

# Spago Nanomedical: Bilden blir snart tydligare

## ANALYS

Spago Nanomedical

3 oktober, 2019

Spago Nanomedical har efter många års förberedelser nyligen inlett kliniska studier för SpagoPix-projektet. Om studierna visar säkerhet och bra effektdata är målsättningen att få till en affär med en större aktör. Det finns betydande uppsida i aktien till priset av hög risk.



Den kliniska studien på Spagos kontrastmedel genomförs vid Akademiska Sjukhuset i Uppsala och kommer att inkludera upp till 20 patienter med bekräftad bröstcancer.

Spago Nanomedical (**11 kr**) utvecklar nanomedicin för diagnostik och behandling av allvarliga sjukdomar. Bolaget har två huvudprojekt, båda inom cancerområdet. Nanomaterialet söker sig passivt till tumörvävnad. Eftersom det är samma nanoteknologi som är aktuell finns det synergier mellan projekten.

- **SpagoPix** med produktkandidaten SN132D har som mål att lansera ett gadoliniumfritt kontrastmedel för MR som ger bättre visualisering av tumörer och metastaser än vad befintliga MR-kontrastmedel ger. Det leder förhoppningsvis till rätt diagnos oftare. De kontrastmedel som används idag är inte specifikt designade för att titta på tumörer. SpagoPix ger enkelt uttryckt tydligare bilder.
- **Tumorad**-projektet ska leda till ett läkemedel för radionuklidterapi av solida tumörer baserat på nanopartiklar laddade med en radioaktiv isotop som strålbehandlar cancer inifrån tumörerna. Tumorad möjliggör effektiv strålbehandling av cancer även i små och svåråtkomliga tumörer.

För knappt två år sedan analyserade vi Spago Nanomedical. Analysen kan läsas [här](#). Vi landade i en neutral rekommendation. Bolaget har sedan dess tagit in ytterligare kapital flera gånger i linje med vad vi räknade med. Nu har SpagoPix-projektet tagit steget in i kliniska studier. Är det dags att hoppa på tåget?

VD:	Mats Hansen
Styrelseordförande:	Eugen Steiner
Antal anställda:	17
Nyckelpersoners ägande:	Cirka 1 %
Lista:	Spotlight Stock Market
Aktiekurs:	11 kr
Antal aktier ink. utspädning:	21,8 miljoner
Börsvärde:	238 Mkr
Nettokassa:	30 Mkr
Resultatnivå, årstakt:	Cirka -20 Mkr
Källa: SvD Börsplus /Bolaget	Räknat på max antal aktier.

## Börsplus syn på Spago Nanomedical

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

### 1. Incitament nyckelpersoner

Nyckelpersoner äger för lite aktier i vår smak. Vi summerar det till drygt 1 procent.

Spago är ett kändistätt bolag. Störste ägare är Peter Lindell känd från bland annat Tradedoubler och Unibet. Han äger knappt 20 procent av bolaget. Andra kända namn högt på ägarlistan är Mikael Lönn, Thord Wilkne och Claes Dahlbäck.

De var alla ägare även för två år sedan när vi synade Spago och har blivit något utspädda sedan dess. Det hör inte till vanligheterna att man som liten investerare kan hänga på en så stor samling finansproffs i ett bolag med bara ett par hundra miljoner i börsvärde.

En ny storägare som kommit in i bilden är HealthInvest Small & Micro Cap Fund. De deltog i två riktade emissioner under 2018 till kurser på 10-12 kr. Fonden äger nu cirka 8 procent av Spago.

### 2. Track record nyckelpersoner

Vd Mats Hansen har lång erfarenhet inom life science bland annat från Active Biotech. Forskningschef Oskar Axelsson har 25 års erfarenhet från läkemedelsbranschen och har författat flera vetenskapliga publikationer. Ny styrelseordförande är Eugen Steiner som är venture partner i HealthCap. Han är också styrelseledamot i Bioarctic. Styrelseledamot Sten Nilsson är specialist inom nukleärmedicin och återfinns också i styrelsen för Dextech Medical. Nicklas Westerholm, VD för Pledpharma, ingår också i styrelsen.

### 3. Trovärdighet produkt och strategi

Bröstcancer drabbar årligen cirka 2 miljoner människor. MR används idag för screening, diagnostik och uppföljning för 15-30 procent av alla patienter. Det ger SpagoPix-projektet en miljardmarknad.

Tumorad-projektet förväntas leda till en läkemedelskandidat som kan bli aktuell för flera olika cancertyper. Behandlingar med radioaktivt läkemedel mot cancer har funnits länge och väntas växa kraftigt i takt med att det kommer nya läkemedel. Marknaden för radionuklidterapi förväntas vara värd cirka 5-6 miljarder USD år 2020.

**Sedan vi** analyserade Spago Nanomedical har bland annat följande hänt:

- Flera kapitaliseringar har gjorts. Två riktade emissioner på cirka 9 respektive 18 Mkr till bland andra Health Invest Small & MicroCap Fund och lösen av teckningsoptioner har stärkt kassan med totalt cirka 65 Mkr.
- Prekliniska studier för SpagoPix har visat att SN132D är säkert.
- Avtal har slutits med kontraktsforskningsbolaget CTC för att genomföra den kliniska studien för SpagoPix.
- Patent för Tumorad har erhållits i Europa och USA. Patentsituationen ser också stark ut för SpagoPix som täcker in alla de största marknaderna.

- Klartecken för start av klinisk studie för SpagoPix har erhållits. Studien har efter det startat.
- Ledningsgrupp och styrelse har förstärkts.
- Mer resurser har allokerats till Tumorad-projektet och utvecklingen accelererats.

**Spago ligger** efter den tidsplan som kommunicerades för två år sedan men viktigare är att den kliniska studien av SpagoPix nu startat. Studien genomförs vid akademiska sjukhuset i Uppsala och inkluderar upp till 20 patienter med bekräftad bröstcancer. Det primära målet är att dokumentera säkerhet. Sekundärt är att undersöka MR-kontrastverkan vid klinisk användning i patienter med solida tumörer. Frågan är om bilderna blir tillräckligt bra för att Spago ska kunna hävda ett proof-of-concept. De första resultaten väntas redan innan årets utgång.

**Strategin är** att hitta en licenspartner i tidig klinisk fas. En licenspartner kommer att behöva finansiera den fortsatta utvecklingen och för det kommer Spago sannolikt att få en initial betalning, milstolpsbetalningar och royalties på framtida försäljning. Marknaden för MR-kontrastmedel inom onkologi domineras av fyra globala bolag: Bayer, Bracco Imaging, GE Healthcare och Guerbet. Det är inte osannolikt att någon av dessa står högt på önskelistan som samarbetspartner eller licenstagare.

För Tumorad blir nästa steg djurstudier för att visa anticancereffekt. Efter det blir nästa steg att välja en läkemedelskandidat. Det är rimligt att räkna med ytterligare ett par års utveckling. Just nu ligger en överväldigande del av värdet i Spago i SpagoPix-projektet.

#### 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.

- Den kliniska studien med SpagoPix blir framgångsrik
- Ett licensavtal med en större aktör

Om SpagoPix studien resulterar i det proof-of-concept bolaget hoppas på har den viktigaste värde drivaren i Spagos historia fallit på plats. Det blir utgångspunkten för ett licensavtal med en större aktör som kan ta över den dyra och tidskrävande stafettpipen.

#### Optimistiskt scenario

Spago Nanomedical	Idag	Tänkbart 2020
<b>Avklarad milstolpe</b>	Inlett kliniska studier	Licensaffärer med större aktör
<b>Kommande värde drivare (i)</b>	Positiv effektdata	Kliniska studier för Tumorad
<b>Värderingsmodell (ii)</b>	e.m	e.m
<b>Resultatnivå, årstakt</b>	Cirka -20 Mkr	Neg
<b>Börsvärde, Mkr (iii)</b>	238 Mkr	500 Mkr
<b>Optimistisk vinstchans (iv)</b>	<input type="text"/>	110%

Ett bättre kontrastmedel borde vara värt en hel del för de större aktörerna på marknaden. Hur mycket är svårt att sia om. Det har gjorts en del affärer inom närliggande områden med rejåla prislappar. Vi har svårt att avgöra hur relevanta de är. Vi bedömer dock att uppsidan från dagens nivåer är stor om allt går Spagos väg.

Tumorad verkar inom ett område som växer rejält men fortfarande är ganska litet. Projektet är dessutom i tidig fas. Framgångar med SpagoPix skulle dock öka trovärdigheten och prislappen på projektet.

#### Pessimistiskt scenario

Studieresultatet för SpagoPix är avgörande. Om inget tydligt proof-of-concept kan hävdas har vi svårt att se att ägarna skulle vara beredda att skjuta till ytterligare kapital. Projektet har redan kostat en hel del tid och pengar.

Även om studieresultatet faller väl ut är en större affär med en samarbetspartner eller licenstagare inte snuten ur näsan. Det kan ta tid och kosta pengar. Vi menar att aktieägarna ska ställa in sig på att mer kapital kommer att krävas.

#### Börsplus slutsats

Spago har kommit betydligt längre än när vi tittade till bolaget för knappt två år sedan. Den långa väntan på effektdata från en klinisk studie i människa är snart över. Projektet har skyndats fram långsamt och känns superseriöst. Här finns en möjlighet att ta rygg på flera erkänt duktiga investorer. Går det vägen finns det en betydande uppsida. Risken är att betrakta som mycket hög.

## Så ser Börsplus på förhoppningsbolag

Vid investeringar i entreprenörsbolag utan intäkter men med högtflygande planer bör man enligt Börsplus 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.

### Börsplus 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 Börsplus 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 Börsplus huvudscenario. Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det oftast slutar med en stor förlust för investerarna.

(i) Värdedrivare är de enligt Börsplus enskilt viktigaste aktiviteterna och målen för bolagets utveckling. Exempel på värdedrivare 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 värdedrivande milstolpar längs vägen.

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

**Denna PDF finns tillgänglig hos Spotlight Stock Market genom ett samarbete med Børsplus, där analysen tidigare publicerats för analystjänstens prenumeranter. Analysen i original inklusive kursdiagram och annan grafik nås via länken nedan.**

<https://www.borsplus.se/analys/spago-nanomedical-bilden-blir-snart-tydligare>

**BÖRSPLUS**