

# PExA: Andra andningen

**ANALYS**

Pexa

14 november, 2019

Daniel  
Svensson

**PExA har hittills fokuserat på att få fäste i forskarvärlden. Nu hämtar bolaget in pengar i en nyemission för att få ut sina instrument på sjukhusgolven också. Värderingen är låg givet potentialen.**



Företagsnamnet PEXA är en förkortning för Particles in Exhaled Air. Det är precis vad det handlar om. Lungsjukdomar börjar oftast med förändringar i de minsta luftvägarna. PEXAs forskningsinstrument PEXA 2.0 (som syns på bilden) samlar in biologiska prover från utandningsluft. Bolaget beskriver det som ett blodprov för de små luftvägarna. Till vänster syns professor Anna Carin Olin som upptäckt mätmetoden och som är huvudägare i PEXA.

PExA	November 2019
VD:	Erik Ekbo
Styrelseordförande:	Claes Holmberg
Antal anställda:	3
Nyckelpersoners ägande:	Cirka 12 %
Lista:	Spotlight Stockmarket
Aktiekurs:	2,10 kr
Antal aktier ink. utspädn:	17,5 miljoner

Börsvärde:	37 Mkr
Nettokassa:	26 Mkr
Resultatnivå, årstakt:	Cirka -10 Mkr
Källa: SvD Börsplus /Bolaget	Räknat på max antal aktier.

Göteborgsföretaget PExA (**2,20 kr**) har utvecklat ett patenterat forskningsinstrument för att studera luftvägssjukdomar som till exempel astma eller KOL. Kunderna är främst universitet.

Instrumentet marknadsförs som en enkel, ofarlig och smärtfri metod för insamling av mikroskopiska vätskedroppar i utandningsluft. Provet innehåller potentiella biomarkörer för sjukdomar i de små luftvägarna.

Totalt har användningen av PExA 2.0 och dess föregångare resulterat i cirka 25 vetenskapliga publikationer inom sjukdomar som KOL, lungcancer och cystisk fibros. Vill man ta del av dem finns de **här**. Totalt har cirka 3 000 försökspersoner testats med metoden som beskrivs som enkel och skonsam jämfört med tillgängliga alternativ.

Bolagets strategi har varit att nå ut till forskarvärlden för att nå ett erkännande. Under senare år uppges intresset från kunder i den kommersiella världen ökat. Särskilt vad gäller möjligheterna att använda instrumentet för att hitta biomarkörer för lungsjukdomar på basis av vilka precisionsläkemedel kan utvecklas.

Detta har ihop med ett samarbetsavtal med storbolaget Janssen har inspirerat PExA att bredda sin strategi och sikta bortom forskningsvärlden. Det är ett skäl till att en företrädesemission på 17 Mkr nu genomförs. Teckningskursen är 2,10 kronor per aktie.

## Börsplus syn på PExA

Det här är ett forskningsdrivet utvecklingsbolag med låga intäkter och med högtflygande planer, alltså en förhoppningsaktie. Analys av förhoppningsbolag kräver andra metoder än vanliga börsaktier. Se även faktaruta längst ner.

### 1. Incitament nyckelpersoner

Det är endast styrelseledamoten Anna-Carin Olin som har ett större ägande i bolaget bland nyckelpersonerna. Hon äger cirka 8 procent av aktierna efter nyemissionen. VD har aktier för mindre än 50 000 kr. Han och utvecklingschefen har utöver aktier även optioner som kan ge några procent av bolaget, men teckningskursen (20 kr) ligger så långt från dagskurs att dessa är ett tveksamt incitament.

Totalt äger ledning och styrelse i PExA äger drygt 10 procent av bolaget. Det är för lite i vår smak. Bland de större ägarna finns förutom Olin bland andra GU Ventures med 6 procent.

Den pågående företrädesemissionen är säkerställd till 70 procent. Av detta är cirka 7,2 Mkr teckningsförbindelser och 5,8 Mkr garantiåtaganden. Garanterna får 10 procent i premie för besväret.

### 2. Track record nyckelpersoner

VD Erik Ekbo har varit försäljningsansvarig på Boston Scientific. Han leder PExA sedan 2015. Styrelseordförande Claes Holmberg har en karriär inom Nobel Pharma bakom sig. Han återfinns idag också som styrelseordförande i Spotlight-listade Sealwacs och Emotra. Styrelseledamot och överläkare Anna-Carin Olin är upphovsman till teknologin.

Den övergripande känslan är att PExA skulle må bra av ytterligare nyckelpersoner med en tydlig marknadsprofil.

### 3. Trovärdighet produkt och strategi

PExA listades på Spotlight Stockmarket 2015. Fokus har varit att sälja in teknologin till forskare. Sedan flera år tillbaka har PExA ett samarbetsavtal med AstraZeneca som använder instrumentet i sin forskning. Andra större, icke namngivna, läkemedelsbolag har också köpt teknologin liksom flera universitet och forskningsinstitut. Allt detta kvalitetsstämplar produkten.

Men det går långsamt att skala upp försäljningen mot forskningsvärlden. Senast Börsplus **synade PExA** var 2016. Då fanns ett mål om att sälja 70 system under 2019 och nå break-even. Bolaget har per sista september en förlusttakt på 4-5 Mkr på rullande 12 månader. Det ser ut som bolaget sålt i storleksordningen 3-4 instrument under 2019 (vissa kunder hyr dock instrument så genomslaget kan vara större än denna siffra antyder). Siffran anges inte tydligt.

För att sälja mer jobbar PExA bland annat med att utveckla engångsartiklar och provberedningar som

underlättar användningen av instrumentet och även genererar en återkommande intäktsström. Bolaget lägger också pengar på att utveckla och klargöra biokemiska analysmetoder som breddar användningsområdet för produkten.

Allt detta låter som rimliga satsningar. Ambitionen är att antalet forskargrupper som använder teknologin ska öka från 20 till 70 innan utgången av 2023.

**Det långsiktiga** målet är att etablera instrument för diagnos av stora lungsjukdomar, till exempel KOL och lungcancer. På sikt också för screening inom primärvården. Här talar vi om enorma marknader och räknar möjliga patienter i miljontals. Det ligger en bra bit framåt i tiden men de första konturerna av ett PExA-instrument i klinik börjar skönjas.

Bolaget lyfter särskilt fram två områden, dels inom lungcancer, dels för uppföljning efter lungtransplantation.

**Det mest** spektakulära är PExA-instrument som ett verktyg för att upptäcka tidiga tecken på lungcancer. Det här spåret har blivit hetare efter att PExA i februari i år vann en tävling anordnad av Johnson & Johnson. Tävlingen handlade just om att hitta teknologier som möjliggör tidig identifikation av lungcancer.

Priset var 250 000 USD och hjälp från Johnson & Johnson i den fortsatta utvecklingen. Det har i sin tur resulterat i ett forskningsavtal mellan PExA, Jansen Research & Development (som ingår i Johnson & Johnson) och Sahlgrenska Akademien. Jansen kommer att genomföra kliniska undersökningar för att undersöka möjligheten att samla in biomarkörer som påvisar cancerogena skador som följd av rökning med PExAs instrument.

Detta är dels ett betydande erkännande, dels ett möjligt kommersiellt genomslag på sikt. Lungcancer är den cancerform som orsakar flest dödsfall världen över. Jansens undersökning ska vara slutförd under 2021. Faller den väl ut så återstår ett stort arbete att utveckla en produkt, och få tillstånd, för primärvården. PExA behöver ha en partner för detta.

**Ett annat** kliniskt användningsområde är undersökning av patienter som genomgått lungtransplantation. En studie från Sahlgrenska Universitetssjukhuset tyder på att PExA kan ge indikationer på en komplikation kallad BOS (en form av bortstötning) ett halvår innan alternativa undersökningar gör så. Det skulle ge läkaren värdefull tid för insatser.

En valideringsstudie av dessa fynd ska vara klar under 2021 varpå CE-märkning blir nästa steg och en marknads lansering 2022-23. Det ska ske i ett separat affärsområde som marknadsför produkten mot de cirka 200 specialistkliniker världen över som utför lungtransplantationer. BOS är en mycket vanlig komplikation och marknaden för PExA skulle vara stor. Bolaget talar om 400 Mkr per årskull transplanterade patienter.

**Att driva** dessa projekt i mål kommer ta tid och kosta pengar. PExA beskriver inte mycket av hur man tänker sig att det ska gå till. En utmaning är till exempel att instrumentet nu säljs för 0,3 Mkr. Vi tror det är viktigt att teknologin utvecklas vidare och att versioner som kan säljas till ett lägre pris tas fram på sikt. Priset kan annars vara ett problem i primärvården.

Ser vi till finanserna är det också tydligt att PExA nu går in i andra andningen. Kassaflödet för de tre första kvartalen i år var bara -2,8 Mkr. Intäkterna var cirka 3,6 Mkr, inklusive prispengarna från Johnson & Johnson. Nu tar bolaget in cirka 15 Mkr efter kostnader. Tillsammans med den befintliga kassan på cirka 5 Mkr ska kapitalet räcka i 18 månader. Ledningen tar aktiviteterna till en helt ny nivå.

I mitten av 2021 kommer sannolikt ett kapitalbehov att uppstå. Hur stort det blir beror på hur försäljningen och samarbetena med större aktörer som till exempel Janssen har utvecklats. Bolaget flaggar för att mjuka pengar kan vara ett finansieringsalternativ. Som aktieägare bör man dock räkna med en kapitalisering i nivå med den pågående företrädesemissionen.

**Ökad försäljning** skulle uppskattas av aktiemarknaden men det kommer förmodligen att ta flera år innan PExA är ett lönsamt bolag. Som placerare bör man snarare betrakta PExA som ett bioteknikbolag där en affär med en större aktör på sikt kan leda till engångsbetalning, milstolpsbetalningar och royalties. Eller ett förvärv av bolaget.

#### 4. Nödvändiga antaganden i optimistiskt scenario

Här är de saker som mer eller mindre måste inträffa för att Börsplus optimistiska scenario för bolaget ska kunna inträffa.

- Gynnsamma studieresultat från Jansen och/eller BOS-projektet under 2021

De viktigaste värde drivarna för PExA är framgångar i projekt och studier som pekar på att instrumentet är värdefullt i vården. Fler samarbeten med större aktörer ökar möjligheten till betydande affärer.

## Optimistiskt scenario

PExA	Idag	Tänkbart 2022
<b>Avklarad milstolpe</b>	Kunder inom akademien och flertal publicerade studier	Framgångsrika studier inom lungcancer & BOS. Partnerskap för att kommersialisera dessa möjligheter.
<b>Kommande värde drivare (i)</b>	Samarbeten med större aktörer	Betydande affär med större aktör
<b>Värderingsmodell (ii)</b>	e.m	e.m
<b>Resultatnivå, årstakt</b>	Cirka -10 Mkr	Fortsatt negativ
<b>Börsvärde, Mkr (iii)</b>	37 Mkr	300 Mkr
<b>Optimistisk vinstchans (iv)</b>		7x

Efter genomförd och fulltecknad företrädesemission har PExA ett börsvärde på cirka 37 Mkr. Kassan är cirka 20 Mkr. Teknologivärdet är 17 Mkr. I jämförelse med andra noterade medicinteknikbolag med samma evidens, tid till marknad och marknadsstorlek är det lågt.

PExA väljer att gå ungefär samma väg som First North-listade Phase Holographic. Målsättningen för båda dessa har varit att först etablera teknologin i forskarvärlden för att sen ta steget ut på en betydligt bredare marknad. Phase Holographic värderas till cirka 800 Mkr.

Ett betydande samarbetsavtal med Janssen eller en annan aktör med samma dignitet skulle sannolikt vara värt väsentligt mer än PExAs börsvärde efter genomförd företrädesemission.

## Pessimistiskt scenario

Om de studier som slutförs under 2021 inte motiverar att gå vidare mot kliniska tillämpningar av PExA så är bolaget tillbaka på ruta ett. Bolaget har en affär inom forskningsfältet att falla tillbaka på och hoppet finns om framtida kliniska framgångar. Detta plus ett relativt lågt börsvärde begränsar nedsidan som ändå är stor i ett dåligt scenario.

Även om bolaget utvecklas väl behöver ägarna räkna med att ställa upp på framtida nyemissioner.

## Börsplus slutsats

Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det över tid slutar med en stor förlust för investerarna.

PExA ger ett seriöst intryck och har lyckats få uppmärksamhet i forskarvärlden. På sikt ska instrumentet ut i vården. Värderingen är låg och det finns anledning att tro på ett större nyhetsflöde framöver som gör att aktiemarknaden får upp ögonen för bolaget. På sikt är uppsidan betydande. Det kommer dock att ta tid och en investering passar bara riskvilliga placerare som har gott tålamod.

## Så ser Børsplus på förhoppningsbolag

Vid investeringar i entreprenörsbolag utan intäkter men med högtflygande planer bör man enligt Børsplus åsikt börja med nyckelpersonerna i projektet.

1. **Har nyckelpersonerna rätt incitament och engagemang** för att göra det långa och hårda arbete som krävs för att lyckas? Saknas detta incitament kan man ofta stryka aktien som köpkandidat redan här.
2. **Har nyckelpersonerna erfarenhet och historik med sig** som gör det troligt att de har rätt förutsättningar för att ta projektet till framgång? Det gör enorm skillnad om entreprenören har relevanta framgångar i bagaget eller ej. Detta är en väldigt subjektiv och därmed svår bedömning men den bakomliggande tanken är robust. Nämligen att en förstklassig ledning med en halvdan affärsidé är långt mycket bättre än en förstklassig affärsidé i händerna på en halvdan ledning.
3. **Hur trovärdig är strategin och produkten?** Denna fråga kan besvaras på flera nivåer. Från höftskott till datainsamling i McKinsey-klass. Vi lägger oss på en nivå någonstans där emellan där nedlagd analystid får styras av hur intressant investeringen ser ut att vara i övrigt. En mycket intressant aktie förtjänar en mer grundlig research än ett börsbolag som vi på andra grunder bedömer som helt ointressant. Dessa bedömningsgrunder kan vara saker som frågorna 1-2 ovan eller potentialen, värderingen eller något annat.
4. **Nödvändiga antaganden i optimistiskt scenario.** Investeringar i förhoppningsbolag handlar helt och hållet om att skissa på hur uppsidan ser ut och därefter utsätta detta optimistiska scenario för "konstruktiv kritik". Om aktien står pall för trycket så kan det vara en intressant investering.

En metod är att lista vilka antaganden man nödvändigtvis måste göra för att det optimistiska scenariot ska besannas. Exempel på sådana antaganden kan vara:

- Kundtillväxten ökar
- Positiva forskningsresultat (Life Science)
- Framgångsrik lansering utomlands
- Lyckad prospektering (råvarubolag)
- Inget priskrig från stark konkurrent
- Nyckelpersonerna klarar att verkställa strategin

Vi ser det alltså som mindre meningsfullt att skissa på det mest sannolika utfallet för en förhoppningsaktie eftersom det utan undantag är att investerarna över tid gör en stor förlust.

### Børsplus slutsats

Förhoppningsbolag är svårbedömda och inslaget av oförutsägbarhet är större än för aktier i rörelsedrivande bolag. Som en påminnelse om det stora inslaget av slump så graderar Børsplus sin syn på förhoppningsbolag som sidorna på en tärning. Där tärningsutfallen:

- 1 eller 2 = Sälj
- 3 eller 4 = Neutral
- 5 eller 6 = Köp

### Tabellförklaring Optimistiskt scenario

Tabellen visar bolaget i dag samt ett tänkbart framtida optimistiskt scenario. Detta är alltså inte Børsplus huvudscenario. Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det oftast slutar med en stor förlust för investerarna.

(i) Värddrivare är de enligt Børsplus enskilt viktigaste aktiviteterna och målen för bolagets utveckling. Exempel på värddrivare i förhoppningsbolag är: licensavtal, regulatoriska godkännanden, genombrottsorder, kundintag, nya marknader, nya råvarufyndigheter, nya forskningsdata, produktlanseringar etc.

(ii) Värderingsmodell: Vad är viktigast för hur aktien prissätts på börsen? Enklast är det om man har vinster eller omsättning att utgå ifrån som kan ge en värderingsmultipel som P/e-tal, EV/EBIT eller EV/Sales. Annars är man hänvisad till en grov skattning av vad som vore ett rimligt börsvärde i en tänkt framtid efter att bolaget klarat av flera värddrivande milstolpar längs vägen.

(iii) Börsvärde idag avser aktuell börskurs och full utspädning efter eventuell pågående nyemission. Börsvärdet i en tänkbar framtid avser Børsplus (ofta svåra) bedömning av vad som kan vara ett rimligt framtida börsvärde i ett läge där Børsplus optimistiska antaganden om utvecklingen slagit in.

(iv) Optimistisk vinstchans är en förenklad skattning av potentialen i aktien på några års sikt. Detta är starkt förenklat och tar inte hänsyn till mindre finansieringsbehov eller exakt nettoskuld/kassa. Större bedömda finansieringsbehov är dock inkluderade vilket i så fall anges i tabellen och/eller i analysen.

