

UPPDRAGSANALYS
29 maj 2018

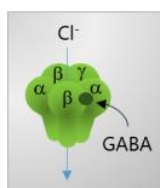
SANIONA
ANALYSGUIDEN

Innehåll

Positiva signaler	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Klartecken för viktig studie	4
Ökad klinisk aktivitet och finansiering präglade 1 kv. 2018	4
Saniona fortsätter studie i Prader-Willis syndrom	5
Cadent Therapeutics har inlett en klinisk studie för Sanionasamarbete	6
Avbrutet samarbete inom neurologi, men goda möjligheter kvarstår	7
Värderingsansats	7
Sänkt diskonteringsränta och framsteg i projekt höjer motiverat värde	7
Finansieringslösning ger flexibilitet och minskad risk	9
Om bolaget	10
Historik	10
Ägare och ledning	11
Ledning	11
Styrelse och Ägarstruktur	11
Disclaimer	13

Positiva signaler

Ett godkännande att fortsätta den kliniska studien i Prader Willis syndrom kan stärka Sanionas möjligheter inom behandlingar av ätstörningar. Framsteg i projektportföljen och ett lägre antaget avkastningskrav medför höjt motiverat värde i basscenariot.



Saniona har levererat en positiv utveckling i projektportföljen sedan vår senaste analys. En tydlig höjdpunkt var ett godkännande att fortsätta den kliniska studien för Tesomet inom Prader-Willis syndrom. Vidare var beskedet att Cadent påbörjat en fas I-studie för Sanionasamarbetet CAD-1883 (ataxi och essentiell tremor) en viktig milstolpe. Tidigare partnern BenevolentAI har avbrutit ett samarbete inom neurologi, men det finns goda möjligheter att träffa ett nytt samarbete för projektet.

Vi ser ett intressant nyhetsflöde för Saniona under resten av 2018. Vi förväntar oss att den viktigaste värdedrivaren i närtid kommer att vara interimresultat från en pågående fas II-studie för behandling mot kokainberoende (NS2359). Tesometprojektet mot metabola sjukdomar och ätstörningar är något av flaggskepp. Här ser vi nyheter kring förberedelserna inför studier i metabola sjukdomar och tydliggörande av den kliniska strategin som viktiga avstämningpunkter framöver. Saniona planerar även att inleda den andra delen av Fas IIa-studien rörande behandling av ätstörningssjukdomen Prader-Willis syndrom redan under innevarande kvartal. Därtill har Sanionas partner Medix har som målsättning att slutföra fas III-studien för behandling av fetma med Tesofensine under 2018. Den prekliniska utvecklingen av SAN711 (neuropatisk smärta/klåda) blir också en tydlig värdedrivare.

Den breda portföljen ger många möjligheter men kräver samtidigt finansiering. Befintligt finansieringsavtal med Nice & Green ger i det perspektivet flexibilitet. Möjliga intäkter från befintliga och potentiellt tillkommande licensavtal kan öka visibiliteten ytterligare. Vi har höjt det riskjusterade motiverade värdet i basscenariot till 64,8 SEK (61,9) efter projektframsteg och sänkt diskonteringsränta.

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2015	2016	2017P	2018P*	2019P*
Nettoomsättning	13,6	74,9	20,7	26	83
Rörelseresultat	-28	4	-57	-49	-43
Vinst per aktie, kronor	neg.	0,1	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	47,0	53	28	26	1

Källa: Saniona (utfall) och Jarl Securities (prognoser). *Riskjusterade intäkter

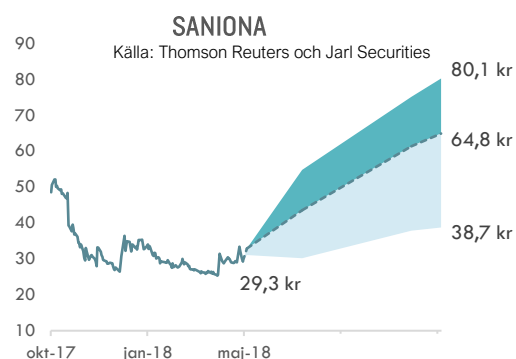
Datum: 29 maj 2018
Analytiker: Niklas Elmhammer, Jarl Securities

Företagsnamn: Saniona AB
Lista: Nasdaq Stockholm Small Cap
Vd: Jørgen Drejer
Styrelseordförande: J. Donald deBethizy
Marknadsvärde: 646 MSEK
Senast: 29,3 SEK
Kort om Saniona: Saniona utvecklar läkemedel med fokus på sjukdomar i centrala nervsystemet, autoimmuna sjukdomar, metaboliska sjukdomar och smärtlindring. Större delen av forskningen är inriktad på jonkanaler, en proteinklass som kontrollerar passagen av laddade joner genom cellernas membran och därmed aktiviteten hos muskler och nerver. Bolaget har fem program i klinisk utveckling (varav tre i fas II och ett i fas III). Saniona samarbetar för närvarande med läkemedelsbolagen Boehringer Ingelheim, och Medix

Möjligheter och styrkor: Sanionas forskning inom jonkanaler och neurovetenskap håller hög internationell klass.
Bolaget har en bred pipeline av projekt varav en stor del finansieras genom samarbeten med större läkemedelsbolag, forskningsanslag eller licensavtal.
Ledningen har en stark meritlista att träffa samarbeten med större läkemedelsbolag.

Risker och svagheter: Flaggskeppsprojektet Tesomet kan kräva stora studier för att nå viktiga kliniska milstolpar inom större indikationer som fetma och diabetes.
Bolaget har ett finansieringsavtal som ger finansiell flexibilitet men som kan medföra utspädning för aktieägare.

Värdering: Bear 38,7 kr Bas 64,8 kr Bull 80,1 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Ledningen har lång erfarenhet såväl av läkemedelsutveckling som affärsutveckling. Saniona har visat prov på förmåga att knyta samarbeten med större partners redan i tidig fas.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Insynspersoner har stort ägande, i övrigt är ägandet spritt. Inga institutionella ägare finns bland de tio största ägarna.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Det finns ett kapitalbehov under 2018 för att avancera interna projekt. Ett finansieringsavtal med Nice & Green ger flexibilitet men även potentiell utspädning för befintliga aktieägare. Möjliga intäkter från befintliga och nya samarbeten kan minska behovet av nytt kapital.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Saniona utvecklar behandlingar för stora patientgrupper. Flera av marknaderna bolaget siktar på är relativt utvecklade vilket försvårar bedömning av potential.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Läkemedelsutveckling är alltid förknippat med hög klinisk risk. En bred portfölj och externa samarbeten ger viss riskspridning.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Klartecken för viktig studie

Ökad klinisk aktivitet och finansiering präglade 1 kv. 2018

Saniona rapporterade en ökad förlust från rörelsen under det första kvartalet om 15,7 MSEK jämfört med 7,6 MSEK motsvarande period 2017. Det berodde i sin tur på högre kostnader framför allt relaterat till den pågående studien för en tablettformulering av Tesomet. Intäkterna sjönk även till 4,3 MSEK (7,5). Under 2017 hade Saniona forskningsersättningar från Cadent Therapeutics som nu tagit programmet in i klinisk fas och intäktstappet förklaras således av ett tydligt framsteg.

Kassan ökade till 25,4 MSEK från 22,3 MSEK per den 31 december 2017. Under kvartalet har Saniona emitterat konvertibler om 18 MSEK till Nice & Green enligt finansieringsavtalet som upprättades i slutet av 2017. Av dessa har 8 MSEK konverterats till aktier per den 31 mars 2018.

Sanionas projektpipeline

Produkt eller Forskningsområde	Indikation	Preklinisk forskning	Preklinisk utveckling	Klinisk fas 1	Klinisk fas 2	Klinisk fas 3
Tesofensine monotherapy	Fetma	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
Tesomet	Typ 2-diabetes	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
	Prader-Willis syndrom	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
NS2359	Kokainberoende	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
CAD-1883	Ataxi	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
SAN711	Neuropatisk smärta och klåda	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
Boehringer Ingelheim programmet	Schizofreni	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
IK programmet	Inflammation, IBD	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
Kv7 programmet	Smärta, epilepsi och UI	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				
Nikotinerga α6 programmet	Parkinsons sjukdom	[Progress bar showing completion through Preclinical and Phase 1]				

Källa: Saniona

Saniona fortsätter studie i Prader-Willis syndrom

I slutet av april fick Saniona godkännande att gå vidare med den andra delen av fas IIa-studien för behandling av Prader-Willis syndrom (en sällsynt form av genetiskt orsakad ätstörning) med Tesomet. Även om det är i enlighet med vår tidigare bedömning är beskedet en mycket viktig bekräftelse. Som vi tidigare beskrivit drabbades den första delen av en hög andel avhopp, där en trolig orsak var att behandlingen förstärkte beteendestörningar i dessa patienter. Sanionas hypotes är att detta berodde på att plasmakoncentrationen av den aktiva substansen Tesofensine var två till fyra gånger högre än vad som observerats i andra patientgrupper som fått samma dos. Det kan i sin tur troligen härledas till att Prader-Willi-drabbade har en lägre ämnesomsättning och en högre andel kroppsfett än normala personer.

För att mildra eller undvika dessa biverkningar kommer en tydligt lägre dos att användas i den andra delen av studien som till skillnad från den första delen kommer att utföras på tonåringar. Dosen sänks till 0,125 mg Tesofensine +25 mg Metoprolol att jämföra med 0,5 mg + 50 mg i den första delstudien.

Eftersom avhoppet tydligt decimerade den första delen går det än så länge inte att dra några långtgående slutsatser som effekt. De observationer som ändå kunde göras var dock klart uppmuntrande. Detta rör inte minst en tydlig minskning av matbegär, vilket är en mycket viktig målsättning vid behandlingar av ätstörningar.

Sedan besked om avhoppet gav upphov till tydlig oro under hösten 2017 bedömer vi att PWS-projektet har levererat tydliga konstruktiva besked. Det är lovande inför den kommande studien, som Saniona beräknar kunna inleda redan under innevarande kvartal, i denna svårbehandlade indikation. Säkerhetsaspekten blir naturligtvis avgörande avseende dels beteendeproblem men även om parametrar som blodtryck och puls kan hållas under kontroll med en sänkt dos av blodtryckssänkaren Metoprolol. Om studien även indikerar tydlig effekt avseende viktnedgång och matbegär med den lägre dosen Tesofensine kan utsikterna stärkas betydligt. Oavsett eventuella biverkningar finns det samtidigt en risk att studien återigen kan drabbas av avhopp, eftersom PWS-patienter är svårbehandlade. Tonåringar tenderar dock att ha mildare beteendeproblem än vuxna patienter, vilket kan tala för bättre förutsättningar i denna del.

Den potentiella marknaden inom Prader-Willi är svårbedömd då det i dagsläget saknas godkända läkemedelsbehandlingar specifikt för denna indikation. Saniona refererar till bedömningar om en möjlig marknad på över en miljard USD baserat på antaganden om en prevalens 15 000 till 20 000 patienter i USA och en årlig behandlingskostnad på åtminstone 80 000 USD per år. Ett möjligt dilemma är att motivera denna prisnivå för Tesomet långsiktigt, om det även görs lanseringar av samma substans inom indikationer som fetma, eller för den delen hetsättningsstörning, med betydligt större patientpopulationer. En tidig lansering inom PWS kan dock möjliggöra en hög prissättning under en inledningsperiod.

Vi har i vår värderingsmodell bakat in PWS i möjligheter inom området "Ätstörning" och där antagit en möjlig toppförsäljning på 400 MUSD. Det kan synas något konservativt och vår bedömning påverkas av att en stor andel av PWS-patienter är barn under 13 år (vilket har en tragisk bakgrund då förväntad livslängd är låg). Om Tesomet blir indikerat även för pediatrik användning skulle det öka

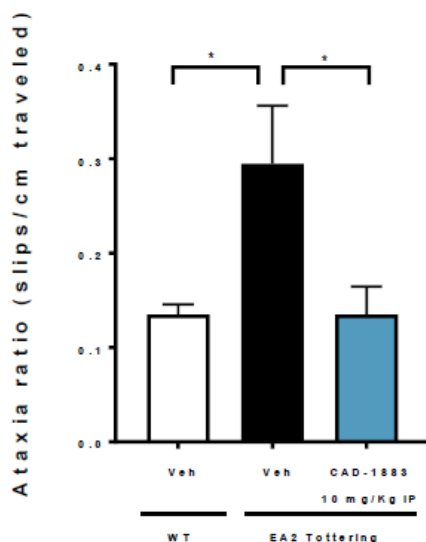
potentialen. Om behandlingar som Tesomet kan förbättra hunger- och viktkontroll kan det dessutom bidra till att öka förväntad livslängd för PWS-patienter på sikt.

Cadent Therapeutics har inlett en klinisk studie för Sanionasamarbete

Sedan vår senaste analys har Cadent Therapeutics, ett bolag där Saniona äger drygt sju procent, inlett en fas I-studie med projektet CAD-1883 i patienter med ataxi och essentiell tremor. CAD-1883 har utvecklats i samarbete med Saniona.

CAD-1883 är en selektiv SK-jonkanalsmodulator. Verkningsmekanismen är att ändra kalciumkänsligheten i dessa jonkanaler i lillhjärnan och därigenom jämna ut impulser i neuronerna. Ataxi och essentiell tremor är förknippat med ett oregelbundet impulsmönster och kännetecknas av förlust av motorisk styrning vilket leder till ryckiga rörelser i armarna, bålen och huvudet och gångsvårigheter (ataxi) eller skakningar (essentiell tremor). I prekliniska modeller för ataxi (möss) har CAD-1883 påvisat en normalisering av motorisk funktion.

CAD-1883 (blå stapel) normaliserar motorisk funktion i en preklinisk ataximodell. Vit stapel: normala möss behandlade med placebo. Svart stapel: Möss med ataxiliknande symptom behandlade med placebo.



Källa: Keaney, G., et al, "CAD-1883, a clinical-stage positive allosteric modulator of the small conductance calcium-activated potassium channel (SK channel): effects on cerebellar Purkinje neuron firing, ataxic gait, and tremor in animal models, *Poster*

Saniona har rätt till vissa royalties från framtida försäljning av CAD-1883. Vi bedömer dock att ägandet i Cadent utgör ett motsvarande eller större potentiellt värde för Sanionas del. Förutom CAD-1883 har Cadent licensierat ut ett program för depressionsbehandling till Novartis med möjliga milstolpsersättningar uppgående till 386 miljoner USD. Projektet befinner sig i fas I. En framtida börsnotering, eller ett uppköp, av Cadent Therapeutics kan realisera ett värde för Sanionas andel. Det faktum att CAD-1883 gått in i klinik är en viktig pusselbit i

värdebyggandet i Cadent. Cadent uppger att man planerar att inleda en fas II-studie i början av 2019 under förutsättning att säkerhet kan påvisas i den pågående fas I-studien.

Avbrutet samarbete inom neurologi, men goda möjligheter kvarstår

Saniona har återfått rättigheterna till samarbetsprogrammet med BenevolentAI (tidigare Proximagen). BenevolentAI förvärvade i början av året Proximagen och har efter en strategisk översyn avslutat samarbetet med Saniona.

Saniona förtydligar att programmet (nu benämnt "Kv7") rör substanser för specifika indikationer inom neurologi, inklusive epilepsi, smärta och urininkontinens. Det är ett ganska tidigt projekt (i optimeringsfas) som dock uppenbarligen haft en framgångsrik utveckling under de dryga två år som samarbetet med Proximagen har pågått. Det understryks av att Proximagen i januari 2018 (innan bolaget blev uppköpt) valde att förlänga samarbetet. På kort sikt kan det avbrutna samarbetet medföra lägre forskningsintäkter, även om BenevolentAI har vissa återstående förpliktelser under en period. Fördelen är att Saniona kan dra nytta av de framsteg som gjorts och vi bedömer att det är troligt att Saniona så småningom söker ett nytt samarbete för programmet. Givet de investeringar som gjorts och den utveckling som programmet genomgått är det rimligt att räkna med bättre villkor i ett eventuellt nytt avtal. En ganska vanlig tidpunkt för en utlicensiering är innan regulatoriska prekliniska toxikologistudier. Vi bedömer att denna milstolpe borde kunna nås inom ett till två år (även om Saniona bevisligen har träffat samarbeten i tidigare utvecklingsfas förut).

Det kan nämnas att Saniona tidigare har varit i en liknande situation för att därefter framgångsrikt genomföra en "repartnering". Det gäller exempelvis samarbetet med Boehringer Ingelheim, ett projekt som först utvecklades tillsammans med Janssen.

Värderingsansats

Sänkt diskonteringsränta och framsteg i projekt höjer motiverat värde

En investering i läkemedelsutveckling är mycket riskfylld och karakteriseras av dess binära natur, i den meningen att antingen erhåller läkemedelskandidaten ett godkännande, eller så gör den det inte. Vår föredragna metod är att värdera Saniona som summan av bedömda riskjusterade och diskonterade värden på projekten i portföljen. Vi utgår från scenarion där projekten når marknaden. Milstolpesbetalningarna och royaltyintäkter riskjusteras för att avspegla sannolikheten att utveckling samt försäljning faktiskt blir som i antaget scenario. Vi modellerar med sannolikheter med utgångspunkt från historiska data från USA enligt rapporten Hay, M. et al "Clinical development success rates for investigational drugs", *Nature Biotechnology*, vol 32:1 (2014). Vi har generellt använt en diskonteringsränta på 12,1 procent. Detta baserat på en riskfri ränta på 0,8 procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 8,7 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2018* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,4 procent och ett storleksbaserat tillägg på 2,3 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt Damodaran Online.

Sänkningen av diskonteringsräntan från 12,4 procent till 12,1 procent medför en högre värden i projektportföljen generellt. Jämfört med vår senaste analys har vi därtill höjt värdet för Cadent Therapeutics-programmet (som nu benämns "CAD-1883"), med hänsyn till att kliniska studier har inletts. Värdet för kv7 (tidigare "Proximagenprogrammet") höjs även något då vi ser att möjligheter till mer attraktiva villkor vid en utlicensiering (givet framstegen i projektet) uppväger att Saniona sannolikt behöver ta kostnader för vidare preklinisk utveckling. Vi har preliminärt antagit liknande villkor som för avtalet med Boehringer-Ingelheim.

Saniona nämner epilepsi och smärta som möjliga indikationer för Kv7, marknader som uppgår till mellan fyra till över 20 miljarder USD. Då vi inte vet närmare vilken indikation som utvecklingen kommer att inriktas mot kvarstår vår antagande om en möjlig toppförsäljning på en miljard USD.

Värdering av summan av delarna i Saniona

Projekt	Indikation	Fas	Toppförsäljning (MUSD)	Värde, MSEK	Per aktie, kronor	Antagande
Tesofensine	Fetma	III	90	124	5,6	Mexico och Argentina (Medix), 55 % chans t godk., 15,5 % royalty, 10 MUSD milst.
Tesomet	Metabola sjukdomar	IIa	750	441	20,0	25 % chans t godk, 15,5 % royalty netto, 270 MUSD milstolpar
Tesomet	Åtstörningar	IIa	400	388	17,6	25 % chans t godk, 15,5 % royalty netto, 200 MUSD milstolpar
NS 2359	Kokainberoende	II	400	218	9,9	20 % chans t godk., 16,5 procent royalties, 100 MUSD milstolpar
CAD-1883	Ataxi	I	750	44	2,0	11 % chans t godk., 5% royalties
BI-program	Schizofreni	Prekl.	2000	117	5,3	6 % chans t godk., 7,5 % royalties, 85 MUSD milstolpar
IK-program	IBD	Prekl.	1000	59	2,7	4 % chans t godk., 15 % royalty, 330 MUSD milst.
Kv7	CNS	Prekl.	1000	44	2,0	3 % chans t godk, 7,5 % royalty, 100 MUSD milst
SAN711	Neuropatisk smärta	Prekl.	2000	75	3,4	5 % chans t godk, 15 % royalty, 400 MUSD milst.
Nikotinergera a6	Parkinson	Prekl.	500	23	1,0	4 % chans t godk, 15 % royalty, 250 MUSD
Cadent Therapeutics ägande				45	2,1	Andel 7,1 %, antagen värdering 75 MUSD
Scandion Oncology ägande				17	0,8	Andel 47 %, värdering senaste finansiering
Overhead				-107	-4,9	29 MSEK per år t o m 2022, diskonterat med 12,1 procent
Nettokassa				15	0,7	2018-03-31
Totalt				1503	68,2	22,1 miljoner aktier
Finansiering Nice & Green				52		
Totalt				1556	64,8	24 miljoner aktier

Källa Jarl Securities

Vår värdering summerar till ett aktieägarvärde på drygt 1,5 miljarder SEK, en höjning med cirka 90 MSEK jämfört med senaste analys. Justerat för antagen utspädning från finansiering via finansieringslinan med Nice & Green (se nedan) beräknar vi ett riskjusterat motiverat värde motsvarande 64,8 kronor per aktie (tidigare 61,9).

Aktien har haft en svag utveckling det senaste dryga halvåret. Avhoppen i den första delen av fas IIa-delen av PWS-studien förefaller vara den tydligaste orsaken. Vi anser reaktionen som överdriven, inte minst mot bakgrund av de konstruktiva

besked om projektet som levererats under 2018. Finansiering är ofta en utmaning för mindre bolag inom läkemedelsutveckling och även i viss mån för Saniona. Avtalet med Nice & Green ger en viktig finansieringskälla men innebär samtidigt en risk för utspädning för befintliga aktieägare. Det saknas även än så länge större institutioner i ägarbild. Om och när välnummerade institutioner väljer att investera i Saniona skulle det troligen ge viktig och värde drivande validering i aktiemarknadens ögon.

Den i våra ögon snåla värderingen på börsen i dagsläget ger samtidigt stor potential om utvecklingen går Sanionas väg. I ett optimistiskt scenario (BULL) modellerar vi med att såväl NS 2359-- som Prader Willi-studien visar lovande resultat och motiverar fortsättning, att smärtprojektet godkänns för kliniska studier och att Cadent slutför fas I för CAD-1883 framgångsrikt. Vi räknar också med att Medix slutför fas III-studien framgångsrikt. I det scenariot beräknar vi ett motiverat värde på omkring 2,1 miljarder kronor på cirka nio månaders sikt. I det läget ser vi ett större finansieringsbehov men till bättre villkor. Det ger sammantaget ett aktieägarvärde på 80,1 kronor per aktie.

I ett försiktigt scenario (BEAR) antar vi att utvecklingen av NS2359 ned, liksom indikationen PWS för Tesomet. Saniona lyckas inte heller med vidareutvecklingen inom smärtbehandling. Såväl Medix studie som Cadentprogrammet stöter på oväntade motgångar, vilket tar bort värdet för dessa program. Givet de stora värdena i övriga projekt ser vi ändå ett portföljvärde på över 900 MSEK, motsvarande cirka 39 kronor per aktie efter antagen utspädning.

Finansieringslösning ger flexibilitet och minskad risk

I slutet av december 2017 etablerade Saniona en finansieringslina om upp till 144 miljoner kronor genom utgivning av konvertibler till Nice & Green S.A., ett privat schweiziskt bolag specialiserat på finansieringslösningar till börsnoterade bolag. I ett första steg avtalades om en konvertibeemission på 72 miljoner kronor under en tolv månadersperiod. Konvertiblerna kan konverteras till aktier med en rabatt på åtta procent i förhållande till den lägsta volymvägda genomsnittliga aktiekursen för de fem handelsdagar för en begäran om konvertering har framställts från Nice & Green. Konvertiblerna uppbär ingen ränta.

Under det första kvartalet har Saniona rest 18 MSEK från Nice & Green och vi ser det som ganska troligt att finansieringslinan kommer att fortsätta utnyttjas under året för att bidra till att finansiera klinisk och prekliniska utveckling och löpande kostnader. Det gäller framför allt kliniska studier för Tesometprojekten (tablettformulering och Prader-Willi) och även preklinisk utveckling av SAN711 (neuropatisk smärta) och IK-programmet (inflammatorisk tarmsjukdom).

Sanionas näst störste ägare Thomas Feldthus har lånat ut 650 000 aktier till Nice & Green utan ränta. Detta kan minska risken för att Nice & Green säljer nyligen konverterade aktier över marknaden då bolaget har möjlighet att i stället återlämna aktier till Feldthus. Om Nice & Green återlämnar aktier kommer det att rapporteras som en ökning i Feldthus innehav i insynsregistret. Per den 31 mars 2018 hade Nice & Green konverterat aktier för brutto cirka åtta miljoner kronor enligt delårsrapporten.

Saniona bedömer att de via sitt danska dotterbolag kan erhålla skattelättnader om 7,6 MSEK under 2018. Dessa förväntas utbetalas i november 2018 och mildrar därmed finansieringsbehovet till viss del.

Om bolaget

Saniona AB (Saniona eller bolaget) utvecklar läkemedel med fokus på sjukdomar i centrala nervsystemet, autoimmuna sjukdomar, metaboliska sjukdomar och smärtlindring. Större delen av forskningen är inriktad på jonkanaler, en proteinklass som kontrollerar passagen av laddade joner genom cellernas membran och därmed aktiviteten hos muskler och nerver. Sanionas har tio aktiva program varav sex finansieras genom samarbeten med andra läkemedels-/bioteknikbolag eller med forskningsanslag. Bolaget har fyra program i klinisk utveckling (varav tre i fas II) inom metabola sjukdomar och mot kokainberoende. Saniona samarbetar för närvarande med läkemedelsbolagen Boehringer Ingelheim, Medix och Proximagen. Medix har startat en fas III-studie i Mexiko med Sanionas fetmabehandling Tesofensine.

Sanionas strategi bygger på tre affärsmodeller:

- Egen utveckling av utvalda program genom de tidiga faserna av läkemedelsutvecklingen. Målet är därefter utlicensiering till läkemedelsbolag i utbyte mot förskotts- och milstolpesbetalningar samt royaltybetalningar på produktförsäljning till Saniona. För närvarande har Saniona ett avtal med Medix avseende fetmabehandling för marknaderna i Mexiko och Argentina.
- Forsknings- och utvecklingssamarbeten i tidig fas med läkemedelsbolag som finansierar forskning och utveckling och betalar förskotts- och milstolpesbetalningar och/eller royaltybetalningar på produktförsäljning till Saniona. Detta strategibenen illustreras idag av samarbetet med Boehringer-Ingelheim inom schizofreni.
- Joint ventures eller spin-outs, där Sanionas finansiella partner kommer att få en del av uppsidan genom att finansiera utvecklingen av ett av Sanionas program, alternativt genom en spin-out som finansieras genom en oberoende börsnotering. Den strategin har genomförts med utdelningen av innehavet i Initiator Pharma (slutförd 2016) och via ägandet i Cadent Therapeutics.

Vid sidan av ovan så har Saniona erhållit betydande direkt och indirekt finansiering via institutionella forskningsbidrag för produktkandidaten NS2359 mot kokainberoende och för ett projekt för att utveckla en behandling mot Parkinsons sjukdom.

Historik

Saniona bildades 2011 när en del av det danska bolaget Neurosearchs verksamhet förvärvades. Många i bolagets ledning har en bakgrund inom Neurosearch, som avvecklade sin forskningsverksamhet efter en kostsam och misslyckad satsning på läkemedelsutveckling i sen fas. I juli 2017 reglerades åtagandena gentemot Neurosearch genom en slutbetalning på 5,5 miljoner DKK.

Under 2014 till 2016 har Saniona bedrivit preklinisk utveckling inom en handfull områden och startat en fas II-studie i typ 2-diabetes med läkemedelskandidaten Tesomet. Bolaget har samarbetat med läkemedelsjättar som Biogen, Janssen och Pfizer. I augusti 2016 slöts ett licensavtal med Boehringer Ingelheim angående upptäckt och utveckling av nya behandlingar för schizofreni. Saniona erhöll en förskottsbetalning på fem miljoner euro och kan på sikt få ytterligare 85 miljoner euro i olika milstolpesbetalningar plus royalties på nettoförsäljningen.

Aktieägare har investerat omkring 126 miljoner kronor sedan bildandet av Saniona.

Ägare och ledning

Ledning

Jørgen Drejer är medgrundare och Vd sedan 2014. Drejer har doktorsexamen i neurobiologi. Han var medgrundare, vice Vd och forskningschef vid NeuroSearch. Jørgen Drejer äger 2 344 711 aktier och är störste ägare i Saniona.

Styrelse och Ägarstruktur

J. Donald deBethizy är ordförande sedan 2018. Han har en bakgrund i ledande positioner i ett flertal bioteknikföretag. Han var medgrundare och Vd i Targacept.

Ägarbilden präglas tydligt av grundare och insynspersoner med Vd Jørgen Drejer i spetsen. Det vittnar om att ledningen har en stark tro på bolaget och även på en god förmåga att skapa värde i läkemedelsutveckling. Det saknas institutioner på ägarlistan vilket kan ses som en nackdel. Bolaget har ganska nyligen (juni 2017) noterats på huvudlistan vilket kan ge förutsättningar för ett ökat intresse från institutionellt håll.

Under 2018 har näst störste ägare, och tillika vice Vd i Saniona, Thomas Feldthus lånat ut 650 000 aktier till Nice & Green inom ramen för ett finansieringsavtal. Det redovisas som ett minskat ägande i insynsregistret.

Storägaren Leif Andersson avböjde omval till styrelsen inför den ordinarie stämman i maj 2018.

Tio största ägarna, 2018-03-31

	%, kapital
Jørgen Drejer	10,8
Thomas Feldthus	5,5
Avanza Pension	5,3
Leif Andersson Consulting ApS	4,6
Palle Christophersen	3,7
Claus Brästrup	3,3
Nordnet Pensionsförsäkring	2,6
Nordea Liv & Pension	1,7
Janus Schreiber Larsen	1,7
Christian Olofsson	1,6

Källa: Holdings.se

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämmt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.