Penser Access by Carnegie

Biotech | Sverige | 08 februari 2024

# Spago Nanomedical

## Lockande nyhetsagenda

### Ökad transparens

Som förväntat fick vi se rörelsekostnaderna krypa uppåt igen i det fjärde kvartalet efter lågpunkten i Q3. Ökningen kommer av att fas 1/2a-studien för Tumorad kommit igång. Under de närmaste kvartalen, i takt med att aktiviteten i studien tilltar, räknar vi med att få se en gradvis kostnadsökning. Det mest intressanta ur ett finansiellt perspektiv var att bolaget i sin redovisning skiftade från aktiveringsmodell till kostnadsföringsmodell. Det är en ren redovisningsmanöver som innebär att projektkostnader framöver tas direkt över resultatet, vilket kommer bidra till bättre transparens över hur verksamheten faktiskt utvecklas och det är en förändring som vi sedan länge har förespråkat.

### Första patient behandlad

Patient nummer ett i Tumorad-studien har fått sin första behandling och efter analys av data har den oberoende säkerhets-kommittén (Data Monitoring Committee) rekommenderat att man går vidare till en högre dos. Vi uppfattar att studien löper enligt plan och vi får positiva signaler på frågor om rekryteringsläget. I rapporten upprepas målet att kunna kommunicera viss data om säkerhet och biodistribution redan under H1 2024 (vår förväntan i Q2'24). För SpagoPix förväntar vi oss inga större nyheter i närtid, men arbete pågår för en publicering av data senare i år, vilket kan ge ytterligare värdefulla detaljer om potentialen för projektet inom endometrios.

### Inga större förändringar

Rapporten för det fjärde kvartalet 2023 föranleder inga större justeringar av våra prognoser: Den främsta skillnaden är att vi anpassar modellen efter nya redovisningen, vilket slår mot intäkter och resultat men inte har någon kassaflödeseffekt. Aktien är nyhetskänslig och viktigast på agendan är data från Tumorad-studien, som kan ge en tidig indikation om effekt och säkerhet. Positiva resultat skulle betyda en ordentlig reducering av risken i projektet och vi bedömer att det kan öppna dörren för industriellt intresse. Vi ser en betydande potential i aktien men vi vill uppmärksamma om den höga risknivån.

### Estimatändring

| | 24e | 25e | 26e |
|---|---|---|---|
| Totala intäkter | -39,2% | -37,6% | 0,0% |
| EBITDA, just. | -4,9% | -9,8% | 0,0% |
| EPS, just. | -5,0% | -9,1% | 0,0% |

### Kommande händelser

| | |
|---|---|
| Q1 - rapport | 02 maj 2024 |
| Q2 - rapport | 21 augusti 2024 |

### Bolagsfakta (mkr)

| | |
|---|---|
| Antal aktier | 225m |
| Börsvärde | 71 |
| Nettoskuld | -45 |
| EV | 26 |
| Free float | 74% |
| Daglig handelsvolym, snitt | 185k |
| Bloomberg Ticker | SPAGO SS EQUITY |

### Analytiker

Klas Palin
klas.palin@carnegie.se

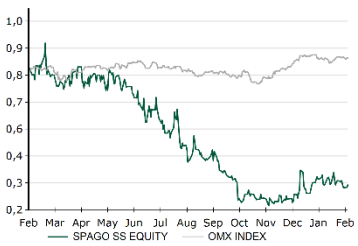
### Prognos (mkr)

| | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|
| Totala intäkter | 6 | 8 | 11 | 14 |
| Tillväxt | >100% | 30% | 47% | 19% |
| EBITDA, just. | -43 | -52 | -67 | -71 |
| EBIT, just. | -43 | -53 | -67 | -72 |
| EPS, just. | -0,2 | -0,2 | -0,3 | -0,3 |
| EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| EK/aktie | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| 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 | 4,8x | 3,4x | 2,3x | 1,9x |
| EV/EBITDA | Neg. | -0,5x | -0,4x | -0,4x |
| EV/EBIT | Neg. | -0,5x | -0,4x | -0,4x |
| P/E, just. | -1,7x | -1,4x | -1,1x | -1,0x |
| P/EK | 1,8x | 1,9x | 2,1x | 2,5x |
| FCF yield | -62% | -74% | -97% | -102% |
| Nettoskuld/EBITDA | 1,1x | 0,8x | 0,5x | 0,4x |

### Värde och risk

| Motiverat värde | 0,80 - 0,90 kr |
|---|---|
| Aktiekurs | 0,3 kr |
| Risknivå | Hög |

### Kursutveckling 12 mån




### Intressekonflikter

| | Yes | No |
|---|---|---|
| Likviditetsgarant | | ✓ |
| Certified adviser | | ✓ |
| Transaktioner 12m | | ✓ |

Denna rapport har tagits fram på uppdrag av, och är betald av, emittenten. Commissioned research (uppdragsanalys) anses utgöra marknadsföringskommunikation (alltså inte investeringsanalys enligt MiFID II). Denna rapport kan vara föremål för distributionsrestriktioner i vissa jurisdiktioner. För mer information, se upplysningar och disclaimer i slutet av rapporten.

## 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 vara drivare av intresse 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 säkerhet och effekt.

Vi ser ett stort växande intresse inom läkemedelsindustrin för målsökande toxiska behandlingar vid cancer och i synnerhet av radioaktiva behandlingar likt Tumorad. Spago är relativt ensamma 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 positiva resultatet i fas 1-studien för SpagoPix. Det är dock viktigt att påminna sig om att läkemedelsutveckling tillhör de mest riskfyllda områdena och 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 manganease

*Källa: Penser Access by Carnegie*

SpagoPix utvecklas för att ersätta etablerade gadoliniumbaserade kontrastmedel på marknaden, med en potential att uppvisa bättre kontrastegenskaper och säkerhetsprofil. Störst potential ser vi i dock Tumorad (SN201), som kan bli ett komplement till etablerade behandlingar av cancer. Tumorad är nanopartiklar laddade med radioaktivt lutetium ($^{177}$LU) 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 vid cancer, vilket innebär att molekyler som hamnat vid tumörvävnad förblir där en längre tid och därmed får längre terapeutisk verkan.

## Värdering

Vår rNPV SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie om 0,84 kr (0,84 kr) och utifrån det så sätter vi ett fundamentalt motiverade värde till 0,8-0,9 kr per aktie vid WACC på 23%.

## Finansiella prognoser och utfall

Rapporten för Q4 var relativt odramatisk och i linje med våra förväntningar fick vi se en vändning uppåt för rörelsekostnaderna efter en lågpunkt i Q3'23. Rörelsekostnaderna uppgick till 12,1 mkr (13,3). Vi delar inte våra kvartalsprognoser, men helårssiffran för rörelsekostnaderna var snäppet bättre än vi hade räknat med och därmed även utvecklingen i Q4'23. Efter rapporten gör vi endast mindre justeringar i våra antaganden för 2024 och de närmast kommande åren, se nedan.

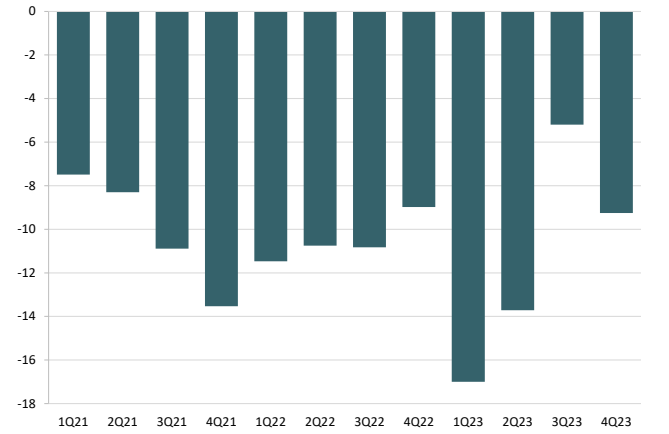
**Övergripande prognosförändringar**

| | | 2024 | 2025 | 2026 |
|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | Nya | 1,2 | 0,5 | 0,5 |
| | Tidigare | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| | Diff | 140,0% | 0,0% | 0,0% |
| Rörelsekostnader | Nya | -60,3 | -78,6 | -85,2 |
| | Tidigare | -62,8 | -79,5 | -85,2 |
| | Diff | -4,0% | -1,1% | 0,0% |
| EBIT | Nya | -52,6 | -67,3 | -71,6 |
| | Tidigare | -50,1 | -61,3 | -71,6 |
| | Diff | 4,9% | 9,7% | 0,0% |
| Operativt kassaflöde | Nya | -51,6 | -68,0 | -71,6 |
| | Tidigare | -48,7 | -62,2 | -71,6 |
| | Diff | 5,9% | 9,4% | 0,0% |

*Källa: Penser Access by Carnegie*

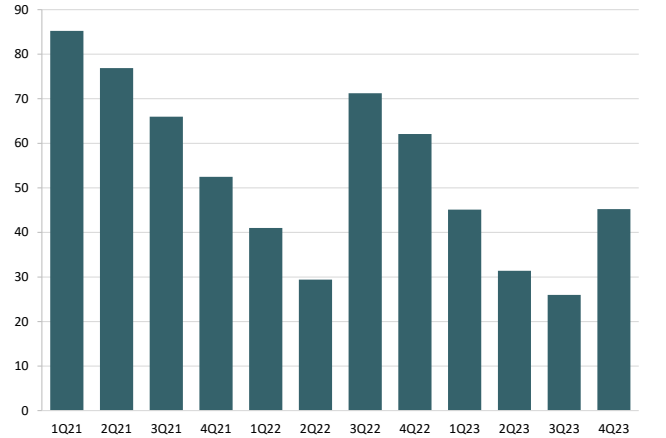
Vid utgången av Q4 2023 uppgick likvida medel till 45,2 mkr och därmed finns det inget akut finansieringsbehov. I våra estimat räknar vi dock med att Spago behöver stärka finanserna senare i år, där utestående teckningsoptioner (TO12) kan vara en lösning och potentiellt även lösa kapitalbehovet för 2025. Teckningsgrad och teckningskurs blir viktig. Teckningskursen sätts till 70% av ett volymvägt genomsnitt av kursen under tio handelsdagar från den 2 maj till och med den 16 maj 2024, dock lägst 0,20 kronor per aktie och högst 0,80 kronor per aktie. Fullteckning vid det lägre intervallet skulle tillföra bolaget drygt 25 mkr före transaktionskostnader, och det högre drygt 100 mkr.

**Operativt kassaflöde + Investeringar* (mkr)**




*Källa: Penser Access by Carnegie, *med ny redovisningsmetod från Q4'23 visas framåt endast siffror för det operativa kassaflödet*

**Likvida medel (mkr)**




*Källa: Penser Access by Carnegie*

## Nya storaffärer inom området

Affärsintensiteten inom radiopharma-området har hållit i sig med flera nya transaktioner genomförda. Det som sticker ut mest den senaste tiden är Bristol-Myers Squibbs köp av Rayzebio i slutet av förra året. BMS är alltås ytterligare ett större läkemedelsbolag i raden som tar steget in i radiopharma-området, där vi redan fått se intresse från exempelvis Astrazenca, Bayer, Eli Lilly, Novartis och Roche.

Nedan listas transaktioner inom området under de senaste åren. Noterbart är att inget av bolagen som vi listat har valt samma väg som Spago, med så kallad passiv målsökning, utan att det vanliga angreppssättet är att koppla den radioaktiva isotopen till en molekyl riktad mot målstrukturer som uttrycks på tumörer. Med ett eget angreppssätt är det förståeligt att det finns en större osäkerhet kring utvecklingen av Tumorad, men lyckas Spago visa att konceptet håller i människa finns en tydlig differentiering som bör tilltala läkemedelsbolag och investerare.

**Urval av bolag inom radionuklidområdet som finansierats 2021-2024**

| Bolag | Datum | Senaste transaktion | Total | Radionuklid | Utvecklingsskede |
|---|---|---|---|---|---|
| Ratio Therapeutics | jan-24 | 50 MUSD | 90 MUSD | $^{225}$AC | Preklin |
| Artbio | dec-23 | 90 MUSD | 113 MUSD | $^{212}$Pb (beta) | Fas 0 |
| 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 |
| 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 | $^{225}$AC | 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 |

*Källa: Penser Access by Carnegie*

**Uppköp av bolag som är aktiva inom radionuklidområdet 2017-2024**

| Köpare | Målbolag | Affärsvärde | Datum | Radionuklid | Utvecklingsskede |
|---|---|---|---|---|---|
| Bristol Myers Squibb | Rayzebio | 3.600 MUSD | dec-23 | $^{225}$AC | Fas 3 |
| Eli Lilly | POINT Biopharma | 1.400 MUSD | sep-23 | $^{177}$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 Applica | 3.900 MUSD | okt-17 | $^{177}$LU | Fas 3 |

*Källa: Penser Access by Carnegie*

**Affärsaktivitet inom radionuklidområdet 2021-2024**

| 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 |

*Källa: Penser Access by Carnegie*

## Värdering och aktien

I vår värdering av Spago Nanomedical använder vi en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell (rNPV), där varje projekt bedöms var för sig och 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 fortsätta utvecklingen.

Vår rNPV SOTP-värdering av Spago ger oss ett fundamentalt värde per aktie om 0,84 kr, vid en WACC om 23%.

Värdering – Sum-of-the-parts (mkr)

| Projekt | Indikation | Sannolikhet för godkännade | Fsg. potential (USDm) | Lansering | NPV* | NPV per aktie |
|---|---|---|---|---|---|---|
| SpagoPix (pegfosimer) | Bröstcancer, Endometrios | 10,8% | 190 | 2028 | 41 | 0,18 |
| Tumorad | Solida tumörer | 8,5% | 1 500 | 2030 | 150 | 0,67 |
| **Teknologivärde** | | | | | **192** | **0,9** |
| Nettokassa | | | | | 45 | 0,2 |
| Gemensamma kostnader | | | | | -48 | -0,2 |
| **NPV** | | | | | **189** | |
| Antal aktier | | | | | 224,7 | |
| **NPV per aktie (kr)** | | | | | **0,84** | |

*mkr, USD=10,5 kr

*Källa: Penser Access 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)

| | 17% | 20% | 23% | 26% | 29% |
|---|---|---|---|---|---|
| SpagoPix | 0,26 | 0,22 | 0,18 | 0,16 | 0,14 |
| Tumorad | 1,16 | 0,88 | 0,67 | 0,51 | 0,39 |
| Spago Nanomedical | 1,32 | 1,05 | 0,84 | 0,68 | 0,57 |

*Källa: Penser Access by Carnegie*

Känslighetsanalys – Olika sannolikheter för Tumorad (kr)

| | 5,0% | 8,5% | 12% | 17% |
|---|---|---|---|---|
| SpagoPix | 0,18 | 0,18 | 0,18 | 0,18 |
| Tumorad | 0,35 | 0,67 | 0,99 | 1,45 |
| Spago Nanomedical | 0,52 | 0,84 | 1,16 | 1,62 |

*Källa: Penser Access by Carnegie*

### Värdering av jämförbara bolag

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

Jämförbara bolag i Norden

| Bolag | Börsvärde | Aktiekurs (kr) | Likvida medel | Teknologi-värde (EV) | Utvecklingsfas längst framskridet |
|---|---|---|---|---|---|
| Active Biotech* | 228 | 0,63 | 46 | 182 | Fas 2 |
| Alligator Biosciences* | 729 | 1,106 | 124 | 605 | Fas 2 |
| Ascelia* | 275 | 7,88 | 39 | 236 | Fas 3 |
| Bioinvent* | 1032 | 15,68 | 1358 | -326 | Fas 2 |
| Cantargia* | 626 | 3,408 | 200 | 426 | Fas 2 |
| Curasight (DK)* | 569 | 18,9 | 42 | 527 | Preklin** |
| Kancera* | 348 | 4,28 | 58 | 290 | Fas 2 |
| Medivir* | 346 | 3,07 | 194 | 152 | Fas 2 |
| Mendus* | 393 | 0,46 | 144 | 250 | Fas 2 |
| Scandio Oncology* | 128 | 3,14 | 55 | 73 | Fas 2 |
| Medel | 467 | | | 242 | |
| Median | 371 | | | 243 | |
| **Spago Nanomedical** | **72** | **0,32** | **45** | **27** | |

*avser t.o.m. Q3 2023, **Terapiprogram

*Källa: Penser Access by Carnegie*

Nedan har vi sammanställt värderingar av ett urval internationellt noterade bolag som är aktiva i utveckling av radionuklid-behandlingar 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 sker i kombination vid utvecklingen av terapiprojekt.

Internationella jämförelsebolag

| Bolag | Noteringsland | Börsvärde | Nettokassa | Teknologi-värde (EV) | Utvecklingsfas längst framskridet |
|---|---|---|---|---|---|
| Actinium Pharmaceuticals | USA | 1 531 | 877 | 654 | Fas 3 |
| Alpha Tau Medical | USA/Israel | 2 362 | 913 | 1 449 | Fas 3/Marknad |
| Clarity Pharmaceuticals | Australien | 4 332 | 467 | 3 865 | Fas 3 |
| Fusion Pharmaceuticals | USA | 8 541 | 1 513 | 7 028 | Fas 2 |
| Radiopharm Theranostics | Australien | 183 | 90 | 93 | Preklin* |
| Telix Pharmaceuticals | Australien | 26 516 | 853 | 25 663 | Fas 2* |
| Medel | | 7244 | | 6459 | |
| Median | | 3347 | | 2657 | |
| **Spago Nanomedical** | | **72** | **45** | **27** | |

*Terapiprojekt

*Källa: FactSet, Penser Access by Carnegie*

## 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 och att vidare utveckling inte kan motiveras. Vi anser att utvecklingsrisken är något reducerad utifrån att Spago redan visat att dess nanopartiklar kan ansamlas vid tumörer, vilketger 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 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 under 2024, där utestående teckningsoptioner (TO12) kan vara en lösning.

**Partneravtal uteblir:** Bolagets längst framskridna projekt SpagoPix (pegfosimer) har visat lovande resultat i patienter med bröstcancer och med endometrios. I nuläget bedömer vi dock att en partner eller annan alternativ lösning är nödvändigt för att utvecklingen av SpagoPix ska tas vidare.

## Resultaträkning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Nettoomsättning** | **0** | **0** | **1** | **1** | **1** | **1** | **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 | -21 |
| R&D-kostnader | -22 | -12 | -29 | -8 | -32 | -42 | -57 | -62 |
| Övriga rörelsekostnader | - | - | - | - | -1 | -1 | -2 | -2 |
| **EBITDA** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-43** | **-52** | **-67** | **-71** |
| **EBITDA, justerad** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-43** | **-52** | **-67** | **-71** |
| **EBITA, justerad** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-43** | **-53** | **-67** | **-72** |
| **EBIT** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-43** | **-53** | **-67** | **-72** |
| **EBIT, justerad** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-43** | **-53** | **-67** | **-72** |
| Finansnetto | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **Resultat före skatt** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-42** | **-52** | **-66** | **-71** |
| **Resultat före skatt, justerad** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-42** | **-52** | **-66** | **-71** |
| **Nettoresultat** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-42** | **-52** | **-66** | **-71** |
| **Nettoresultat, justerad** | **-20** | **-19** | **-39** | **-22** | **-42** | **-52** | **-66** | **-71** |
| *Intäktstillväxt* | *-* | *-62%* | *-10%* | *-58%* | *>100%* | *30%* | *47%* | *19%* |
| *Bruttomarginal* | *Neg.* | *>100%* | *>100%* | *>100%* | *>100%* | *>100%* | *>100%* | *>100%* |
| *EBIT-marginal, justerad* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* | *Neg.* |
| *EPS, justerad* | *-0,94* | *-0,59* | *-0,94* | *-0,24* | *-0,19* | *-0,23* | *-0,30* | *-0,32* |
| *EPS-tillväxt, justerad* | *-* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* | *N.m.* |

*Källa: Spago Nanomedical, Carnegie*

## Kassaflödesanalys

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EBIT | -20 | -19 | -39 | -22 | -43 | -53 | -67 | -72 |
| Övriga kassaflödesposter | 0 | 0 | 0 | 4 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Förändringar i rörelsekapital | -1 | 0 | 3 | 1 | -3 | 0 | -2 | -1 |
| **Kassaflöde från den operationella verksamheten** | **-21** | **-18** | **-36** | **-17** | **-45** | **-52** | **-68** | **-72** |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -18 | -6 | -5 | -4 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| **Kassaflöde från investeringsverksamhet** | **-18** | **-6** | **-5** | **-4** | **0** | **-1** | **-1** | **-1** |
| **Fritt kassaflöde** | **-40** | **-25** | **-40** | **-21** | **-45** | **-53** | **-69** | **-73** |
| Nyemission / återköp | 35 | 41 | 64 | 52 | 29 | 48 | 65 | 65 |
| **Kassaflöde från finansieringsverksamhet** | **35** | **41** | **64** | **52** | **29** | **48** | **65** | **65** |
| **Kassaflöde** | **-4** | **17** | **24** | **30** | **-17** | **-5** | **-4** | **-8** |
| **Nettoskuld** | **-12** | **-28** | **-52** | **-62** | **-45** | **-40** | **-36** | **-28** |

*Källa: Spago Nanomedical, 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** | **3** |
| Kundfordringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 |
| Övriga omsättningstillgångar | 1 | 1 | 2 | 3 | 6 | 7 | 10 | 8 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 12 | 28 | 52 | 62 | 45 | 40 | 36 | 28 |
| **Summa omsättningstillgångar** | **14** | **30** | **54** | **65** | **52** | **48** | **48** | **40** |
| **SUMMA TILLGÅNGAR** | **141** | **163** | **192** | **66** | **53** | **50** | **49** | **42** |
| | | | | | | | | |
| **EGET KAPITAL OCH SKULDER** | | | | | | | | |
| Eget kapital | 138 | 160 | 185 | 57 | 41 | 37 | 35 | 28 |
| **Summa eget kapital** | **138** | **160** | **185** | **57** | **41** | **37** | **35** | **28** |
| Övriga långfristiga skulder | - | - | - | - | 0 | 0 | 1 | 2 |
| **Summa långfristiga skulder** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **0** | **1** | **2** |
| Leverantörsskulder | 1 | 1 | 4 | 5 | 6 | 6 | 7 | 5 |
| Övriga kortfristiga skulder | 2 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| **Summa kortfristiga skulder** | **3** | **3** | **7** | **9** | **11** | **12** | **14** | **13** |
| **SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER** | **141** | **163** | **192** | **66** | **53** | **50** | **49** | **42** |

*Källa: Spago Nanomedical, Carnegie*

## Tillväxt och marginaler

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Intäktstillväxt | - | -62% | -10% | -58% | >100% | 30% | 47% | 19% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | - | N.m. | 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. | N.m. |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| Bruttomarginal | Neg. | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% | >100% |
| 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, 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, Carnegie*

## Kapitaleffektivitet

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Kundfordringar / totala intäkter | - | 0% | 1% | 2% | 6% | 10% | 14% | 22% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 7% | 12% | 15% | 35% | 24% | 21% | 18% | 15% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -8% | -24% | -75% | -205% | -81% | -58% | -22% | -11% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,1x | 0,0x | 0,0x | 0,0x | 0,1x | 0,2x | 0,3x | 0,5x |

*Källa: Spago Nanomedical, Carnegie*

## Finansiell ställning

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoskuld | -12 | -28 | -52 | -62 | -45 | -40 | -36 | -28 |
| Soliditet | 98% | 98% | 96% | 87% | 78% | 74% | 70% | 66% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -0,1x | -0,2x | -0,3x | -1,1x | -1,1x | -1,1x | -1,0x | -1,0x |
| Nettoskuld / EBITDA | 0,6x | 1,5x | 1,4x | 2,8x | 1,1x | 0,8x | 0,5x | 0,4x |

*Källa: Spago Nanomedical, Carnegie*

## Aktiedata

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| EPS | -0,94 | -0,59 | -0,94 | -0,24 | -0,19 | -0,23 | -0,30 | -0,32 |
| EPS, justerad | -0,94 | -0,59 | -0,94 | -0,24 | -0,19 | -0,23 | -0,30 | -0,32 |
| FCF per aktie | -1,83 | -0,77 | -0,96 | -0,23 | -0,20 | -0,24 | -0,31 | -0,32 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eget kapital per aktie | 6,37 | 4,97 | 4,43 | 0,63 | 0,18 | 0,16 | 0,15 | 0,12 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 21,6 | 32,1 | 41,7 | 90,9 | 225 | 225 | 225 | 225 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 21,6 | 32,1 | 41,7 | 90,9 | 225 | 225 | 225 | 225 |

*Källa: Spago Nanomedical, Carnegie*

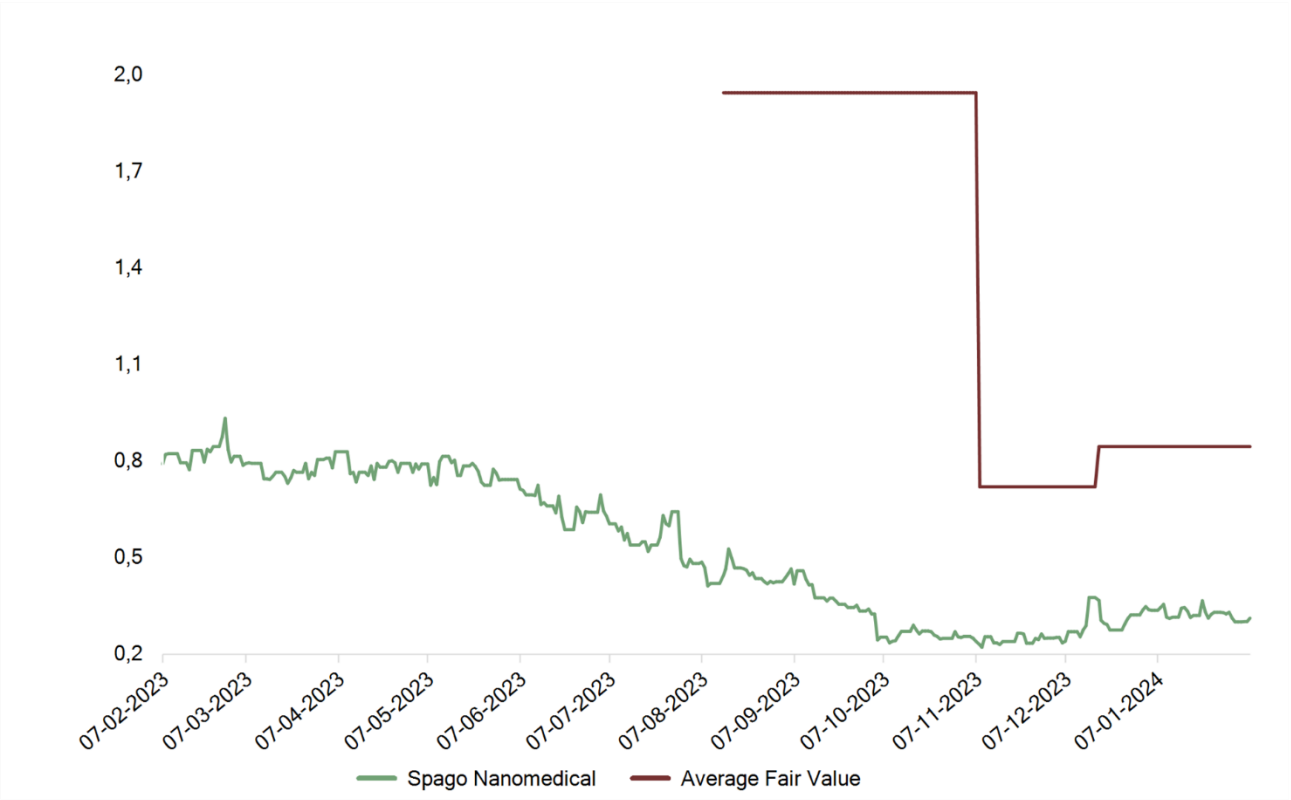
## Värdering

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| P/EK | 0,0x | 0,1x | 1,1x | 1,0x | 1,8x | 1,9x | 2,1x | 2,5x |
| 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 | 3,4x | 2,3x | 1,9x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 0,2x | Neg. | -0,5x | -0,4x | -0,4x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 0,2x | Neg. | -0,5x | -0,4x | -0,4x |
| EV | Neg. | Neg. | 143 | -5 | 28 | 26 | 26 | 26 |
| Aktiekurs | - | - | 4,7 | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |

*Källa: Spago Nanomedical, 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 analystjänsterna 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 företagets 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 intygar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, 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 Canegie 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. Värdepapperen 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, Denmark 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