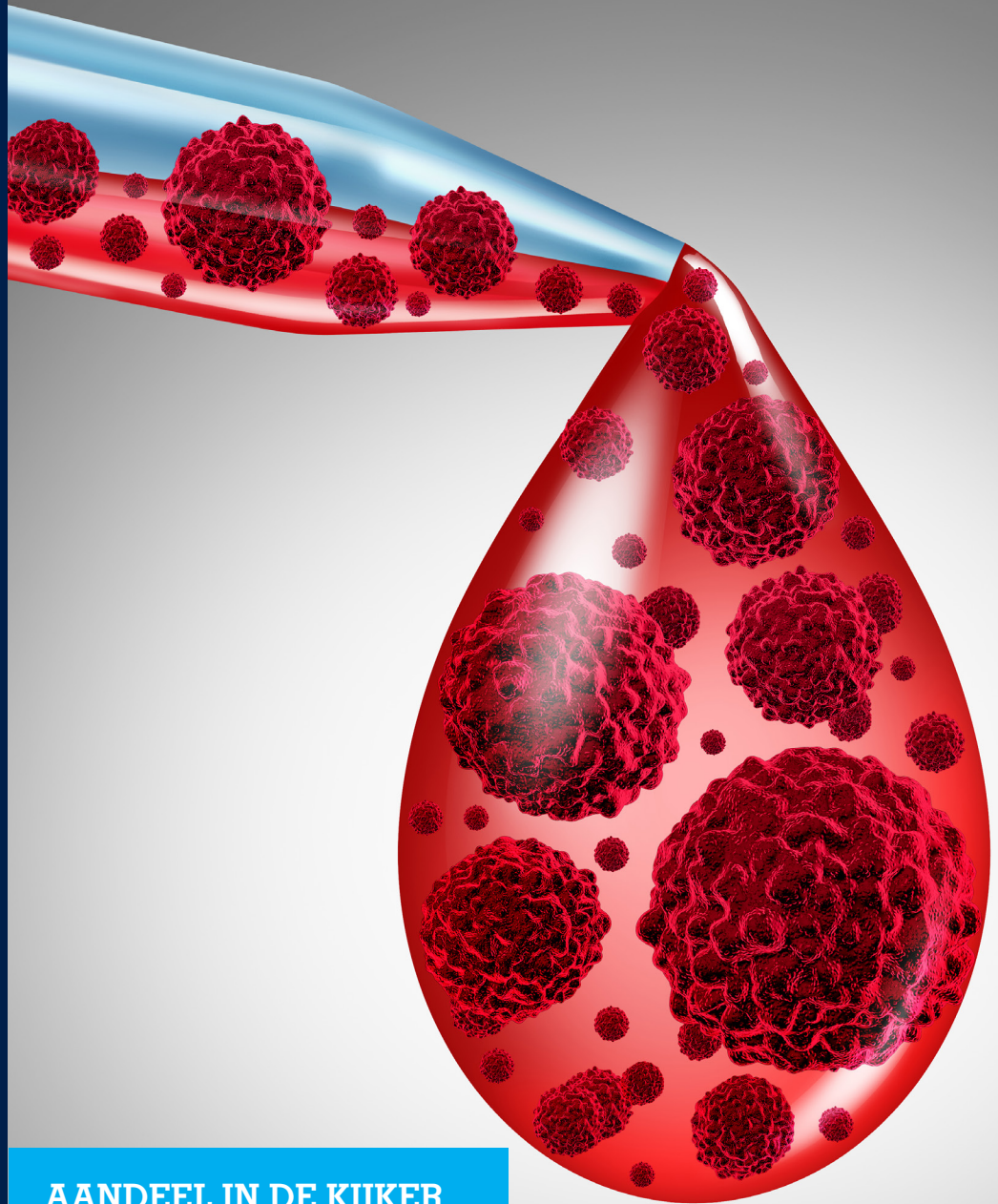




Bolero



AANDEEL IN DE KIJKER

Kiadis

Ondergewaardeerde transplantatieleider

05 september 2018

RESEARCH: LENNY VAN STEENHUYSE (KBC SECURITIES)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR TOM SIMONTS (SR FINANCIAL ECONOMIST KBC)



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

KBC Securities-analist Lenny Van Steenhuyse nam het waarderingsmodel voor Kiadis onder handen en dat leidde tot een **verhoging van het koersdoel van 12,5 euro naar 20,5 euro**.

In deze topic zoomen we in op de **activiteiten** van het bedrijf, de **waardering, risico's en opportuniteiten**. Afsluiten doen we met een kort **videofragment** waarin de hoogtepunten uit het lijvige rapport van KBC Securities machtig makkelijk op een rij worden gezet.

Inleiding

KBC Securities verhoogt het koersdoel voor Kiadis van 12,5 euro naar 20,5 euro, waardoor het aandeel **100% opwaarts potentieel** heeft.

De “ondergewaardeerde leider in de transplantatiegeneeskunde” is duidelijk **koopwaardig** en staat volgens analist Lenny Van Steenhuyse met zijn **belangrijkste product ATIR101** aan de vooravond van een transformatie. Met ATIR101 heeft Kiadis een **technologisch superieur** product met **sterke verwachte brutomarges** dat goed gepositioneerd is in de snelgroeiende markt van haploïde HSCT.

Goedkeuring en commercialisatie verwacht

ATIR101 zal naar verwachting in het vierde kwartaal van 2018 een **positief advies** van het **CHMP** (geneesmiddelenbeoordelingscomité) ontvangen, mogelijk gevolgd door de definitieve **EMA**-goedkeuring in het eerste kwartaal van 2019. Die potentieel opgestoken duimen moeten het pad effenen voor een **Europese commercialisering tegen eind 2019** en een commerciële lancering in de **VS tegen 2022**.

Wie is Kiadis alweer?

Kiadis Pharma is een op klinisch onderzoek gericht **biofarmaceutisch bedrijf** met een **marktwaarde van 194 miljoen euro**.

Het ontwikkelt innovatieve en potentiële levensreddende therapieën voor mensen met agressieve bloedkankers en verwante aandoeningen die dringend een **transplantatie** nodig hebben. Kiadis is met name een **koploper op het gebied van stamcelbehandeling voor bloedkankers**. Hematopoïetische stamceltransplantatie (HSCT) wordt algemeen gezien als de meest efficiënte therapie voor patiënten die anders een overlevingskans van 25% hebben op 5 jaar.

Het hoofdproduct ATIR101 heeft tot doel de risico's en beperkingen van HSCT aan te pakken door het **selectief verwijderen van cellen** die Graft versus Host Disease (GvHD, waarbij cellen van de donor reageren tegen het lichaam van de patiënt) veroorzaken. De **fase II-studie** zit momenteel in een finale fase en toont beloftevolle resultaten voor patiënten met acute leukemie.

Kaspositie

Kiadis beschikte op het einde van het eerste halfjaar over **41,7 miljoen euro cash** en zal daarvan naar verwachting in de tweede jaarihelft 5 miljoen euro verbruiken (10 miljoen euro op jaarbasis). De kaspositie werd recent aangedikt via een private

plaatsing van 2,6 miljoen aandelen aan 9 euro (een korting van 21%) of in totaal 23,4 miljoen euro.

Dat brengt het **totaal opgehaalde kapitaal in het voorbije jaar op meer dan 60 miljoen euro**, waaronder 10 miljoen euro via een lening van biotechinvesteerder Kreos. Dat moet volstaan om het bedrijf minstens tot de tweede helft van 2019 draaiende te houden. Het kapitaal zal gebruikt worden voor de verdere ontwikkeling en de commercialisatie in fase II van ATIR101.

Waardering

Op basis van een heel aantal assumpties komt de **basiswaardering van KBCS** uit op **18,3 euro per aandeel**.

KEY VALUATION ASSUMPTIONS

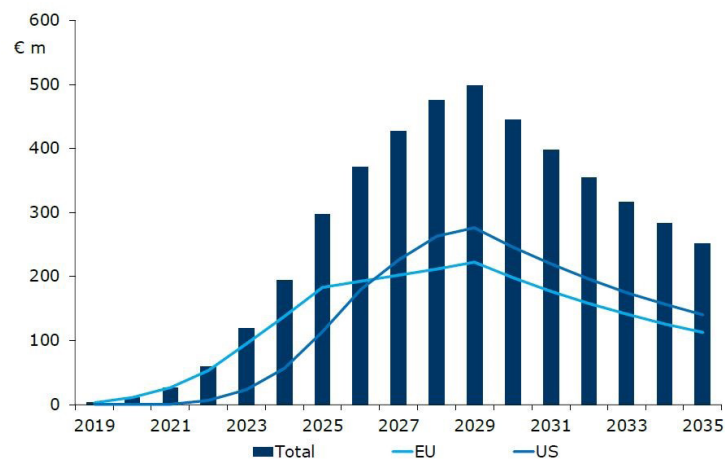
| Assumption | | Comment |
|----------------------------------|----------------------------------|---|
| Market approval EU | 2019 (EU) 2022 (US) | Positive CHMP opinion 4Q19, EMA approval 1Q19, commercial launch 2H19 Based on phase III final readout in 2021 + FDA discussions |
| Pricing | € 120,000 (EU) € 150,000 (US) | Based on MolMed's Zalmoxis negotiated reimbursement prices of €163,900 (Germany) and €149,000 (Italy) per infusion |
| Peak market penetration | 30% (EU) 25% (US) | ATIR101 phase II results suggest to superiority to competitors. US adherence to PTCy may diminish peak market share |
| Peak sales (EU+US) | € 499.0m | Based on assumed market shares |
| Years to peak market penetration | 6y | Standard sales ramp-up period |
| COGS at maturity | 20% | Conservatively assumed 80% gross margins at maturity (after 6y) |
| Total royalty rate | 10% until 2024 8% afterwards | Royalty payment of 5% to Montreal University Royalty payment of 5% to Hospira until \$ 24.5m is payed Royalty payment of 3% to Hospira afterwards |
| WACC | 13% | Standard WACC for late-stage development asset |
| Probability of success | 90% (EU) 75% (US) | High probability of success as product faces last pre-market hurdle in Europe and phase III development in US |
| Tax rate | 20% | Tax in the Netherlands assumes some 'innovation tax' benefit |
| NPV period end | 2035 | We forecast ATIR101 sales until 2035 |

Source: KBC Securities

1. Als uitgangspunt voor de **waardering van de markt** werden **incidentiecijfers voor AML, ALL en MDS in Europa en de VS** gebruikt, aangezien dit de indicaties zijn waarop ATIR101 momenteel wordt getest in de belangrijkste markten van Kiadis. Voor elke ziektedoelstelling werd het percentage patiënten geschat dat in aanmerking komt voor HSCT, door patiënten uit te sluiten die kankervrij of te oud / zwak zijn om HSCT te ondergaan. En tot slot werd het aantal HSCT's dat een beroep doet op een haploïde donor ingeschat. Dat aantal ligt iets hoger in de VS, aangezien de donorregisters niet zo goed ontwikkeld zijn als in Europa.
2. Het waarderingsmodel van KBCS schat conservatief in dat het **aantal patiënten behandeld met haplo-HSCT tot 2025 een jaarlijks groeiritme van 20%** kan laten zien, waarna de groei daalt naar 5%. Haploïde donoren vertegenwoordigen momenteel ongeveer 12,3% van de HSCT-procedures bij bloedkankers. Tegen 2015 zouden haplo-HSCT's zo'n 43,8% van de allogene HSCT's moeten vertegenwoordigen.
3. Analist Lenny Van Steenhuyse mikt op een **piekmarktaandeel van ATIR101 van**

30% in Europa en 25% in de VS. Dat is gebaseerd op de huidige inschatting van de klinische resultaten van ATIR101, ten opzichte van PTCy (Post-Transplant Cyclophosphamide, het zogenaamde **Baltimore-protocol**) en zijn concurrenten. Het Amerikaanse aandeel ligt onder het Europese omdat Amerikaanse chirurgen het Baltimore-protocol vrij strikt naleven. Het adoptiepercentage kan wel sterk worden beïnvloed door de resultaten van de geplande PTCy/ATIR10-combinatietest. **Dankzij de aanwijzing van de status “weesgeneesmiddel” in de EU en de VS geniet Kiadis gedurende zeven (VS) of tien (EU) jaar na de marktintroductie exclusiviteit op de markt.** Aangezien het product naar verwachting in 2019 en 2022 op de markt zal worden geïntroduceerd, zal de markt exclusiviteit voor beide regio's in 2029 aflopen.

ATIR101 SALES



Source: KBC Securities

4. De prijs van ATIR101 wordt geschat op **120.000 euro in de EU en 150.000 euro in de VS**. Dit is een conservatieve veronderstelling gebaseerd op MolMed's vastgestelde terugbetalingsprijzen van 163.900 euro (in Duitsland) en 149.000 euro (in Italië) per infusie. Alles samen moet ATIR101 in 2029 **piekverkopen van om en bij de 500 miljoen euro** kunnen realiseren.

Risico's en opportuniteiten

Een waardering is natuurlijk nooit af en altijd vatbaar voor aanpassingen. Een aantal factoren kunnen de huidige inschattingen potentieel nog wat hoger duwen:

Opportuniteiten

- In theorie kan **ATIR101 voor elke HSCT-procedure** worden gebruikt. Als we rekening houden met de pediatrische populatie die HSCT ondergaat voor bloedkanker (goed voor de resterende 15% van de totale

HSCT-procedures voor bloedkanker), stijgt de waarde van ATIR101 met 17,6% tot 21,5 euro per aandeel.

- Naast bloedkanker wordt HSCT ook toegepast bij **vaste tumoren en niet-kwaadaardige bloedziekten** zoals beta thalassemie, sikkelcelaan- doeningen en auto-immuunziekten. Samen vertegenwoordigt die patiën- tenpopulatie 12,8% van het totale aantal patiënten die met HSCT behan- deld werden. Door hieraan ATIR101 toe te voegen, stijgt de waarde per aandeel met 14,7% tot 21 euro.
- De geplande **combinatiestudie van ATIR101 + PTCy kan de adoptie van het product in de VS aanzienlijk doen toenemen**. Een groter Amerikaans piekaandeel (naar 30%) kan 9,9% waarde per aandeel toevoegen tot 20,1 euro per aandeel.
- Kiadis kan mogelijk **hogere terugbetalingsprijzen onderhandelen** dan voorzien. Gezien de prijsvorming van Zalmoxis in Duitsland en Italië lijkt dit scenario niet onwaarschijnlijk. Maar het Britse terugbetalingsagent- schap NICE toonde zich recent wel tegenstander van de dure celtherapie- en van Tigenix/Takeda (Alofisel) en Kite/Gilead (Yescarta).

Risico's

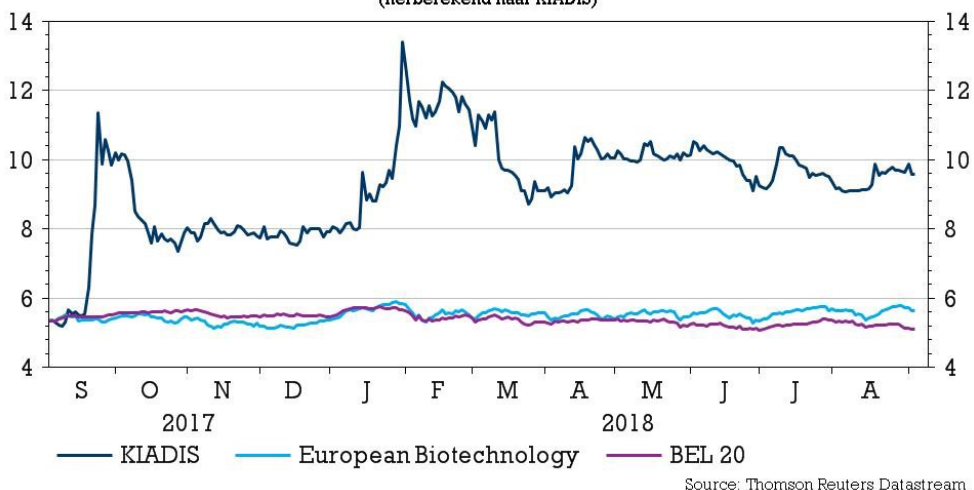
- Een duidelijk risico is de **opkomst van nieuwe bloedkankergeneesmid- delen die de behoefte aan HSCT verminderen**. Dat wordt bijvoorbeeld geïllustreerd door de introductie van **tyrosinekinaseremmers** die in 2000 leidde tot een enorme daling van het aantal HSCT's dat bij deze indicatie werd uitgevoerd. Hoewel agressievere hematologische maligniteiten zoals AML momenteel nog steeds moeilijk te behandelen zijn, is er veel aan- dacht voor deze indicaties en zijn er veel lopende klinische studies.
- Ook het **productie- en commercialisatieaspect is een risico**. Tot nu toe heeft Kiadis een partner gebruikt voor de productie van ATIR101 voor klinische proeven, maar de commerciële productie wil het zelf in handen nemen. Het bereidt momenteel een **productiefaciliteit** voor op de eerste activiteiten. Bedrijfs-, fabricage- en kwaliteitsproblemen kunnen de pres- taties van de op de markt gebrachte producten in gevaar brengen.

Conclusie

Boven de waardering van ATIR101 (18,3 euro per aandeel) rapporteerde Kiadis een kaspositie van 41,7 miljoen euro op het einde van de eerste jaarhelft. Dat voegt aan de waardering 2,1 euro per aandeel toe, waardoor de totale ondernemingswaarde uitkomt op 410,2 miljoen euro.

Daarom wordt het **koersdoel op 20,5 euro per aandeel** gezet. Dat niveau reflecteert adequaat de **technologische en operationele superioriteit van ATIR101** ten opzichte van concurrerende producten. Het houdt ook rekening met de positionering in de snelgroeïende markt voor haploïde HSCT's, wat Kiadis in de komende jaren moet promoveren tot een leidende speler in de wereld van HSCT.

Kiadis Pharma "leider in de transplantatiegeneeskunde"
(herberekend naar KIADIS)



Expert aan het woord

In onderstaand videofragment zet Senior Financial Economist Tom Simonts de hoogtepunten uit de nota van KBC Securities nog even op een rij.



Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.