

Genetic Analysis

Mangold Insight – Uppdragsanalys – Update – 2023-06-02

Diagnostik på tillväxt

Genetic Analysis, ett medicintekniskt diagnostikbolag inriktat mot mikrobiom, ökade sina totala intäkter till 6,4 miljoner norska kronor* under det första kvartalet. En ökning med 32 procent jämfört med samma period ifjol. Försäljningen, som innefattar reagens kit och dess GA-plattform, ökade med 64 procent till 4,1 miljoner kronor. Andelen forskningsbidrag uppgick till 2,3 miljoner kronor. Kvartalet ses som starkt även om det inte levde upp till Mangolds prognos.

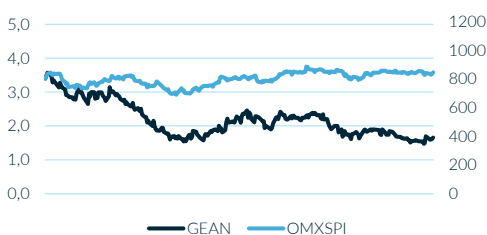
Positiv trend i mikrobiom marknaden

Den positiva trenden för mikrobiom-marknaden fortsätter. Ytterligare ett mikrobiom-läkemedel har godkänts av FDA vilket talar för att efterfrågan på diagnostiska test kommer att öka. Mangold bedömer att Genetic Analysis är rätt positionerat i marknaden för att fånga upp en ökad efterfrågan från labb och läkemedelsbolag. Bolagets försäljning ökar i takt med att fler labb ansluts. För 2023 förväntar sig Mangold att bolagets intäkter ökar med 86 procent till 21 miljoner norska kronor. Bolaget förväntas bli EBIT-positivt i slutet av 2024. För att upprätthålla hög takt i försäljning och produktutveckling bedömer Mangold att bolaget kan behöva ett kapitaltillskott.

Prognoser justeras

Mangold har valt att finjustera prognoserna vilket ger ett motiverat värde på bolaget som uppgår till 4,47 kronor per aktie. Riktkurs sätts till 4,00 kronor per aktie, en uppsida på över 130 procent. Uppsidan i aktien är betydande och för att den ska materialiseras krävs fortsatt hög tillväxt och att bolaget visar tecken på att lönsamhet kan nås.

*norska kronor fortsättningsvis



Kursutveckling %	1m	3m	12m
Genetic Analysis	3,6	-13,0	-47,0
OMXSPI	-1,4	-0,2	2,4

Information

Riktkurs (NOK)	4,00
Risk	Hög
Kurs (NOK)	1,7
Börsvärde (MNOK)	43
Antal aktier (Miljoner)	24,9
Free float	73,0%
Ticker	GEAN
Nästa rapport	2023-08-30
Hemsida	genetic-analysis.com
Analytiker	Jan Glevén

Ägarstruktur	Aktier (M)	Kapital
Avanza Bank	6.8	27.2%
Bio-Rad Inc	5.3	21.3%
Nordnet	1.4	5.8%
Biohit Oyi	1.4	5.7%
Molver AS	0.6	2.6%
LJM AS	0.6	2.2%
Muen Invest AS	0.5	2.0%
S. Munkhaugen AS	0.5	1.9%
Jama Holding AS	0.4	1.7%
Bjelland Capital I AS	0.4	1.7%
Total	24.9	100.0%

Nyckeltal (MNOK)	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Intäkter (inkl Grants)	13,4	20,7	30,5	43,1	49,7
EBIT	-28,9	-28,2	-17,6	-4,1	1,7
Vinst f. skatt	-29,0	-28,3	-17,8	-3,1	1,1
EPS, justerad	-1,16	-1,13	-0,71	-0,12	0,05
EV/Försäljning	13,7	8,4	4,5	2,8	1,9
EV/EBITDA	-3,2	-3,3	-5,3	-22,6	54,1
P/E	neg	neg	neg	neg	nm

Genetic Analysis - Investment Case

Bättre maghälsa med nytt test

Mangold upprepar Köp för Genetic Analysis med riktkursen 4,00 norska kronor (4,50 kronor) per aktie.

Köp aktien - riktkurs 4,00 kronor (NOK)

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 mikrobiom

Ny marknad tar form

Marknaden för mikrobiom-test kännetecknas av icke standardiserade forskningsbaserade tester. Det finns en tydlig drivkraft för att få mikrobioma tester 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 53 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 närmare 90 miljoner kronor 2027 enligt vårt Basecase.

Återkommande intäkter

Tillväxt på 53% 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 mikrobiom 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 mikrobiom marknaden gör stöd

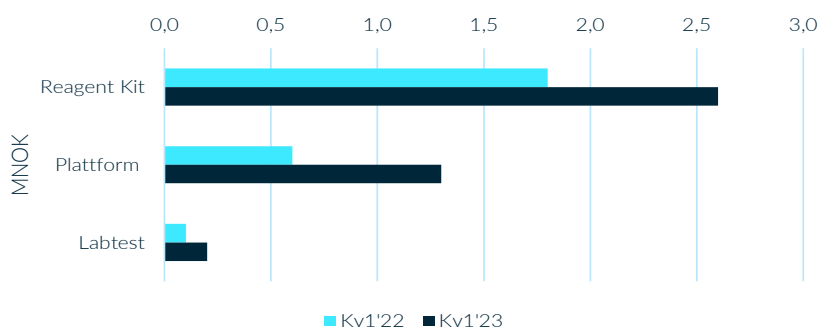
Genetic Analysis - Update Q1

Hög tillväxt i expanderade marknad

Försäljningen ökade med 64 procent till 4,1 miljoner kronor (norska kronor även fortsättningsvis i analysen) under första kvartalet. Fördelningen av bolagets försäljning utgörs av dess GA-map plattform, reagens kit samt labtester.

Tillväxt på 64% i Q1

Genetic Analysis - Försäljning



Källa: GA, Mangold Insight

Kvartalet får ses som starkt även om det inte riktigt levde upp till vår prognos. EBIT uppgick till -7,3 miljoner kronor, vilket var lägre än samma period ifjol men högre än vår prognos. Bolagets rörelsekostnaderna uppgick till 13,6 miljoner kronor vilket var något högre än föregående kvartal (-13,4). Kostnader för IBD-projektet och FoU uppgick till 4,3 miljoner kronor. Ingen aktivering av utvecklingskostnader har skett under kvartal 1 vilket påverkat utvecklingen. Bolaget har kapitaliserade utvecklingskostnader på 20 miljoner kronor varav inga aktiverats under 2023.

Ingen aktivering av utgifter påverkade resultatet

GENETIC ANALYSIS - PROGNOSE Q1 UTFALL

MNOK	Kv1'22	Kv1'23P	Kv1'23 utfall	Diff%
Försäljning	2,5	4,5	4,1	-9%
Tillväxt	156%	80%	64%	
Grants	2,3	2,5	2,3	-10%
Totalt	4,8	7,0	6,4	-9%
EBIT	-7,7	-5,0	-7,3	

Källa: GA, Mangold Insight

Fler affärsmöjligheter

Bolagets intäkter ökar successivt i takt med att allt fler GA-map plattformar installeras på labb. GA-map finns på ett 20-tal labb. Bolaget ser att goda affärsmöjligheter finns i att konvertera Covid-19 utrustade labb, som nu tappar intäkter, till att utrustas med GA-map plattformen. Investeringsbarriären betecknas som låg då dessa labb redan är utrustade för denna typ av diagnostik. Nästa fas för Genetic Analysis är att bearbeta läkemedelsbolagen. Potential finns i att fler läkemedel inom mikrobiom kommer ut på marknaden vilket betingar standardiserade diagnostiska tester.

Covid-labb utgör target

Genetic Analysis - Update Q1

Ny produkt lanseras för forskning

Genetic Analysis lanserar en ny produkt vid halvårsskiftet som är ämnad för forskning, GA-map Discovery. Mangold förväntar sig att produkten ska ses som ett komplement för forskning av diagnostik inom det mikrobiom området samt vara en produkt som läkemedelsbolagen kan använda i kliniska prövningar. Produkten kan upptäcka över 200 biomarkörer som kan sammankopplas med olika tarm- och metabola sjukdomar.

Att få fram en molnlösning för GA-map har även varit ett viktigt steg framåt. GA-map Analyzer ökar tillgängligheten för kunder där mjukvaran kan uppdateras och labb-personal utbildas.

Mikrobiom läkemedel godkända av FDA

Genetic Analysis gynnas av att fler läkemedel godkänns av FDA. Det betyder ett större behov av bättre och mer standardiserad diagnostik. I april 2023 godkändes Seres Therapeutics läkemedel SER-109 för behandling av återkommande infektioner med C difficile. Läkemedlet är det första som kan tas i tablettform och har fått namnet Vowst. Nestlé Health Science har avtal med Seres Therapeutics för marknadsföring av Vowst. Behandlingskostnaden väntas uppgå till 17 500 dollar.

C difficile är ett stort problem då antibiotikabehandlingar inte visat sig ge effekt. Rebiotix har tidigare tagit Rebyota till marknaden för behandling av återkommande C difficile i USA.

GA-map Discovery öppnar för nya affärsmöjligheter

Seres lanserar nytt läkemedel inom mikrobiom marknaden

C Difficile ett första steg

MANGOLD - MIKROBIOM-BASERADE LÄKEMEDEL

Bolag	Projekt	Indikation	Fas
Rebiotix	RBX2660/Rebyota	C Difficile	Lanserad
Seres Therapeutics	SER-109/Vowst	C Difficile	Godkänd
Mikrobiomik	MBK-01	C Difficile	Fas 3
Vedanta Biosciences	VE303	C Difficile	Fas 3
Destiny Pharma	NTCDD-M3	C Difficile	Fas 3
Ferring Pharma	RBX7455	C Difficile	Fas 3
Acurx Pharma	lbezapolstat	C Difficile	Fas 2
Adiso Therapeutics	ADS 024	C Difficile	Fas 2
My Biotics	MBX	C Difficile	Fas 1

Källa: Clinical Trials Gov

Det pågår även studier för andra indikationer men där inget ännu godkänts. Läkemedel mot C Difficile ses som ett första steg för mikrobiom läkemedel. Bolag som MaaT Pharma, AOBiome Therapeutics, Mikrobiomik och Microbiotica har kandidater i klinisk fas för andra indikationer.

Genetic Analysis - Prognoser

Fortsatt hög tillväxt

För Genetic Analysis räknar vi med att bolagets höga tillväxttakt fortsätter. Bolaget har adderat fler distributörer i Europa och har avtal i både Kina och Thailand som kan bära frukt på sikt. Marknaden är störst i USA och där bolagets försäljning till största del kommer ifrån. Här finns potential i att bearbeta läkemedelsindustrin och växa med fler labb. Våra prognoser för försäljning visas i nedanstående tabell:

Tillväxt på 86 % väntas under 2023

MANGOLD INSIGHT - PROGNOSE KVARTAL 2023

MNOK	Kv1	Kv2P	Kv3P	Kv4P
Försäljning	4,1	5,5	4,8	6,2
Tillväxt	64%	85%	120%	80%
Grants	2,3	2,5	2,5	2,5
Totalt	6,4	8,0	7,3	8,7

Källa: Mangold Insight

För 2023 räknar Mangold med att försäljningen ökar till 21 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 86 procent. Bolaget beräknas bli lönsamma på EBIT-nivå i slutet av 2024. Under 2025 väntas bolaget vara lönsamt men minskad andel forskningsbidrag (grants) påverkar EBIT negativt. Bolagets operativa kostnader väntas minska under 2023 jämfört med 2022 till följd av effektivitetsåtgärder. Prognoser för följande år fram till 2027 återges i nedanstående tabell:

EBIT-lönsamma i slutet av 2024

GENETIC ANALYSIS - PROGNOSE

MNOK	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Försäljning	11	21	33	50	67	87
Tillväxt %	64%	86%	60%	50%	35%	30%
Grants	10	10	10	0	0	0
Intäkter totalt	21	30	43	50	67	87
EBIT	-28	-18	-4	2	14	26
Marginal %				3%	22%	30%

Källa: Mangold Insight

Behov av kapital

Mangold bedömer att bolaget är i behov av en ett kapitaltillskott. Genetic Analysis hade drygt 17 miljoner i kassan i slutet av första kvartalet och ett negativt kassaflöde på cirka 7 miljoner kronor. Alternativet är att dra ned på utvecklingstakten och tempot för aktiviteter för ökad försäljning vilket skulle fördröja vägen till lönsamhet. En kapitalanskaffning behövs för att kunna hålla tempot uppe 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.

Mangold bedömer att Genetic Analysis kommer att genomföra någon form av kapitalanskaffning under 2023

Genetic Analysis - Värdering

Värdering

Mangold har valt att värdera Genetic Analysis med en DCF-modell. Ett riskjusterat 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 4,47 kronor. Mangold väljer att sätta riktkursen till 4,00 kronor per aktie (tidigare 4,50 kronor). Det medför en uppsida på över 130 procent. I takt med att bolaget når fler marknader och ökar försäljningen väntas värdet på bolaget närma sig vårt Basecase.

Rikt Kurs sätts till 4,00 NOK

GENETIC ANALYSIS - DCF

(TNOK)	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EBIT	-17 638	-4 144	1 728	14 496	25 766
Fritt kassaflöde	-16 332	-2 343	27	8 335	15 155
Terminalvärde					151 547

Antagande	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	12%	2%	28%

Equity value 111 424

Motiverat värde/aktie 4,47

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 5,95 kronor per aktie.

Lägre avkastningskrav höjer värdet på bolaget

MANGOLD - KÄNSLIGHETSANALYS

Avk krav %	Bear	Base	Bull
11%	4,20	5,08	5,95
12%	3,71	4,47	5,24
13%	3,30	3,98	4,66

Källa: Mangold Insight

Genetic Analysis - Peers värdering

Peers inom diagnostik

Följande tabell visar jämförbara peers inom Life Science och diagnostik. Tabellen är ordnad efter börsvärde i lokal valuta. För Genetic Analysis uppgår P/S-talet till 3,6x för 2022 och förväntas sjunka till till 2,0x 2023 på våra prognoser. Tabellen utgör inget underlag för värdering utan ska ses som en överblick hur liknande bolag värderas.

GA handlas till P/S 2,0x på våra prognoser 2023

MANGOLD - PEERS DIAGNOSTIKBOLAG*

Bolag	Börs	Verksamhet	Börsvärde (Mkr)	Sales 2022 (Mkr)	P/S 2022
Gentian Diagnostics	Oslo Börs	IVD	717	101	7,1
Viro Gates	First North Köpenhamn	suPAR (mäter protein i blodet)	74	10	7,2
Alphahelix	Spotlight Stock Market	PCR/qPCR (virus och bakterier)	39	34	1,1
Snitt					5,2
Genetic Analysis	Spotlight Stock Market Norge	Tester human microbiome	40	11	3,6

*Lokal valuta, NOK, DKK, SEK

Sammanfattning

Genetic Analysis avser bli standard för tester av mikrobiom. 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 försäljningsvolym
- Förlustgenererande

SWOT

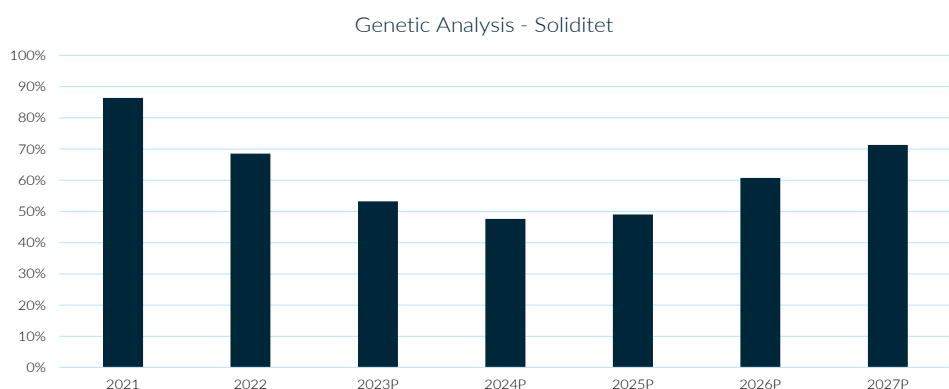
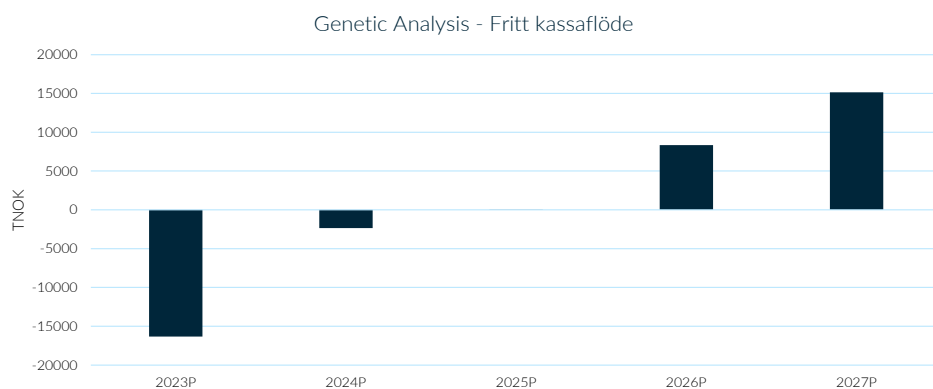
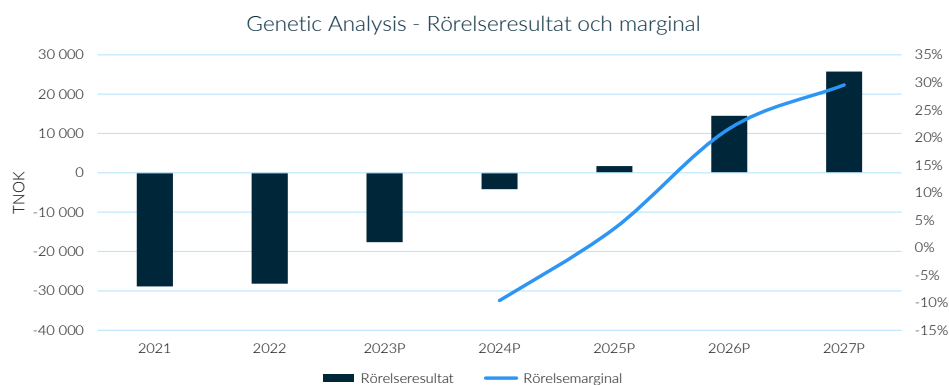
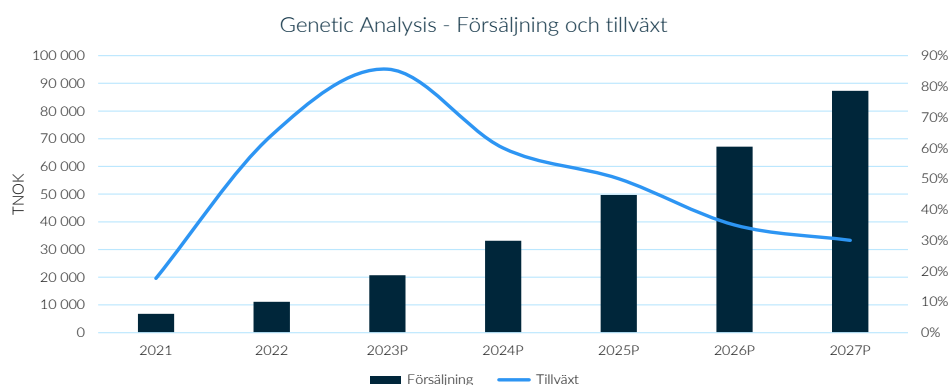
Möjligheter

- 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
Totala Intäkter	13 379	20 747	30 468	43 149	49 724	67 128	87 266
Bruttovinst	12 098	16 840	26 325	38 177	42 266	55 716	69 813
Personalkostnader	-22 835	-25 196	-26 341	-27 487	-27 487	-28 632	-30 922
Övriga rörelsekostnader	-13 602	-14 994	-12 745	-10 833	-9 750	-9 847	-10 832
Avskrivningar	-4 531	-4 834	-4 876	-4 001	-3 301	-2 741	-2 292
Rörelseresultat	-28 870	-28 184	-17 638	-4 144	1 728	14 496	25 766
Rörelsemarginal	0%	0%	0%	-10%	3%	22%	30%
Räntenetto	135	90	132	132	132	1 324	2 649
Vinst efter finansnetto	-29 005	-28 274	-17 770	-4 276	1 596	13 172	23 117
Skatter	0	0	0	0	1 197	-447	-3 688
Nettovinst	-29 005	-28 274	-17 770	-3 079	1 149	9 484	16 644

Källa: Mangold Insight

Balansräkning	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Tillgångar							
Kassa och bank	46 810	25 323	3 648	937	595	7 703	20 678
Kundfordringar	8 419	8 359	5 109	8 174	12 261	16 552	21 518
Lager	2 367	1 755	1 022	1 226	1 839	2 814	4 304
Anläggningstillgångar	25 894	28 987	20 004	16 503	13 703	11 462	9 670
Totala tillgångar	83 490	64 425	29 783	26 840	28 398	38 532	56 169
Skulder							
Leverantörsskulder	9 968	12 946	681	817	1 226	1 876	2 869
Skulder	1 432	7 338	13 244	13 244	13 244	13 244	13 244
Totala skulder	11 400	20 284	13 925	14 061	14 470	15 120	16 113
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	-56 232	-59 311	-58 162	-48 678	-32 034
Totalt eget kapital	72 090	44 141	15 858	12 779	13 928	23 412	40 056
Totala skulder och EK	83 490	64 425	29 783	26 840	28 398	38 532	56 169

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 2023-02-24

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