



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 28 April 2022

Spago Nanomedical

Rapporten andades optimism

Inget överraskande i siffrorna

Rörelsekostnaderna i Q1 2022 ökade till 11,1 mkr (7,4) jämfört med samma period i fjol, pådrivet av en högre aktivitet i bolagets två projekt. Projekten avancerar i utvecklingen och vi förväntar oss att se en viss ökning från nuvarande nivåer från H2 2022. Kassan per den sista mars uppgick till 41,0 mkr (85,2), som vi bedömer ger bolaget finansiering till slutet av innevarande år.

Intresse från partners

Det nya budskapet som fanns med i rapporten för det första kvartalet 2022 handlade om kommentarer från dialoger med potentiella tagare av SpagoPix-projektet. Ledningen indikerar att de resultat som hittills genererats uppskattas och skapar intresse för projektet. I linje med bolagets planer på att inleda en studie i pankreas-patienter, så efterfrågas data från ytterligare indikation för att en affär ska bli aktuell.

Pressad aktie

Vi gör endast marginella förändringar i våra prognoser och ser fortsatt potential att ett licensavtal för SpagoPix kan uppnås senast 2023. Som vi tidigare påpekat finns dessförinnan ett kapitalbehov. Med hänsyn taget för det, anser vi att marknaden missar den positiva utveckling som skett i projekten, med kliniskt validerande data redan på plats i SpagoPix-projekt (om än få patienter). Vi upprepar vårt motiverade värde om 9-10 kr

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	9.0 - 10.0	
EPS, justerad 22e	-1.2	-0.9	-31.7%	Omsättning, mkr	1	1	73	0	Aktiekurs	3.1
EPS, justerad 23e	0.2	0.1	75.6%	Tillväxt	nm	nm	nm	nm	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	-1.9	-1.3	-47.0%	EBITDA, mkr	(38.8)	(49.3)	8.7	(79.6)		
				EBIT, mkr	(39)	(50)	8	(80)		
				EPS, justerad	(0.9)	(1.2)	0.2	(1.9)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	4.5	5.1	5.4	3.4		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				ROE (%)	12.4%	(27.8)%	(40.0)%	-%		
				ROCE	12.4%	(27.9)%	(39.0)%	-%		
				EV/Sales	128.0x	105.8x	1.2x	282.0x		
				EV/EBITDA	(2.2)x	(1.7)x	9.7x	(1.1)x		
				EV/EBIT	(2.2)x	(1.7)x	10.2x	(1.1)x		
				P/E, justerad	(3.2)x	(2.5)x	14.3x	(1.6)x		
				P/EK	0.7x	0.6x	0.6x	0.9x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(0.2)%	(40.9)%	7.3%	(63.9)%		
				Nettosk./EBITDA	0.0g	1.5g	(9.7)g	0.0g		

Kommande händelser	
Q2 rapport	24 augusti 2022
Q3 rapport	8 november 2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	41m
Börsvärde	126
Nettoskuld	(41)
EV	85
Free float	77%
Daglig handelsvolym, snitt	79(k)
Reuters/Bloomberg	Spag.st/Spag ss

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

klas.palin@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 28 April 2022

Sammanfattning

Rapporten andades optimism

Investment Case

Spago driver två projekt, inriktade mot cancerområdet, där vi ser stora medicinska behov. Bolagets längst framskridna projekt är SpagoPix, där en fas 1-studie pågår. Med stöd av lovande resultat i prekliniska studier och positiva interimresultat anser vi att risknivån redan väsentligt reducerats. Resultaten ger stöd för mekanismen, att bolagets nanopartiklar ansamlas vid tumörer, då blodkärlen där är porösare och partiklarna kan lämna blodbanan för att ackumuleras. Eftersom projekten bygger på samma mekanism, spiller de positiva resultaten för SpagoPix över på Tumorad. Det är två unika projekt som Spago driver som bör ha en betydande attraktionskraft inom industrin. De främsta riskerna för aktien är 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. 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 SOTP-värdering av Spago Nanomedical ger ett motiverat värde om 9,8 kr. Värderingen bygger på en riskjusterad projektvärdering (SOTP), där vi använder en WACC om 18 procent för att diskontera framtida kassaflöden. Ett annalkande finansieringsbehov och minskad riskaptit på börserna är anledningen till vårt avkastningskrav.

SpagoPix är den främsta värde drivaren och representerar ca 60 procent av bolagsvärdet. För SpagoPix uppskattar vi marknadspotentialen till USD 300 m inom bröstcancerdiagnostik och modellerar ett licensavtal 2023, där en kontantersättning beräknas till USD 10 m (riskjusterat 73 mkr) och ett totalt avtalsvärde om USD 200 m + 12 procent i royalty. Vi bedömer att SpagoPix kan nå kommersiell fas 2027. För Tumorad uppskattar vi försäljningspotentialen till USD 1 bn. Vi har antagit att Spago driver utvecklingen genom fas 1/2 och därefter söker en licenspartner. Vi modellerar ett avtal 2025 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				
		16%	17%	18%	19%	20%
LOA SpagoPix	14%	8,9	8,1	7,5	6,9	6,4
	20%	10,2	9,4	8,7	8,0	7,5
	26%	11,5	10,6	9,8	9,1	8,4
	32%	12,9	11,9	11,0	10,2	9,5
	38%	14,1	13,0	12,0	11,1	10,3

Källa: EPB

Resultaträkning (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,3	0,7	0,8	73,4	0,3
Övriga intäkter	18,3	29,7	19,0	6,9	5,9	3,4	1,5	1,5
Bruttovinst	18,3	29,7	19,0	7,2	6,5	4,2	74,9	1,8
Personalkostnader	-11,7	-13,6	-17,0	-14,1	-16,0	-16,8	-18,5	-19,4
Övriga kostnader	-15,4	-26,8	-21,9	-11,8	-29,4	-36,7	-47,7	-62,0
Rörelseresultat (EBITDA)	-8,8	-10,7	-19,8	-18,6	-38,8	-49,3	8,7	-79,6
Avskrivningar	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Resultat (EBIT)	-9,1	-11,1	-20,2	-19,0	-39,2	-49,7	8,3	-80,1
Finansnetto	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,5	0,6
Resultat före skatt	-9,5	-11,1	-20,2	-18,9	-39,1	-49,6	8,8	-79,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	-9,5	-11,1	-20,2	-18,9	-39,1	-49,6	8,8	-79,5

Balansräkning (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	79,5	108,0	126,1	131,9	136,2	139,1	141,4	143,1
Övriga immateriella tillgångar	0,0	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	1,2	1,4	1,5
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	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	0,0
Summa anläggningstillgångar	80,6	109,1	127,0	133,0	137,2	140,3	142,8	144,6
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfodringar	0,7	0,7	1,4	1,4	1,9	4,1	4,1	4,3
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	30,3	16,5	12,1	28,4	52,5	75,3	84,6	3,3
Summa omsättningstillgångar	31,0	17,2	13,6	29,8	54,4	79,4	88,7	7,6
SUMMA TILLGÅNGAR	111,6	126,3	140,5	162,8	191,6	219,7	231,5	152,2
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	107,8	122,2	137,6	159,7	184,8	211,5	220,8	141,8
Summa Eget Kapital	107,8	122,2	137,6	159,7	184,8	211,5	220,8	141,8
Långfristiga finansiella skulder	0,0	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	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	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	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	2,1	2,2	0,5	0,9	3,9	4,2	4,8	5,0
Skatteskulder	0,0	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	3,0	4,0	5,9	5,4
Summa kortfristiga skulder	3,8	4,1	2,9	3,1	6,8	8,2	10,7	10,4
Summa Eget Kapital och skulder	111,6	126,3	140,5	162,8	191,6	219,7	231,5	152,2

Källa: EPB

Kassaflödesanalys (SEK m)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Kassaflöde före rörelsekapitalförändringar	9,3	-11,1	-20,3	-19,0	-38,7	-49,3	8,7	-79,6
Förändringar i rörelsekapital	1,6	0,6	-1,0	0,2	3,1	-0,7	2,5	-0,5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	10,8	-10,5	-21,3	-18,8	-35,6	-50,0	11,2	-80,1
Investeringar	-18,1	-28,9	-18,2	-6,4	-4,6	-2,1	-1,9	-1,2
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-7,2	-39,4	-39,5	-25,1	-40,2	-52,1	9,3	-81,3
Nyemission/återköp	39,4	25,5	35,2	41,4	64,2	75,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	32,1	-13,8	-4,3	16,3	24,0	22,9	10,3	-79,3
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	30,3	16,5	12,1	28,4	52,5	75,3	84,6	3,3

Tillväxt och marginaler

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	Na	Na	Na	Na	93%	21%	9075%	-100%
Bruttomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	12%	Neg
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	11%	Neg
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Lönsamhet

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
ROA	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	4%	Neg
ROE	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	4%	Neg
ROCE	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	4%	Neg
ROC	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	6%	Neg

Aktiedata

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	0,21	Neg
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EK per aktie	7,5	7,3	6,5	5,1	4,5	5,1	5,4	3,4
Antal aktier efter utspädning	14,3	16,7	21,6	32,1	41,7	41,7	41,7	41,7

Värdering

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	14,5	Neg
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/S	Na	Na	Na	716,7	223,8	65,0	0,6	413,4
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	4,9	Neg
EV/EBIT	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	5,2	Neg
Aktiekurs (SEK)	8,29	10,51	14,2	8,52	4,8	3,05	3,05	3,05
EV, per årets utgång	88,5	159,2	294,7	245,1	147,9	52,0	42,7	124,0

Obs, nyckeltal på framsidan bygger på siffror från den senaste rapporten

Källa: EPB

Största ägare och ledande befattningshavare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Peter Lindell	16,11%	16,11%
Avanza Pension	12,87%	12,87%
Mikael Lönn	6,01%	6,01%
Ranny Davidoff	5,36%	5,36%
Övriga	59,65%	59,65%
Ordförande	Eugen Steiner	
CEO	Mats Hansen	
CFO	Hanna Olsson	
Hemsida	Spagonanomedical.se	

Källa: Holdings, EPB, Bolaget

Appendix: DCF-värdering

DCF-tabell								
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal
EBITDA	-18,6	-38,7	-49,3	8,7	-79,6	-27,8	-40,8	
Avskrivningar	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
EBIT	-19,0	-39,1	-49,7	8,2	-80,1	-28,3	-41,3	
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
NOPLAT	-19,0	-39,1	-49,7	8,2	-80,1	-28,3	-41,3	
Återläggning avskrivningar	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	
CAPEX	-6,4	-4,6	-2,1	-1,9	-1,2	-2,5	-4,0	
Working cap.	0,2	3,6	-0,7	2,5	-0,5	-1,5	-2,2	
Kassaflöde	-24,8	-39,7	-52,1	9,3	-81,3	-31,8	-47,0	
NPV			-46,6	7,0	-52,2	-17,3	-21,7	462,7

Källa: EPB

Antaganden	
NPV 2022-2026	-130,7
Terminalvärde	462,7
EV	332,0
Nettokassa	41
DCF Värde	373,0
Antal aktier	41,7
Värde per aktie	8,9
WACC	18%
Skattesats	20,6%
Terminal tillväxt	2%

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 fondhandlarföreningens 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