsad nisch. Samtidigt kom man igång med patientrekryteringen till studien något senare än vad vi väntat oss.

För att ta höjd för detta har vi förskjutit lanseringen av Mangoral i USA och Europa till sent 2022 och räknar med att det signifikanta marknadsuppdraget börjar från och med 2023.

Attraktivt sektorpick i turbulenta tider

Till följd av spridningen av Coronaviruset har aktiemarknaden hamnat i ett nedpressat sentiment som saknar motstycke och marknadens perception för icke-lönsamma bolag inom biotechsektorn drabbas extra hårt i detta sentiment. Vi menar att det är viktigare än någonsin att vara selektiv inom denna sektor och vi tycker Ascelia sticker ut som en attraktiv kandidat i sektorn med sin starka kassa, fina ägarbild och sena kliniska skede.

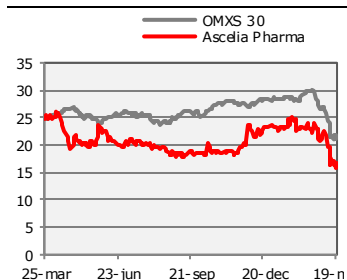
För att reflektera den ökade marknadsrisken till följd av coronautbrottet har vi höjt vår WACC till 13% (12%). Vårt nya Base case uppgår till **34 kronor** (27 kronor) per aktie, med ett Bull- och Bear case på 50 kronor, respektive 10 kronor.

NYCKELTAL (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Net sales	0	0	0	0	8	125
EBITDA	-37	-63	-100	-123	-150	-82
EBIT	-37	-63	-100	-123	-150	-82

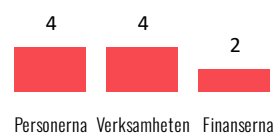
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
10	34	50

ACE.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	ACE
Lista	Nasdaq Small
Aktiekurs (SEK)	15.7
Börsvärde (MSEK)	369
Nettoskuld 20E (MSEK)	-84
Free Float	68 %
Dagl oms. ('000)	203

ANALYTIKER

Ludvig Svensson
 ludvig.svensson@redeye.se
 Niklas Elmhammer
 niklas.elmhammer@redeye.se

Justering av antaganden

Nyckelförändringar i våra antaganden är:

Positiv påverkan

- Sannolikhet att Mangoral når marknad höjd till 80% (65%)
- Ökat långsiktig EBIT-marginal för Mangoral till 55% (50%)
- Ökat antal adresserbara patienter i USA med 20,000
- Inga skattebetalningar förrän 2027

Negativ påverkan

- Höjd WACC till 13% (12%)
- Lansering av Mangoral förskjutet till sent 2022 (tidigt 2022)
- Högre initiala kostnader kopplade till kommersialisering av Mangoral

Vår sum-of-the-parts värdering av Ascelia ger ett Base case om **34 kronor** (27) per aktie.

Ascelia: Sum-of-the-parts värdering

Projekt	Indikation	Fas	Lansering	Toppförsäljning (\$m)	Sannolikhet	Värde, r-just (SEKm)	Värde, r-just per aktie	
Mangoral	Lever MRI	Fas III	2022	195	80%	573	24.4	
Oncoral	Magsäckscancer	Fas II-redo	2026	113	30%	141	6.0	
						Nettokassa, Q4	184	7.8
						Delade kostnader	(102)	-4.4
						Totalt	796	
						Antal aktier	23.5	
						Base case		34

Källa: Redeye Research

Känslighetsanalyser

Vår värdering av Ascelia är känslig för vissa nyckelantaganden så som sannolikhet att Mangoral når marknad, långsiktig EBIT-marginal, samt WACC. Nedan presenterar vi två känslighetsanalyser där vi belyser dessa variabelers påverkan på Base case vid olika nivåer.

Ascelia känslighetsanalys, Base case

		WACC				
		15%	14%	13%	12%	11%
Mangoral sannolikhet	60%	21	23	26	29	33
	70%	24	27	30	34	38
	80%	27	30	34	38	43
	90%	30	34	38	43	48
	100%	33	37	42	47	53

Ascelia känslighetsanalys, Base case

		WACC				
		15%	14%	13%	12%	11%
Långsiktig EBIT %	45%	19	22	25	28	32
	50%	23	26	29	33	37
	55%	27	30	34	38	43
	60%	31	34	38	43	48
	65%	35	39	43	48	54

Källa: Redeye Research

Ascelia: Finansiella prognoser (ej riskjusterat)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nettoomsättning	0	0	10	186	328	469
KSV	0	0	-1	-9	-31	-47
Bruttovinst	0	0	9	178	297	422
Rörelsekostnader	-100	-123	-194	-250	-278	-314
EBIT	-100	-123	-184	-73	19	108
Finansnetto	0	0	0	0	0	0
Skatt	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-100	-123	-184	-73	19	108

Källa: Redeye Research

Ascelia: Aktiekursutveckling

Källa: Bloomberg

Med coronavirusets framfart och turbulens på oljemarknaden har det lett till en börsnedgång under de senaste veckorna som saknar motstycke. Vi menar att Ascelias aktie har dragits med ned på grund av en avsaknad av riskapitet, snarare än några fundamentalt negativa händelser i bolaget.

Givet avsaknaden av tydliga katalysatorer för aktien på kort sikt, i kombination med det dystra sentimentet, bedömer vi att det kan ta tid innan värdegapet till vårt Base case om 34 kronor täpps igen. För den långsiktige investeraren ser vi denna nedgång som ett attraktivt tillfälle att få en fin ingång i aktien.

Kort kommentar kring Corona och dess påverkan

Vår uppfattning är att Ascelias fas III-studie vid detta skede bör vara relativt opåverkad av Coronavirusets framfart. Studien bedrivs inte på infektionskliniker och vi bedömer att studier som rekryterar patienter med livshotande tillstånd kommer att fortsätta rulla på relativt ostört. Vi bedömer vidare att MR-scanningar inom onkologi är ett högt prioriterat område inom sjukvården, även under en pågående Coronakris.

Den stora risken ligger i att situationen urartar ytterligare och vi ser att sjukhus i USA och Europa stänger ned för rekrytering till kliniska studier helt för att prioritera Coronakrisen. Vid detta läge är vi inte ännu, men skulle detta inträffa flaggar vi för en stor risk att studien blir försenad. Vi har delvis tagit höjd för en utdragen tidslinje genom att förskjuta lansering av Mangoral till slutet av 2022 (tidigare tidigt 2022).

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

Personerna: 4

Ascelias ledning har en omfattande erfarenhet både från forskningssidan och den kommersiella sidan. Forskningschef Carl Bjertmar var tidigare CMO på Wilson Therapeutics som under 2018 köptes upp av Alexion för cirka 6,6 miljarder kronor.

Verksamheten: 4

Ascelias ledande läkemedelskandidat Mangoral har fortfarande några år kvar innan den når marknad. Givet en openetrerad marknad och ett stort medicinskt behov tror vi att Mangoral kommer att nå ut till en stor del av den amerikanska och europeiska marknaden.

Finanserna: 2

Ascelia är ännu intelönsamt och befinner sig några år ifrån nollresultat. Bolaget tog in 222 miljoner kronor i en listningsemission under mars 2019. Vi räknar med att nuvarande kassa är tillräcklig för att finansiera verksamheten fram till ett godkännande av Mangoral i USA och Europa.

RESULTATRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	0	0	0	0	8
Summa rörelsekostnader	-37	-63	-100	-123	-158
EBITDA	-37	-63	-100	-123	-150
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-37	-63	-100	-123	-150
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	-3	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-37	-66	-100	-123	-150
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-37	-66	-100	-123	-150

BALANSRÄKNING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	42	184	84	0	0
Kundfordringar	6	9	5	5	3
Lager	0	0	0	0	3
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsättn.	48	193	89	5	6
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materialla anl. tillg.	0	0	0	0	0
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	57	57	56	56	56
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	57	57	56	56	56
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	106	250	145	61	63
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	0	0	0	39	188
Kortfristiga skulder	1	5	0	0	3
Övriga kortfristiga skulder	4	8	8	8	8
Summa kort. skuld	4	13	8	47	198
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	4	13	8	47	198
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	101	237	137	14	-135
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	101	237	137	14	-135
Summa skulder och E. Kap.	105	250	145	61	63

FRITT KASSAFLÖDE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	0	0	0	0	8
Sum. Rörelsekostnader	-37	-63	-100	-123	-158
Avskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-37	-63	-100	-123	-150
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-37	-63	-100	-123	-150
Avskrivningar	0	0	0	0	0
Bruttokassaflöde	-37	-63	-100	-123	-150
Föränd. i rörelseskap	2	6	-1	0	1
Investeringar	0	0	1	0	0
Fritt kassaflöde	-35	-57	-100	-123	-149

KAPITALSTRUKTUR	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Soliditet	96%	95%	95%	23%	-216%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	276%	-138%
Nettoskuld	-42	-184	-84	39	188
Sysselsatt kapital	59	53	53	53	52
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1

TILLVÄXT	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Försäljningstillväxt	0%	0%	0%	0%	201,06
VPA tillväxt (just)	0%	0%	52%	23%	22%

LÖNSAMHET	2018	2019	2020E	2021E	2022E
ROE	-44%	-39%	-53%	-163%	0%
ROCE	-44%	-37%	-53%	-129%	-285%
ROIC	-61%	-106%	-189%	-232%	-282%
EBITDA marginal	-935000%	-	-	-	-1859%
EBIT marginal	-935000%	-	-	-	-1859%
Nettomarginal	-935000%	-	-	-	-1859%

DATA PER AKTIE	2018	2019	2020E	2021E	2022E
VPA	0.00	-2.81	-4.26	-5.23	-6.36
VPA just.	0.00	-2.81	-4.26	-5.23	-6.36
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	0.00	-7.84	-3.58	1.66	7.98
Antal aktier	0.00	23.50	23.50	23.50	23.50

VÄRDERING	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EV	-42.1	-184.2	284.9	407.9	556.6
P/E	0.0	0.0	-3.7	-3.0	-2.5
P/E dilutad	0.0	0.0	-3.7	-3.0	-2.5
P/Sales	0.0	0.0	92.2375	92.2375	45.9
EV/Sales	-10.5250	-46.0500	71.2125	101.9625	69.2
EV/EBITDA	1.1	2.9	-2.8	-3.3	-3.7
EV/EBIT	1.1	2.9	-2.8	-3.3	-3.7
P/BV	0.0	0.0	2.7	26.2	-2.7

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	-32.3 %	Omsättning
3 mån	-32.3 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	-36.7 %	V/A, just
Årets början	-33.5 %	EK

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Sunstone Capital	19.1 %	19.1 %
Mc Spv Of 3 April 2017 AB	12.5 %	12.5 %
Öresund-Healthcare Management A/S	8.6 %	8.6 %
Societe Generale Nantes	5.0 %	5.0 %
Eiffel Investment Group SAS	5.0 %	5.0 %
Handelsbanken Fonder	4.5 %	4.5 %
Fjärde AP-fonden	4.2 %	4.2 %
BNY Mellon Sa/Nv Frkn Jyske Bank	2.6 %	2.6 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2.3 %	2.3 %
Styrelsen for Institutioner og Uddannelsesstøtte	2.3 %	2.3 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	ACEst
Lista	Nasdaq Small Cap
Kurs	15.7
Antal aktier, milj.	23.5
Börsvärde, MSEK	369.0

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Magnus Corfitzen
CFO	Kristian Barbos
IR	Mikael Widell
Ordf	Peter Blenson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	

ANALYTIKER	
	Redeye AB
Ludvig Svensson	Mäster Samuelsgatan 42, 101r
ludvigsvensson@redeye.se	111 57 Stockholm

Klas Palin	
klas.palin@redeye.se	

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal. Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality-diagrammet.

Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär.

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier:

- Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier:

- Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och till hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier:

Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Erika Madebrink

erika.madebrink@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tom as Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Magnus Skog

magnus.skog@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Linus Sigurdsson (Trainee)

linus.sigurdsson@redeye.se

Editorial

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

John Hintze

john.hintze@redeye.se

Johan Kårestedt (Trainee)

johan.karestedt@redeye.se

Life Science Team

Gergana Almquist

gergana.almquist@redeye.se

Oscar Bergman

oscar.bergman@redeye.se

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Erik Nordström

erik.nordstrom@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Jakob Svensson

jakob.svensson@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utföra de av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance-verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2020-03-24)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	12	11	3
3p - 4p	94	72	31
0p - 2p	8	31	80
Antal bolag	114	114	114

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Ludvig Svensson äger aktier i bolaget: Nej

Niklas Elmhammer äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
