



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sweden | 25 August 2021

Spago Nanomedical

Data närmar sig

Kostnadsökning i Q2

Rörelsekostnaderna var upp i det andra kvartalet jämfört med Q1'21 och samma period i fjol. Det är Tumorad-projektet som drar ökade kostnader i takt med att förberedelserna inför den första kliniska studien intensifieras. Bolagets finanser är dock fortsatt solida utan något närliggande finansieringsbehov. Likvida medel, per den sista juni, uppgick till 76,9 mkr (41,4). Vi bedömer bolaget är finansierat in i H2 2022.

Interimsdata inom kort

Inklusion av patienter till SpagoPix-studien har gått trögt under sommaren och det är några till som ska inkluderas innan den utökade andra dosgruppen är fullrekryterad. Med vissa förändringar i inklusionskriterierna ser vi en bra chans till en snabbare process och att de sista patienterna tas in under Q3 med efterföljande interimdata-uppföljning. Tumorad löper enligt plan och en klinisk studie väntas inledas under H1 2022.

Avtal nästa år?

Främsta förändring vi gör efter rapport är att vi flyttar fram tidpunkten för ett förväntat avtal till 2022 (tidigare H2 2021). Vi tror partnerdiskussioner behöver mer tid och kan dra ut in i 2022. Caset är trots det intakt, då detta inte märkbart ska behöva försena den kliniska utvecklingen. Vi upprepar vårt motiverade värde om 13-14 kr. Flera triggars för aktien närmar sig som kan förändra nuvarande låga förväntningar på bolaget.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	13.00 - 14.00	
EPS, just 21e	-1.05	0.77	-237.0%	Sales,m	0	1	70	1	Current price	6.34
EPS, just 22e	0.48	-1.19	-140.5%	Sales Growth	NM%	NM%	NM%	NM%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-1.41	-1.35	-4.5%	EBITDA, m	(18.6)	(42.8)	21.2	(56.1)	Kursutveckling 12 mån 	
				EBIT, m	(19.0)	(43.2)	20.8	(56.5)		
				EPS, adj	(0.60)	(1.05)	0.48	(1.41)		
				EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%		
Kommande händelser				Equity/Share	3.9	4.4	4.9	3.5		
Q3 rapport		10 november	2021	EV/Sales	538.66x	276.19x	2.64x	368.44x		
Bolagsfakta (mkr)				P/E, adj	(10.6)x	(6.0)x	13.2x	(4.5)x		
Antal aktier		41.2m		P/Equity	1.6x	1.4x	1.3x	1.8x		
Market cap		261		Net Debt/EBITDA	1.5g	0.0g	(3.0)g	0.1g		
Nettoskuld		(77)								
EV		184								
Free Float		71.00%								
Avg. No. of Daily Traded Sh.		79.0(k)								
Reuters/Bloomberg		Spag.st/Spag ss								

Analytiker

klas.palin@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sweden | 25 August 2021

Sammanfattning

Data närmar sig

Investment Case

Spago har två projekt med unika egenskaper inriktade mot områden med stora medicinska behov. Vi räknar med att flera betydelsefulla milstolpar i projekten kan nå närmaste året, vilket kan driva värdet och stärka intresset för aktien samt bidra till ökad uppmärksamhet inom läkemedelsindustrin. Viktigast i närtid är ytterligare interimdata från fas 1-studien för SpagoPix som vi förväntar oss under H2 2021. Med stöd av lovande resultat i prekliniska studier och tidigare positiva interimresultat från studien, bedömer vi att förutsättningarna är goda för positivt utfall, som i sin tur kommer ge stöd för ett licensavtal under 2022. En breddning av den kliniska projektportföljen väntas nästa år, vilket kommer ge en mer attraktiv profil med en breddad projektportfölj. De främsta riskerna för aktien är fortsatta förseningar och bakslag i utvecklingen.

Bolagsprofil

Spago Nanomedical är specialiserat på utveckling av 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 optimerats för att selektivt tas upp av cancerceller. SN201 har visat lovande resultat i prekliniska modeller av aggressiv och spridd cancer.

Värdering

Vårt SOPT-värdering av Spago Nanomedical ger ett motiverat värde om 13 till 14 kr.

Vår värdering av Spago bygger på en riskjusterad projektvärdering (SOTP) där vi använder en WACC om 14 procent för att diskontera framtida kassaflöden. SpagoPix är den främsta värddrivaren och representerar ca 60 procent av bolagsvärdet.

Våra antagande för Spagopix: Vi uppskattar marknadspotentialen till 300 MUSD inom bröstcancerdiagnostik. Vi modellerar att ett licensavtal tecknas 2022 (tidigare 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 2024.

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

Utveckling i Q2

Rörelsekostnaderna steg under andra kvartalet och uppgick till 13,5 mkr (6,3). Det är ökade aktiviteter kring projektet Tumorad som framför allt driver upp kostnaderna, då förberedelser inför kommande kliniska fas I/II-studie intensifierats. Säkerhetsstudier inför kliniska studier pågår som vi förväntar oss kommer att avslutas mot slutet av 2021, vilka kommer utgöra underlag för godkännande att starta en första studie i människa för projektet under H1 2022.

Efter rapporten har vi dragit upp vår helårsprognos för kostnaderna något, men den främsta prognosändringen är att vi flyttar fram tidpunkten för ett avtal kring SpagoPix till 2022 från tidigare H2 2021. Vi förväntar oss visserligen interimdata inom kort, men vi tror att partnerdiskussionerna som därefter kommer att intensifieras behöver åtminstone sex månader för att slutföras. Därutöver, tror vi, att de lovande resultat som noterats för SpagoPix i bukspottkörteln kan få bolaget att vilja bygga ytterligare värden i projektet före ett licensavtal.

Nedan visas våra estimatändringar.

		2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	Nya	0,7	69,9	0,5
	Tidigare	69,9	0,3	0,5
(%)		-99%	23200%	0%
EBIT	Nya	-43,2	20,8	-56,5
	Tidigare	31,7	-47,9	-54,0
(%)		236%	143%	-5%

Aktiestruktur och ledande befattningshavare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Peter Lindell	16,07%	16,07%
Avanza Pension	12,57%	12,57%
Mikael Lönn	6,01%	6,01%
Ranny Davidoff	5,52%	5,52%
Övriga	59,83%	59,83%
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	0,7	69,9	0,5
Övriga intäkter	18,3	29,7	19,0	6,9	5,4	2,5	0,4
Bruttovinst	18,3	29,7	19,0	7,2	6,1	72,4	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	-18,0	-19,2	-21,0
Övriga kostnader	-15,4	-26,8	-21,9	-11,8	-30,9	-32,0	-36,0
Rörelseresultat (EBITDA)	-8,8	-10,7	-19,8	-18,6	-42,8	21,2	-56,1
Avskrivningar	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Resultat (EBIT)	-9,1	-11,1	-20,2	-19,0	-43,2	20,8	-56,5
Finanssella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanssella kostnader	-0,4	0,0	0,0	0,0	-0,2	-1,0	-1,5
Resultat före skatt	-9,5	-11,1	-20,2	-18,9	-43,4	19,8	-58,0
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	-9,5	-11,1	-20,2	-18,9	-43,4	19,8	-58,0

Balansräkning (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	79,5	108,0	126,1	131,9	136,4	138,5	140,0
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	1,8
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
Summa anläggningstillgångar	80,6	109,1	127,0	133,0	137,6	139,7	141,8
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	3,2	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	45,5	64,0	4,1
Summa omsättningstillgångar	31,0	17,2	13,6	29,8	47,9	67,2	8,1
SUMMA TILLGÅNGAR	111,6	126,3	140,5	162,8	185,5	206,9	149,9
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	107,8	122,2	137,6	159,7	181,3	202,1	144,7
Summa Eget Kapital	107,8	122,2	137,6	159,7	181,3	202,1	144,7
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
Summa Långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	2,1	2,2	0,5	0,9	1,4	1,6	1,4
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	1,7	1,9	2,4	2,2	2,8	3,2	3,8
Summa Kortfristiga skulder	4,8	5,1	5,3	5,1	5,2	5,2	5,2
Summa Eget Kapital och skulder	111,6	126,3	140,5	162,8	185,5	206,9	149,9

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	-9,1	-11,1	-20,3	-19,0	-43,1	20,2	-57,6
Förändringar i rörelsekapital	1,6	0,6	-1,0	0,2	0,4	-0,4	0,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-7,6	-10,5	-21,3	-18,8	-42,8	19,8	-57,2
Investeringar	-18,0	-28,9	-18,2	-6,4	-4,4	-1,5	-2,5
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-25,5	-39,4	-39,5	-25,1	-47,2	18,3	-59,7
Nyemission/återköp	39,1	25,5	35,2	41,4	64,2	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	13,5	-13,8	-4,3	16,3	17,0	18,3	-58,7
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	30,3	16,5	12,1	28,4	45,5	63,8	4,1

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