ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sweden | 3 February 2021

Spago Nanomedical

Händelserikt år stundar

Odramatisk rapport

Rapporten för Q4 bjöd inte på några större överraskningar, men inte heller på tydligare besked om när pågående fas 1-studie för SpagoPix kan komma i mål. Det är den rådande höga smittspridningen av covid-19 som håller tillbaka studien och därmed förståeligt att bolaget har svårt att ge tydliga besked. Med det sagt kan avsaknaden av tydlighet kortsiktigt hålla tillbaka investerarintresset.

Fyller på kassan

Utfallet i Q4'20 var i linje med våra förväntningar. EBIT för Q4 hamnade på -4,7 mkr (-6,0) mot förväntade -5,9 mkr, men avvikelsen är relaterat till aktiverade kostnader. Vid utgången av 2020 hade Spago en kassa på 28,4 mkr. För att säkerställa finansiering till mitten av 2022 genomförs en företrädesemission om 59 mkr. Kapitalbehovet signalerar av vi legat något för lågt i vår prognos för innevarande år och 2022.

Nedjusterat motiverat värde

Inget i det grundläggande caset har ändrats. Vi ser hög sannolikhet för att bolaget kan visa positiva resultat för SpagoPix i fas 1 och kan nå ett partneravtal senare i år. Därtill ser vi begränsat med risk för förseningar i utvecklingen av Tumorad och förväntar oss start av fas 1 under H1 2022. Vi justerar dock ned vårt motiverade värde till 13-14 kr (14-15) till följd av utspädningen från emissionen.

Estimatändring (SEK)

	Nu	Förr	
EPS, just 21e	0.59	1.16	-49.4%
EPS, just 22e	-1.09	-1.51	-28.1%
EPS, just 23e	-1.26	-1.26	0.0%

Kommande händelser

Q1 rapport	28 april 2021
Q2 rapport	24 augusti 2021
Q3 rapport	10 november 2021

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	31.5m
Market cap	246
Nettoskuld	(36)
EV	210
Free Float	83.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	83.0(k)
Reuters/Bloomberg	Spag.st/Spag ss

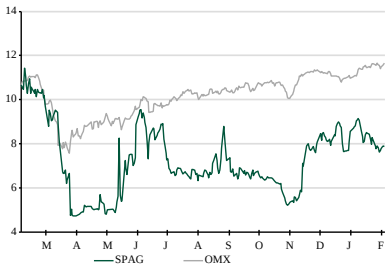
Prognos (SEK)

	20	21e	22e	23e
Sales,m	0	70	0	1
Sales Growth	NM%	NM%	NM%	NM%
EBITDA, m	(18.6)	23.5	(41.5)	(47.7)
EBIT, m	(19.0)	23.1	(41.9)	(48.1)
EPS, adj	(0.60)	0.59	(1.09)	(1.26)
EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%
Equity/Share	5.1	7.4	5.9	4.3
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT Marginal	NA%	33.1%	NA%	NA%
ROE (%)	(11.9)%	10.0%	(22.9)%	(36.7)%
ROCE	(11.9)%	10.0%	(22.3)%	(35.6)%
EV/Sales	615.05x	3.01x	701.15x	420.69x
EV/EBITDA	(11.3)x	9.0x	(5.1)x	(4.4)x
EV/EBIT	(11.1)x	9.1x	(5.0)x	(4.4)x
P/E, adj	(13.0)x	13.3x	(7.2)x	(6.2)x
P/Equity	1.5x	1.1x	1.3x	1.8x
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
FCF yield	(9.2)%	6.0%	(13.9)%	(16.5)%
Net Debt/EBITDA	1.5g	(4.2)g	1.3g	0.1g

Risk och Avkastning

Motiverat värde	13.00 - 14.00
Current price	7.80
Risknivå	High

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

klas.palin@penser.se

This report was completed and disseminated 3 February 2021: 10:30 CET

Sammanfattning

Händelserikt år stundar

Investment Case

Spago har två projekt med unika egenskaper inriktade mot områden med stort medicinskt behov. Vi räknar med att båda projekten är i klinisk fas inom 15 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 (tidigare H1 2021). Med stöd av lovande resultat i prekliniska studier och interimsresultat 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 förseningar och bakslag i utvecklingen.

Bolags profil

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.

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 värdedrivaren 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. Sannolikheten att SpagoPix når hela vägen till marknaden uppskattar vi till 26 procent, med en potentiell marknadslansering 2025.

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. Riskerna vid utveckling av nya cancerläkemedel är hög och vi använder en sannolikhet i nivå med marknadssnittet om 9 procent.

Motiverat värde

13 - 14 kr per aktie

Lovande patientresultat för SpagoPix

Vi vill påminna om de lovande interimsresultaten för SpagoPix från den pågående fas 1-studien som presenterades under Q4 20220. Säkerhets- och tolererbarhetsprofilen framstår som bra. Det som vi framförallt tyckte var intressant var de positiva effekterna som kunde noteras i förbättrad bildkontrast och som indikerar att SpagoPix ansamlas vid tumören. Projektet ser ut att leva upp till vad som noterats i prekliniska studier och därmed ger en unik profil mot etablerade kontrastmedel på marknaden. Vi tror att detta kommer driva intresse från aktörer aktiva inom området för att teckna licensavtal med Spago senare i år.

MR-bild av tumör hos en patient över fyra timmar

SN132D 20 µmol Mn/kg, administered as 60 min-infusion, MRI at 3T

Källa: Spago Nanomedical, (röd pil markerar brösttumör)

Spagos två projekt bygger på samma övergripande mekanistiska princip, att snabbväxande blodkärl vid tumörer har en läckighet som kan utnyttjas med exempelvis nanopartiklar. Med rätt storlek och material kan nanopartiklar sippra ut genom dessa håligheter och därmed ansamlas vid tumörer. Resultaten och vad som kan urskönjas från bilden ovan indikerar att SpagoPix ansamlas vid tumören och därmed ger en första positiv indikation om att mekanismen fungerar.

Ägare och ledande befattningshavare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Peter Lindell	16,78%	16,78%
Avanza Pension	8,69%	8,69%
Eva Redhe	7,14%	7,14%
Mikael Lönn	6,28%	6,28%
Övriga	61,11%	61,11%
Ordförande		Eugen Steiner
CEO		Mats Hansen
CFO		Hanna Olsson
IR		Mats Hansen
Hemsida		Spagonanomedical.se

Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	69,8	0,3
Övriga intäkter	7,9	7,9	10,8	18,3	29,7	19,0	6,9	3,0	0,4
Bruttovinst	7,9	7,9	10,8	18,3	29,7	19,0	7,2	72,8	0,7
Personalkostnader	-7,4	-8,7	-9,9	-11,7	-13,6	-17,0	-14,1	-15,3	-16,2
Övriga kostnader	-6,2	-5,5	-7,9	-15,4	-26,8	-21,9	-11,8	-34,0	-26,0
Rörelseresultat (EBITDA)	-5,6	-6,3	-7,0	-8,8	-10,7	-19,8	-18,6	23,5	-41,5
Avskrivningar	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Resultat (EBIT)	-5,8	-6,6	-7,3	-9,1	-11,1	-20,2	-19,0	23,1	-41,9
Finanisella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finasniella kostnader	-0,3	-0,2	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0
Resultat före skatt	-6,1	-6,8	-7,5	-9,5	-11,1	-20,2	-19,0	23,1	-42,9
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat	-6,1	-6,8	-7,5	-9,5	-11,1	-20,2	-19,0	23,1	-42,9

Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	-31,2	-6,5	-7,0	-9,1	-11,1	-20,3	-19,0	23,5	-42,5
Förändringar i rörelsekapital	-0,5	1,2	-0,9	1,6	0,6	-1,0	0,2	-1,3	0,5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-31,7**	**-5,3**	**-7,9**	**-7,6**	**-10,5**	**-21,3**	**-18,8**	**22,2**	**-42,0**
Investeringar	-2,9	-7,1	-10,7	-18,0	-28,9	-18,2	-6,4	-3,6	-1,5
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	**-34,5**	**-12,4**	**-18,6**	**-25,5**	**-39,4**	**-39,5**	**-25,1**	**18,6**	**-43,5**
Nyemission/återköp	0,2	19,5	14,0	39,1	25,5	35,2	41,4	52,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	**-34,4**	**7,1**	**-4,5**	**13,5**	**-13,8**	**-4,3**	**16,3**	**70,6**	**-43,5**
Icke kassaflödespåverkande poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	**34,5**	**21,3**	**16,8**	**30,3**	**16,5**	**12,1**	**28,4**	**99,1**	**55,6**

Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	59,7	51,7	61,9	79,5	108,0	126,1	131,9	132,2	131,7
Övriga immateriella tillgängar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgängar	0,8	0,6	0,9	1,1	1,1	0,8	1,1	1,1	1,2
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	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	0,0
Summa anläggningstillgångar	**60,6**	**52,3**	**62,8**	**80,6**	**109,1**	**127,0**	**133,0**	**133,3**	**132,9**
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfodringar	0,5	0,9	0,4	0,7	0,7	1,4	1,4	3,5	3,8
Övriga omsättningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	14,5	21,3	16,8	30,3	16,5	12,1	28,4	99,1	55,6
Summa omsättningstillgängar	**15,0**	**22,2**	**17,1**	**31,0**	**17,2**	**13,6**	**29,8**	**102,6**	**59,4**
SUMMA TILLGÅNGAR	**75,6**	**74,5**	**79,9**	**111,6**	**126,3**	**140,5**	**162,8**	**235,9**	**192,3**
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital	56,1	65,4	71,8	107,8	122,2	137,6	159,7	231,9	187,5
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	**56,1**	**65,4**	**71,8**	**107,8**	**122,2**	**137,6**	**159,7**	**231,9**	**187,5**
Långfristiga finansiella skulder	0,0	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	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	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**	**0,0**
Kortfristiga finansiella skulder	17,5	5,8	6,0	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	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga Kortfristiga skulder	2,1	3,5	2,2	3,8	4,1	2,9	3,1	4,0	4,8
Summa kortfristiga skulder	**19,5**	**9,3**	**8,2**	**3,8**	**4,1**	**2,9**	**3,1**	**4,0**	**4,8**
Summa Eget Kapital och skulder	**75,6**	**74,7**	**80,1**	**111,6**	**126,3**	**140,5**	**162,8**	**235,9**	**192,3**

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 frånsäger 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 Instru¬ment 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