ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 08 november 2023

Spago Nanomedical

Betydelsefullt stöd från huvudägare

Klartecken för Tumorad

Det finansiella i rapporten för det tredje kvartalet bjöd inte på några större överraskningar. Den nedgång i kostnader vi ser är tillfällig och vi räknar med att det börjar ticka uppåt igen när Tumorad avancerar in i klinisk fas. Den sista pusselbiten föll nyligen på plats för att få starta studien, då etikprövningskommittén gav sitt godkännande. Vi vill påminna om att den förestående fas 1/2a-studien skiljer sig från det vanliga cancerstudieprogrammet, då det kommer finnas en möjlighet att få en indikation om effekt och säkerhet tidigt, redan under fas 1-delen.

Huvudägares tydliga stöd

För att säkerställa finansiering av den inledande kliniska fasen för Tumorad ligger en fullt garanterad företrädesemission på bordet. Totalt avses att emittera nya aktier till ett värde om ca 30,6 mkr och medföljande teckningsoptioner kan ge ytterligare finansiellt tillskott för att slutföra studien. Villkoren är satta lågt, med en emissionskurs som i princip innebär ett EV på noll. Det som gör emissionen extra intressant och attraktiv, är det starka stödet från befintliga ägare, som begränsar riskerna för överhäng från garanter.

Justerar för emission

Med beaktande av utspädningseffekterna och kapitaltillskottet från den pågående nyemission justerar vi vårt motiverade värde till 0,70-0,75 kr. Möjligheten att tidigt få indikationer kring effekt och säkerhet innebär en väsentlig möjlighet att reducera risken i projektet och därmed möjlighet till en rejäl värdeökning i vår modell. Risknivån är dock ännu mycket hög.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-7,5%	-10,6%	15,9%
EBITDA, just.	3,3%	-4,7%	2,1%

Kommande händelser

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier*	218m
Börsvärde*	53
Nettoskuld*	-52
EV*	2
Free float	80%
Daglig handelsvolym, snitt	240k
Bloomberg Ticker	SPAGO SS EQUITY

*inklusive pågående nyemission

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@penser.se

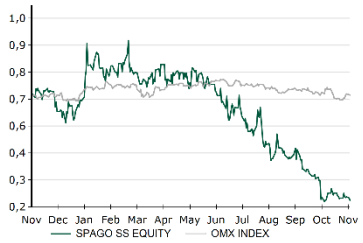
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	6	10	13	18
Tillväxt	-1%	55%	27%	44%
EBITDA, just.	-39	-40	-50	-61
EBIT, just.	-39	-40	-50	-61
EPS, just.	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	2,2	0,8	0,8	0,8
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	Neg.	0,2x	0,1x	0,1x
EV/EBITDA	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
EV/EBIT	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
P/E, just.	-1,5x	-1,4x	-1,1x	-0,9x
P/EK	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
FCF yield	-73%	-87%	-98%	-121%
Nettoskuld/EBITDA	1,6x	1,0x	0,7x	0,6x

Värde och risk

Motiverat värde	0,70 - 0,75 SEK
Aktiekurs	0,3 SEK
Risknivå	High

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Spago sticker ut med en specialisering på utveckling av målsökande nanopartiklar för behandling och diagnos av cancer och cancerliknande sjukdomar. Det har skett en positiv utveckling under det senaste året, men det har inte gett avtryck på aktien. Vi anser att investerare missar potentialen i framför allt Tumorad. Bolaget är i ett intressant läge när projektportföljen nu rör sig framåt och vi väntar oss potentiellt stora värdedrivande nyheter inom de kommande sex till tolv månaderna.

Det är framför allt Tumorad som vi förväntar oss kommer vara drivare av intresse och värde närmaste året. En fas 1/2a-studie ska inom kort inledas och den kommer att genomföras på kliniker i Australien. Fas 1-studier kan ses som relativt utdragna med begränsad värdepotential för investerare. Här skiljer sig Tumorad-studien markant, då det kommer vara möjligt att redan tidigt bedöma hur Tumorad-nanopartiklarna tas upp i kroppen, vilket gör det möjligt att beräkna effekt och biverkningar.

Vi ser ett stort intresse inom läkemedelsindustrin för målsökande toxiska behandlingar av cancer och i synnerhet av radioaktiva behandlingar. Spago går sin egen väg som utgår från EPR-effekten. Att den radioaktiva isotopen lutetium-177 är effektivt mot cancer vet vi från andra projekt och prekliniska studier. Frågetecknen handlar om ifall Tumorad ansamlas vid tumörer i hög grad med en hanterbar biverkningsprofil. Stöd för EPR-effekten och plattformen finns från prekliniska studier och framför allt från positiva resultatet i fas 1-studien för SpagoPix.

Läkemedelsutveckling tillhör de mest riskfyllda områdena och bakslag i de kliniska studierna kan betyda att projekt läggs ned, vilket i sin tur kan göra det svårt att driva verksamheten vidare.

Bolagsprofil

Spago Nanomedical är specialiserat på utveckling och optimering av nanopartiklar. Bolaget driver två projekt: SpagoPix (kontrastmedel vid magnetresonanstomografiundersökningar (MRT)) och Tumorad (behandling av cancer).

Projektportfölj – Spago

Projekt	Indikation	Utvecklingssteg				
		Prekli	Fas 1	Fas 2	Fas 3	Marknad
SpagoPix (SN132D)	Bröstcancer					
	Endometrios					
Tumorad (SN201)	Solida tumörer					
Slutförd						
Pågående						

Källa: EPB, Bolaget

SpagoPix har potential att ersätta etablerade gadoliniumbaserade kontrastmedel på marknaden med bättre kontrast-egenskaper och säkerhetsprofil. Störst potential ser vi i Tumorad (SN201), som kan bli ett komplement till etablerade behandlingar av cancer. SN201 är nanopartiklar laddade med radioaktivt lutetium (^{177}LU) som optimerats för att selektivt tas upp av cancerceller. SN201 har visat lovande resultat i prekliniska modeller av aggressiv och spridd cancer.

Centralt för bolagets bägge projekt är EPR-effekten. Detta är en väldokumenterad effekt vid cancer, där snabbt växande blodkärl till tumörer innehåller håligheter som utnyttjas för att få nanopartiklar att läcka ut och ackumuleras. Därtill är lymfsystemet ofta dåligt fungerande vid cancer, vilket medför att molekyler som hamnat vid tumörvävnad förblir där en längre tid och kan utnyttjas.

Värdering

Vår värderingsansats av Spago bygger på en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vår NPV SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie om 0,73 kr (1,97 kr) när vi väger in utspädningseffekter och finansiering från annonserad nyemission. Vi använder oss av en WACC på 23% (20%). Vi sätter vårt fundamentalt motiverade värde till 0,70–0,75 kr (1,90-2,00 kr).

Kostnaderna tillfälligt lägre

Rapport för det tredje kvartalet visade på något sjunkande kostnader jämfört med samma period i fjol och mot Q2'23. Vi bedömer dock att minskningen är tillfällig och att vi kommer få se kostnaderna öka i takt med att den kliniska studien för Tumorad går framåt.

För Q3'23 rapporteras nettoomsättning om 0,3 mkr (0,4). Övriga intäkter under perioden handlar om aktiveringar, men även ett innovationsstöd (43,5% av kostnaderna) på ca 0,1 mkr från Australienska myndigheter. Vi ser en positiv utveckling och nyligen gav etikprövningskommittén vid St Vincent´s Hospital i Melbourne klartecken att starta en klinisk studie med Tumorad. Rekryteringen till studien har inletts och behandling av första patienten väntas ske före årsskiftet.

Rörelsekostnaderna under perioden uppgick till 8,8 mkr (10,4) och ett negativt operativt kassaflöde om -4,6 mkr (-9,9). Vid utgången av det tredje kvartalet uppgick likvida medel till 26,0 mkr (71,2). För att säkerställa finansiering av framför allt Tumorad genomför Spago en företrädesemission som väntas tillföra bolaget 25,7 mkr efter transaktionskostnader. Vi bedömer att nuvarande finanser och det förväntat kapitaltillskottet ger finansiering ett knappt år framåt.

Nyemissionen tar bolaget till första resultaten

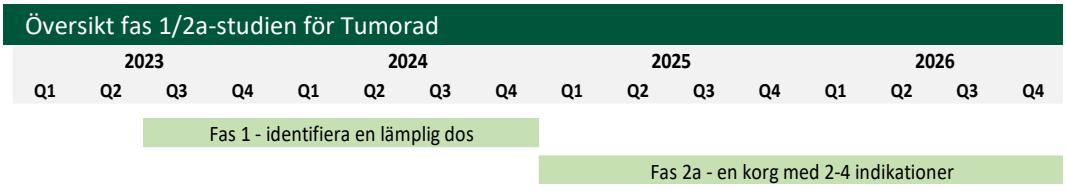
Den föreslagna fullt garanterade företrädesemissionen omfattar nyemitterade aktier till ett värde om cirka 30,6 mkr och därtill medföljande teckningsoptioner (TO). Generellt brukar företrädesemissioner innebära initial kurspress när aktiemarknaden förhåller sig till det vanligen rabatterade priset i emissionen. Emissioner med garantikonsortier innebär även en risk för betydande överhäng efter att transaktionen avslutats om garanter får på sig aktier, vilket ofta sker. Vi gillar det starka stödet från huvudägarna som lämnat teckningsförbindelser på 12,0 mkr. Därtill går de in som toppgaranter med över 11 mkr. Kvar blir en bottengaranti på 7,2 mkr som huvudsakligen utgörs av ett antal privatpersoner.

Vi gillar upplägget då det väsentligt minskar risken för något större överhäng när emissionen är slutförd. Det bör stärka incitamenten att delta för befintliga ägare. Huvudägare Peter Lindell och hans bolag Cidro Förvaltning tar en betydande del och har lämnat teckningsförbindelser på 4,7 mkr samt deltar i toppgarantin med 10,0 mkr. För att inte hamna i en budplikts-situation har dispens beviljats av Aktiemarknadsnämnden.

Teckningstid för medföljande teckningsoptioner är i maj 2024 och kan potentiellt tillföra bolaget mellan 25,5-101,9 mkr, före transaktionskostnader.

De första resultaten viktigare än normalt

Inom kort väntas fas 1/2a-studien för Tumorad gå i gång. Fas 1-delen kommer omfatta upp till 30 patienter med solida tumörer och den bedöms pågå i cirka 1,5 år, se grafik nedan.



Källa: Bolaget

Vi vill påminna om att förestående klinisk studie för Tumorad kan ha ett mer framtungt nyhetsflöde än det typiska cancerprogrammet. Från aktiemarknaden ses ofta fas 1-studier inom cancerområdet som mindre betydelsefulla för att driva värdet. De tar relativt lång tid, är kostsamma och bjuder mest på risker om att oönskade biverkningar ska uppkomma. En fördel är att det går att få en indikation om effekt eftersom cancerstudier genomförs på patienter. Att visa tydlig effekt är dock en utmaning. Vanligtvis handlar det om mycket svårt sjuka och sköra cancerpatienter som inkluderas i studier, vilka fått många tidigare behandlingar. Därtill används huvudsakligen en suboptimal dos. Sammantaget är det därför numer ovanligt med övertygande antitumörresonser redan i fas 1. Den stora värdedrivaren ses därför i fas 2, då substansen utvärderas vid en rekommenderad dos och ges till patienter som bedöms ha störst potential att svara på behandlingen.

Här skiljer sig förestående 1/2a-studie för Tumorad markant och vi ser potential att redan inom sex till nio månader få en indikation om säkerhet och effekt. Vi vet från prekliniska försök och etablerade behandlingar (Lutathera och Pluvicto från Novartis) att ^{177}LU har effekt på cancer. Frågan handlar i stället om en tillräcklig mängd ansamlas vid tumörer och att bieffekter på vitala organ, så som benmärg och lever, förblir hanterbara. Eftersom ^{177}LU även avger gammastrålning vid sönderfall (utöver betastrålning) är det möjligt att med bildgivande system som SPECT (single-photon emission computed tomography) följa hur Tumorad fördelas i kroppen, redan vid låga doser. Det är därför möjligt att redan efter ett par patienter få en indikation om upptaget vid vitala organ och tumörer. Således kan viktiga data som har potential att reducera risken komma relativt snabbt, vilket bör driva intresse från läkemedelsbolag såväl som från investerare.

Affärsintensiteten håller i sig

Intresset fortsätter vara starkt av läkemedel som levererar en radioaktiv substans till tumörer och vi ser det på alla plan. Senaste större kapitalanskaffningen inom området var Mariana Oncology som tog in ytterligare USD 175m från ett antal välkända VC-aktörer, men även Eli Lilly var med på ett hörn. Eli Lilly har nyligen även lagt bud på POINT Biopharma och ansluter därmed till Bayer, Novartis och Roche, som sedan tidigare visat intresse inom området.

Urval av bolag som fått finansiering inom radionuklidområdet 2020–2023

Bolag	Datum	Senaste transaktion	Total	Radionuklid	Utvecklingsskede
Mariana Oncology	sep-23	175 MUSD	250 MUSD	^{225}AC (alfa)	Preklin
ITM Isotope	jun-23	273 MUSD	470 MUSD	^{177}LU (beta)	Fas 3
Artbio	jun-23	23 MUSD	23 MUSD	^{212}Pb (beta)	Fas 0
Convergent Therapeutics	maj-23	90 MUSD	90 MUSD	^{225}AC	Fas 1
Ariceum Therapeutics	apr-23	48 MUSD	75 MUSD	^{177}LU	Fas 2
Abdera Therapeutics	apr-23	142 MUSD	175 MUSD	N.D.	Preklin
Ratio Therapeutics	feb-23	20 MUSD	40 MUSD	^{225}AC	Preklin
Alpha-9 Theranostics	dec-22	75 MUSD	86 MUSD	N.D.	Preklin
Rayzebio	sep-22	160 MUSD	418 MUSD	^{225}AC	Fas 1
Full-Life Technologies	maj-22	37 MUSD	47 MUSD	^{177}LU	Preklin
Precirix	mar-22	88 MUSD	132 MUSD	225AC	Preklin
Plus Therapeutics	jan-22	5 MUSD	142,8 MUSD	^{186}Re (beta)	Fas 2
Radionetics	okt-21	30 MUSD	30 MUSD	N.D.	Preklin
POINT Biopharma	jul-21	287 MUSD (IPO)	307 MUSD	^{177}LU	Fas 3
Aktis Oncology	mar-21	72 MUSD	161 MUSD	^{225}AC	Preklin
Clarity Pharmaceuticals	dec-20	25 MUSD	97 MUSD	^{64}Cu (beta)	Fas 2
PentixaPharm	feb-20	17 MUSD	17 MUSD	^{90}Y (beta)	Fas 1

Källa: EPB, Bolagsinformation

Affärsaktivitet inom radionuklidområdet 2020-2023

Licenstagare	Säljare	Datum	Utvecklingsskede	Upfront	Totalt affärsvärde
Genentech	PeptiDream	okt-23	R&D samarbete	40 MUSD	1.000 MUSD
Ariceum Therapeutics	Theragnostics	jun-23	Preklin	2,5 MUSD	44 MUSD
Bayer	Bicycle Therapeutics	maj-23	R&D samarbete	45 MUSD	1.700 MUSD + 5-10% royalty
Novartis	3B Pharmaceuticals	apr-23	Fas 1 (FAP-2286)	40 MUSD	425 MUSD + royalty
Novartis	Bicycle Therapeutics	mar-23	R&D samarbete	50 MUSD	1.700 MUSD + royalty
Novartis	Clovis Oncology	dec-22	Fas 1 (FAP-2286)	50 MUSD	680 MUSD, 297 MUSD vid fsg.
Lantheus	Point Biopharma	nov-22	Fas 3	260 MUSD	2.000 MUSD + royalty
Novartis	Molecular Partners	dec-21	Preklin	20 MUSD	580 MUSD + royalty
Grand Pharmaceuticals	ITM Isotope	dec-21	Fas 3	ND	588 MUSD + royalty
Novartis	Artios Pharma	apr-21	Preklin	20 MUSD	1.300 MUSD + royalty
Fusion Pharma	Ipsen	mar-21	Fas 1	7 MUSD	510 MUSD
Novartis	iTheranostics	mar-21	Preklin	20 MUSD	1.300 MUSD + royalty
Astrazeneca	Fusion Pharma	nov-20	Preklin	ND	ND
Fusion Pharma	Rainier Therapeutics	mar-20	Preklin	3,5 MUSD	70 MUSD
Genentech	Bicycle Therapeutics	feb-20	R&D samarbete	30 MUSD	1.700 MUSD + royalty

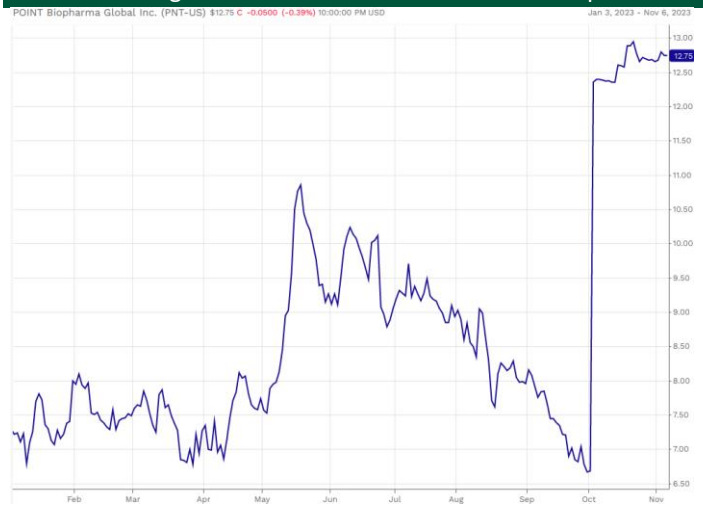
Källa: EPB, Bolagsinformation

Uppköp av bolag aktiva inom radionuklidbehandlingar					
Köpare	**Målbolag**	**Affärsvärde**	**Datum**	**Radionuklid**	**Utvecklingsskede**
Eli Lilly	POINT Biopharma	1.400 MUSD	sep-21	^{177}LU	Fas 3
Bayer	Noria Therapeutics	~300 MUSD	jun-21	^{225}AC	Preklin
Novartis	Endocyte	2.100 MUSD	okt-18	^{177}LU	Fas 2
Novartis	Advanced Accelerator Applications	3.900 MUSD	okt-17	^{177}LU	Fas 3

Källa: EPB, Bolagsinformation

Budet på POINT Biopharma är intressant då bolagets mest avancerade projekt i fas 3 går mot samma indikationer och måltavlor som Novartis läkemedel Lutathera och Pluvicto. Därtill utgår de ifrån ^{177}LU. POINT har byggt upp en egen tillverkningskedja för sina projekt, vilket säkerligen kan ha varit en viktig faktor för att locka Eli Lilly till förhandlingsbordet.

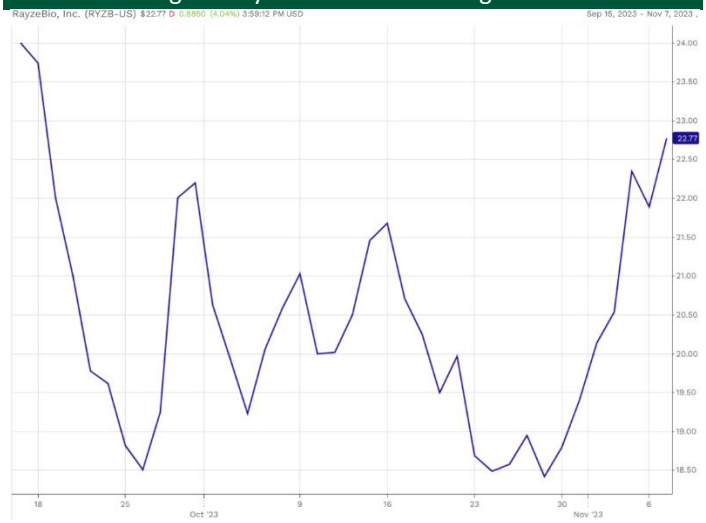
Kursutveckling senaste 12 månaderna för POINT Biopharma



Källa: FactSet

Vi vill även lyfta fram noteringen av Rayzebio som så här långt varit lyckosam. Teckningskursen uppgick till USD 18 och totalt såldes aktier för USD 358m. I skrivande stund är market cap USD 1.275m. Bolagets längst framskridna projekt är RYZ101 som är i fas 3, där det utvärderas inom neuroendokrina tumörer. Det är samma måltavla som för Lutathera, men är differentierat med att utgå ifrån aktinium 225. Fas 3-studien riktar in sig på patienter som inte längre svarar på behandling med Lutathera.

Kursutveckling för Rayzebio sedan noteringen



Källa: FactSet

Värdering och aktien

I vår värdering av Spago Nanomedical använder vi en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi bedömer och värderar varje projekt var för sig som adderas i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vi fokuserar på bolagets aktiva program SpagoPix och Tumorad, där vi ser att det finns data och en plan för att ta dessa vidare i utvecklingen.

Vår NPV SOTP-värdering av Spago ger oss ett fundamentalt värde per aktie om 0,73 kr, vid en WACC om 23% (20) och med hänsyn tagen till den förestående företrädesemissionen och utspädningseffekten. Utifrån värderingen sätter vi vårt motiverade värde till 0,70–0,75 kr (1,9–2,0 kr). Den högre WACC vi använder bygger på högre räntor och riskpremier.

Värdering – Sum-of-the-parts (mkr)

Projekt	Indikation	Sannolikhet för godkännande	Fsg. potential (USDm)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
SpagoPix	Bröstcancer, Endometrios	5,4%	190	2028	23	0,10
Tumorad	Solida tumörer	8,5%	1 500	2030	132	0,61
Teknologivärde					**155**	**0,7**
Nettokassa					52	0,2
Gemensamma kostnader					-48	-0,2
NPV					**159**	
Antal aktier					218,3	
NPV per aktie (kr)					**0,73**	

*mkr, USD=10,9 kr

Källa: EPB

Nedan visas känsligheten i vår värdering per projekt mot förändringar av avkastningskravet och sannolikheter. Modelleringen tydliggör vår syn på den stora hävstången i projektet som finns redan under fas 1-utvecklingen. Scenariot vid en sannolikhet på 12% motsvarar positiva första indikationer om att Tumorad tas upp på ett önskvärt sätt, medan scenariot om 17% är den nivå vi ser som möjlig vid en positiv utveckling igenom fas 1-delen och att en rekommenderad dos för 2a-delen kan väljas.

Känslighetsanalys – Värde per projekt vid olika WACC (kr)

	17%	20%	23%	26%	29%
SpagoPix	0,15	0,12	0,10	0,09	0,08
Tumorad	1,12	0,82	0,61	0,44	0,32
Spago Nanomedical	1,19	0,92	0,73	0,58	0,47

Källa: EPB

Känslighetsanalys – Olika sannolikheter för Tumorad (kr)

	5,0%	8,5%	12%	17%
SpagoPix	0,10	0,10	0,10	0,10
Tumorad	0,28	0,61	0,93	1,39
Spago Nanomedical	0,40	0,73	1,05	1,52

Källa: EPB

Värdering av jämförbara bolag

Nedan har vi sammanställt en tabell med ett par läkemedelsutvecklande bolag listade på börser i Sverige och Danmark. Vi har i tabellen selekterat på bolag som ligger i en liknande utvecklingsfas och onkologi/radioterapi. Då inget av bolagen ännu har återkommande intäkter och inte heller är lönsamma, så använder vi oss av teknologivärdet (EV) för att jämföra värderingen i relation till varandra.

Värdering av jämförbara bolag (mkr)

Bolag	Börsvärde	Aktiekurs (kr)	Nettokassa	Teknologi-värde (EV)	Utvecklingsfas längst kommet
Active Biotech*	170	0,64	16	154	Fas 2
Curasight (DK)*	599	19,3	62	537	Preklin**
Kancera*	284	3,48	67	217	Fas 2
Medivir	417	7,35	61	356	Fas 2
Medel	367			316	
Median	350			286	
Spago Nanomedical	**52**	**0,24**	**52**	**1**	

*avser t.o.m. Q2 2023, **Terapiprogram

Källa: EPB, Bolagsrapporter, Holdings

Nedan har vi sammanställt värderingar på ett urval av internationellt noterade bolag aktiva i utveckling av radionuklidbehandlingar vid cancer. Genomgående har alla dessa kommit längre än Spago och i vissa fall har de även intäkter från försäljning av bildförstärkande produkter, som ofta kombineras i utvecklingen av terapiprojekt.

Värdering av noterade bolag inom radionuklidområdet – internationella bolag (mkr)

Bolag	Noteringsland	Börsvärde	Nettokassa	Teknologi-värde (EV)	Utvecklingsfas längst kommet
Actinium Pharmaceuticals	USA	1 358	961	397	Fas 3
Alpha Tau Medical	USA/Israel	2 398	952	1 446	Fas 3/Marknad
Clarity Pharmaceuticals	Australien	2 095	468	1 627	Fas 3
Fusion Pharmaceuticals	USA	3 238	1 598	1 640	Fas 2
POINT Biopharma Global Inc	USA	15 015	4 509	10 506	Fas 3
Radiopharm Theranostics	Australien	260	142	118	Preklin*
Telix Pharmaceuticals	Australien	21 152	853	20 299	Fas 2*
Medel		6502		5148	
Median		2398		1627	
Spago Nanomedical		**52**	**52**	**1**	

*Terapiprojekt

Källa: EPB, FactSet

Telix sticker ut med högt börsvärde och en förklaring till det är att bolaget har en etablerad försäljning av molekyler som ges för att bildförstärka tumörer.

Risker i våra antaganden

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär hög risk och nedan belyser vi några av de mest påtagliga riskerna som vi identifierat och som bör betänkas vid en investering i Spago Nanomedical.

Negativa utfall i studier: Den främsta risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten från kliniska studier blir negativa, något som kan betyda slutet för projekt. Utvecklingsrisken är något reducerad utifrån att Spago redan visat att dess nanopartiklar kan ansamlas vid tumörer och ger därmed en indikation om att EPR-effekten kan nyttjas.

Fördröjningar i studier: Att rekrytera patienter till studier kan bli mer utdraget än vad bolaget räknat med och leda till behov av ytterligare finansiering för att nå utvecklingsmål och för att slutföra studierna.

Finansieringsbehov: Att bedriva klinisk utveckling är kostsamt och ett bolag som Spago har återkommande kapitalbehov. I takt med att projekten avancerar i utveckling ökar vanligtvis kapitalbehovet. Vi ser positivt på att bolaget valt att bedriva sin kliniska studie för Tumorad i Australien, vilket nästan kommer att halvera de direkta kostnaderna. Vår bedömning är dock att bolaget behöver stärka finanserna i år för att vara rustade inför 2024.

Partneravtal uteblir: Bolagets längst framskridna projekt SpagoPix har visat lovande resultat och om pågående studien inom endometrios är framgångsrik förväntar vi oss att bolaget kommer att öka sina satsningar på att få till ett partneravtal. Det handlar dock om en begränsad mängd potentiella tagare av projektet, som därtill är relativt inaktiva inom utveckling av nya produkter. I nuläget bedömer vi att en partner är nödvändig för att utvecklingen av SpagoPix ska tas vidare.

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**0**	**0**	**1**	**1**	**1**	**1**	**1**
Övriga rörelseintäkter	19	7	6	5	9	12	18
Totala intäkter	**19**	**7**	**7**	**6**	**10**	**13**	**18**
Bruttoresultat	**19**	**7**	**7**	**6**	**10**	**13**	**18**
Administrationskostnader	-17	-14	-16	-17	-16	-17	-18
R&D-kostnader	-22	-12	-29	-29	-33	-45	-61
EBITDA	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-40**	**-50**	**-61**
EBITDA, justerad	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-40**	**-50**	**-61**
EBITA, justerad	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-40**	**-50**	**-61**
EBIT	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-40**	**-50**	**-61**
EBIT, justerad	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-40**	**-50**	**-61**
Finansnetto	0	0	0	0	1	1	0
Resultat före skatt	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-39**	**-49**	**-61**
Resultat före skatt, justerad	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-39**	**-49**	**-61**
Nettoresultat	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-39**	**-49**	**-61**
Nettoresultat, justerad	**-20**	**-19**	**-39**	**-39**	**-39**	**-49**	**-61**
Intäktstillväxt	*-*	*-62%*	*-10%*	*-1%*	*55%*	*27%*	*44%*
Bruttomarginal	*Neg.*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*>100%*
EBIT-marginal, justerad	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*
EPS, justerad	*-0,94*	*-0,59*	*-0,94*	*-0,43*	*-0,18*	*-0,22*	*-0,28*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-20	-19	-39	-39	-40	-50	-61
Övriga kassaflödesposter	0	0	0	1	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	0	3	1	-3	1	-1
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-21**	**-18**	**-36**	**-38**	**-42**	**-49**	**-62**
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-18	-6	-5	-4	-5	-4	-3
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-18**	**-6**	**-5**	**-4**	**-5**	**-4**	**-3**
Fritt kassaflöde	**-40**	**-25**	**-40**	**-42**	**-47**	**-52**	**-65**
Nyemission / återköp	35	41	64	52	25	48	65
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**35**	**41**	**64**	**52**	**25**	**48**	**65**
Kassaflöde	**-4**	**17**	**24**	**10**	**-21**	**-4**	**0**
Nettoskuld	**-12**	**-28**	**-52**	**-62**	**-41**	**-37**	**-37**

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	126	132	136	140	145	148	150
Materiella anläggningstillgångar	1	1	1	1	1	1	1
Summa anläggningstillgångar	**127**	**133**	**137**	**141**	**145**	**149**	**151**
Kundfordringar	0	0	0	0	0	1	2
Övriga omsättningstillgångar	1	1	2	3	4	5	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	28	52	62	41	37	37
Summa omsättningstillgångar	**14**	**30**	**54**	**65**	**44**	**43**	**46**
SUMMA TILLGÅNGAR	**141**	**163**	**192**	**206**	**190**	**191**	**196**
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	138	160	185	197	184	182	186
Summa eget kapital	**138**	**160**	**185**	**197**	**184**	**182**	**186**
Leverantörsskulder	1	1	4	5	3	4	5
Övriga kortfristiga skulder	2	2	3	4	3	5	6
Summa kortfristiga skulder	**3**	**3**	**7**	**9**	**6**	**9**	**11**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**141**	**163**	**192**	**206**	**190**	**191**	**196**

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	-62%	-10%	-1%	55%	27%	44%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	-	0%	1%	1%	-	6%	9%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	7%	12%	15%	19%	12%	15%	14%
Rörelsekapital / totala intäkter	-8%	-24%	-75%	-88%	-25%	-28%	-13%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-12	-28	-52	-62	-41	-37	-37
Soliditet	98%	98%	96%	96%	97%	95%	94%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,1x	-0,2x	-0,3x	-0,3x	-0,2x	-0,2x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	0,6x	1,5x	1,4x	1,6x	1,0x	0,7x	0,6x

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,94	-0,59	-0,94	-0,43	-0,18	-0,22	-0,28
EPS, justerad	-0,94	-0,59	-0,94	-0,43	-0,18	-0,22	-0,28
FCF per aktie	-1,83	-0,77	-0,96	-0,46	-0,21	-0,24	-0,30
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	6,37	4,97	4,43	2,17	0,84	0,83	0,85
Antal aktier vid årets slut, m	21,6	32,1	41,7	90,9	218	218	218
Antal aktier efter utspädning, snitt	21,6	32,1	41,7	90,9	218	218	218

Källa: Spago Nanomedical, EPB

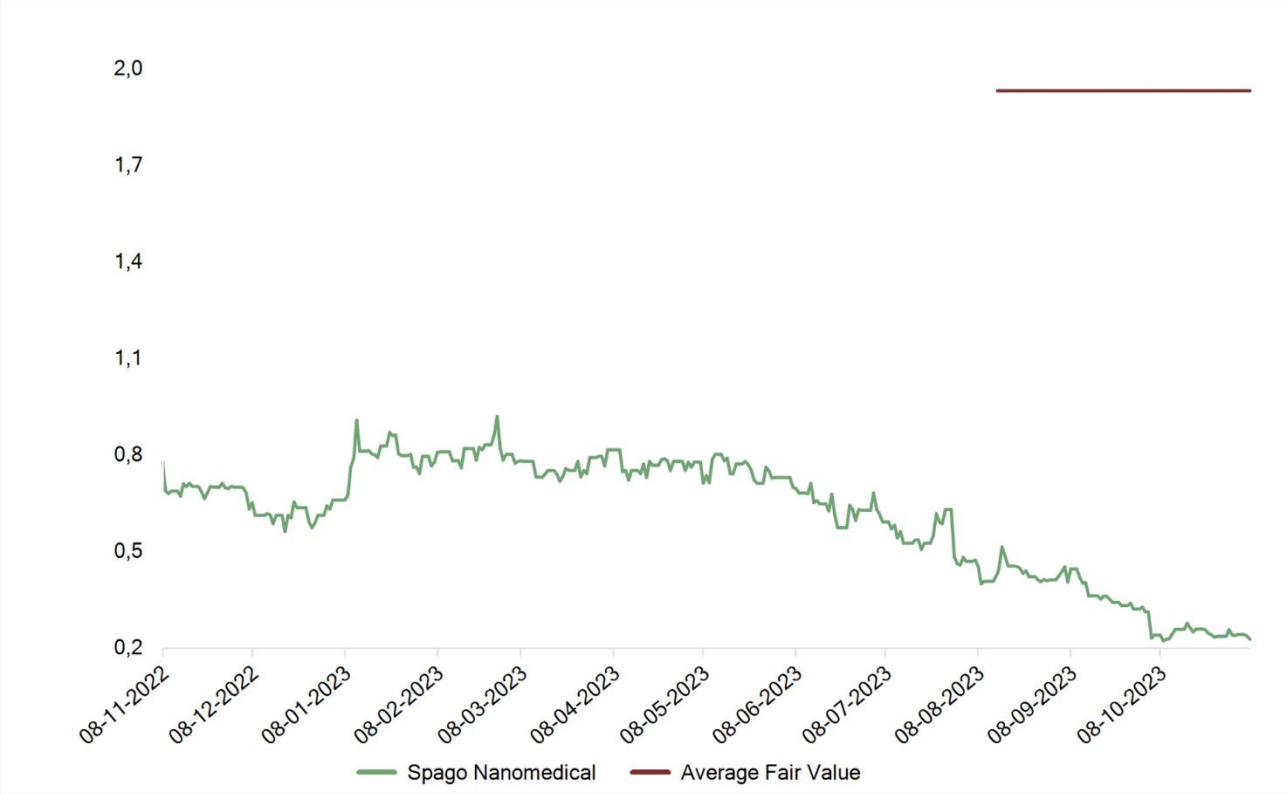
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	0,0x	0,0x	1,1x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	21,8x	Neg.	0,2x	0,1x	0,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
EV	Neg.	Neg.	143	-5	2	2	2
Aktiekurs	-	-	4,7	0,6	0,3	0,3	0,3

Källa: Spago Nanomedical, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Spago Nanomedical (SPAGO SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan ”Publikationen”) har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan ”Banken”) i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan ”Bolaget”) verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka här.

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade ’Chinese Walls’. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten “Penser Access” som Banken utför åt Bolaget. Klicka här för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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