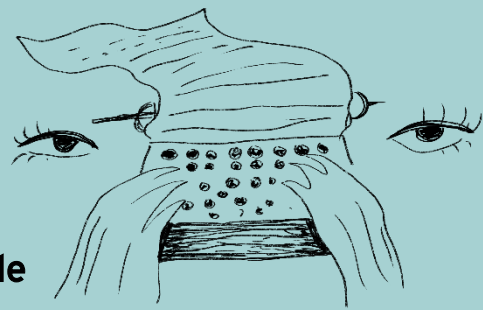




Photocure



Innovativ ledare inom ett underbehandlat område

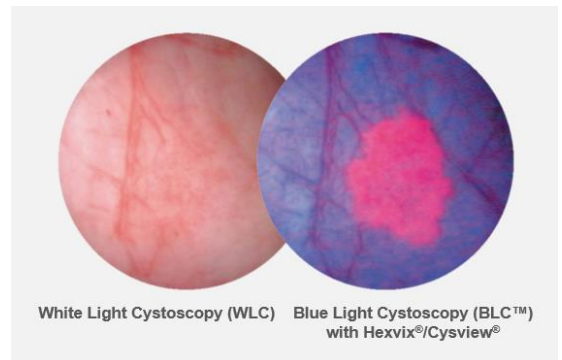
Photocure förbättrar diagnostik och uppföljning av urinblåsecancer och bolaget utmanar den traditionella behandlingsmetoden. Studier visar på att deras metod upptäcker fler cancerfall och i ett tidigare skede. Ju tidigare cancer upptäcks, desto högre är överlevnadsgraden samtidigt som vårdkostnaderna minskas.

Cancer i urinblåsan är en av de vanligaste cancerformerna i världen. Varje år stiger antalet som diagnosticeras och dör i sjukdomen. Det är den dyraste cancerformen att behandla per patient under en livstid, eftersom risken för återfall är stor.

Med ett tydligt uppdrag att leverera diagnostiklösningar till patienter med urinblåsecancer har bolaget positionerat sig som den innovativa ledaren inom ett stort och underbehandlat område. Många undersökningar och installationer av ny utrustning har skjutits upp till följd av pandemin. Det bör därför finnas ett stort uppdämt behov som kan visa sig i bolagets tillväxt framöver. De goda tillväxtutsikterna har ännu inte prisats in av marknaden.

Key stats

Lista	OB Match
Ticker	PHO
VD	Daniel Schneider
Aktiekurs	100 NOK
Börsvärde	2701 MNOK
Enterprise value	2396 MNOK
Antal aktier	26 943 820
Sektor	Sjukvård



THE
BLADDER CANCER
COMPANY

Analytiker

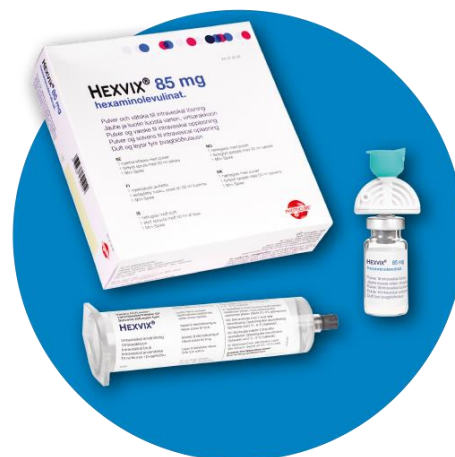
Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Twitter: @silwerskold

Historia och verksamhet

Photocure grundades 1993 och är ett norskt hälsovårdsbolag som befinner sig i kommersiell fas. Bolaget utvecklar och säljer en kontrastvätska vid namn Hexvix/Cysview och som i kombination med ett särskilt cytoskop (behandlingsinstrument) förbättrar möjligheterna att upptäcka cancer i urinblåsan. Metoden heter Blue Light Cystoscopy (BLC) och över 650 000 patienter har hittills undersökts med hjälp av metoden. Hexvix/Cysview är den enda godkända kontrastvätskan för användning tillsammans med BLC.



BLC har marknadsgodkännande i 30 länder och försäljning av bolagets produkt sker via egen säljkår och partnerskap. Försäljning med egen säljkår sker i USA och Europa, medan produkten säljs via partnerskap till övriga delar av världen. Kontrastvätskan säljs under namnet Cysview i USA/Kanada och Hexvix i Europa samt övriga världen.

Cytoskopet som används tillsammans med Hexvix/Cysview tillverkas externt och bolaget har tre samarbetspartners som tillhandahåller dessa. Det är ett tätt samarbete där bägge parter är beroende av varandra.

Hexvix lanserades 2006 på den nordiska marknaden och kommersialiseringen har utvecklats väl på hemmamarknaden. Marknadsandelen uppgår till 40 %. Försäljningen har inte haft samma fart i övriga Europa och därför riktade bolaget ett stort missnöje mot den franska läkemedelskoncernen Ipsen som ansvarade för distributionen. De lyckades inte med försäljningen trots att BLC står med i riktlinjerna inom National Health Service. Rättigheterna från Ipsen har år 2020 köpts tillbaka och det har öppnat upp för bättre möjligheter till försäljning i Europa.

Hexvix / Cysview is used with a **blue light enabled cystoscope**, from Karl Storz, Wolf or Olympus

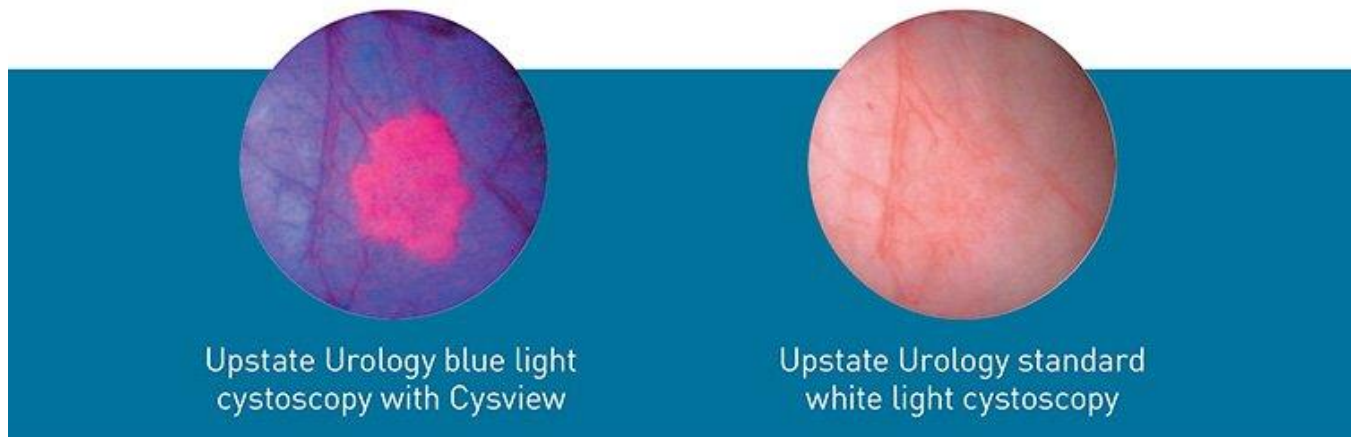


Tillväxten och framtidsutsikterna tog fart 2018 när BLC blev godkänt även för användning vid uppföljningsbesök både på den amerikanska och europeiska marknaden. Bolagets adresserbara marknad blev då tre gånger större. Samma år ökade reimbursement till kliniker i USA som använde BLC. Detta fick tillväxten att accelerera. Photocure drevs tidigare av forskare och när Daniel Schneider rekryterades som VD år 2018 har större fokus riktats mot kommersialisering och sälj. Schneider har över 25 års erfarenhet av att utveckla och expandera snabbt växande sjukvårdsföretag i USA.

Fördelen med BLC vs WLC

Vid misstänkt urinblåsecancer kan cystoskopi användas för att fastställa diagnos. Undersökningen innebär att ett smalt instrument med en kamera på förs in i urinröret och vidare in i urinblåsan. Med den traditionella behandlingsmetoden White Light Cytoscopy (WLC) förs instrumentet in i blåsan tillsammans med ett klart färgämne. Detta färgämne tas upp av alla celler i blåsan, men problemet är att blåscancerceller saknar ett visst enzym vilket medför att vissa cancerceller kan vara svåra att upptäcka med denna metod.

Photocures kontrastvätska får cancerceller att fluorescera, vilket innebär att de sänder ut ett blått ljus. Det blåa ljuset får blåscancerceller att lysa ljusrosa och de blir på så sätt enklare att upptäcka. Metoden har uppvisat ett högt resultat i kliniska undersökningar och har stöd från flertalet publikationer. När WLC och BLC har jämförts med varandra har bolagets teknik hittat uppemot 20-35 % fler tumörer, vilket gör denna metod mer tillförlitlig.



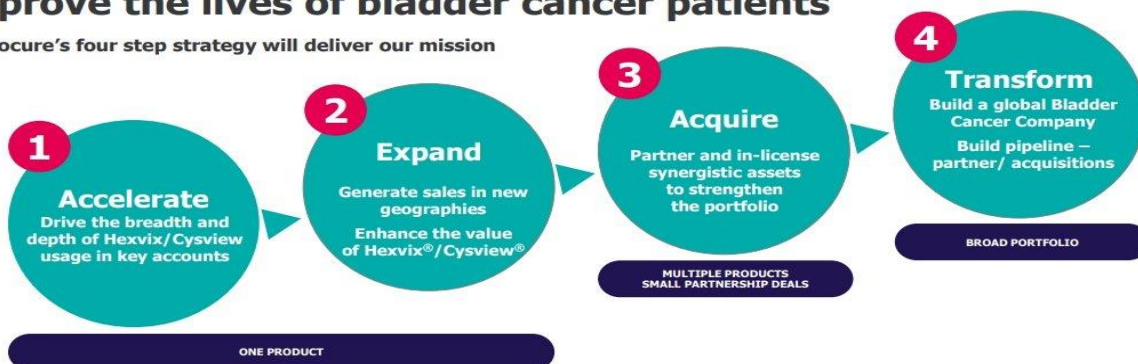
Tillväxtstrategi

Photocure ser betydande långsiktig potential för sin produkt och använder sig av följande tillväxtstrategi.

Our Mission: Delivering transformative solutions to improve the lives of bladder cancer patients



Photocure's four step strategy will deliver our mission



Photocure's global commercial bladder cancer platform will be the foundation for transformative deals and value growth

Acceleration

Bolaget har investerat kraftigt i marknadsföring och sälj de senaste åren för att accelerera användningsfrekvensen. Marknadsföring är viktigt för att skapa en förståelse och medvetenhet om fördelarna med BLC. Ökad försäljning av cytoskop driver senare försäljning av bolagets produkt. Säljkåren, som vuxit snabbt främst i USA, är högt utbildad inom kompetensområdet.

Säljarna fokuserar i första hand på ledande sjukhus och urologicenter som ligger i framkant för att behandla sjukdomen. Många kliniker strävar efter att ha den bästa metoden, vilket leder att fler tar efter och vill erbjuda samma behandling. Att sälja in metoden till nya kliniker är den snabbaste vägen för att öka intäkterna.

Geografisk expansion

Det är också viktigt att expandera på nya marknader för att öka användningen. Cancer i urinblåsan är en global sjukdom och bolaget vill fortsätta expandera och generera intäkter på nya marknader.

Förvärv

Strategin går även ut på att hitta och förvärva andra bolag eller tillgångar som kan bredda och stärka den befintliga portföljen. Med en kassa på 340 MNOK finns utrymme att expandera via förvärv.

Marknaden

Varje år diagnosticeras 573 000 nya fall med urinblåsecancer i USA och i de fem största länderna i Europa. Antalet människor som insjuknar stiger och årligen dör över 200 000 människor till följd av sjukdomen, varav 75 % är män. Det som driver tillväxten av nya fall är genetik, levnadsvanor, ökad livslängd samt tidigare och säkrare diagnos.

In 2020, there were:⁴

**573,000
new cases**

>200,000 deaths

3.0% of all new cancer cases
are bladder cancer⁴

A frequently occurring cancer

Bladder cancer is a huge challenge globally. Bladder cancer ranks as the tenth most commonly diagnosed cancer worldwide.⁴

Bladder cancer affects men more frequently than women, with incidence and mortality rates four times those in women.⁴ The disease occurs mainly in older people: approximately 90% of people with bladder cancer are older than 55.⁹

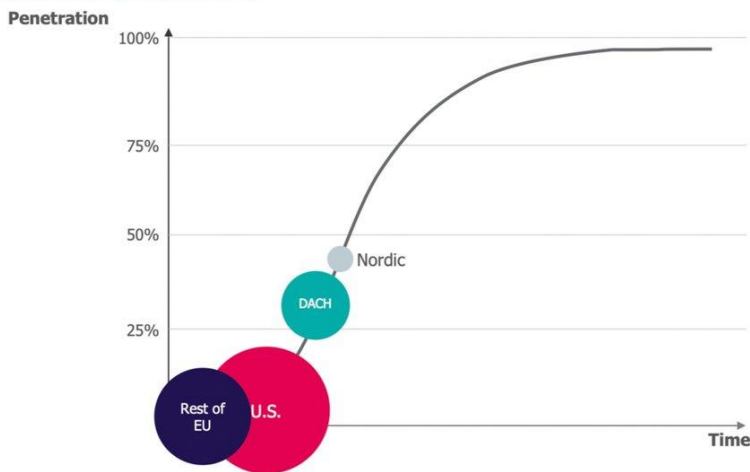
Urinblåsecancer kan delas in i två delar, icke-muskelinvasiv- och muskelinvasiv cancer. Icke-muskelinvasiv cancer är den vanligaste formen och då finns canceren i urinblåsans slemhinna eller i bindväven runt urinblåsan. Muskeln runt urinblåsan är däremot opåverkad. Canceren kan komma tillbaka efter behandling, men då kan den behandlas igen. Statistik visar att upp till 61 % av alla patienter som diagnosticeras med urinblåsecancer får ett återfall inom ett år. Upp till 71 % får ett återfall inom fem år. Alla som en gång diagnosticerats med sjukdomen behöver därför gå på regelbundna undersökningar. Den som en gång drabbats genererar återkommande besök, vilket har ökat marknadsstorleken.

Om canceren inte blir upptäckt kan den växa in i muskeln runt urinblåsan. Då blir canceren muskelinvasiv och risken är stor att den sprids. Det är därför viktigt att upptäcka canceren i ett tidigt skede, dels för att öka överlevnadsgraden, dels för att minska vårdkostnaderna.

Photocure är delaktiga i upptäcksfasen när en patient misstänks för icke-muskelinvasiv cancer eller går på regelmässig kontroll. Bolagets adresserbara marknad uppgår till 2 md USD. De har en marknadsandel på närmare 40 % i Norden. I DACH (de tysktalande länderna i Europa), är marknadsandelen omkring 30-35 %. I Frankrike är den lägre och i Spanien, Italien och UK är marknadsandelen fortfarande 0 %. Bolaget har köpt tillbaka rättigheterna för försäljning från Ipsen och det har öppnat upp för stora möjligheter i Europa. I slutet av andra halvåret 2022 ska även samarbetspartnern Olympos lansera en förbättring av sitt befintliga cytoskop.

Hexvix®/Cysview® – ambition to become standard of care in a \$1.9 billion total addressable market**

POSITION IN THE LIFE CYCLE



KEY SUCCESS FACTORS

APPROVAL	➤	SURGICAL & SURVEILLANCE
ACCEPTANCE	➤	MAJOR & LOCAL GUIDELINES*
ACCESS	➤	PERMANENT AND FAVORABLE REIMBURSEMENT
"ACTIVATED" AWARENESS	➤	PATIENT DEMAND VIA ADVOCACY GROUPS AND MEDIA
ACCELERATE	➤	COMMERCIAL INVESTMENT TO OPTIMIZE THE OPPORTUNITY

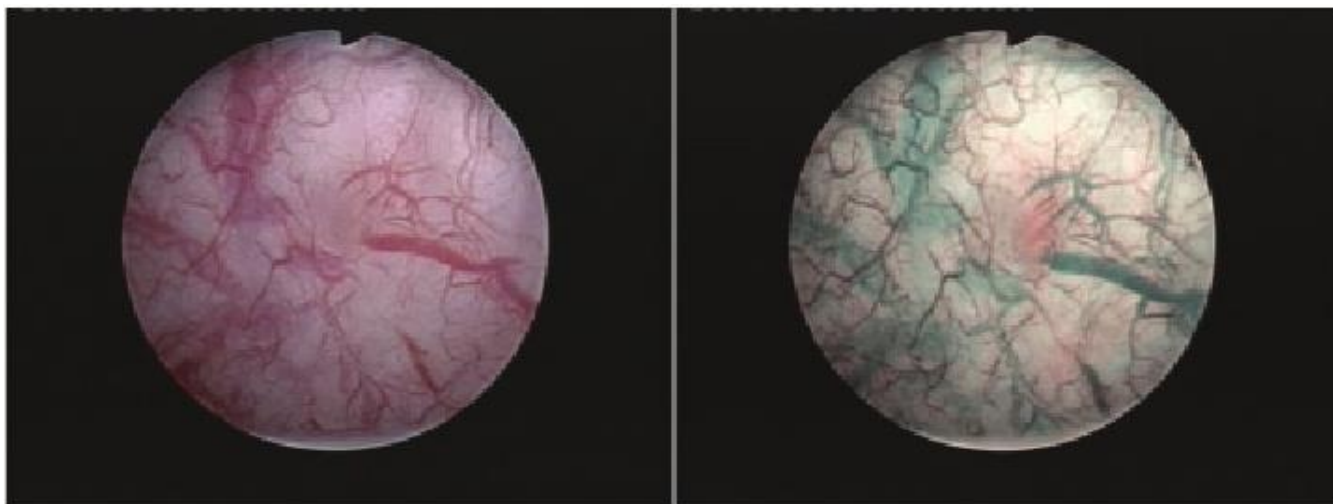
Den stora marknadspotentialen finns i USA och det är en relativt ny marknad för bolaget. Försäljningen har vuxit snabbt och haft ett bra momentum innan pandemin, men marknadsandelen är fortfarande låg, cirka 5 %. Ambitionen är att andelen ska öka till samma nivå som i Norden. En av bolagets partner, Karl Storz, ska lansera ett helt nytt cytoskop under första halvåret 2022. Detta behandlingsinstrument kan attrahera nya kunder, samtidigt som effektiviteten kan öka hos befintliga. Detta kommer leda till högre volymer. En annan stor marknad med utvecklingspotential är Kina.

Sammanfattningsvis växer antalet diagnostiserade fall varje år och det finns ett stort behov av regelbundna återbesök. Många undersökningar och installationer av ny utrustning har skjutits upp till följd av pandemin. På kort sikt har det påverkat försäljningen, men på medel- och lång sikt bör det finnas ett stort uppdämt behov av undersökningar. Försäljningen av cytoskop har också påverkats negativt av pandemin. Lanseringarna av nya cytoskop kan ytterligare påverka försäljningen på kort sikt eftersom kunder vill invänta ny teknik. På medel- och lång sikt kommer tillväxten kunna accelerera.

Konkurrens

WLC är standardmetoden och den största konkurrenten på marknaden idag. Många patienter som en gång diagnostiserats med cancer får återfall inom ett par år. Det kan bero på att WLC missar flera låggradiga tumörer som BLC möjligtvis skulle ha upptäckt redan under den första undersökningen. Forskning visar på att BLC är en mer effektiv metod för att upptäcka cancer och det talar för att den kommer ta marknadsandelar från WLC på sikt.

Det finns konkurrens även från andra tekniker och Narrow Band Imaging (NBI) är en metod. Den är billigare, kräver ingen vätska och är många gånger redan inbyggd i befintlig utrustning. NBI upptäcker många tumörer, men har i olika studier inte uppvisat lika hög upptäcktsgrad som BLC. Det finns idag inga publikationer där NBI och BLC har ställts mot varandra vad vi känner till.



BLC behöver nödvändigtvis inte ersätta andra metoder fullt ut. Den kan användas som ett komplement i undersökningen och den har visat sig vara särskilt effektiv på högriskpatienter. En läkare kan ha sett någonting med hjälp av en annan metod, men är osäker på om det är cancer, cellförändring eller en inflammation. Patienten kan då undersökas med hjälp av BLC för en mer tillförlitlig diagnos. Det finns även riktlinjer när BLC ska användas i samband med diagnos.

Risker

En risk med BLC jämfört med andra metoder är kostnaden. Startkostnaden är högre för utrustningen som är nödvändig och det kan därför ta längre tid innan kliniker med ett mindre patientflöde ser

värdet på den initiala investeringen. Det som motsäger detta är att BLC hittar fler tumörer och i ett tidigare skede, vilket får vårdkostnader att minska.

Bolagets patent för Cysview har löpt ut i USA. Det går inte att kopiera produkten rakt av och därför är Photocure i dagsläget inte oroliga för generika. FDA ger inte godkännande till en ny produkt utan tillhörande instrument. Kombinationen av produkt och instrument gör det svårare för nya aktörer att ta sig in på marknaden. Det finns exempelvis ingen generika med någon kombinationsprodukt på marknaden idag. Photocure samlar varje år in information och analyserar konkurrenssituationen med hjälp av inhyrda experter. Det finns ingen antydning på att någon aktör har för avsikt att utmana eller kopiera bolagets produkt de närmaste tre åren.

Om någon av bolagets partners utvecklar en egen produkt som kan användas ihop med dess instrument vore det ödesdigert. Det som minskar risken är att Photocure har ett nära samarbete med sina partners och hårdvarutillverkarna har uttryckt att de inte är intresserade av att utveckla en generika. Karl Storz, bolagets partner i USA, har exempelvis uttalat sig om att de inte är intresserade av att samarbeta med någon annan.

Skin in the game

Daniel Schneider, VD, äger 70 254 aktier och 295 000 aktieoptioner, Erik Dahl, CFO, 26 863 aktier och 122 500 aktieoptioner, Geoffrey Coy, generaldirektör för USA, 8081 aktier och 170 000 aktieoptioner. Övriga personer i ledningen som äger aktier eller aktieoptioner är Grete Hogstad, Patricia Kelly och Anders Neijber.

Finansiella mål

Photocures har omsatt 364 MNOK rullande tolv månaders med en EBITDA-marginal om 10 %. När rättigheterna köptes tillbaka från Ipsen (år 2020) uppdaterade bolaget de finansiella målen för 2023. Omsättningsmålet höjdes till 1 md NOK från tidigare 700 MNOK, med ett marginalmål om 40 % EBITDA. Kort därefter, i samband med pandemins start, meddelade ledningen att de reviderade de finansiella målen. Pandemin hade skapat en osäkerhet för affärsprognosen i närtid.

Värdering

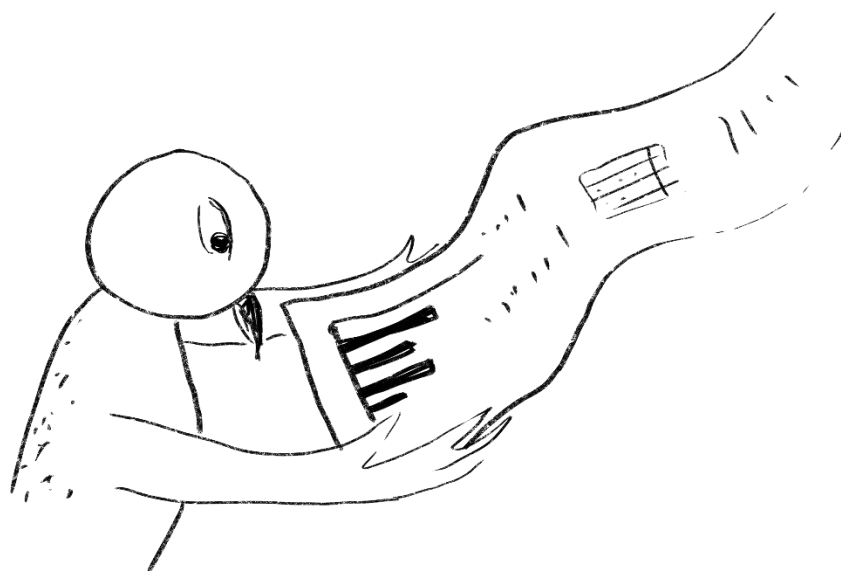
Photocure befinner sig i en tillväxtfas och estimerar för en stark omsättningstillväxt de kommande åren. Marknadspotentialen är stor och bedömningen är att bolaget har tydliga produktfördelar jämfört med den traditionella behandlingsmetoden. Verksamheten påverkas dock av pandemin. Nya lanseringar av cytoskop är en tillväxt drivare.

Omsättningen har ökat med 63 % YoY till och med Q3-21. Pandemin kan innebära en lägre omsättningstillväxt Q4 och vid en estimering att omsättningen ökar med 60 % för helåret, motsvarar det en omsättning på cirka 410 MNOK 2021. År 2022 kan tillväxten fortsatt påverkas negativt av pandemin samt att kunder inväntar lanseringarna av nya cytoskop. När pandemin avtar i styrka bör tillväxten kunna accelerera. Ett antagande är att omsättningen ökar med cirka 25 % 2022 och med cirka 50 % 2023.

Med bruttomarginaler över 90 % och med en relativt stabil kostnadsbas bör rörelsemarginalen ha potential att expandera. Bolaget har redan gjort stora satsningar på marknadsföring/sälj och

nuvarande storlek på säljorganisation bör kunna klara att stödja försäljningsökningen. Jag har i beräkningen estimerat en EBITDA-marginal på cirka 20 % år 2023. Europa har redan uppvisat goda marginaler och lönsamheten i USA är högre än i Europa. Om tillväxten i USA kan accelerera kommer det vara mycket positivt för marginalen. Skalbarheten i affärsmodellen har visats under 2021 genom ett positivt rörelseresultat.

Kan bolaget leverera på denna prognos är värderingen mycket attraktiv. På estimaten handlas aktien till cirka 3x EV/S och 15,5x EV/EBITDA 2023. Det är prisvärt för ett bolag som har förutsättningar att bli standardmetod med återkommande intäkter på en stor marknad. Det är svårt att hitta ett medicintekniskt bolag med tillväxt över 30 % och bruttomarginaler över 90 % som värderas lägre än Photocure. Det finns också en option från Cevira som i framtiden kan utgöra intäkter. Eventuella förvärv ingår inte heller i estimerade siffror.



Disclaimer

Ingen på Kalqyl äger aktier i kundbolag på grund av eventuella intressekonflikter. Ingenting du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt. Analysen är oberoende men finansierad.