



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sweden | 3 May 2021

# Spago Nanomedical

## Sommaren kan bli en förlösare

### Finansiellt starkt

Viktigast i Q1 2021 var genomförandet av nyemissioner, riktad och företrädesemission, som netto gav ett tillskott på 64,3 mkr, vilket ger finansiering åtminstone en bra bit in i H2 2022. Därutöver har aktielistningen flyttats till First North. Covid-19 har fortsatt att begränsa möjligheten att rekrytera patienter till den pågående fas 1-studie för SpagoPix i bröstcancer-patienter, men i övrigt löper verksamheten utan störningar.

### Bra affärsklimat

Intresset av koncept liknande Tumorad fortsätter vara starkt med ett antal nya affärer i år. Senaste i raden är Novartis som licensierar ett bibliotek radioaktiva substanser av iTheranostics (del av Sofie Biosciences). Ungefär en månad före köpte Fusion Pharmaceuticals IPN-1087 från Ipsen, en småmolekyl riktade mot NTSR1 (finns på solida tumörer), där Fusion avser koppla på en radioaktiva substans. Trenden från 2020 håller i sig.

### Lockande läge inför H2 2021

Efter rapporten har vi gjort justeringar i våra prognoser. Vi upprepar dock vårt motiverade värde om 13-14 kr. Främsta skälet till att aktien handlas lågt, bedömer vi är drivet av osäkerhet kring covid-19-effekten på den pågående fas 1-studien. Med ökad andel vaccinerade och förväntad minskad smittspridning framåt sommaren, så ser vi ljuset i tunneln för studien och tror fortsatt på ett licensavtal under H2 2021.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	13.00 - 14.00	
EPS, just 21e	0.77	0.59	31.4%	Sales,m	0	70	0	1	Current price	7.39
EPS, just 22e	-1.19	-1.09	-9.1%	Sales Growth	NM%	NM%	NM%	NM%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-1.35	-1.26	-7.1%	EBITDA, m	(18.6)	32	(47.5)	(53.6)		
				EBIT, m	(19.0)	31.7	(47.9)	(54.0)		
				EPS, adj	(0.60)	0.77	(1.19)	(1.35)		
				EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%		
				Equity/Share	3.9	6.2	5.0	3.6		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	NA%	45.4%	NA%	NA%		
				ROE (%)	(11.9)%	12.4%	(23.8)%	(37.4)%		
				ROCE	(11.9)%	12.4%	(23.3)%	(36.4)%		
				EV/Sales	806.69x	3.95x	919.62x	551.77x		
				EV/EBITDA	(14.8)x	8.6x	(5.8)x	(5.1)x		
				EV/EBIT	(14.5)x	8.7x	(5.8)x	(5.1)x		
				P/E, adj	(12.3)x	9.6x	(6.2)x	(5.5)x		
				P/Equity	1.9x	1.2x	1.5x	2.1x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(9.2)%	9.4%	(16.9)%	(19.9)%		
				Net Debt/EBITDA	1.5g	(3.7)g	1.5g	0.2g		

  

Kommande händelser	
Q2 rapport	24 augusti 2021
Q3 rapport	10 november 2021

  

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	41.2m
Market cap	304
Nettoskuld	(28)
EV	276
Free Float	71.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	79.0(k)
Reuters/Bloomberg	Spag.st/Spag ss

  

### Kursutveckling 12 mån

  

### Analytiker

klas.palin@penser.se



# Sammanfattning

---

## Sommaren kan bli en förlösare

### Investment Case

---

Spago har två projekt med unika egenskaper inriktade mot områden med stora medicinska behov. Vi räknar med att båda är i klinisk fas inom 12 månader, vilket bör stärka intresset för aktien från investerare och ge mer uppmärksamhet åt bolaget inom läkemedelsindustrin. Efter genomförd emission är Spago finansierat åtminstone till mitten av 2022 (exkl. partneravtal för SpagoPix), och vi ser flera möjliga värdehöjande milstolpar som kan nås under perioden. Viktigast blir fas 1-data för SpagoPix som vi förväntar oss under Q3 2021. Med stöd av lovande resultat i prekliniska studier och interimresultat från fas 1-studien, bedömer vi att förutsättningarna är goda för ett positivt utfall är hög (positiv effekt på värderingen med ca 4 kr). Det skapar i sin tur förutsättningar för ett partneravtal som kan ge intäkter i år och ytterligare förlänga finansieringen. De främsta riskerna för aktien är fortsatt förseningar och bakslag i utvecklingen.

### Värdering

---

Vår värdering av Spago bygger på en riskjusterad projektvärdering (SOTP) och vi använder en WACC om 14 procent för att diskontera kassaflöden. SpagoPix är främsta värde drivaren och representerar ca 60 procent av värdet. Vi ser potential för att Tumorad-projektet, SN201, blir allt mer betydelsefullt för aktien i takt med att projektet avancerar mot kliniska studier.

Våra antagande för Spagopix: Vi uppskattar marknadspotentialen till 300 MUSD inom bröstcancerdiagnostik. Vi modellerar att ett licensavtal tecknas H2 2021 med en kontantersättning om USD 10m (riskjusterat 70 Mkr) och ett totalt avtalsvärde om USD 200m + 12 procent i royalty.

Vi bedömer potentialen för Tumorad till USD 1bn. Vi har antagit att Spago driver utvecklingen genom fas 1/2 för att därefter söka en licenspartner. Ett avtal uppskattar vi till totalt USD 400m, varav kontantersättning om USD 30m + 15 procent i royalty. Vi modellerar ett avtal under 2023/24.

Våra prognoser är risk-justerade och vi använder en sannolikhet om 26 procent för SpagoPix och 9 procent för Tumorad.

### Motiverat värde

---

13 - 14 kr per aktie

## Utveckling i Q1

Kostnaderna steg något under första kvartalet och uppgick till 7,4 mkr (6,8). Vi vår förväntansbild för helåret hade vi räknat med en snabbare kostnadsökning. Rörelseresultatet landad på -6,1 mkr (-5,1) och kassaflödet från den löpande verksamheten på 7,5 mkr (inkl. investeringar i forskning och utveckling). Kassan per den sista mars uppgick till 85,2 mkr (6,9). Utifrån våra prognoser bedömer vi att Spago är finansierat till slutet av 2023 (inkl. licensavtal för SpagoPix).

Nedan visas våra estimatändringar som är drivna av förskjutningar i SpagoPix-studien.

Estimatändringar		2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	Nya	69,9	0,3	0,5
	Tidigare	69,8	0,3	0,5
	(%)	0%	0%	0%
EBIT	Nya	31,7	-47,9	-54,0
	Tidigare	23,1	-41,9	-48,1
	(%)	-37%	-14%	-12%

## Bolagsprofil

Spago Nanomedical är specialiserat inom utveckling av diagnostik och läkemedel baserat på nanopartiklar. Bolaget driver två projekt: Spagopix (nytt kontrastmedel) och Tumorad (cancerterapi). Spagopix har potential att ersätta etablerade gadoliniumbaserade kontrastmedel på marknaden med bättre kontrastegenskaper och säkerhetsprofil. Vi bedömer att potentialen för Spagopix inom bröstcancer (huvudindikationen) uppgår till USD 300m. Projektet är i fas 1. Störst potential ser vi i Tumorad (SN201) som kan bli ett komplement till etablerade behandlingar av cancer. SN201 är nanopartiklar laddade med radioaktiv isotop som optimeras för att selektivt tas upp av cancerceller. SN201 har visat lovande resultat i prekliniska modeller av aggressiv och spridd cancer.

## Aktiestruktur och ledande befattningshavare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Peter Lindell	16,07%	16,07%
Avanza Pension	12,82%	12,82%
Eva Redhe	7,14%	7,14%
Mikael Lönn	6,01%	6,01%
Övriga	57,96%	57,96%
Ordförande	Eugen Steiner	
CEO	Mats Hansen	
CFO	Hanna Olsson	
IR	Mats Hansen	
Hemsida	Spagonanomedical.se	

## Resultaträkning (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,3	69,9	0,3	0,5
Övriga intäkter	18,3	29,7	19,0	6,9	3,6	0,4	0,4
Bruttovinst	18,3	29,7	19,0	7,2	73,5	0,7	0,9
Försäljningskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Administrationskostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-11,7	-13,6	-17,0	-14,1	-15,3	-16,2	-18,5
Övriga kostnader	-15,4	-26,8	-21,9	-11,8	-26,1	-32,0	-36,0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-8,8</b>	<b>-10,7</b>	<b>-19,8</b>	<b>-18,6</b>	<b>32,1</b>	<b>-47,5</b>	<b>-53,6</b>
Avskrivningar	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-9,1</b>	<b>-11,1</b>	<b>-20,2</b>	<b>-19,0</b>	<b>31,7</b>	<b>-47,9</b>	<b>-54,0</b>
Finansella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-9,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-20,2</b>	<b>-19,0</b>	<b>31,7</b>	<b>-48,9</b>	<b>-55,5</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-9,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-20,2</b>	<b>-19,0</b>	<b>31,7</b>	<b>-48,9</b>	<b>-55,5</b>

## Kassaflödesanalys (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	-9,1	-11,1	-20,3	-19,0	31,9	-48,5	-55,1
Förändringar i rörelsekapital	1,6	0,6	-1,0	0,2	0,1	0,2	-0,8
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,5</b>	<b>-21,3</b>	<b>-18,8</b>	<b>32,1</b>	<b>-48,3</b>	<b>-55,9</b>
Investeringar	-18,0	-28,9	-18,2	-6,4	-4,5	-1,5	-2,5
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-25,5</b>	<b>-39,4</b>	<b>-39,5</b>	<b>-25,1</b>	<b>27,6</b>	<b>-49,8</b>	<b>-58,4</b>
Nyemission/återköp	39,1	25,5	35,2	41,4	64,3	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>13,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>16,3</b>	<b>91,9</b>	<b>-49,8</b>	<b>-57,4</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Likvida medel</b>	<b>30,3</b>	<b>16,5</b>	<b>12,1</b>	<b>28,4</b>	<b>120,3</b>	<b>70,5</b>	<b>12,1</b>

## Balansräkning (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	79,5	108,0	126,1	131,9	135,6	136,0	136,0
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	1,1	1,1	0,8	1,1	1,2	1,2	1,4
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>80,6</b>	<b>109,1</b>	<b>127,0</b>	<b>133,0</b>	<b>136,8</b>	<b>137,2</b>	<b>137,4</b>
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfodringar	0,7	0,7	1,4	1,4	2,4	2,8	4,0
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	30,3	16,5	12,1	28,4	120,3	70,5	12,1
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>31,0</b>	<b>17,2</b>	<b>13,6</b>	<b>29,8</b>	<b>122,7</b>	<b>73,3</b>	<b>16,1</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>111,6</b>	<b>126,3</b>	<b>140,5</b>	<b>162,8</b>	<b>259,5</b>	<b>210,5</b>	<b>153,5</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>							
Eget Kapital	107,8	122,2	137,6	159,7	255,3	205,7	148,3
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>107,8</b>	<b>122,2</b>	<b>137,6</b>	<b>159,7</b>	<b>255,3</b>	<b>205,7</b>	<b>148,3</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	3,8	4,1	2,9	3,1	4,2	4,8	5,2
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>111,6</b>	<b>126,3</b>	<b>140,5</b>	<b>162,8</b>	<b>259,5</b>	<b>210,5</b>	<b>153,5</b>

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. 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. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser 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 att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### **Motiverat värde och risk**

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### **Allmänt**

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)