

AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



COMBIGENE AB

*Läkemedelskandidat med miljardpotential på global
marknad*

2020-03-27

Victor Forss

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

CombiGene ("CombiGene" eller "Bolaget") är ett av nordens ledande genterapibolag, där verksamhetens huvudfokus riktas åt att ta fram en genterapeutisk behandlingsmetod för epilepsi. Genterapi har under de senaste åren utvecklats snabbt, och CombiGene har under samma period etablerat en unik kunskapsposition i Norden. Bolagets läkemedelskandidat, CG01, har nått *Proof of Concept* i prekliniska studier, vilka visar att CG01 har anfallshämmande effekter i form av såväl kortare som färre anfall hos djur, samtidigt som vissa blev helt anfallsfria. Bolaget står nu inför en accelererad fas i sitt utvecklingsprogram, där CombiGene ämnar att inom de kommande två åren påbörja kliniska studier. Givet en lyckad marknads lansering år 2027 estimeras ett årligt försäljningsvärde om 7 mdSEK, vilket baserat på en DCF-värdering ger ett implicit värde per aktie om 1,7 SEK i ett Base scenario.

▪ En tredjedel av alla epileptiker går inte att behandla idag

Cirka 50 miljoner människor har diagnosen epilepsi, och varje år diagnostiseras uppskattningsvis 2,4 miljoner människor med sjukdomen. De läkemedel som finns på marknaden idag är förhållandevis effektiva för cirka 70 % av populationen, men resterande 30 % kan inte behandlas av dagens läkemedel. CombiGenes genterapi kommer huvudsakligen vända sig till denna grupp vilka i huvudsak har en s.k. svår fokal epilepsi, och med hänsyn till att dessa än så länge inte går att behandla kan det konstateras att efterfrågan av CG01 är hög.

▪ CG01 har bevisad effekt i prekliniska studier

CombiGenes vetenskapliga grundare har nyligen i ett flertal studier visat att CG01 har anfallshämmande effekter vid testning på djur. Bolagets forskare har dessutom genomfört tester av mänsklig hjärnvävnad, vilka visade att man genom att aktivera hjärnans Y2-receptorer med NPY (neuropeptid Y, vilken associeras med ett flertal fysiologiska processer) kan hämma epileptisk aktivitet, vilket enligt CombiGene är mycket uppmuntrande. Även om Bolaget givetvis har en lång väg att gå i form av kliniska studier, så är konceptet bekräftat, vilket inte bara medför högre sannolikhet för lyckad lansering, utan också goda möjligheter för intresse från större läkemedelsbolag.

▪ Starka samarbetspartners underlättar kliniska studier

Utveckling av läkemedel kräver omfattande resurser, och starka partners är således, givet begränsat kapital, nödvändigt. CombiGene arbetar i dagsläget med flertalet välrenommerade aktörer på den brittiska marknaden, och Bolaget arbetar löpande för att hitta fler spännande samarbetspartners. I helhet ser Analyst Group detta som mycket positivt, då partnerskapen medför såväl högre sannolikhet för marknads lansering som fler finansieringsmöjligheter.

TECKNINGSKURS | 0,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR	BASE	BULL
0,6 kr	1,7 kr	2,7 kr

Värderingen baseras på flera antaganden och både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

COMBIGENE AB			
Teckningskurs (SEK)	0,5		
Antal Aktier (st.)	99 080 470		
Market Cap (MSEK)	49,7		
Enterprise Value (EV) (MSEK)	58,0		
V.52 prisintervall (SEK)	0,4 – 1,70		
UTVECKLING			
1 månad	-22,8 %		
3 månader	-54,3 %		
1 år	-62,4 %		
YTD	-54,16 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Jan Nilsson		
Styrelseordförande	Arne Ferstad		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport 1 2020	TBA		
PROGNOS (BASE), MSEK	2020E	2021E	2022E
Totala intäkter	n.a.	n.a.	n.a.
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Rörelsekostnader	-33,0	-33,0	-33,0
EBITDA	-33,0	-33,0	-33,0
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
Årets resultat	-33,2	-33,2	-33,2
<i>Nettomarginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
P/S	n.a.	n.a.	n.a.
EV/S	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.

INVESTERINGSIDÉ

**7 MILJARDER
SEK**
ESTIMERAT
ÅRLIGT
FÖRSÄLJNINGSS-
VÄRDE

CombiGene är ett av nordens ledande generapibolag, där verksamhetens huvudfokus riktas åt att ta fram en genterapeutisk behandlingsmetod för epilepsi. Genterapi har under de senaste åren utvecklats snabbt, och CombiGene har under samma period etablerat en unik kunskapsposition i Norden. Bolagets läkemedelskandidat, CG01, har nått *Proof of Concept* i prekliniska studier, vilka visar att CG01 har anfallshämmande effekter i form av såväl kortare som färre anfall hos djur, samtidigt som vissa blev helt anfallsfria. Bolaget står nu inför en accelererad fas i sitt utvecklingsprogram, där CombiGene ämnar att inom de kommande två åren påbörja kliniska studier. Givet en lyckad marknads lansering år 2027 estimeras ett årligt försäljningsvärde om 7 mdSEK, vilket baserat på en DCF-värdering ger ett implicit värde per aktie om 1,7 SEK i ett Base scenario.

En tredjedel av alla epileptiker går inte att behandla idag

Cirka 50 miljoner människor har diagnosen epilepsi, och varje år diagnostiseras uppskattningsvis 2,4 miljoner människor med sjukdomen. Enbart i USA estimeras samhällskostnaderna för epilepsi överstiga 15,5 miljarder USD per år. Samtidigt som kostnaderna för epilepsi är höga kan dagens läkemedel endast behandla cirka 70 % av alla epileptiker, medan resterande 30 % av populationen inte kan behandlas av dagens läkemedel. CombiGenes genterapi kommer huvudsakligen vända sig till denna grupp, vilka har en s.k. svår fokal epilepsi, och med hänsyn till att dessa än så länge inte går att behandla med läkemedel kan det konstateras att efterfrågan av CG01 är hög.

CG01 har bevisad effekt i prekliniska studier

CombiGenes vetenskapliga grundare har nyligen i en studie visat att CG01 har anfallshämmande effekter i form av såväl kortare som färre anfall vid testning på djur, samtidigt som vissa blev helt anfallsfria. Studien var utformad för att resultaten ska kunna översättas till behandling av epilepsi hos människor. Bolagets forskare har dessutom genomfört tester av mänsklig hjärnvävnad, vilka visade att man genom att aktivera hjärnans Y2-receptorer med NPY kan hämma epileptisk aktivitet, vilket enligt CombiGene är mycket uppmuntrande. Även om Bolaget givetvis har en lång väg att gå i form av kliniska studier så är konceptet bekräftat, vilket inte bara medför högre sannolikhet för lyckad lansering, utan också goda möjligheter för intresse från större läkemedelsbolag.

**BEVISAD
EFFEKT**

Starka samarbetspartners underlättar kliniska studier

Utveckling av läkemedel kräver omfattande resurser, och starka partners är således, givet begränsat kapital, ett måste. CombiGene arbetar i dagläget flertalet värenommerade aktörer på den brittiska marknaden, och Bolaget arbetar löpande för att hitta fler spännande samarbetspartners, där CombiGene under 2019 haft en rad lyckade möten med aktörer inom både Big Pharma och Speciality Pharma. I helhet ser Analyst Group detta som mycket positivt, då nuvarande och framtida partnerskap medför såväl högre sannolikhet för marknads lansering som fler finansieringsmöjligheter.

Prognos och värdering

Givet en lyckad marknads lansering estimerar Monocl att CG01 i ett konservativt scenario där läkemedelskandidaten endast tillämpas på nyttillkomna epilepsifall, att läkemedelskandidaten kan inbringa intäkter om 4–10 miljarder SEK årligen. Med hänsyn till svårigheten i att bedöma marknadspotentialen väljer Analyst Group att placera sig i mitten av intervallet, och vid en lyckad lansering estimeras således ett försäljningsvärde omkring 7 mdSEK årligen. Utöver detta estimeras att marknads lansering av CG01 inleds år 2027, vilket motiveras utifrån uppskattad tidsåtgång på andra liknande studier samt Bolagets resurser. Bolagets andra projekt, vilket ämnar att behandla lipodystrofi, är med hänsyn till dess tidiga stadium inte inkluderat i gjorda prognoser, men ses som en möjlig trigger och option i investeringsidén. Baserat på ovanstående estimat och en diskonteringsränta om konservativa 20 % härleds ett nuvärde om cirka 4,5 mdSEK för CG01, vilket baserat på en genomsnittlig viktad sannolikhet för lyckade kliniska studier om 7 % ger ett nettonuvärde om 318 MSEK. Med hänsyn till att Bolaget emellertid kommer ha förhållandevis hög *burn rate* under perioden 2020-2027 estimeras en ökning i antalet aktier om 85 % under samma period. Summerat härleds således, baserat på en DCF-värdering, ett diskonterat nuvärde idag om 1,7 SEK per aktie i ett Base scenario. Notera att Analyst Group väljer att inte ta hänsyn till aktiverat arbete för egen räkning.

1,7 KR
INDIKERAT
AKTIEPRIS I
BASE SCENARIO

Patentfrågan måste besvaras

CombiGene har idag enligt Analyst Groups uppfattning ett brett patent, och har ansökt om ytterligare ett som täcker själva läkemedelskandidaten. Även om genterapeutiska patent med anledning av komplexiteten i forskningen eventuellt inte har samma vikt som hos traditionella läkemedel, är en stor del av dagens bolagsvärde beroende av att CombiGene beviljas patent och således erhåller ett skydd fram till mitten av 2030-talet. Det bör emellertid nämnas att givet godkännande så erhåller produkten s.k. Data Protection, oberoende av eventuella patent, vilket gäller i 10 år och som innebär att även om eventuella konkurrenter kopierar läkemedlet så måste kopian genomgå kliniska studier.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

APPENDIX

HIGHLIGHTS

1

Påbörjade kliniska studier

CombiGene arbetar för fullt med att ta CG01 till kliniska studier, och vid lyckad produktion kan kliniska studier inledas under 2021.

2

Nya partnerskap

Bolaget har flertalet starka partners, och vid ytterligare partnerskap kan vägen till kliniska studier förkortas.

3

Licensiering

CombiGene kan, vid intresse från en större aktör, välja att utlicensiera CG01 vilket kan medföra att CG01 genomgår kliniska studier snabbare.

4

Beviljade patent

CombiGene har ansökt om patent för CG01 i ett antal länder, och beviljade patent under 2020 eller 2021 kan medföra en högre värdering.

5

Positiva forskningsresultat

Bolaget genomför löpande nya studier avseende CG01, och fortsatt positiva resultat under 2020 kan agera bränsle åt aktien.

Present Value Of Free Cash Flow	Present Value	As a % of Total
2020E-2022E	-52 021 883	-1,1%
2023E-2025E	-50 409 138	-1,1%
2026E-2031E	3 688 776 971	81,2%
Terminal Value	958 023 870	21,1%
Enterprise Value	4 544 369 820	100,0%
Per share		
Success Probability	7%	
Success Probability Adjusted Enterprise Value	318 105 887	
Est. No. of Shares	185 984 862	
Estimated Share Value	1,7	

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **CombiGene AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund