

Bavarian Nordic: På vej fra biotech til pharma virksomhed

11. maj 2007

Fondskode: 1599801

Høj risiko

RFP3 koppevaccine ordren fra USA

Den endelige kontrakt som viser afregningen og detaljerne på koppevaccine ordren forventes at blive offentliggjort i maj måned 2007.

Den endelige kontrakt vil give os et indblik i det planlagte produktionsforløb og dermed også de forventede pengestrømme. Selv om diskonteringen af disse pengestrømme kan have en betydning for værdiansættelsen af Bavarian Nordic, så er det ikke vores holdning at dette er afgørende. Men aktiemarkedet, som synes at have været afventende, vil sandsynligvis reagere temmelig positivt på disse finansielle detaljer.

I den seneste tid er det blevet offentliggjort at Canada er forholdsvis langt fremme i forhandlingerne med Bavarian Nordic om en RFP3 ordre ligesom selskabet har både forhandlinger og en række interessetilkendegivelser undervejs med lande i både Asien, Mellemøsten og Europa.

De produktions- og leveringstider som offentliggøres i forbindelse med den amerikanske ordre vil være en væsentlig trigger for disse øvrige og nye forhandlinger, idet de bliver standarder for de videre kontraktforløb.

Produktionsfaciliteterne er klar

Bavarian Nordic kan producere 40 mio. doser af deres 3. generations koppevaccine om året. Produktionsfaciliteterne er klar og er blevet finpudset over de sidste 6 måneder. Produktionen lukkes ned 2 gange om året med henblik på rekalkibrering af processer og maskiner. Rekalkibreringen tager ca. 4 uger og er besværligt idet alt i faciliteterne skal være sterilt. Således er der meget stor forskel mellem at producere biologibaserede vacciner og andre kemiske produkter (fx Lundbeck) som der ofte sammenlignes med.

Det vurderedes fra Bavarian Nordic's side, at der er gode muligheder for at kunne opretholde tæt på fuld kapacitet på produktionsapparatet idet det kan benyttes til at producere en bred vifte af biotekniske produkter. Der er mulighed for omstilling af produktionen således at noget af kapaciteten kan outsources til andre biotech virksomheder. At lave produktionsfaciliteterne syntes at have været noget af en satsning, men det betaler sig nu, idet kontraktproduktion vil kunne sikre fuld kapacitetsudnyttelse af disse.

Triggers

Inden for det kommende år ser vi følgende mulige begivenheder som vil sætte fokus på Bavarian Nordic:

- Ordre underskrivelse fra USA der skaber sikkerhed om pengestrømmene
- Q2 regnskab der vil vise om der kommer penge ind på kontoen
- Fase 2 godkendelse af IMVAMUNE der vil give det status af EUA (Emergency Use Authorization) medio 2008
- Canadisk RPF3 ordre

Andre begivenheder fra pipelinen som også er vigtige at holde øje med:

- Resultater fra Polytope programmets fase 2 i 2. halvår 2007
- Resultater fra Nef programmets fase 2 ultimo 2007
- Multiantigen programmet går i fase 1 i 2008
- Data fra fase 1 tests på mæslinger og JEV vaccinerne samt opstart af fase 2 i løbet af 2007
- RSV går i fase 1 i løbet af 2007
- Andet studium på vaccine mod brystkræft går i fase 2 i 2007
- Vaccinen mod prostatakræft går i fase 1 i 2007

Prissætning af aktien: kursmål 700

Den amerikanske ordre på 20 mio. doser har en markedsværdi på ca. 3 mia. DKK. Dette svarer til en stk. pris på \$27,5. Dette synes rimelig idet prisen på en RFP2 dosis var \$16 pr. stk.

Det forventes at prisen for øvrige lande vil ligge højere end det er tilfældet for USA, idet USA har været med til at udvikle vaccinen. Et forsigtigt skøn herpå er \$30 pr. dosis. Ud af den samlede lagermængde af 1. og 2. generations koppevacciner på i alt 720 mio. doser er et konservativt skøn, at ca. 40% inden for de næste 7 år vil blive skiftet ud med Bavarian Nordic's 3. generations koppevaccine. Dette svarer til ca. 280 mio. doser og er dermed også grænsen for produktionskapaciteten som den ser ud i dag.

Vores estimering af markedsværdien bygger således på fuld kapacitet i 7 år, á 40 mio. doser pr. år, svarende til en markedsværdi af salget på DKK 46,2 mia. Inklusiv forsknings- og udviklingsudgifter, markedsføringsudgifter m.m. til udviklingen af nye produkter forventer vi at Bavarian Nordic vil kunne levere en EBIT margin på 15%. Uden at indregne værditilvæksten fra de øvrige produkter i pipelinen skønner vi derfor at Bavarian Nordic har en fair værdi på 825 DKK pr. aktie. Vores 12 måneders kursmål på 700 afspejler at vi indregner en 15% rabat pga. de hidtidige problemer selskabet har haft troværdigheden af deres udmeldinger.

På kort sigt ser vi gode muligheder for en kursstigning i Bavarian Nordic's aktie.