

Genetic Analysis

Mangold Insight – Uppdragsanalys – Update – 2023-02-24

Tar nästa steg

Genetic Analysis, ett medicintekniskt diagnostikbolag inriktat mot mikrobiota, har under 2022 etablerat en plattform för GA-map med återkommande intäkter på ett flertal större labb. Försäljningen har under 2022 ökat med 64 procent till 11,2 miljoner norska kronor. Under året har bolaget fått tillgång till fler distributörer och etablerat en rad tekniksamarbeten. Sammantaget ser Mangold att bolaget har goda möjligheter att öka sin försäljning under 2023. Aktiviteten på marknaden inom mikrobiota är hög och fler labb ser fördelarna med att använda GA-map. Ett första läkemedel har lanserats inom mikrobiota och fler väntas bli godkända 2023 vilket väntas driva marknaden för diagnostiska tester.

Accelererande tillväxt

För Genetic Analysis väntas 2023 bli ett år med ökad tillväxt. Mangold räknar med att försäljningen ökar till 21 miljoner kronor för 2023. En ökning med över 90 procent. För att bolaget ska klara att hålla ett högt tempo avseende både försäljning och fortsatt utveckling bedömer vi att ett kapitaltillskott kan komma att behövas.

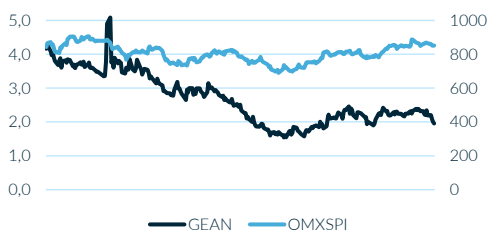
Justerade prognoser

Mangold har justerat prognoser under 2023 till 2027 där tillväxten väntas bli hög. Lönsamhet väntas kunna nås under 2025. För att få fram ett motiverat värde på bolaget har Mangold genomfört en DCF-analys och utgått från olika scenarion. Mangold behåller riktkursen på 4,50 norska kronor. Det medför en stor uppsida i aktien. Högre värdering får stöd i jämförelse med peers där Genetic Analysis handlas med rabatt sett till P/S-tal.

Information

Riktkurs (NOK)	4,50
Risk	Hög
Kurs (NOK)	1,85
Börsvärde (MNOK)	46
Antal aktier (Miljoner)	24,9
Free float	73,0%
Ticker	GEAN
Nästa rapport	2023-05-25
Hemsida	genetic-analysis.com
Analytiker	Jan Glevén

Ägarstruktur	Aktier (M)	Kapital
Avanza Bank	6,9	27,7%
Bio-Rad Lab	5,3	21,3%
Nordnet Pension	1,5	6,2%
Biohit Oyi	1,4	5,7%
Molver AS	0,6	2,6%
LJM AS	0,6	2,2%
S. Munkhaugen AS	0,5	1,9%
Jama Holding AS	0,4	1,7%
Bjelland Capital I AS	0,4	1,7%
Rolfs Holding	0,4	1,7%
Total	24,9	100,0%



Kursutveckling %	1m	3m	12m
Genetic Analysis	-17,4	-11,9	-55,8
OMXSPI	-0,3	5,1	-1,5

Nyckeltal (MNOK)	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Intäkter (inkl Grants)	13,4	20,7	31,3	44,0	51,0
EBIT	-28,9	-28,2	-17,0	-4,2	0,4
Vinst f. skatt	-29,0	-28,3	-17,1	-3,1	0,2
EPS, justerad	-1,16	-1,13	-0,69	-0,12	0,01
EV/Försäljning	13,9	8,5	4,4	2,8	1,9
EV/EBITDA	-3,3	-3,4	-5,6	-22,8	269,8
P/E	neg	neg	neg	neg	nm

Genetic Analysis - Investment Case

Bättre maghälsa med nytt test

Mangold upprepar Köp för Genetic Analysis med riktkursen 4,50 norska kronor (4,50 kronor) per aktie.

Köp aktien - riktkurs 4,50 kronor

Ska bli standard

Bolagets produkt GA-map är avsedd för in vitro-diagnostik för undersökning av prover från människokroppen i syfte att få information om behandlingseffekter eller sjukdomstillstånd i tarmfloran. Det finns en betydande marknadspotential kopplad till sjukdomar som IBS och IBD. I USA och Europa lider cirka 73 miljoner människor av IBS och cirka 6 miljoner av kronisk IBD. Bolaget ser även möjligheter i andra sjukdomsindikationer med stort behov av kostnadseffektiv och pålitlig diagnostik.

Diagnostikbolag inriktat mot mikrobiota

Ny marknad tar form

Marknaden för mikrobiom-test kännetecknas av icke standardiserade forskningsbaserade tester. Det finns en tydlig drivkraft för att få mikrobiota test från forskningsområdet till den kliniska rutinanvändningen. Marknaden uppskattades till runt 600 miljoner dollar 2021 enligt Data Bridge Market Research. Tillväxten (CAGR) väntas uppgå till 23 procent. Värdet på mikrobiommarknaden väntas 2029 öka till 3,1 miljarder dollar.

Växande marknad

Plattformsstrategi

Bolaget utgår från en plattformsstrategi med återkommande intäkter från försäljning av reagenssatser till laboratorier. Mangold bedömer att bolaget kan växa med 54 procent i snitt per år under perioden 2021 till 2027. Under slutet av prognosperioden väntas bolaget kunna nå en EBIT-marginal på närmare 30 procent. Försäljningen bör kunna uppgå till 90 miljoner kronor 2027 enligt vårt Basecase.

Återkommande intäkter

Tillväxt på 54% CAGR 2021-2027

Ska växa i USA och Europa

Triggers utgörs av att bolagets försäljning tar fart på den nordamerikanska och europeiska marknaden. Försäljning ska ske till större labb i första hand. Genetic Analysis är i tidig försäljningsfas men har redan ingått avtal i Kina, Indien och Thailand som väntas bidra till ökad försäljning. Det som talar för att bolaget ska lyckas är att intresset är stort från USA och att forskning och antalet kliniska studier inom mikrobiota ökat kraftigt. Om bolagets produkter får stor efterfrågan och lyckas med att nå den kliniska marknaden efter positiva utlåtanden från FDA ser vi bolaget som en uppköpskandidat.

Fler läkemedel inom mikrobiota gör stöd

Genetic Analysis - Update Q4

GA-map under tillväxt

Genetic Analysis avslutade 2022 med en försäljning om 11,2 miljoner norska kronor (kronor avser norska fortsättningsvis). Det är en ökning med 64 procent jämfört med 2021. Varje kvartal under 2022 har visat tillväxt jämfört med samma period ifjol. Under det fjärde kvartalet ökade försäljningen med 25 procent.

Under det fjärde kvartalet uppgick de totala intäkterna inklusive forskningsbidrag till 5,7 miljoner kronor vilket var något lägre än vår prognos om 6,5 miljoner kronor. Reagens kit för GA-map utgör merparten av försäljningsintäkterna. Under 2022 utgjorde de 80 procent av försäljningen. Det är främst i USA som försäljning sker även om kundbasen i Europa har ökat. Plattforminstallationer till lab utgör resterande andel av försäljningen, en förutsättning för att försäljning av reagens kit ska öka. Bolaget gör även viss försäljning på test-service i det egna labbet främst avsedd för forskningsprojekt. En verksamhet som hade det trögt under pandemin och ännu inte tagit fart.

Tillväxt på 64 procent under 2022

Grants (forskningsbidrag) inräknat i totala intäkter

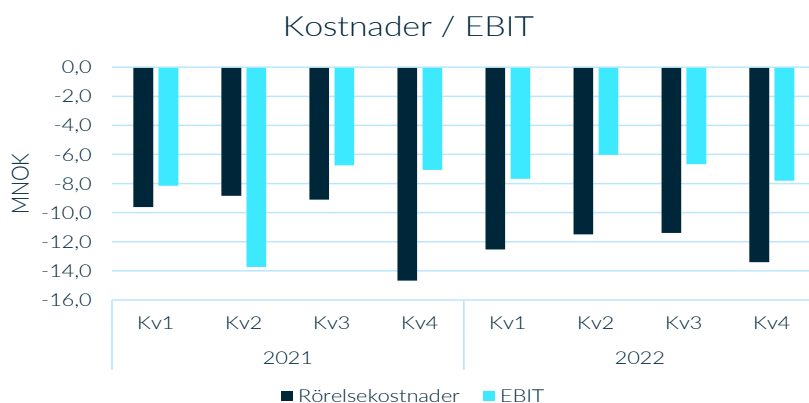
GENETIC ANALYSIS - PROGNOSEER Q4 UTFALL

MNOK	2022					
	Kv1	Kv2	Kv3	Kv4P	Kv4 utfall	Diff%
Försäljning	2,5	3,0	2,2	4,0	3,5	-13%
Tillväxt	156%	123%	33%	43%	25%	
Grants	2,3	2,5	2,6	2,5	2,2	-12%
Totalt	4,8	5,5	4,8	6,5	5,7	-12%

Källa: GA

Kostnader för projekt (IBD) och FoU uppgick till 3,4 miljoner kronor (5,8) under fjärde kvartalet. Totalt uppgick operationella kostnader till 13,4 miljoner kronor i kvartalet vilket var lägre än samma period ifjol men högre än vår prognos. EBIT uppgick till -7,8 miljoner kronor.

EBIT fortsatt negativt



Källa: GA

Genetic Analysis - Update Q4

Expanderar på nya marknader

Genetic Analysis (GA) har adderat fler distributörer. Ett välkänt diagnostikföretag (ej namngivits) för distribution av GA-maps Dysbosis i Europa har adderats samt Thailändska Hausen Bernstein. Med Hausen Bernstein ingår även ett avtal om tekniköverföring. Ett avtal har även ingåtts med en indiskt bioteknikbolag, Microbiome Research, för tekniköverföring.

Genetic Analysis har även utvecklat en prototyp för forskare och läkemedelsindustrin för upptäck av biomarkörer och klinisk forskning. I tillägg har bolaget tagit fram en molnbaserad mjukvarulösning för GA-map plattformen. Lanseringen av molnlösningen är avsedd för att stärka positionen inom digital hälsa.

Produktutveckling av GA-map pågår samt att arbetet med att etablera nya distributörer och tekniksamarbeten prioriteras. GA-map är anpassat för de tre mest sålda Luminex-analysinstrumenten för laboratoriediagnostik vilket ger en potential på 20 000 instrument. Bolaget har även möjlighet att ta sig in på konsumentmarknaden och inom läkemedelsindustrin vilket väntas ge ökad försäljning på sikt.

Mikrobiota-läkemedel har lanserats

Mycket talar för att tillväxten för diagnostiska tester inom det mikrobioma området kommer att öka under kommande år. Fler godkända läkemedel utgör en stark drivkraft för tillväxt. Det finns 23 pågående mikrobiom-studier i klinisk fas för behandling av främst infektions-sjukdomar som CDI (Clostridioides difficile infections). Rebiotix är det bolag som kommit längst och som fått Rebyota till marknaden för behandling av återkommande CDI i USA. Återkommande infektioner med C difficile är ett stort problem då antibiotikabehandlingar visat sig inte ge effekt.

Även Seres Therapeutics kan nå marknaden med SER-109 för CDI senare under 2023. FDA har satt PDUFA (datum när granskning av FDA är klar) till 26 april 2023. Andra projekt som fått uppmärksamhet i vetenskapliga kretsar utgörs av Acurx Pharma (Ibezapolstat) i fas 2 och Adiso Therapeutics (ADS 024) i fas 1 båda för CDI.

GA kan växa i Thailand och Indien

Ny molnlösning förenklar

Potential i Luminex-utrustade större labb

Rebyota för CDI en milstolpe

Fler mikrobiota-läkemedel på väg ut

MANGOLD - MIKROBIOM-BASERADE LÄKEMEDEL I KLINISK FAS

Bolag	Projekt	Indikation	Fas
Rebiotix	RBX2660/Rebyota	C Difficile	Lanserad
Seres Therapeutics	SER-109	C Difficile	Fas 3
Acurx Pharma	Ibezapolstat	C Difficile	Fas 2
Adiso Therapeutics	ADS 024	C Difficile	Fas 1

Källa: Clinical Trials Gov

Genetic Analysis - Update Q4

Prognoser justeras

På Mangolds reviderade prognoser väntas försäljningen öka till 21 miljoner kronor för 2023. En tillväxt med över 90 procent där tyngdpunkten ligger på större ökning under det andra halvåret. Under 2022 uppgick bolagets operativa kostnader till 49 miljoner kronor. Mangold förväntar sig att dessa är i nivå med 2022 under 2023. Under 2023 ser vi att förlusten kan minska i takt med ökad försäljning. Bolaget väntas nå lönsamhet under 2025. Under 2025 minskar andelen forskningsbidrag (grants) vilket påverkar EBIT.

Tillväxt 2023

GENETIC ANALYSIS - PROGNOSE

MNOK	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Försäljning	11	21	34	51	69	90
Tillväxt %	64%	91%	60%	50%	35%	30%
Grants	10	10	10	0	0	0
Intäkter totalt	21	31	44	51	69	90
EBIT	-28	-17	-4	1	13	26
Marginal %			-12%	1%	19%	29%

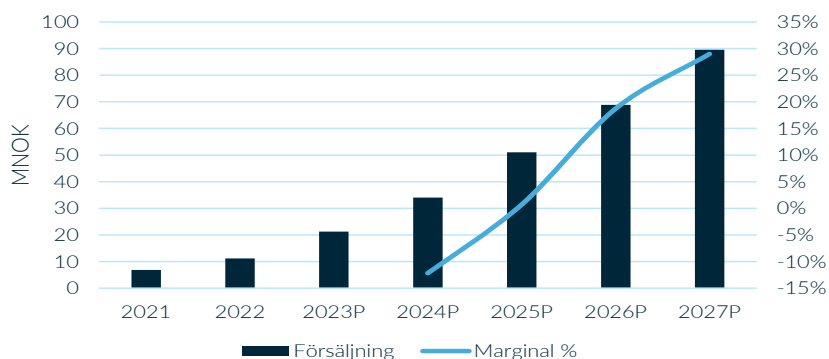
Källa: Mangold Insight

Kapitaltillskott ses över

Det är rimligt att anta att det krävs ytterligare kapitalinjektion. Genetic Analysis hade drygt 25 miljoner i kassan i slutet av fjärde kvartalet och ett negativt kassaflöde på cirka 7 miljoner i det fjärde kvartalet. Sammantaget ser Mangold att en kapitalanskaffning behövs för att kunna hålla uppe tempo för fortsatt forskning och utveckling samt försäljning. Detta är enligt plan och som tidigare nämnts i prospekt i samband med IPO:n och även påtalats i den senaste bokslutsrapporten. Alternativet är att dra ned på utvecklingstakten och tempot för aktiviteter för ökad försäljning vilket skulle fördröja vägen till lönsamhet.

Negativt kassaflöde väntas 2023

Försäljning och EBIT-marginal



Källa: Mangold Insight, GA

Genetic Analysis - Update Q4

Värdering

Mangold har valt att värdera Genetic Analysis med en DCF-modell. Ett avkastningskrav på 12 procent har använts vilket ligger i linje med rekommendationer enligt Riskpremiestudien 2022 av PwC. Mangold har valt ett storleksrelaterat riskpremietillägg om 4,3 procent och ett avkastningskrav på 7,8 procent. Mangold utgår från norsk skattesats. Utifrån dessa antaganden får vi ett motiverat värde på 4,51 kronor. Mangold väljer att sätta riktkursen till 4,50 kronor per aktie (tidigare 4,50 kronor). Det medför en uppsida på drygt 140 procent. I takt med att bolaget når fler marknader och ökar försäljningen väntas värdet på bolaget närma sig vårt Basecase.

Rikt Kurs 4,50 kr per aktie

GENETIC ANALYSIS - DCF

(TNOK)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EBIT	-16 958	-4 150	350	12 898	25 980
Fritt kassaflöde	-15 983	-2 329	-897	7 308	15 462
Terminalvärde					154 622

Antagande	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	12%	2%	28%

Equity value 112 467

Motiverat värde/aktie 4,51

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys

Mangold har valt att genomföra en känslighetsanalys där intäkterna ökat med 10 procent i ett Bull case och minskat med 10 procent i ett Bear case. Dessa scenarion har sedan jämförts med olika avkastningskrav från 11 till 13 procent. Med 10 procent högre tillväxt och lägre avkastningskrav kan ett motiverat värde på aktien uppgå till 6,03 kronor per aktie.

Intervall mellan 3,32 och 6,03 kronor per aktie

MANGOLD - KÄNSLIGHETSANALYS

Avk krav %	Bear	Base	Bull
11%	4,23	5,13	6,03
12%	3,73	4,51	5,30
13%	3,32	4,01	4,71

Källa: Mangold Insight

Genetic Analysis - Update Q4

Peers inom diagnostik

Följande tabell visar jämförbara peers inom Life Science och diagnostik. Tabellen är ordnad efter börsvärde i lokal valuta. En stjärna markeras för bolag vars bokslut för 2022 ännu inte kommit och där prognos har använts. För Genetic Analysis uppgår P/S-talet till 4,1x för 2022 och förväntas sjunka till till 2,2x 2023 på våra prognoser.

GA handlas till P/S 2,2x på våra prognoser 2023

MANGOLD - PEERS DIAGNOSTIKBOLAG*

Bolag	Börs	Verksamhet	Börsvärde (Mkr)	Sales 2022 (Mkr)	P/S 2022
Gentian Diagnostics	Oslo Börs	IVD	615	76	8,1
Viro Gates	First North Köpenhamn	suPAR (mäter protein i blodet)	184	10	18,4
2cureX	First North Stockholm	Cancer	133	0,1	nm
Carbiotix	Spotlight Stock Market	Tarmhälsa/medical food	56	0,1	nm
Alphahelix	Spotlight Stock Market	PCR/qPCR (virus och bakterier)	45	31	1,5
Snitt					9
Genetic Analysis	Spotlight Stock Market Norge	Tester human microbiome	46	11	4,1

*Lokal valuta, NOK, DKK, SEK

Sammanfattning

Genetic Analysis avser bli standard för tester av mikrobiota. Det är det första bolaget att ha utvecklat en CE-märkt produkt för In Vitro diagnostiskt test för patienter med IBS och IBD. I takt med att fler läkemedel kommer ut på marknaden kommer behovet av standardiserade tester öka. Genetic Analysis gynnas även av ny IVDR förordning som ställer högre krav på medicintekniska produkter för in vitro-diagnostik.

Ökat behov av standardiserade tester

Gynnas av IVDR

Genetic Analysis – SWOT

Styrkor

- Teknikförsprång
- Få konkurrenter
- Erfaren ledning

Svagheter

- Bolag i tidig fas
- Låga försäljningsvolymmer
- Förlustgenererande

SWOT

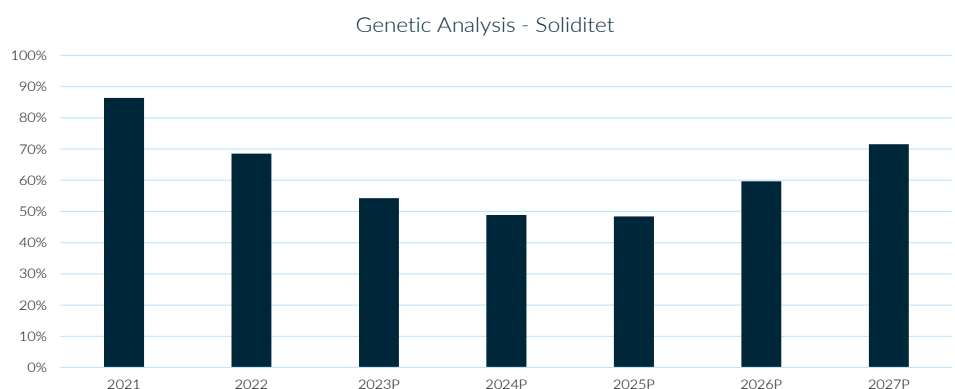
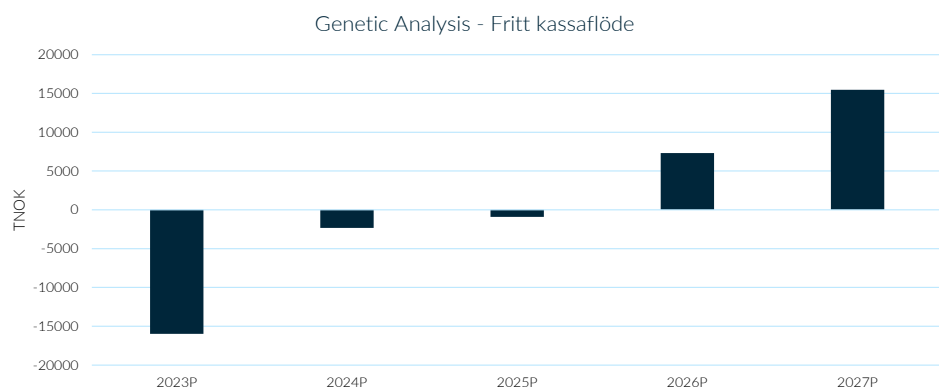
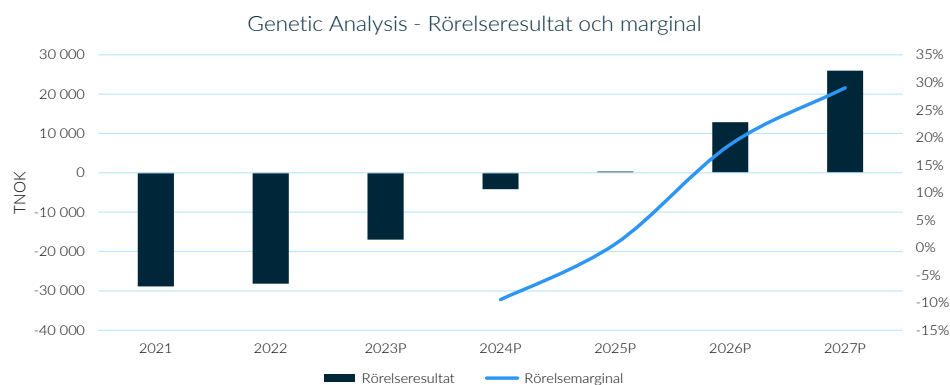
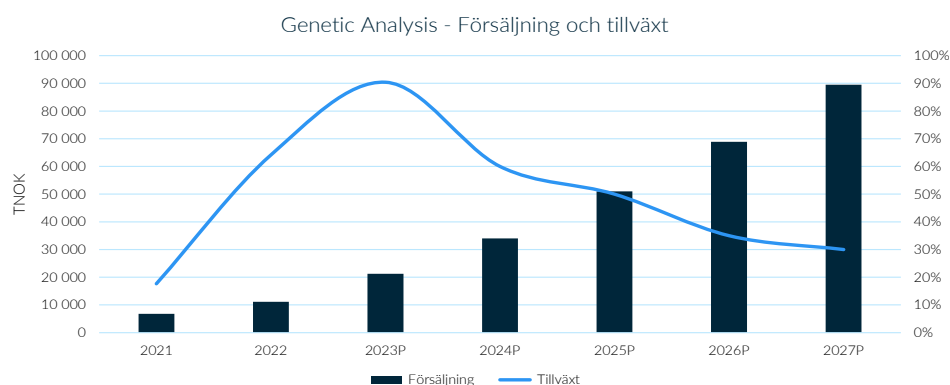
Möjligheter

- First mover advantage, ta marknadsandelar
- Attrahera kunnig personal
- Skalbar verksamhet

Hot

- Uppköp
- Kapitalbrist
- Avvaktande marknad

Genetic Analysis – Appendix



Genetic Analysis – Resultat och balansräkning

Resultaträkning (TNOK)	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Intäkter	13 379	20 747	31 256	44 009	51 013	68 868	89 529
Bruttovinst	12 098	16 840	27 004	38 908	43 361	57 161	71 623
Personalkostnader	-22 835	-25 196	-26 341	-27 487	-27 487	-28 632	-29 777
Övriga rörelsekostnader	-13 602	-14 994	-12 745	-11 470	-12 044	-12 646	-13 278
Avskrivningar	-4 531	-4 834	-4 876	-4 101	-3 481	-2 985	-2 588
Rörelseresultat	-28 870	-28 184	-16 958	-4 150	350	12 898	25 980
Rörelsemarginal	0%	0%	0%	-9%	1%	19%	29%
Räntenetto	135	90	132	132	132	662	662
Vinst efter finansnetto	-29 005	-28 274	-17 090	-4 283	218	12 236	25 318
Skatter	0	0	0	0	1 199	-61	-3 426
Nettovinst	-29 005	-28 274	-17 090	-3 084	157	8 810	18 229

Källa: Mangold Insight

Balansräkning	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Tillgångar							
Kassa och bank	46 810	25 323	3 686	489	-1 276	4 783	18 995
Kundfordringar	8 419	8 359	5 241	8 386	12 579	16 981	22 076
Lager	2 367	1 755	1 048	1 258	1 887	2 887	4 415
Anläggningstillgångar	25 894	28 987	20 504	17 403	14 923	12 938	11 351
Totala tillgångar	83 490	64 425	30 480	27 536	28 112	37 589	56 836
Skulder							
Leverantörsskulder	9 968	12 946	699	839	1 258	1 925	2 943
Skulder	1 432	7 338	13 244	13 244	13 244	13 244	13 244
Totala skulder	11 400	20 284	13 943	14 083	14 502	15 169	16 187
Eget kapital							
Bundet eget kapital	99 871	72 090	72 090	72 090	72 090	72 090	72 090
Fritt eget kapital	-27 781	-27 950	-55 553	-58 636	-58 479	-49 670	-31 441
Totalt eget kapital	72 090	44 141	16 537	13 454	13 611	22 420	40 649
Totala skulder och EK	83 490	64 425	30 480	27 536	28 112	37 589	56 836

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Mangold Insight publicerar endast analyser som innehåller och/eller grundar sig på offentliggjord information. Om Mangold Insight tar del av icke-offentliggjord, kurspåverkande information, kan Mangold inte publicera någon ny analys eller uppdatering till dess att informationen offentliggjorts av emittenten. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation 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. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument. Anställda analytiker på Insight får inte äga eller handla med några överlåtbara värdepapper som emitterats av ett bolag som denna är ansvarig analytiker för. En sådan person får inte heller ingå i kundbolagets styrelse eller vara verksam i övrigt i bolaget.

Mangold analyserade Genetic Analysis senast 2022-11-23

Mangolds analytiker äger inte aktier i Genetic Analysis

Mangold äger inte aktier i Genetic Analysis såsom för eget lager.

Mangold äger inte aktier i Genetic Analysis genom uppdrag såsom likviditetsgarant.

Mangold har utfört tjänster för Bolaget och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent