



Penser Access by Carnegie

Biotech | Sverige | 22 augusti 2024

Spago Nanomedical

Viktigt besked närmar sig

Håller igen på kostnaderna

Bolagets finanser stärktes under Q2(24) via teckningsoptioner, och per den sista juni uppgick likvida medel till 47,7 mkr, som vi bedömer ger finansiering in i Q2(25). Rörelsekostnaderna var förhållandevis låga under perioden och minskade till -10,3 mkr (-11,0 mkr) och det är framför allt projektkostnaderna som minskat Y/Y. Att de går ned beror på att patientinklusionen till Tumorad-studien ännu varit begränsad. Vi förväntar oss att få se kostnaderna börja öka något under H2 i takt med att fler patienter kommer in i studien.

Besked från övervakningskommittéen nära förestående

Viktigaste beskedet i rapporten var att den första gruppen om tre patienter inkluderats och påbörjat behandling i den pågående fas 1/2a-studien med Tumorad. Nu väntar vi på besked från den oberoende övervakningskommitténs utvärdering av data från dessa första patienter, med fokus på säkerhet. Vi förväntar oss att beskedet kommer inom kort och vid positivt utlåtande räknar vi med att doseringen av patienter i Tumorad-studien omgående kan fortsätta. I diskussion med ledningen får vi intryck av att det finns bra intresse att få delta.

Vi håller fast vid vår värdering

Rapporten för andra kvartalet bjöd som sig bör inte på några större överraskningar och är därför ingen anledning till att göra några större justeringar. Även om patientrekryteringen varit aningen trög inledningsvis förväntar vi oss att tidsplanen för Tumorad-studien ska kunna hålla, och därmed är caset intakt. Vi noterar att intresset för målinriktade radioaktiva läkemedelsbehandlingar, likt Tumorad, fortsätter vara stort inom läkemedelsindustrin. Under de senaste månaderna har framför allt Eli Lilly varit affärsaktivt och byggt vidare sin pipeline efter fjolårets förvärv av Point Biopharma.

| Estimatändring | | | | Prognos (mkr) | | | | Värde och risk | | |
|----------------------------|------------------|------|------|---------------------|-------|-------|--------|-----------------|-----------------------|----|
| | 24e | 25e | 26e | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 0,65 - 0,85 kr | |
| Totala intäkter | -5,3% | 0,0% | 0,0% | 6 | 8 | 11 | 14 | Aktiekurs | 0,4 kr | |
| EBITDA, just. | 15,9% | 1,6% | 1,6% | 115% | 40% | 37% | 19% | Riskenivå | Hög | |
| EPS, just. | 16,4% | 1,6% | 1,6% | EBITDA, just. | -43 | -41 | -65 | -70 | Kursutveckling 12 mån | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | -43 | -41 | -65 | -70 | | |
| Q3 - rapport | 06 november 2024 | | | EPS, just. | -0,2 | -0,1 | -0,2 | -0,2 | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | Intressekonflikter | |
| Antal aktier | 348m | | | EK/aktie | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | Yes | No |
| Börsvärde | 126 | | | EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Likviditetsgarant | ✓ |
| Nettoskuld | -48 | | | ROE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Certified adviser | ✓ |
| EV | 78 | | | ROCE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Transaktioner 12m | ✓ |
| Free float | 74% | | | EV/Sales | 21,4x | 50,3x | 156,7x | 156,7x | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 159k | | | EV/EBITDA | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Bloomberg Ticker | SPAGO SS EQUITY | | | EV/EBIT | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Analytiker | | | | P/E, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Klas Palin | | | | P/EK | 1,8x | 5,0x | 5,0x | 6,2x | | |
| klas.palin@carnegie.se | | | | FCF yield | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | | |

Investment case

Bolaget är i ett intressant läge när projektportföljen nu rör sig framåt och vi förväntar oss potentiellt betydande värdedrivande nyheter inom de kommande sex till tolv månaderna. Vi anser att investerare underskattar i synnerhet Tumorad, som har stor potential inom det snabbt växande radionuklidområdet.

Det är framför allt Tumorad som vi förväntar oss kommer att vara det som driver intresset för aktien under det närmaste året. En fas 1/2a-studie pågår och genomförs på kliniker i Australien. Fas 1-studier ses ofta som relativt utdragna med begränsad värdepotential för investerare. Här skiljer sig Tumorad-studien, då det kommer vara möjligt att redan tidigt få indikationer på hur Tumorad-nanopartiklarna tas upp i kroppen, vilket gör det möjligt att uppskatta relationen mellan säkerhet och effekt.

Vi ser ett snabbt växande intresse inom läkemedelsindustrin för målsökande toxiska behandlingar vid cancer och i synnerhet för radioaktiva behandlingar likt Tumorad. Spago är relativt ensamt i sitt angreppssätt, som utgår från EPR-effekten. Att den radioaktiva isotopen lutetium-177, som används i Tumorad, är effektiv mot cancer vet vi från andra projekt och prekliniska studier. Frågetecknen handlar istället om ifall Tumorad ansamlas vid tumörer i tillräckligt hög grad och med en hanterbar biverkningsprofil. Stöd för EPR-effekten och plattformen finns från prekliniska studier och framför allt från det positiva resultatet i fas 1-studien för SpagoPix. Det är dock viktigt att påminna sig om att läkemedelsutveckling tillhör de mest riskfyllda områdena och att bakslag i kliniska studier kan betyda att projekt läggs ned.

Bolagsprofil

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

| Projektportfölj och utvecklingsfas | | | | | | |
|------------------------------------|----------------|-----------------|------------|------------|-------|---------|
| Projekt | Indikation | Utvecklingssteg | | | | |
| | | Preklin | Fas 1 | Fas 2 | Fas 3 | Marknad |
| Pegfosimer* (SN132D) | Bröstcancer | ██████████ | ██████████ | | | |
| | Endometrios | ██████████ | ██████████ | ██████████ | | |
| Tumorad (SN201) | Solida tumörer | ██████████ | ██████████ | | | |
| Slutförd | | ██████████ | | | | |
| Pågående | | ██████████ | | | | |

*pegfosimer manganese

Källa: Penser by Carnegie

SpagoPix har potential att ersätta etablerade gadoliniumbaserade kontrastmedel på marknaden, tack vare bättre kontrastegenskaper och säkerhetsprofil. Störst potential ser vi i Tumorad (SN201), som kan bli ett komplement till etablerade behandlingar av cancer. Tumorad är nanopartiklar laddade med radioaktivt lutetium (177LU) som optimerats för att selektivt tas upp av cancerceller, och projektet 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, vilket innebär att molekyler som hamnat vid tumörvävnad förblir där en längre tid och därmed ger längre terapeutisk verkan.

Värdering

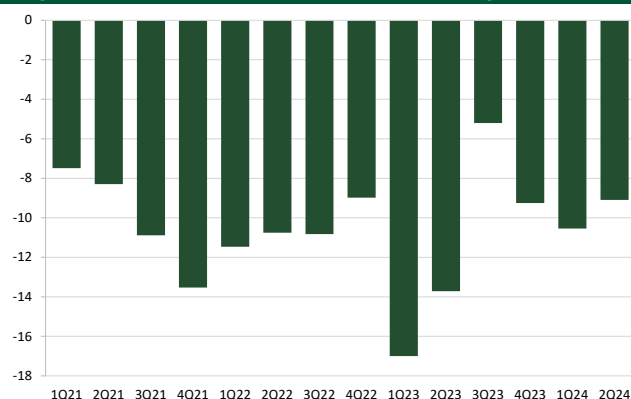
Vår SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie om 0,75 kr per aktie, och utifrån det sätter vi ett fundamentalt motiverat värde till 0,65-0,85 kr per aktie.

Utveckling i kvartalet

Den första dosgruppen har behandlats med Tumorad och inledande data analyseras av en övervakningskommitté, där besked väntas inom kort om huruvida doseringen av patienter i den pågående fas 1/2a-studien med Tumorad kan gå vidare. Det fåtal patienter som hittills kommit in i studien ger fortsatt låga projektetkostnader, som under Q2(24) uppgick till -3,5 mkr (-4,4 mkr). Vi räknar med att få se kostnaderna öka framåt i takt med att patientantalet stiger.

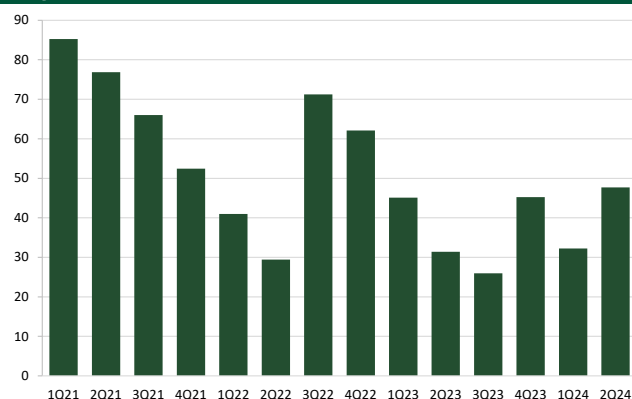
Det operativa kassaflödet i Q2(24) hamnade på -9,1 mkr (-13,6 mkr) och per den sista juni uppgick likvida medel till 47,7 mkr. Vi beräknar att bolaget är finansierat in i Q2(25).

Figur 1: Operativt kassaflöde plus investeringar (mkr)



Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Figur 2: Likvida medel per kvartal (mkr)



Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Prognosförändringar

Vi tar ned våra förväntningar på kostnadsutvecklingen för i år, men gör endast mindre förändringar för åren därefter. Lägre förväntade kostnader slår igenom på resultat och kassaflöde som vi nu förväntar oss blir något mindre negativt, se nedan.

Figur 3: Övergripande prognosförändringar (mkr)

| | | 2024 | 2025 | 2026 |
|----------------------|----------|--------|-------|-------|
| Nettoomsättning | Nya | 1,6 | 0,5 | 0,5 |
| | Tidigare | 1,3 | 0,5 | 0,5 |
| | Diff | 24,7% | 0,0% | 0,0% |
| Rörelsekostnader | Nya | -49,7 | -76,6 | -83,5 |
| | Tidigare | -57,9 | -77,7 | -84,7 |
| | Diff | -14,2% | -1,4% | -1,3% |
| EBIT | Nya | -41,4 | -65,2 | -70,0 |
| | Tidigare | -49,1 | -66,3 | -71,1 |
| | Diff | 15,8% | 1,6% | 1,6% |
| Operativt kassaflöde | Nya | -38,2 | -63,6 | -73,6 |
| | Tidigare | -47,2 | -64,9 | -73,8 |
| | Diff | -19,0% | -2,1% | -0,3% |

Källa: Penser by Carnegie

Affärsaktivitet inom segmentet

Under sommarmånaderna har vi noterat tre nya affärer inom radionuklidområdet. Eli Lilly bygger vidare på fjolårets uppköp av Point Biopharma med ett forskningsavtal med Aktis Oncology kring dess aktiniumplattform, se villkor i tabellen nedan. Därtill har Eli Lilly tecknat ett optionsavtal med onoterade Radionetics Oncology om att köpa hela bolaget för USD1bn vid en förbestämd tidpunkt som dock inte är offentlig. För denna option betalar Eli Lilly USD140m i förskott.

Precis som många andra aktörer inom radionuklidområdet utvecklar Radionetics små molekyler konjugerade med radioisotoper. Bolaget har inriktat sig mot ytproteiner G-proteinkopplade receptorer och jobbar med både alfa- och betastrålande isotoper. Ett av bolagets första projekt, uppfattar vi, riktar sig mot MC2R, som uppges vara högt uttryckt vid tumörer i binjurar. Parallellt sker utveckling mot måltavlan med ett målsökande bildförstärkande behandlingsmedel, ⁶⁸Ga-R8760 (gallium-68-baserad). En fas 1-studie i denna cancerform pågår. Bolaget indikerar att två till projekt ska tas framåt in i klinisk utveckling under 2024.

Figur 4: Affärsaktivitet inom radionuklidområdet 2021-2024

| Licenstagare | Säljare | Datum | Utvecklingskede | Upfront | Totalt affärsvärde |
|--------------------------|------------------------|--------|------------------|----------|-----------------------------|
| SK Biopharmaceuticals | Full-Life Technologies | jul-24 | Preklin | ND | 571,5 MUSD |
| Eli Lilly (optionsavtal) | Radionetics Oncology | jul-24 | Preklin | 140 MUSD | 1.140 MUSD |
| Eli Lilly | Aktis Oncology | maj-24 | R&D samarbete | 60 MUSD | 1.160 MUSD |
| Novartis | PeptiDream | apr-24 | R&D samarbete | 180 MUSD | 2.710 MUSD |
| 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 | iTheragnostics | mar-21 | Preklin | 20 MUSD | 1.300 MUSD + royalty |

Källa: Penser by Carnegie

Sydcoreanska SK Biopharmaceuticals har tecknat licensavtal med tyska Full-Life Technologies kring det prekliniska projekt FL-091. Avtalet omfattar totalt USD571,5m plus royalty. FL-091 är en småmolekyl konjugerad med ²²⁵aktinium och riktad mot målproteinet neurotensin receptor 1 (NTSR1). NTSR1 uppges finnas överuttryckt inom solida tumörer som kolorektalcancer, prostatacancer och bukspottkörtelcancer. Avtalet ger även SK Biopharmaceuticals förtur på att licensiera ett antal andra projekt hos Full-Life.

Vi noterar även med intresse att Nuclidium och Guerbet har ingått ett strategiskt partnerskap avseende diagnostiska och terapeutiska kopparbaserade radionuclidprojekt. Guerbet har gjort en investering i Nuclidium som en del av avtalet. Samarbetet omfattar även att Nuclidium får tillgång till Guerbets expertis och nätverk inom diagnostisk avbildning, tillverknings och kliniska prövningar.

Andra väsentliga händelser inom området var beskedet att Bristol-Myers Squibb tillfälligt stoppat patientinkludering till den pågående fas 3-studien med RYZ101. Anledningen är svårigheter att få tag på den radioaktiva isotopen aktinium²²⁵ som utgör den aktiva delen i behandlingen. Vi uppfattar att det kan handla om leveransproblem från en rysk leverantör.

Vi noterar att fler bolag inom segmentet med radioaktiva behandlingar uttrycker brist på vissa isotoper, men vi har inte sett några andra bolag som behövt tillfälligt stoppa sina studier. Kontakter med ledningen i Spago indikerar att bolaget har bra lokala leverantörer av lutetium²²⁷ i Australien och inte upplever några leveransproblem.

Värdering

I vår värdering av Spago Nanomedical använder vi en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell (rNPV), där vi bedömer varje projekt var för sig och som sedan adderas i vår 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.

Vi gör inga förändringar i våra projektantaganden och vår SOTP-värdering ligger kvar på 0,75 kr (0,75 kr) per aktie. Vårt motiverade värderingsintervall förblir intakt på 0,65-0,85 kr per aktie.

Figur 5: Värdering – Sum-of-the-parts (mkr)

| Projekt | Indikation | Sannolikhet för godkännade | Fsg. potential (USDm) | Lansering | NPV* | NPV per aktie |
|---------------------------|--------------------------|----------------------------|-----------------------|-----------|-------------|---------------|
| SpagoPix (pegfosimer) | Bröstcancer, Endometriös | 10,8% | 190 | 2028 | 54 | 0,15 |
| Tumorad | Solida tumörer | 8,5% | 1 500 | 2030 | 215 | 0,62 |
| Teknologivärde | | | | | 269 | 0,8 |
| Nettokassa | | | | | 48 | 0,1 |
| Gemensamma kostnader | | | | | -56 | -0,2 |
| NPV | | | | | 261 | |
| Antal aktier | | | | | 348,2 | |
| NPV per aktie (kr) | | | | | 0,75 | |

*mkr, USD=10,4 kr

Källa: Penser by Carnegie

Nedan visas känsligheten i vår värdering per projekt mot förändringar av avkastningskravet och sannolikheter. Modelleringen tydliggör vår syn på den stora hävstången för Tumorad redan under fas 1-utvecklingen. Scenariot om en sannolikhet på 12% skulle motsvara 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 hela fas 1-delen och att en rekommenderad dos för 2a-delen identifierats.

Känslighetsanalys – Värde per projekt vid olika WACC (kr)

| | 14% | 17% | 20% | 23% | 26% |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| SpagoPix | 0,22 | 0,18 | 0,15 | 0,13 | 0,11 |
| Tumorad | 1,06 | 0,80 | 0,62 | 0,48 | 0,37 |
| Spago Nanomedical | 1,17 | 0,93 | 0,75 | 0,61 | 0,50 |

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys – Olika sannolikheter för Tumorad (kr)

| | 5,0% | 8,5% | 12% | 17% | 22% |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| SpagoPix | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 | 0,15 |
| Tumorad | 0,31 | 0,62 | 0,93 | 1,31 | 1,74 |
| Spago Nanomedical | 0,44 | 0,75 | 1,06 | 1,44 | 1,87 |

Källa: Penser by Carnegie

Värdering av jämförbara bolag

Nedan har vi sammanställt en tabell med ett par läkemedelsutvecklande bolag som är listade på börser i Sverige och Danmark. Vi har i tabellen selekterat på bolag som ligger i en liknande utvecklingsfas inom onkologi/radioterapi.

Figur 6: Urval av jämförbara noterade bolag i Norden – onkologi (mkr)

| Bolag | Börsvärde | Aktiekurs (kr) | Likvida medel | Teknologi-värde (EV) | Utvecklingsfas längst framskridet |
|--------------------------|------------|----------------|---------------|----------------------|-----------------------------------|
| Active Biotech* | 178 | 0,49 | 25 | 152 | Fas 2 |
| Alligator Biosciences | 959 | 1,26 | 78 | 882 | Fas 2 |
| Ascelia*** | 78 | 2,3 | -4 | 82 | Fas 3 |
| Bioinvent* | 2612 | 39,7 | 1219 | 1393 | Fas 2 |
| Cantargia* | 713 | 3,88 | 143 | 570 | Fas 2 |
| Curasight (DK)* | 376 | 12,0 | 18 | 358 | Preklin** |
| Medivir* | 350 | 3,10 | 153 | 197 | Fas 2 |
| Mendus* | 402 | 7,98 | 88 | 314 | Fas 2 |
| Scandio Oncology* | 38 | 0,16 | 26 | 12 | Fas 2 |
| Medel | 634 | | | 440 | |
| Median | 376 | | | 314 | |
| Spago Nanomedical | 125 | 0,36 | 48 | 77 | Fas 1 |

*avser t.o.m. Q1 2024, **Terapiprogram, ***Pågående kapitalanskaffning

Källa: Penser by Carnegie, FactSet

Nedan har vi sammanställt värderingar av ett urval internationellt noterade bolag som är aktiva i utveckling av radionuklid-behandlingar vid cancer. Merparten av dessa har kommit längre än Spago och i vissa fall har de även intäkter från försäljning av bildförstärkande produkter, som ofta sker i kombination vid utvecklingen av terapiprojekt.

Figur 7: Urval av internationella jämförelsebolag aktiva inom radiopharma fältet (mkr)

| Bolag | Noteringsland | Börsvärde | Nettokassa | Teknologi-värde (EV) | Utvecklingsfas längst framskridet |
|--------------------------|---------------|------------|------------|----------------------|-----------------------------------|
| Actinium Pharmaceuticals | USA | 676 | 891 | -215 | Fas 3 |
| Alpha Tau Medical | USA/Israel | 1 558 | 650 | 908 | Fas 3/Marknad |
| Clarity Pharmaceuticals | Australien | 13 351 | 262 | 13 089 | Fas 3 |
| Monopar Therapeutics | USA | 89 | 75 | 14 | Preklin* |
| Radiopharm Theranostics | Australien | 263 | 12 | 251 | Preklin* |
| Telix Pharmaceuticals | Australien | 45 643 | 723 | 44 920 | Fas 2* |
| Medel | | 10 263 | | 9 828 | |
| Median | | 1 558 | | 908 | |
| Spago Nanomedical | | 125 | 48 | 77 | |

*Terapiprojekt

Källa: Penser by Carnegie, FactSet

Noterbart är att Actinium Pharmaceuticals handlas under sin kassa per den sista mars 2024. Anledningen är att FDA gett avslag på bolagets registreringsansökan för sitt projekt Imomab-B, då myndigheten vill se data från en mer omfattande fas 3-studie. I den fas 3-studie som genomförts har Imomab-B getts i kombination med allogen stamcellstransplantation till patienter med AML. FDA vill se en kontrollarm som inkluderar enbart allogen stamcellstransplantation.

Fusion Pharmaceuticals har tagits bort efter att ha blivit uppköpt av Astrazeneca. Vi har lagt till amerikanska Monopar Therapeutics, som utvecklar målsökande antikroppar konjugerade med lutetium¹⁷⁷. Bolaget riktar sitt huvudprojekt mot samma måltavla som danska Curasight, uPAR.

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 beaktas vid en investering i Spago Nanomedical.

Negativa utfall i studier: Den främsta risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten blir negativa och att vidare utveckling inte kan motiveras. Vi anser att utvecklingsrisken är något reducerad mot det generella projektet, då bolaget redan visat att dess nanopartiklar kan ansamlas vid tumörer, vilket ger 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: Spago har återkommande kapitalbehov. I takt med att projekten avancerar ökar vanligtvis kapitalbehovet. Efter en bra teckningsgrad av de utestående teckningsoptionerna (TO12), ser vi att bolaget är finansierat in i Q2 2025.

Partneravtal uteblir: Bolagets längst framskridna projekt, SpagoPix (pegfosimer), har visat lovande resultat på patienter med bröstcancer och med endometrios. För att ta projektet framåt behövs en partner eller alternativ finansieringslösning.

| Resultaträkning | | | | | | | | |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoomsättning | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| Övriga rörelseintäkter | 19 | 7 | 6 | 2 | 5 | 7 | 11 | 13 |
| Totala intäkter | 19 | 7 | 7 | 3 | 6 | 8 | 11 | 14 |
| Administrationskostnader | -17 | -14 | -16 | -17 | -16 | -17 | -19 | -20 |
| R&D-kostnader | -22 | -12 | -29 | -8 | -32 | -32 | -57 | -63 |
| Övriga rörelsekostnader | - | - | - | - | -1 | 0 | -1 | -1 |
| EBITDA | -20 | -19 | -39 | -22 | -43 | -41 | -65 | -70 |
| EBITDA, justerad | -20 | -19 | -39 | -22 | -43 | -41 | -65 | -70 |
| EBITA, justerad | -20 | -19 | -39 | -22 | -43 | -41 | -65 | -70 |
| EBIT | -20 | -19 | -39 | -22 | -43 | -41 | -65 | -70 |
| EBIT, justerad | -20 | -19 | -39 | -22 | -43 | -41 | -65 | -70 |
| Finansnetto | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | -20 | -19 | -39 | -22 | -42 | -41 | -65 | -70 |
| Resultat före skatt, justerad | -20 | -19 | -39 | -22 | -42 | -41 | -65 | -70 |
| Nettoresultat | -20 | -19 | -39 | -22 | -42 | -41 | -65 | -70 |
| Nettoresultat, justerad | -20 | -19 | -39 | -22 | -42 | -41 | -65 | -70 |
| Omsättningstillväxt | Neg. | -62% | -10% | -58% | 115% | 40% | 37% | 19% |
| Bruttomarginal | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EPS, justerad | -0,94 | -0,59 | -0,94 | -0,24 | -0,19 | -0,12 | -0,19 | -0,20 |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys | | | | | | | | |
|-------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EBIT | -20 | -19 | -39 | -22 | -43 | -41 | -65 | -70 |
| Övriga kassaflödesposter | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 | 0 | 0 |
| Förändringar i rörelsekapital | -1 | 0 | 3 | 1 | -3 | 1 | 1 | -4 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -21 | -18 | -36 | -21 | -45 | -38 | -64 | -74 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -18 | -6 | -5 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -18 | -6 | -5 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| Fritt kassaflöde | -40 | -25 | -40 | -21 | -45 | -39 | -64 | -74 |
| Nyemission / återköp | 35 | 41 | 64 | 52 | 29 | 21 | 65 | 65 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 35 | 41 | 64 | 52 | 29 | 21 | 65 | 65 |
| Kassaflöde | -4 | 17 | 24 | 30 | -17 | -17 | 1 | -9 |
| Nettoskuld | -12 | -28 | -52 | -62 | -45 | -28 | -29 | -19 |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

| Balansräkning | | | | | | | | |
|--------------------------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | |
| Övriga immateriella tillgångar | 126 | 132 | 136 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Materiella anläggningstillgångar | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| Summa anläggningstillgångar | 127 | 133 | 137 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| Kundfordringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 3 |
| Övriga omsättningstillgångar | 1 | 1 | 2 | 3 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 12 | 28 | 52 | 62 | 45 | 28 | 29 | 19 |
| Summa omsättningstillgångar | 14 | 30 | 54 | 65 | 52 | 35 | 38 | 31 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 141 | 163 | 192 | 66 | 53 | 36 | 40 | 34 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | |
| Eget kapital | 138 | 160 | 185 | 57 | 41 | 25 | 25 | 20 |
| Summa eget kapital | 138 | 160 | 185 | 57 | 41 | 25 | 25 | 20 |
| Övriga långfristiga skulder | - | - | - | - | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Summa långfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| Leverantörsskulder | 1 | 1 | 4 | 5 | 6 | 6 | 7 | 5 |
| Övriga kortfristiga skulder | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 | 4 | 7 | 8 |
| Summa kortfristiga skulder | 3 | 3 | 7 | 9 | 11 | 10 | 14 | 13 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 141 | 163 | 192 | 66 | 53 | 36 | 40 | 34 |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

| Tillväxt och marginaler | | | | | | | | |
|---------------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Intäktstillväxt | Neg. | -62% | -10% | -58% | 115% | 40% | 37% | 19% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| Bruttomarginal | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EBITDA-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

| Avkastning | | | | | | | | |
|----------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| ROE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | >100% | >100% | >100% | >100% |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------------------------------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| Kundfordringar / totala intäkter | - | 0% | 1% | 2% | 6% | 5% | 14% | 22% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 7% | 12% | 15% | 35% | 24% | 21% | 18% | 15% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -8% | -24% | -75% | -205% | -81% | -40% | -40% | -4% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,1x | 0,0x | 0,0x | 0,0x | 0,1x | 0,3x | 0,5x | 0,7x |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -12 | -28 | -52 | -62 | -45 | -28 | -29 | -19 |
| Soliditet | 98% | 98% | 96% | 87% | 78% | 71% | 63% | 60% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -0,1x | -0,2x | -0,3x | -1,1x | -1,1x | -1,1x | -1,1x | -1,0x |
| Nettoskuld / EBITDA | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Aktiedata

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | -0,94 | -0,59 | -0,94 | -0,24 | -0,19 | -0,12 | -0,19 | -0,20 |
| EPS, justerad | -0,94 | -0,59 | -0,94 | -0,24 | -0,19 | -0,12 | -0,19 | -0,20 |
| FCF per aktie | -1,83 | -0,77 | -0,96 | -0,23 | -0,20 | -0,11 | -0,18 | -0,21 |
| Eget kapital per aktie | 6,37 | 4,97 | 4,43 | 0,63 | 0,18 | 0,07 | 0,07 | 0,06 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 21,6 | 32,1 | 41,7 | 90,9 | 225 | 348 | 348 | 348 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 21,6 | 32,1 | 41,7 | 90,9 | 225 | 348 | 348 | 348 |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

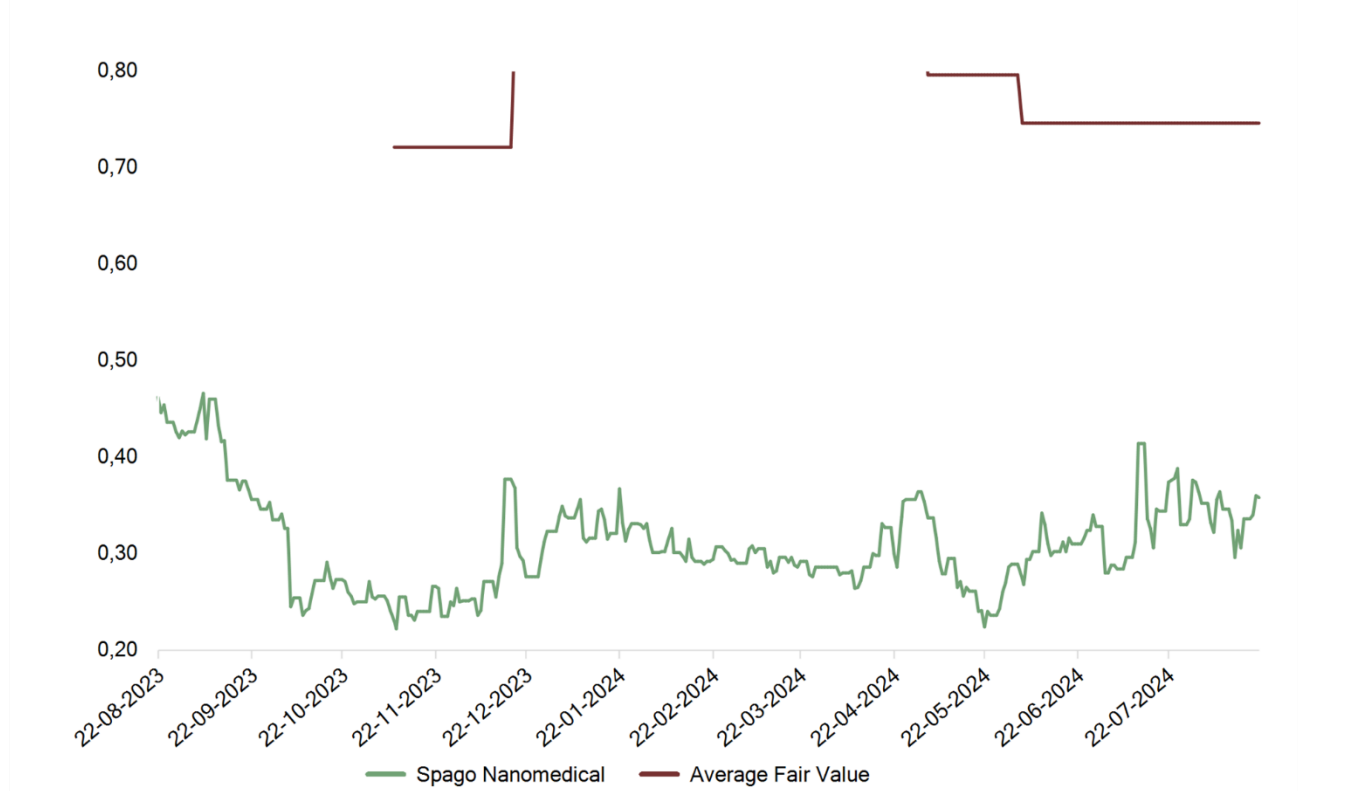
Värdering

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| P/EK | 0,1x | 0,1x | 1,1x | 1,0x | 1,8x | 5,0x | 5,0x | 6,2x |
| P/FCF | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| FCF-yield | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| Direktavkastning | 0,0% | 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% | 0,0% |
| EV/Sales | Neg. | Neg. | 21,8x | Neg. | 4,8x | 50,3x | 100x | 100x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 0,2x | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 0,2x | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EV | Neg. | Neg. | 143 | -5 | 28 | 78 | 78 | 78 |
| Aktiekurs | 0,36 | 0,36 | 4,7 | 0,63 | 0,33 | 0,36 | 0,36 | 0,36 |

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Spago Nanomedical (SPAGO SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95