



Penser Access by Carnegie

Biotech | Sverige | 03 maj 2024

Spago Nanomedical

Temperaturen stiger

Inga större överraskningar

Bolaget är inne i en period där verksamheten drar förhållandevis begränsat med kostnader och under Q1(24) minskade rörelsekostnaderna till -9,5 mkr (-17,2 mkr). Vi räknar med att första kvartalet innebar en lågpunkt för rörelsekostnaderna, som gradvis förväntas öka under resten av året i takt med att fler patienter kommer in i Tumorad-studien. Bolagets finansiella läge är under kontroll och vid utgången av första kvartalet uppgick likvida medel till 32,3 mkr. Vi bedömer att det ger finansiering till slutet av 2024. Dessförinnan är det lösen av utestående teckningsoptioner (TO12), som vid fullteckning kan ge ett betydande kapitaltillskott och finansiering en bra bit in i 2025.

Första data närmar sig

Som vi hade hoppats på upprepades i rapporten en avsikt att under innevarande kvartal ge en första uppdatering från den pågående fas 1/2a-studien med Tumorad, vilket vi tror innebär före dess att lösenperioden inleds för TO12. Vi ser dessa data som ett första viktigt steg att bygga konfidens kring Tumorad och dess unika profil. Patientanalysen förväntar vi oss kommer vara baserad på ett fåtal patienter som fått låga doser av Tumorad. Trots det tror vi det kommer vara möjligt att ge en första indikation av läkemedlets beteende i kroppen och dess terapeutiska användbarhet.

Avvaktande aktieutveckling inför data

Rapporten för det första kvartalet 2024 motsvarade våra förväntningar och vi gör endast mindre justeringar av våra prognoser. Inga övriga förändringar i våra antaganden innebär att värderingen ligger kvar på samma nivå. Aktien är visserligen upp med 9% i år, men handeln är låg och den är väsentligt under vår värdering. Vi uppfattar att det finns en osäkerhet i marknaden inför de första data, men även att aktien dras med i ett allmänt svagt sentiment kring de minsta forskningsbolagen på Stockholmsbörsen.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	0,70 - 0,90 kr	
Totala intäkter	36,0%	0,0%	0,0%	6	11	11	14	Aktiekurs	0,4 kr	
EBITDA, just.	2,3%	1,4%	0,7%	115%	77%	8%	19%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	1,5%	0,2%	-0,1%	EBITDA, just.	-43	-51	-66	-71	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	-43	-51	-66	-71		
Q2 - rapport	21 augusti 2024			EPS, just.	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	Intressekonflikter	
Q3 - rapport	06 november 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Yes	No
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	0,2	0,1	0,1	0,0	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	225m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Certified adviser	✓
Börsvärde	80			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	-32			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
EV	48			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Free float	74%			EV/Sales	34,2x	38,6x	96,4x	96,4x		
Daglig handelsvolym, snitt	161k			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	4,5x	4,8x	7,6x		
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 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 relationen mellan säkerhet och effekt.

Vi ser ett stort växande intresse inom läkemedelsindustrin för målsökande toxiska behandlingar vid cancer och i synnerhet för 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 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 med 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

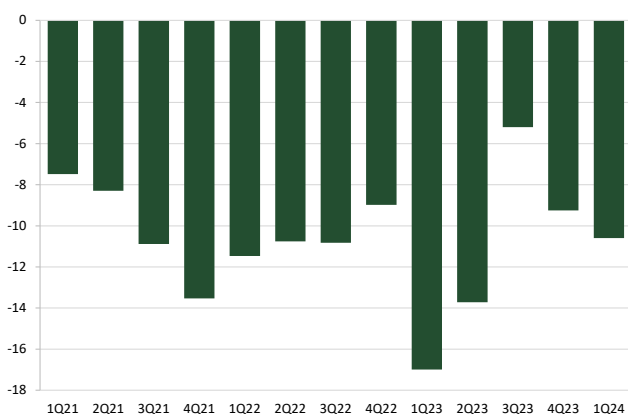
Vår SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie om 0,85 kr (0,84 kr) och utifrån det så sätter vi ett fundamentalt motiverat värde till 0,7-0,9 kr (0,8-0,9 kr) per aktie.

Kostnaderna sjönk i Q1

Spago rapporterar lägre kostnader i Q1(24) jämfört med föregående kvartal och samma kvartal i fjol, där rörelsekostnaderna uppgick till 9,5 mkr (17,2). Fjolarssiffrorna innehöll väsentliga kostnader för produktion som inte längre belastar bolaget och därtill har kostnaderna minskat i takt med att aktiviteterna i SpagoPix-projektet avtagit. Vi räknar dock med att kostnaderna kommer att öka under året i takt med att fler patienter kommer in i Tumorad-studien.

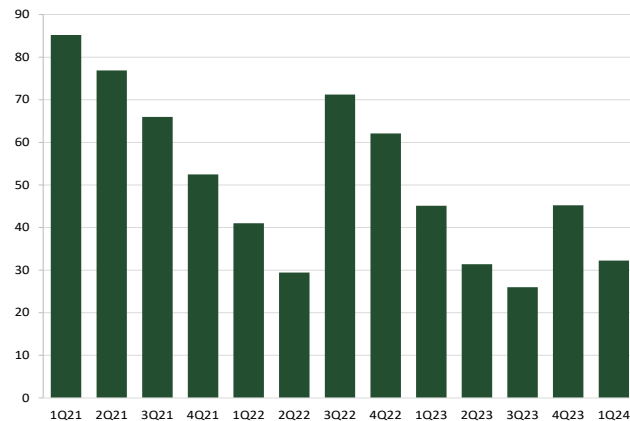
Det operativa kassaflödet under perioden uppgick till -10,5 mkr (-17,0), vilket tyngs av negativ rörelsekapitalförändring om -2,9 mkr. Vi bedömer att bolaget byggt upp tillgodohavanden hos australiensiska myndigheter som väntas betalas ut under kommande kvartal, därmed en positiv kassaflödeseffekt.

Operativt kassaflöde plus investeringar (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Likvida medel per kvartal (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Finanserna är under kontroll med likvida medel på 32,3 mkr vid utgången av Q1(24). Vi bedömer att det ger finansiering in i H2 2024. Bolaget har utestående teckningsoptioner (TO12), där lösenperioden är från den 17 maj till den 30 maj i år. Teckningskursen är inte fastställd, utan kommer att sättas till 70% av ett volymvägt genomsnitt under 10 handelsdagar före dess att teckningstiden inleds. Totalt omfattar teckningsoptionerna 127,3 miljoner aktier. Vid nuvarande kurs och fullteckning så skulle emissionen tillföra bolaget knappt 30 mkr och ge finansiering in i 2025.

Nya affärer inom radiopharma

Det har skett två stora uppköp inom området sedan förra rapporten, där Astrazeneca köper Fusion Pharma och Novartis köper Mariana Oncology. Novartis tecknade nyligen även ett större utökat samarbetsavtal med PeptiDream. Novartis-affärerna bygger vidare på bolagets redan ledande roll inom området, men siktar mot nya indikationer, medan Astrazeneca-affären mer ger en känsla av en inbrytning i fältet. Fusion Pharma har en bred projektporfölj med målinriktade radioaktiva läkemedelsbehandlingar, där FPI-2265, i fas 2, är längst framskriden. FPI-2265 är riktad mot PSMA och siktet är inställt mot prostatacancer, där exempelvis Pluvicto redan är etablerad. Fusion har byggt upp viss egen produktionskapacitet, vilket sannolikt inte varit oväsentligt i sammanhanget.

Uppköp av bolag som är aktiva inom radionuklidområdet 2017-2024

Köpare	Målbolag	Affärsvärde (USD)	Datum	Radionuklid	Utvecklingsstadi
Novartis	Mariana Oncology	1,8bn	maj-24	²²⁵ AC	Preklin
Astrazeneca	Fusion Pharma	2,0bn	mar-24	²²⁵ AC	Fas 2
Bristol Myers Squibb	Rayzebio	3,6bn	dec-23	²²⁵ AC	Fas 3
Eli Lilly	POINT Biopharma	1,4 bn	sep-23	¹⁷⁷ LU	Fas 3
Bayer	Noria Therapeutics	0,3bn	jun-21	²²⁵ AC	Preklin
Novartis	Endocyte	2,1bn	okt-18	¹⁷⁷ LU	Fas 2
Novartis	Advanced Accelerator Applic	3,9bn	okt-17	¹⁷⁷ LU	Fas 3

Källa: Penser by Carnegie

Affärsaktivitet inom radionuklidområdet 2021-2024

Licenstagare	Säljare	Datum	Utvecklingskede	Upfront	Totalt affärsvärde
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

Värdering

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 ta programmen vidare i utvecklingen.

Vi gör ändringar i vår metodik kring vårt motiverade värde, vilket är anledning till att vi breddar vårt värdeintervall till 0,7-0,9 kr (0,8-0,9 kr). Vi använder 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, Endometriosis	10,8%	190	2028	44	0,20
Tumorad	Solida tumörer	8,5%	1 500	2030	162	0,72
Teknologivärde					207	0,9
Nettokassa					32	0,1
Gemensamma kostnader					-48	-0,2
NPV					191	
Antal aktier					224,7	
NPV per aktie (kr)					0,85	

*mkr, USD=10,8 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 genom 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	0,28	0,23	0,20	0,17	0,15
Tumorad	1,24	0,94	0,72	0,56	0,43
Spago Nanomedical	1,36	1,07	0,85	0,68	0,55

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys – Olika sannolikheter för Tumorad (kr)				
	5,0%	8,5%	12%	17%
SpagoPix	0,20	0,20	0,20	0,20
Tumorad	0,38	0,72	1,07	1,56
Spago Nanomedical	0,51	0,85	1,19	1,69

Källa: Penser by Carnegie

I och med att teckningsperioden för utestående teckningsoptioner närmar sig har vi lagt till en känslighetsanalys över hur det kan se ut vid fullteckning*. Här har vi antagit att emissionen tillför Spago knappt 30 mkr. Med bättre finanser har vi justerat avkastningskravet till 20%.

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	1,05	0,79	0,60	0,46	0,35
Spago Nanomedical	1,19	0,95	0,77	0,63	0,52

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys* – Olika sannolikheter för Tumorad (kr)				
	5,0%	8,5%	12%	17%
SpagoPix	0,15	0,15	0,15	0,15
Tumorad	0,32	0,60	0,88	1,28
Spago Nanomedical	0,49	0,77	1,04	1,44

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 inom onkologi/radioterapi och som ligger i en liknande utvecklingsfas.

Urval av jämförbara noterade bolag i Norden – onkologi (mkr)					
Bolag	Börsvärde	Aktiekurs (kr)	Likvida medel	Teknologi-värde (EV)	Utvecklingsfas längst framskridet
Active Biotech*	198	0,55	36	162	Fas 2
Alligator Biosciences*	691	0,91	66	625	Fas 2
Ascelia*	430	12,3	22	408	Fas 3
Bioinvent	1734	26,4	1219	515	Fas 2
Cantargia*	596	3,242	195	401	Fas 2
Curasight (DK)*	310	9,9	31	278	Preklin**
Kancera*	173	1,43	46	127	Fas 2
Medivir	358	3,17	153	205	Fas 2
Mendus*	468	0,46	121	347	Fas 2
Scandio Oncology*	53	1,30	42	11	Fas 2
Medel	501			308	
Median	394			313	
Spago Nanomedical	80	0,36	32	48	Fas 1

*avser t.o.m. Q4 2023, **Terapiprogram

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. 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 med utvecklingen av terapiprojekt.

Urval av internationella jämförelsebolag aktiva inom radiopharma fältet (mkr)					
Bolag	Noteringsland	Börsvärde	Nettokassa	Teknologi-värde (EV)	Utvecklingsfas längst framskridet
Actinium Pharmaceuticals	USA	2 544	878	1 666	Fas 3
Alpha Tau Medical	USA/Israel	1 859	723	1 136	Fas 3/Marknad
Clarity Pharmaceuticals	Australien	5 815	262	5 553	Fas 3
Fusion Pharmaceuticals	USA	19 981	1 855	18 126	Fas 2
Radiopharm Theranostics	Australien	129	13	116	Preklin*
Telix Pharmaceuticals	Australien	34 543	727	33 816	Fas 2*
Medel		10 812		10 069	
Median		4 180		3 610	
Spago Nanomedical		80	32	48	

*Terapiprojekt

Källa: Penser by Carnegie, FactSet

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 betäckas 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 i detta fall är något reducerad utifrån att Spago 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 i utveckling ökar vanligtvis kapitalbehovet. Vår bedömning är 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 endometriosis. För att ta projektet framåt behövs en partner eller annan alternativ lösning.

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	9	11	13
Totala intäkter	19	7	7	3	6	11	11	14
Administrationskostnader	-17	-14	-16	-17	-16	-17	-19	-20
R&D-kostnader	-22	-12	-29	-8	-32	-44	-58	-64
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-1	0	-1	-1
EBITDA	-20	-19	-39	-22	-43	-51	-66	-71
EBITDA, justerad	-20	-19	-39	-22	-43	-51	-66	-71
EBITA, justerad	-20	-19	-39	-22	-43	-51	-66	-71
EBIT	-20	-19	-39	-22	-43	-51	-66	-71
EBIT, justerad	-20	-19	-39	-22	-43	-51	-66	-71
Finansnetto	0	0	0	0	1	1	0	0
Resultat före skatt	-20	-19	-39	-22	-42	-51	-66	-71
Resultat före skatt, justerad	-20	-19	-39	-22	-42	-51	-66	-71
Nettoresultat	-20	-19	-39	-22	-42	-51	-66	-71
Nettoresultat, justerad	-20	-19	-39	-22	-42	-51	-66	-71
Omsättningstillväxt	Neg.	-62%	-10%	-58%	115%	77%	8%	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	-0,23	-0,30	-0,32
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	-51	-66	-71
Övriga kassaflödesposter	0	0	0	1	1	1	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	0	3	1	-3	1	1	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-21	-18	-36	-21	-45	-49	-65	-74
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-18	-6	-5	0	0	-1	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-18	-6	-5	0	0	-1	-1	-1
Fritt kassaflöde	-40	-25	-40	-21	-45	-50	-65	-75
Nyemission / återköp	35	41	64	52	29	26	65	65
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	35	41	64	52	29	26	65	65
Kassaflöde	-4	17	24	30	-17	-25	0	-10
Nettoskuld	-12	-28	-52	-62	-45	-21	-20	-10

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	6	8	8
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	28	52	62	45	21	20	10
Summa omsättningstillgångar	14	30	54	65	52	27	30	22
SUMMA TILLGÅNGAR	141	163	192	66	53	29	31	24
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	138	160	185	57	41	18	17	11
Summa eget kapital	138	160	185	57	41	18	17	11
Övriga långfristiga skulder	-	-	-	-	0	0	1	1
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	1	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	29	31	24

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-62%	-10%	-58%	115%	77%	8%	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%	4%	14%	22%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	7%	12%	15%	35%	24%	17%	18%	15%
Rörelsekapital / totala intäkter	-8%	-24%	-75%	-205%	-81%	-34%	-40%	-11%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,6x	0,7x	1,3x

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-12	-28	-52	-62	-45	-21	-20	-10
Soliditet	98%	98%	96%	87%	78%	63%	53%	44%
Nettoskulsättningsgrad	-0,1x	-0,2x	-0,3x	-1,1x	-1,1x	-1,2x	-1,2x	-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	-0,23	-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	-0,22	-0,29	-0,33
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	0,08	0,07	0,05
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, Penser by Carnegie

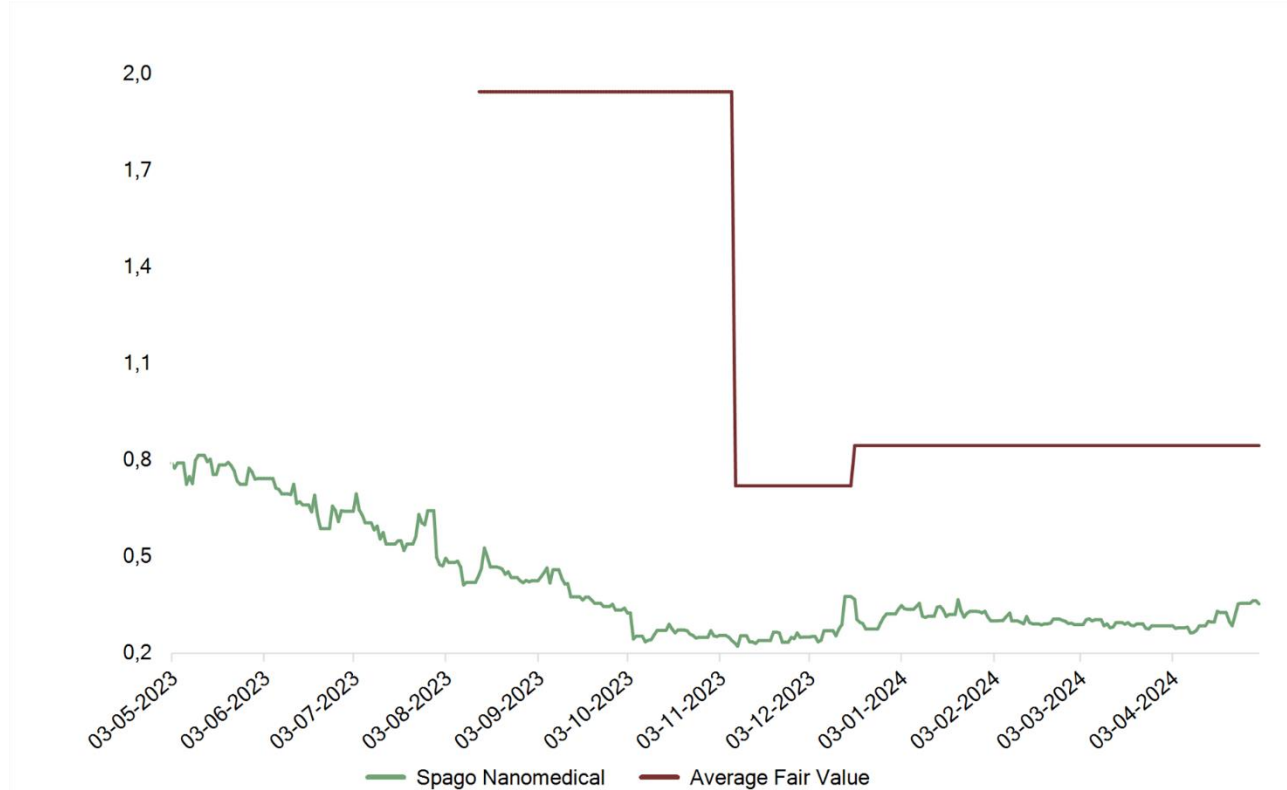
Värdering

	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	4,5x	4,8x	7,6x
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	38,6x	96,4x	96,4x
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	48	48	48
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 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 intyggar, 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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 analytikerns 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