



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 11 November 2021

# Spago Nanomedical

## Viktigt år i antågande

### Odramatiska siffror

Rörelsekostnader steg till 11,8 mkr (6,0) i Q3 2021, drivet av ökad aktivitet i projekten, framför allt Tumorad. Vi räknar med att trenden om högre kostnader håller i sig under kommande kvartal. EBIT för perioden uppgick till -10,1 mkr (-4,5) och kassaflödet från den löpande verksamheten minskade till -9,8 mkr (-4,2). Vid utgången av kvartalet uppgick kassan till 66,0 mkr (35,7), vilket vi bedömer ger finansiering in i H2 2022.

### Tumorad-studie inleds 2022

Inget nytt framkom i rapporten kring SpagoPix-studien, där de sista patienterna i dosgrupp nummer två ännu inte är inne. Bolaget är frustrerade men ger en hoppfull ton om att det ska ske inom kort. Parallellt med studien pågår sökandet efter en licenspartner och vi ser fortsatt förutsättningar för ett avtal under 2022. För Tumorad pågår förberedelser inför en första klinisk studie som är planerad att starta under 2022.

### Justerar prognoserna

Vi är fortsatt positiva till potentialen i bolagets projekt. Vi ser dock en ökad risk för tidsförskjutningar och har därför flyttat fram tidsramarna för projekten. Därutöver motiverar en höjd marknadsriskpremie en uppjustering av vår WACC till 15 procent (14). Sammantaget ger det lägre värde för projekten och vi justerar ned motiverat värde till 11-12 kr (13-14).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	11.0 - 12.0	
EPS, just 21e	-1.02	-1.05	-3.1%	Omsättning, mkr	0	1	70	1	Aktiekurs	5.7
EPS, just 22e	0.48	0.48	0.0%	Tillväxt	nm	nm	nm	nm	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-1.41	-1.41	0.0%	EBITDA, mkr	(18.6)	(41.5)	21.2	(56.1)	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
				EBIT, mkr	(19)	(42)	21	(56)		
				EPS, justerad	(0.6)	(1.0)	0.5	(1.4)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	3.9	4.4	4.9	3.5		
Antal aktier		41m		EV/Sales	491.0x	253.7x	2.4x	335.9x		
Börsvärde		234		P/E, justerad	(9.5)x	(5.6)x	11.8x	(4.0)x		
Nettoskuld		(66)		P/EK	1.5x	1.3x	1.2x	1.6x		
EV		168		Nettosk./EBITDA	1.5g	0.0g	(3.1)g	0.1g		
Free float		71%								
Daglig handelsvolym, snitt		79(k)								
Reuters/Bloomberg		Spag.st/Spag ss								

### Analytiker

klas.palin@penser.se



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 11 November 2021

## Sammanfattning

### Viktigt år i antågande

#### Investment Case

Spago driver två projekt med unika egenskaper, inriktade mot cancerområden där vi ser 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 från läkemedelsindustrin. Bolagets längst framskridna projekt är SpagoPix, där klinisk studie pågår. Med stöd av lovande resultat i prekliniska studier och positiva interimresultat från pågående studie, bedömer vi att förutsättningarna är goda för positivt utfall, vilket i sin tur ger stöd för att få till ett licensavtal under 2022. En breddning av den kliniska projektportföljen väntas därtill ske under nästa år, vilket kommer stärka bolagets attraktionskraft hos investerare. De främsta riskerna för aktien är fortsatta förseningar eller 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. Projektet är i fas 1-utveckling. 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

Vår uppdaterade SOTP-värdering av Spago Nanomedical ger ett motiverat värde om 11 till 12 kr (13-14). Värderingen bygger på en riskjusterad projektvärdering (SOTP), där vi använder en WACC om 15 procent (14) för att diskontera framtida kassaflöden. SpagoPix är den främsta värde drivaren och representerar ca 60 procent av bolagsvärdet. Vi har nu höjt vår WACC för att ta hänsyn till en höjd riskpremie i marknaden.

För SpagoPix uppskattar vi marknadspotentialen till USD 300 m inom bröstcancerdiagnostik och modellerar ett licensavtal 2022, där en kontantersättning beräknas till USD 10 m (riskjusterat 70 mkr) och ett totalt avtalsvärde om USD 200 m + 12 procent i royalty. Vi bedömer att SpagoPix kan nå kommersiell fas 2027 (tidigare 2026). För Tumorad uppskattar vi potentialen till USD 1 bn. Vi har antagit att Spago driver utvecklingen genom fas 1/2 och därefter söker en licenspartner. Vi modellerar ett avtal 2024 om totalt USD 400 m, varav kontantersättning om USD 30 m + 15 procent i royalty. Vår bedömning är att projektet kan nå kommersiell fas 2028. Våra prognoser är risk-justerade och vi använder en sannolikhet om 26 procent för SpagoPix och 9 procent för Tumorad.

Nedan visas en känslighetsanalys på WACC och sannolikhet (LOA) för SpagoPix-projektet.

		WACC				
		13%	14%	15%	16%	17%
LOA SpagoPix	14%	10,7	9,7	8,9	8,2	7,6
	20%	12,5	11,5	10,6	9,7	9,0
	26%	13,9	12,8	11,8	10,8	10,0
	32%	15,4	14,1	13,0	12,0	11,1
	38%	16,8	15,4	14,2	13,1	12,1

## Utveckling i Q3

I takt med att bolagets projekt avancerar i utvecklingen stiger kostnaderna och under kvartalet uppgick rörelsekostnaderna till 11,8 mkr (6,0). Det är framför allt projektet Tumorad som driver upp kostnaderna, där förberedelser inför kommande kliniska fas I/II-studie intensifierats. Säkerhetsstudier och GMP-tillverkning av studiematerial pågår inför den kliniska studien. Bolaget anger att den kliniska studien kommer att inledas under 2022 (vår tidigare bedömning H1 2022).

Vi gör endast mindre förändringar i våra prognoser som slår positivt på resultatet och vi förväntar oss nu en något lägre förlust under innevarande år mot tidigare bedömning. I vår modellering har vi tagit med att Spago kan teckna ett partneravtal för SpagoPix-projektet under nästa år, vilket ligger bakom vår intäktsprognos och bedömning att bolaget kan komma visa positivt resultat för 2022. Vi känner dock en viss ökad osäkerhet om tidpunkten för ett licensavtal. En partner kan vilja se mer data från exempelvis en tredje dosgrupp som kan betyda fördröjning in i 2023 eller senare. Ett annat spår skulle kunna vara att bolaget väljer att bygga ytterligare värden i projektet, före ett licensavtal, och expandera utvecklingen till exempelvis indikationen bukspottkörtelcancer där lovande resultat noterats i enskilda patienter.

Nedan sammanfattas våra estimatändringar.

Prognoser 2021-2023 (SEK m)		2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	Nya	0,7	69,9	0,5
	Tidigare	0,7	69,9	0,5
(%)		-5%	0%	0%
EBIT	Nya	-41,9	20,8	-56,5
	Tidigare	-43,2	20,8	-56,5
(%)		3%	0%	0%

## Katalysatorer för aktien

Den viktigaste milstolpen och katalysatorn för aktien under kommande tolv månader är om bolaget lyckas knyta en partner till SpagoPix-projektet. Interimsdata som presenterats är mycket lovande och bör locka aktörer som är aktiva inom kontrastmedelsområdet att vilja lägga vantarna på projektet. Vi tror dock att det åtminstone krävs starka resultat från hela den andra dosgrupp som pekar i samma riktning som tidigare interimsdata för att ett sådant scenario ska infrias. Som vi redan nämnt har vi skissat på ett licensavtal med en kontantersättning för 2022 på USD 10 m i våra estimat. Ett sådant avtal skulle skjuta fram ett kapitalbehov med minst ett år samt ge en betydande validering av projektet och plattformen.

Vi beräknar att ett partneravtal kan ge en värdeökning på 50 procent i vår SOTP-modell och ha än kraftfullare effekt på aktien jämfört med aktuell kurs.

## Resultaträkning (SEK m)

	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	5,5	2,5	0,4
<b>Bruttovinst</b>	<b>18,3</b>	<b>29,7</b>	<b>19,0</b>	<b>7,2</b>	<b>6,2</b>	<b>72,4</b>	<b>0,9</b>
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	-17,0	-19,2	-21,0
Övriga kostnader	-15,4	-26,8	-21,9	-11,8	-30,7	-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>-41,5</b>	<b>21,2</b>	<b>-56,1</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>-41,9</b>	<b>20,8</b>	<b>-56,5</b>
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
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-9,5</b>	<b>-11,1</b>	<b>-20,2</b>	<b>-18,9</b>	<b>-42,1</b>	<b>19,8</b>	<b>-58,0</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>-18,9</b>	<b>-42,1</b>	<b>19,8</b>	<b>-58,0</b>

## Balansräkning (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Goodwill	79,5	108,0	126,1	131,9	135,4	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	1,1	1,1	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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>80,6</b>	<b>109,1</b>	<b>127,0</b>	<b>133,0</b>	<b>136,5</b>	<b>139,6</b>	<b>141,8</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	1,8	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	50,6	65,4	4,2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>31,0</b>	<b>17,2</b>	<b>13,6</b>	<b>29,8</b>	<b>52,4</b>	<b>68,6</b>	<b>8,2</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>111,6</b>	<b>126,3</b>	<b>140,5</b>	<b>162,8</b>	<b>188,9</b>	<b>208,2</b>	<b>150,0</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>							
Eget Kapital	107,8	122,2	137,6	159,7	181,7	203,4	144,8
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>107,8</b>	<b>122,2</b>	<b>137,6</b>	<b>159,7</b>	<b>181,7</b>	<b>203,4</b>	<b>144,8</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	2,1	2,2	0,5	0,9	4,0	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	3,2	3,2	3,8
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3,8</b>	<b>4,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>	<b>7,2</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>188,9</b>	<b>208,2</b>	<b>150,0</b>

## Kassaflödesanalys (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoreultat Rapporterat	-9,1	-11,1	-20,3	-19,0	-41,9	20,2	-57,6
Förändringar i rörelsekapital	1,6	0,6	-1,0	0,2	4,1	-1,4	0,4
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,5</b>	<b>-21,3</b>	<b>-18,8</b>	<b>-37,8</b>	<b>18,8</b>	<b>-57,2</b>
Investeringar	-18,0	-28,9	-18,2	-6,4	-4,2	-4,0	-4,0
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>-42,1</b>	<b>14,8</b>	<b>-61,2</b>
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
<b>Kassaflöde</b>	<b>13,5</b>	<b>-13,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>16,3</b>	<b>22,1</b>	<b>14,8</b>	<b>-60,2</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>50,6</b>	<b>65,4</b>	<b>4,2</b>

## Aktiestruktur och ledande befattningshavare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Peter Lindell	16,07%	16,07%
Avanza Pension	12,72%	12,72%
Mikael Lönn	6,01%	6,01%
Ranny Davidoff	5,52%	5,52%
Övriga	59,68%	59,68%
Ordförande	Eugen Steiner	
CEO	Mats Hansen	
CFO	Hanna Olsson	
Hemsida	Spagonanomedical.se	

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)