



## Penser Access by Carnegie

Biotech | Sverige | 14 november 2024

# Spago Nanomedical

## I väntan på mer data

### Viss kostnadsökning

De totala intäkterna steg under Q3(24) till 1,5 mkr (0,8 mkr), medan nettoomsättningen uppgick till 0,5 mkr (0,3 mkr). I de totala intäkterna ingår ersättningar som är kopplade till australiensiska myndigheters innovationsstöd. Rörelsekostnaderna ökade under kvartalet till 10,7 mkr (8,8 mkr), främst på grund av något högre kostnader för den pågående kliniska fas 1/2a-studien med Tumorad. Tempot i ökningen var dock aningen långsammare än vad vi hade räknat med. Bolagets finansiella position fortsätter vara relativt stabilt med en skuldfri kassa på 39,9 mkr per den sista september och det operativa kassaflödet uppgick till -7,6 mkr under perioden. Den nyligen annonserade fokuseringen av verksamheten på Tumorad har ännu inte haft någon större påverkan, men förväntas successivt ge resultat framöver. Även om bolaget inte har specificerat storleken på kostnadsbesparingarna, uppskattar vi att de kan uppgå till cirka 10 mkr per år.

### Finansierat ett drygt år

Efter Q3(24)-rapporten har vi justerat våra prognoser för verksamheten, främst sänkt våra kostnadsestimat. Justeringarna beror dels på prioriteringen av Tumorad, dels på vår bedömning att projektkostnaderna kommer att öka i en något långsammare takt än vad tidigare förväntat. I nuläget uppskattar vi att verksamheten är finansierad ungefär ett år framåt.

### Förskjutningar bakom lägre värdering

Utöver våra prognosjusteringar har vi valt att ta bort SpagoPix från vår värderingsmodell. Även om vi fortsatt bedömer att den kliniska datan varit lovande, anser vi att prioriteringen av Tumorad och avsaknaden av en partner innebär en ökad risk för att projektet inte kommer att drivas vidare. Förändringen påverkar vårt motiverade värde och vi har därför justerat vårt värderingsintervall till 0,55–0,65 kr per aktie (0,65–0,85 kr). Aktien har fortsatt att utvecklas svagt på börsen och skillnaden mot vår värdering är betydande. Vi bedömer att investerare behöver se mer data om säkerhetsprofilen och hur Tumorad tas upp i kroppen för att motivera en omvärdering.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	0,55 - 0,65 kr
Totala intäkter	-17,3%	-19,1%	0,0%	6	7	9	14	Aktiekurs	0,2 kr
EBITDA, just.	8,0%	26,9%	13,0%	115%	16%	34%	47%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	8,8%	27,5%	12,9%	-43	-38	-47	-61	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-43	-38	-48		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS, just.	-0,2	-0,1	-0,1	<b>Intressekonflikter</b>	
Antal aktier		348m		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.		
Börsvärde		69		EK/aktie	0,2	0,1	0,1		
Nettoskuld		-40		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0		
EV		29		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.		
Free float		74%		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
Daglig handelsvolym, snitt		96k		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
Bloomberg Ticker	SPAGO SS EQUITY			EV/Sales	27,9x	16,4x	58,7x		
<b>Analytiker</b>				EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.		
Klas Palin				EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.		
klas.palin@carnegie.se				P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
				P/EK	1,8x	2,4x	2,7x		
				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.		
				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.		
								Yes	No
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

## Investment case

Bolaget är i ett intressant läge när projektportföljen avancerar i patienter och vi förväntar oss potentiellt betydande värdedrivande nyheter inom de kommande sex till tolv månaderna. Det är framför allt Tumorad som vi förväntar oss kommer att vara det som driver intresset för aktien. 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).

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. SpagoPix har potential att komplettera etablerade gadoliniumbaserade kontrastmedel på marknaden, tack vare bättre kontrastegenskaper och säkerhetsprofil. Störst kommersiell potential ser vi i Tumorad, som kan bli ett komplement till etablerade behandlingar av cancer.

Centralt för bolagets bägge projekt är EPR-effekten. Detta är en väldokumenterad fysiologisk 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

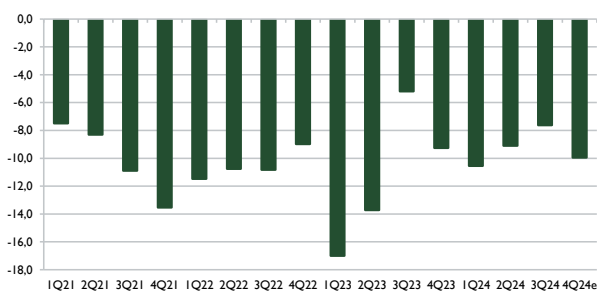
Vår SOTP-värdering ger ett fundamentalt värde per aktie om 0,63 kr (0,75 kr) per aktie, och utifrån det sätter vi ett fundamentalt motiverat värde till 0,55-0,65 kr (0,65-0,85 kr) per aktie.

## Mer klinisk data i början av nästa år

De första tre patienterna har nu behandlats i den pågående fas 1/2a-studien med Tumorad och rekrytering av ytterligare tre patienter pågår inom fas 1-delen. Bolaget framstår relativt nöjda med intresset hos klinikerna för att få delta i studien med patienter, liksom med samarbetet med deras CRO. I Q3(24)-rapporten upprepades målet att de tre nya patienterna ska vara behandlade i början av nästa år, vilket möjliggör en utvärdering av den oberoende säkerhetskommittén. År uppfattning är att bolaget hoppas kunna dela dessa data med marknaden samt presentera ytterligare information i samband med detta.

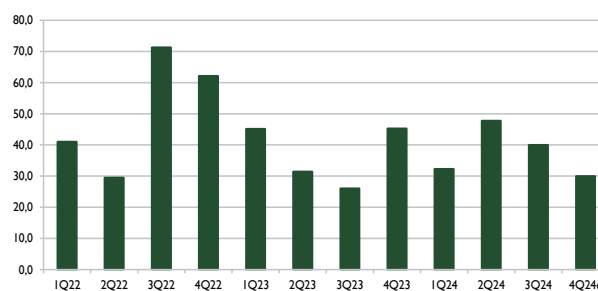
Det operativa kassaflödet förbättrades något i Q3(24) jämfört med föregående kvartal, men var svagare än samma period i fjol.

Operativt kassaflöde plus investeringar (SEKm)



Källa: Penser by Carnegie, Bolagsrapporter

Likvida medel per kvartal (SEKm)



Källa: Penser by Carnegie, Bolagsrapporter

## Prognosförändringar

Vi har valt att ta ned våra förväntningar på kostnadsutvecklingen, se nedan. Dessutom vill vi uppmärksamma om att estimatförändringarna som visas på framsidan exempelvis visar totala intäkter och inte nettoomsättningen. I de totala intäkterna ingår innovationsstöd, där vi tagit ned våra förväntningar och det handlar bland annat om förändrad syn från vår sida om hur fort patienter kommer in i studien.

Figur 1:

		2024	2025	2026
Nettoomsättning	Nya	1,8	0,5	0,5
	Tidigare	1,6	0,5	0,5
	Diff	12,1%	0,0%	0,0%
Rörelsekostnader	Nya	-45,0	-57,0	-74,5
	Tidigare	-49,7	-76,6	-83,5
	Diff	9,5%	25,6%	10,8%
EBIT	Nya	-38,1	-47,8	-60,9
	Tidigare	-41,4	-65,2	-70,0
	Diff	8,0%	26,7%	13,0%
Operativt kassaflöde	Nya	-37,2	-45,9	-59,6
	Tidigare	-38,2	-63,6	-73,6
	Diff	2,6%	27,8%	19,0%

Källa: Penser by Carnegie

## Affärsaktivitet inom radiopharma

En av de mest intressanta händelserna inom fältet de senaste månaderna är det franska läkemedelsbolaget Sanofis inträde i radiopharmaområdet. I september tecknade de ett avtal med RadioMedix och Orano Med för deras projekt AlphaMedix, som nyligen avslutat en fas 2-studie inom neuroendokrina tumörer. Det som gör projektet extra intressant är användningen av en isotop av bly ( $Pb^{212}$ ). Huvuddelen av projekten inom radiopharmaområdet har hittills fokuserat på isotoper av aktinium eller lutetium, vilket gör att användningen av bly kan innebära en potentiell differentiering.  $Pb^{212}$  är en isotop som avger alfastrålning (likt aktinium), vilken har begränsad genomträngningsförmåga men kraftfullare cellförstörande effekt jämfört med exempelvis lutetium, som används i Tumorad.

Orano Med, ett dotterbolag till kärnbränsleföretaget Orano, har etablerat tillverkningsprocesser för isotoper. Tidigare i år inledde de arbetet med att bygga en industriell läkemedelsanläggning som fokuserar på produktion av  $Pb^{212}$ . Vi bedömer att produktionskapaciteten för isotoper är en avgörande faktor för läkemedelsbolag som är nya inom området, vilket vi har sett tydliga tecken på under det senaste året.

### Affärsaktivitet inom radionuklidområdet 2021-2024

Licenstagare	Säljare	Datum	Utvecklingskede	Upfront	Totalt affärsvärde
Sanofi	RadioMedix/Orano Med	sep-24	Fas 2	110 MUSD	325 MUSD
SK Biopharmaceuticals	Full-Life Technologies	jul-24	Preklin	N.d.	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
Novartis	3B Pharmaceuticals	apr-23	Fas 1 (FAP-2286)	40 MUSD	425 MUSD
Novartis	Bicycle Therapeutics	mar-23	R&D samarbete	50 MUSD	1.700 MUSD
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
Novartis	Molecular Partners	dec-21	Preklin	20 MUSD	580 MUSD
Grand Pharmaceuticals	ITM Isotope	dec-21	Fas 3	ND	588 MUSD
Novartis	Artios Pharma	apr-21	Preklin	20 MUSD	1.300 MUSD
Fusion Pharma	Ipsen	mar-21	Fas 1	7 MUSD	510 MUSD
Novartis	iTheranostics	mar-21	Preklin	20 MUSD	1.300 MUSD

Källa: Penser by Carnegie, Bolagsrapporter

## 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.

Efter rapporten har vi valt att ta bort SpagoPix från vår SOTP-värdering, vilket medför att vårt motiverade värde minskar till 0,63 kr per aktie (0,75 kr). Som en följd av detta justerar vi vårt värderingsintervall till 0,55–0,65 kr per aktie (0,65–0,85 kr).

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	57	0,16
Tumorad	Solida tumörer	8,5%	1 500	2030	228	0,66
<b>Teknologivärde</b>					<b>228</b>	<b>0,7</b>
Nettokassa					40	0,1
Gemensamma kostnader					-50	-0,1
<b>NPV</b>					<b>218</b>	
Antal aktier					348,2	
<b>NPV per aktie (kr)</b>					<b>0,63</b>	

\*mkr, USD=10,6 kr

Källa: Penser by Carnegie, Bolagsrapporter

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 aktie vid olika WACC (kr)					
	14%	17%	20%	23%	26%
Tumorad	1,11	0,85	0,66	0,51	0,40
Spago Nanomedical	1,01	0,79	0,63	0,50	0,41

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys – Olika sannolikheter för Tumorad (kr)					
	5,0%	8,5%	12%	17%	22%
Tumorad	0,36	0,66	0,96	1,40	1,85
Spago Nanomedical	0,33	0,63	0,93	1,37	1,82

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.

Urval av jämförbara noterade bolag i Norden – onkologiområdet (mkr)					
Bolag	Börsvärde	Aktiekurs (kr)	Likvida medel	Teknologi-värde (EV)	Utvecklingsfas längst framskridet
Active Biotech***	105	0,29	6	99	Fas 2
Alligator Biosciences	524	0,69	48	476	Fas 2
Ascelia	252	2,6	96	156	Fas 3
Bioinvent	3287	50,0	979	2308	Fas 2
Cantargia**/**	353	1,92	105	248	Fas 2
Curasight (DK)**	356	11,6	13	343	Preklin
Medivir	308	2,73	93	215	Fas 2
Mendus	488	9,69	109	379	Fas 2
Medel	709			528	
Median	354			295	
<b>Spago Nanomedical</b>	<b>69</b>	<b>0,20</b>	<b>40</b>	<b>29</b>	<b>Fas 1</b>

\*avser t.o.m. Q2 2022, \*\*\*Nyemission annonserad

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.

Urval av internationella bolag aktiva inom radiopharma fältet (mkr)					
Bolag	Noteringsland	Börsvärde	Nettokassa	Teknologi-värde (EV)	Utvecklingsfas längst framskridet
Actinium Pharmaceuticals	USA	613	891	-278	Fas 3
Alpha Tau Medical	USA/Israel	1 726	652	1 074	Fas 3/Marknad
Clarity Pharmaceuticals	Australien	17 077	965	16 112	Fas 3
Monopar Therapeutics	USA	995	87	908	Fas 1
Radiopharm Theranostics	Australien	419	136	283	Fas 1
Telix Pharmaceuticals	Australien	56 156	684	55 472	Fas 3
Medel		12 831		12 262	
Median		1 726		1 074	
<b>Spago Nanomedical</b>		<b>69</b>	<b>40</b>	<b>29</b>	

Källa: Penser by Carnegie, FactSet

Noterbart är att Actinium Pharmaceuticals handlas under sin kassa. 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.

## 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 Q4 2025.

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

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Övriga rörelseintäkter	19	7	6	2	5	5	9	13
<b>Totala intäkter</b>	<b>19</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>14</b>
Administrationskostnader	-17	-14	-16	-17	-16	-17	-12	-11
R&D-kostnader	-22	-12	-29	-8	-32	-28	-44	-62
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-1	0	-1	-1
<b>EBITDA</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-38</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-38</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>	<b>-61</b>
<b>EBIT</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>	<b>-61</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-43</b>	<b>-38</b>	<b>-48</b>	<b>-61</b>
Finansnetto	0	0	0	0	1	1	1	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>	<b>-39</b>	<b>-22</b>	<b>-42</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-61</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	-62%	-10%	-58%	115%	16%	34%	47%
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	-0,11	-0,14	-0,17
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	-38	-48	-61
Övriga kassaflödesposter	0	0	0	1	1	2	1	0
Förändringar i rörelsekapital	-1	0	3	1	-3	-1	1	1
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-21</b>	<b>-18</b>	<b>-36</b>	<b>-21</b>	<b>-45</b>	<b>-37</b>	<b>-46</b>	<b>-60</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-18	-6	-5	0	0	0	-1	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-18</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-40</b>	<b>-25</b>	<b>-40</b>	<b>-21</b>	<b>-45</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-60</b>
Nyemission / återköp	35	41	64	52	29	22	45	65
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>64</b>	<b>52</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>45</b>	<b>65</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-4</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>-17</b>	<b>-15</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-12</b>	<b>-28</b>	<b>-52</b>	<b>-62</b>	<b>-45</b>	<b>-30</b>	<b>-28</b>	<b>-33</b>

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Balansräkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	126	132	136	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>127</b>	<b>133</b>	<b>137</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Kundfordringar	0	0	0	0	0	0	2	3
Övriga omsättningstillgångar	1	1	2	3	6	6	8	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	12	28	52	62	45	30	28	33
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>52</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>45</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>141</b>	<b>163</b>	<b>192</b>	<b>66</b>	<b>53</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>46</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	138	160	185	57	41	29	26	30
<b>Summa eget kapital</b>	<b>138</b>	<b>160</b>	<b>185</b>	<b>57</b>	<b>41</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>30</b>
Övriga långfristiga skulder	-	-	-	-	0	0	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Leverantörsskulder	1	1	4	5	6	4	6	7
Övriga kortfristiga skulder	2	2	3	4	5	4	6	8
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>15</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>141</b>	<b>163</b>	<b>192</b>	<b>66</b>	<b>53</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>46</b>

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-62%	-10%	-58%	115%	16%	34%	47%
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%	6%	17%	21%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	7%	12%	15%	35%	24%	18%	22%	21%
Rörelsekapital / totala intäkter	-8%	-24%	-75%	-205%	-81%	-25%	-29%	-27%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,2x	0,4x	0,5x

Källa: Spago Nanomedical, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-12	-28	-52	-62	-45	-30	-28	-33
Soliditet	98%	98%	96%	87%	78%	77%	67%	66%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,1x	-0,2x	-0,3x	-1,1x	-1,1x	-1,0x	-1,1x	-1,1x
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	-0,11	-0,14	-0,17
EPS, justerad	-0,94	-0,59	-0,94	-0,24	-0,19	-0,11	-0,14	-0,17
FCF per aktie	-1,83	-0,77	-0,96	-0,23	-0,20	-0,11	-0,13	-0,17
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	0,09
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

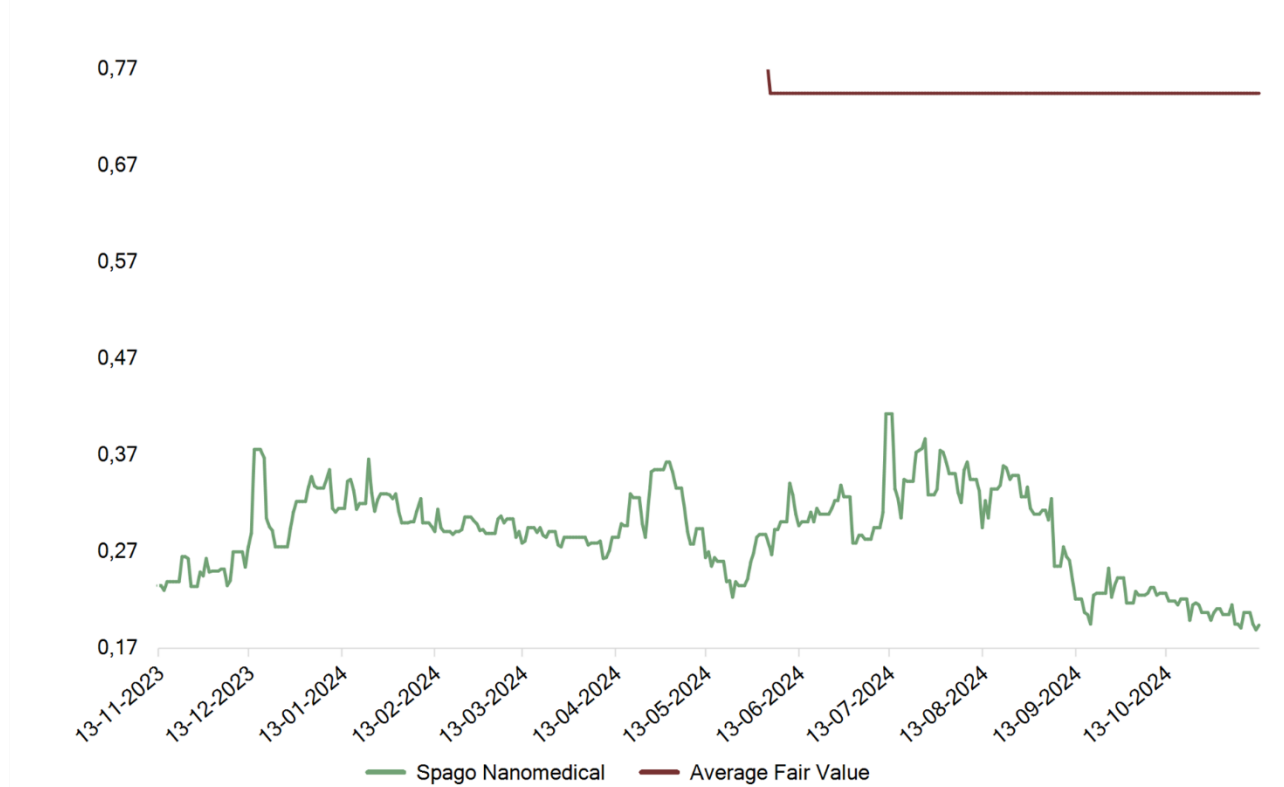
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	0,0x	0,0x	1,1x	1,0x	1,8x	2,4x	2,7x	2,3x
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	16,4x	58,7x	58,7x
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	29	29	29
Aktiekurs	0,20	0,20	4,7	0,63	0,33	0,20	0,20	0,20

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