

ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS

5 november 2019

SANIONA

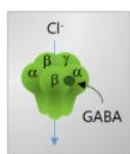
APTITRETANDE STUDIERESULTAT

Innehåll

Aptitretande studieresultat	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Aptitretande studieresultat	4
Bra besked i viktigt projekt	4
Liknande projekt ger vägledning inför kommande studier	6
Prekliniska framsteg för lovande projekt	6
Unik verkningsmekanism för behandling av autoimmuna sjukdomar	6
Stor marknadspotential och bra miljö för samarbetsavtal	7
Övriga projekt	8
Bra förutsättningar för positivt nyhetsflöde från en bred pipeline	8
Möjliga partnerintäkter en nyckel till finansiering	8
Värderingsansats	9
Medvind i portföljen ger högre motiverat värde	9
Disclaimer	12

Aptitretande studieresultat

Förlängningsstudien i Prader Willi gav efterlängttade positiva besked. Saniona kan nu gå vidare med större studier i detta spännande projekt. Möjliga partnerintäkter fr.o.m. nästa år kan underlätta finansiering av den vidare utvecklingen.



Saniona har nyligen rapporterat om slutförandet av fas IIa-studien med Tesomet i den svåra ätstörnings sjukdomen Prader Willi (PWS). Studien var liten men resultaten tyder på att behandling med Tesomet i dos 0,25 mg per dag är väl tolererad och inga behandlingsrelaterade avhopp rapporterades. En kraftig minskning i hyperfagi (omättlig hunger) observerades för de patienter som slutförde behandling med denna dos.

Större kontrollerade studier krävs för att bekräfta effekt jämfört med placebo. I dagsläget saknas godkända behandlingar mot hyperfagi i PWS men det finns en handfull projekt i klinisk utveckling. Vi bedömer att Sanionas angreppssätt är lovande då det finns mycket klinisk data för den aktiva substansen Tesofensine som påvisar minskning av vikt och hunger.

Parallellt har Saniona rapporterat om framsteg i preklinisk utveckling rörande ett spännande projekt inom autoimmuna sjukdomar (SAN903). Att Sanionas pipeline skriker framåt ökar förutsättningarna att nå värdedrivande milstolpar i utvecklingen. Vi bedömer att nuvarande kassa inte är tillräcklig för att påbörja nya kliniska studier vilket är ett visst osäkerhetsmoment. Möjligheter till intäkter nästa år från de befintliga partnersamarbetena med Medix och Boehringer Ingelheim kan samtidigt underlätta finansiering av den fortsatta kliniska utvecklingen, i första hand av flaggskeppsprojektet Tesomet.

Vi gör en viss höjning av motiverat värde till 65 kronor per aktie (tidigare 61) baserat på framstegen i ovan nämnda projekt och medvind från en starkare dollar. Vi ser med tillförsikt fram emot ett värdedrivande nyhetsflöde de närmaste sex månaderna, med fokus på resultat från studien i hypotalamisk fetma och arbetet med att nå ett marknadsgodkännande i Mexiko för fetmabehandlingen Tesofensine.

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2016	2017	2018	2019P	2020P*
Nettoomsättning	74,9	20,7	55	6	61
Rörelseresultat	4	-57	-54	-95	-80
Vinst per aktie, kronor	0,1	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	53	28	49	18	-52

Källa: Saniona (utfall) och Carlsquare (prognoser). *Riskjusterade intäkter och kostnader.

Datum: 5 november 2019

Analytiker: Niklas Elmhammer, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Saniona AB

Lista: Nasdaq Stockholm Small Cap

Vd: Jörgen Drejer

Styrelseordförande: J. Donald deBethizy

Marknadsvärde: 815 MSEK

Senast: 28,7 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 flera program i klinisk utveckling och ett i registreringsfas. Saniona samarbetar för närvarande med läkemedelsbolagen Boehringer Ingelheim och Medix.

Möjligheter och styrkor: Sanionas forskning inom jonkanaler och neurovetenskap håller hög internationell klass.

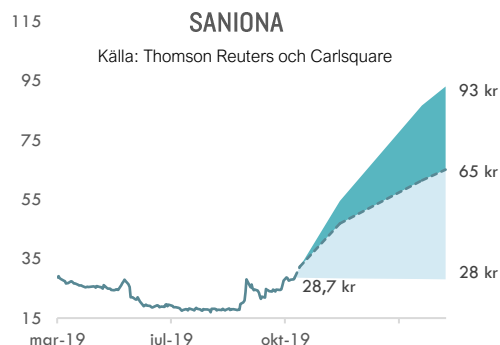
Bolaget har en bred pipeline av projekt varav en stor del finansieras genom samarbeten med större läkemedelsbolag, forskningsanslag eller licensavtal.

Ledningen har en stark meritlista att träffa samarbeten med större läkemedelsbolag.

Risker och svagheter: Flaggskeppsprojektet Tesomet kräver ytterligare finansiering för potentiellt registreringsgrundande studier i sällsynta ätstörningar.

Saniona har ännu ingen produkt på marknaden och är därför beroende av framgångar i kliniska studier för en positiv värdeutveckling.

Värdering: Bear 28 kr Bas 65 kr Bull 93 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



Vi bedömer att verksamheten är finansierad till första halvåret 2020. Möjliga intäkter från befintliga och nya samarbeten under nästa år 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 såväl stora patientgrupper som sällsynta sjukdomar. Flera av marknaderna bolaget siktar på är relativt outvecklade 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.



Aptitretande studieresultat

Bra besked i viktigt projekt

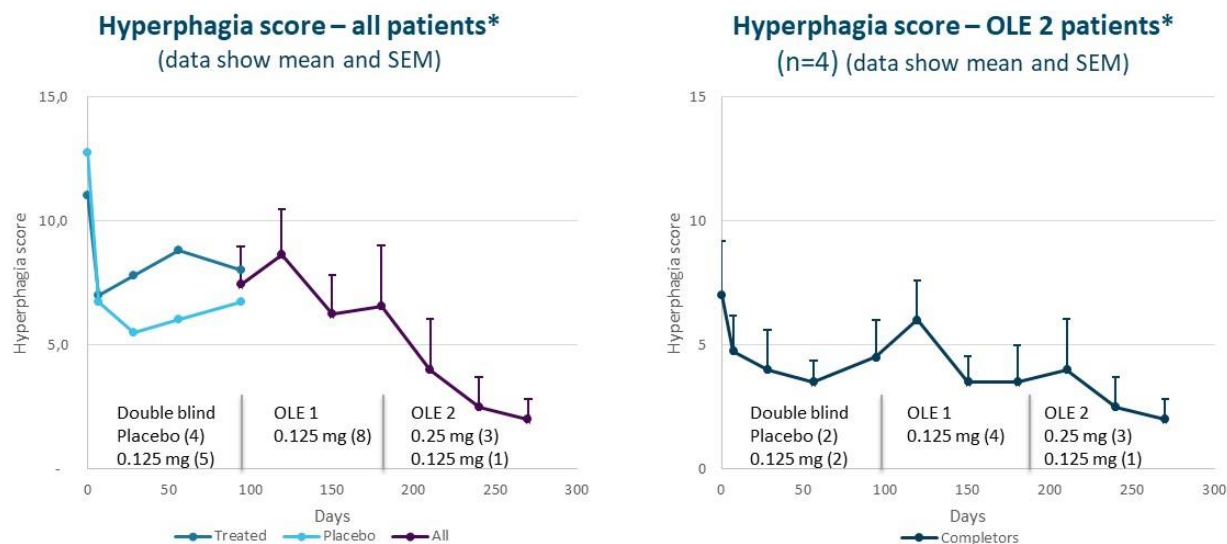
Under september rapporterade Saniona resultat från den andra förlängningsdelen i fas IIa-studien i Prader Willis syndrom (tonåriga patienter). Fyra patienter fick dosen 0,25 mg Tesomet per dag under tre månader, varav tre fullföljde behandling.

De främsta slutsatserna är att

- Dosen 0,25 mg per dag förefaller väl tolererad och inga avhopp relaterade till biverkningar av behandlingen rapporterades. Även om Saniona i samband med företrädesemissionen tidigt i somras antydde att behandlingen varit väl tolererad är det en viktig bekräftelse.
- Denna dos tycks ge den eftersträvade minskningen i hyperfagi (omättlig hunger). För de tre patienter som fullföljde den andra förlängningsdelen minskade hyperfagi med 69 procent jämfört med ingångsvärdet.
- Under den andra förlängningsdelen sågs även en viktnedgång på 2,6 procent och en minskning i BMI på fyra procent. I de tidigare delarna ökade vikt och BMI för dessa patienter när de antingen gavs dos 0,125 mg per dag eller placebo. Det bör förtydligas att dessa patienter som sagt var tonåriga som växer vilket innebär att de kan förväntas ha en underliggande viktökning, varför BMI kan vara ett mer relevant mått. Det är tänkbart att en större viktnedgångseffekt kan nås i vuxna patienter med dosen 0,25 mg.

En uppenbar begränsning med studien var att den var liten och det därför inte går att göra en statistisk utvärdering och heller inte dra långtgående slutsatser om effekt. Studiens litenhet gör också att påverkan från baseline- och placeboeffekter kan ha spelat in. Som tidigare rapporterats föll exempelvis hyperfagi tydligt i både behandlingsarmen och placeboarmen i den första, dubbelblindade delen, och det var ingen större skillnad mellan grupperna (behandlingsarmen fick då dosen 0,125 mg, en dos som Saniona bedömer inte är effektiv för de flesta patienter).

Utveckling av hyperfagi (omättlig hunger) i fas IIa i tonåriga PWS-patienter som behandlats med Tesomet eller placebo



Källa: Saniona. OLE1: Öppen förlängningsstudie 1 med dos 0,125 mg/dag. OLE2: Öppen förlängningsstudie 2 med dos 0,25 mg/dag.

De sammantagna resultaten ger dock tydligt stöd för vidare utveckling. I tidigare studier i såväl "normala" fetmapatienter som i vuxna PWS-patienter har en tydlig minskning i hunger eller omättlig hunger observerats vid behandling med antingen Tesomet eller den aktiva substansen Tesofensine och de nya resultaten tycks ge stöd åt denna effekt. Att behandlingen var väl tolererad vid en dos (0,25 mg) som ger effektsignaler är ett mycket viktigt besked. De biverkningar som förekom som möjligen kan relateras till behandling var mag-tarmrelaterade (diarré). Ingen kliniskt signifikant effekt på puls eller blodtryck jämfört med placebo observerades.

Det finns ganska begränsat med data från konkurrerande projekt i utveckling. Inget av projekten i klinisk utveckling har ännu påvisat statistisk signifikant minskning i hyperfagi jämfört med placebo. Detta är det primära effektmåttet vid utvärdering av kliniska studier i Prader Willis syndrom. Vi räknar här inte med Zafgens beloranib som uppnådde en statistiskt signifikant minskning i hyperfagi i en fas III-studie, men som placerades under "complete clinical hold" av FDA 2015 bland annat sedan två patienter avlidit av lungembolism under studien. Inte heller Saniona har ännu inte några fullständiga data från kontrollerade studier där en dos som bedöms vara effektiv har använts. Jämfört med andra aktiva projekt har Tesomet har studerats i patienter under längre tid (som längst nio månader). Fas IIa-studien i Prader Willis syndrom har dragit ut på tiden som en följd av de problem med avhopp i den tidigare studien i vuxna patienter, och det har bidragit till att Saniona ligger åtminstone två år efter det längst framskridna konkurrentprojektet. Som nämnts ovan har dock inga övertygande effekter resultat ännu presenterats av aktiva konkurrenter.

Liknande projekt ger vägledning inför kommande studier

Sammanfattningsvis anser vi att PWS-projektet är lovande och motiverar fortsatt klinisk utveckling i större bekräftande kontrollerade studier. Bolaget avser att ha möten med de amerikanska och europeiska läkemedelsmyndigheterna för att diskutera upplägget för kommande fas IIb/III-studier. Det är mycket viktigt att inleda en klinisk utveckling i USA. Innan dess behöver bolaget ansöka om och beviljas IND av FDA. En viktig fråga är om FDA kommer att kräva en amerikansk fas I-studie, men vi gissar att Saniona har tillräckligt med data för att kunna gå direkt in i fas II.

Sanionas uppgifter att man bedömer att återstående kliniska utvecklingen (fas IIb och fas III) kan ta ungefär två år att genomföra och omfatta mellan 100 och 200 patienter. Omfattningen är jämförbar med konkurrenter som beräknar 100 till 230 patienter (Millendo och Soleno) för motsvarande kliniska studier.

En viktig aspekt är att inkludera barn i studien eftersom en stor del av PWS-populationen är under 13 år. Såväl Millendo som Soleno inkluderar barn i den pågående kliniska studier.

Prekliniska framsteg för lovande projekt

Unik verkningsmekanism för behandling av autoimmuna sjukdomar

Under sommaren meddelade Saniona att en läkemedelskandidat, SAN903, har valts ut för "IK-projektet". Projektet är inriktat mot modulering av den så kallade IK-kanalen för att behandla autoimmuna sjukdomar som inflammatorisk tarmsjukdom.

IK-kanalen är en typ av jonkanal, det vill säga ett proteinkomplex som sitter i cellmembran och som kan påverkas att släppa igenom joner (vanligen natrium, kalium eller kalcium) vilka i sin tur är nödvändiga för grundläggande biologiska funktioner, exempelvis nervsignaler. IK-kanalen är i sin tur en natriumjonkanal som aktiveras av kalcium. Den har en viktig roll i immunceller, och det finns därför anledning att tro att IK-kanalen kan vara ett behandlingsmål vid autoimmuna sjukdomar. Jonkanaler anses som svåra behandlingsmål bland annat då det är utmanande att uppnå tillräcklig selektivitet och undvika oönskad påverkan på andra receptorer.

Strategier som idag används för behandling av inflammatorisk tarmsjukdom är generella antiinflammatoriska eller immundämpande behandlingar, antikroppsterapier riktade mot specifika cytokiner (inflammationsdrivande proteiner)/integriner, eller så kallade JAK-hämmare (småmolekylära hämmare av enzymer (JAK) som är nödvändiga för cytokinsignalering). Det finns ett behov av nya effektiva småmolekylära behandlingar som kan tas oralt och som är säkrare än dagens JAK-hämmare (som är förknippade med ökad risk för blodpropp). Antikropsbehandlingar är i sin tur dyra, kräver injicering och många patienter svarar heller inte på behandling.

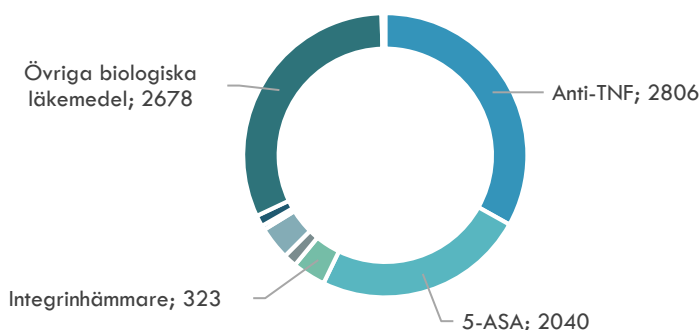
SAN903 tycks rikta sig mot ganska generellt behandlingsmål. I teorin talar det för möjlighet till god effekt samtidigt som säkerhet alltid är ett frågetecken vid behandlingsmål som ligger långt "uppströms". Vad avser IK-kanalen har vi identifierat ett projekt som åtminstone har befunnit sig i klinisk utveckling kallat senicapoc. Senicapoc utvecklades tidigare mot sickelcellanemi av Pfizer men nådde inte den primära effektmålsättningen i fas III. Enligt medieuppgifter utreds förutsättningar för kliniska prövningar i den sällsynta blodsjukdomen ärftlig xerocytos. Hittills genomförda kliniska studier tyder på att senicapoc är väl tolererat vilket i sin tur kan båda gott för SAN903s biverkningsprofil.

Stor marknadspotential och bra miljö för samarbetsavtal

Saniona uppger att SAN903 har visat mycket lovande resultat i prekliniska studier för inflammatorisk tarmsjukdom. Bolaget har dock inte redovisat några färsk data för "IK-projektet" men "mer kött på benen" kan ge projektet ökad uppmärksamhet framöver. Planen är att genomföra återstående preklinisk utveckling inklusive regulatoriska säkerhetsstudier med sikte på att göra projektet redo för kliniska studier i början av 2021.

Ur ett affärsutvecklingsperspektiv är projektet högintressant eftersom det sedan ganska lång tid funnits ett stort intresse för autoimmuna sjukdomar från större läkemedelsbolag och en lång rad licensaffärer har knutits inom området. Med brasklapp för att vi i dagsläget inte har några detaljerade prekliniska effekt- eller säkerhetsdata bedömer vi att ett samarbete med en större partner skulle kunna träffas redan i preklinisk fas eller i tidig klinisk fas, om den prekliniska utvecklingen genomförs framgångsrikt.

Marknaden för inflammatorisk tarmsjukdom 2017 (MUSD)



Källa: Nuevolution, Global Data

Marknaden för läkemedel mot inflammatorisk tarmsjukdom uppgår till över åtta miljarder USD på de sju största läkemedelsmarknaderna (Källa: Nuevolution/Global Data). Vi vet ännu inte i vilket skede SAN903 skulle kunna sättas in men sannolikt är måttlig till svår sjukdom mest aktuellt. JAK-hämmaren Xeljanz, som godkändes för ulcerös kolit 2018, spås omsätta omkring 500 MUSD 2024 i inflammatorisk tarmsjukdom (Källa: Vantage). Behandlingen har ett listpris på cirka 4 700 USD per månad i USA. Som vi nämnt ovan är biverkningar ett bekymmer

och Xeljanz är försedd med en Black Box Warning vilket troligen dämpar försäljningsförväntningarna. Sammantaget bedömer vi att det finns stöd för vårt tidigare antagande om en möjlig toppförsäljning på 1 000 MUSD för IK-projektet.

Övriga projekt

Bra förutsättningar för positivt nyhetsflöde från en bred pipeline

Med hänsyn till möjlighet till en lansering under nästa år, och därmed begynnande royaltyintäkter till Saniona, är det ett naturligt fokus på partnern Medix arbete med att få Tesofensine godkänt på den mexikanska marknaden. I delårsrapporten för det andra kvartalet framkom att ingen registreringsansökan ännu har lämnats in men att det förväntas ske under 2019. Så vitt vi förstår är riktlinjerna att den mexikanska myndigheten COFEPRIS har 180 dagar på sig att granska en ansökan, men vi har ingen statistik över hur det ser ut i praktiken. Vi förmodar att Medix är väl förtrogna med den regulatoriska processen i sitt hemland och antar tills vidare fortsatt att lansering sker under andra halvåret 2020 (under förutsättning att marknadsgodkännande erhålls).

Saniona planerar att slutföra den dubbelblindade kontrollerade delen av studien med Tesomet i hypotalamisk fetma under 2019. Övergripande resultat väntas därefter kunna rapporteras i början av 2020. Saniona meddelade i den senaste delårsrapporten att standarddosen för överviktiga patienter, d.v.s. 0,50 mg per dag, verkar tolereras väl. Hypotalamisk fetma utgör sannolikt en mindre potential än PWS givet lägre prevalens men är likväl en intressant kommersiell möjlighet. Studien är viktig för att bygga klinisk evidens i sällsynta ätstörningar.

Schizofreniprojektet som drivs av Boehringer Ingelheim (B-I) befinner sig i preklinisk utveckling. Om och när kliniska studier inleds antar vi att det kommer att utlösa en ny milstolpsbetalning till Saniona. Vi bedömer att detta kan ske under nästa år. B-I är inte noterat vilket begränsar tillgänglig information kring deras projekt men satsar tydligt på schizofreni och har flera projekt under utveckling inom denna indikation. Saniona uppger i den senaste delårsrapporten att B-I-samarbetet är inriktat mot GABA_A-α5-receptorn vilket vi ser som en bekräftelse på att detta är det program som Janssen återlämnade till Saniona 2015.

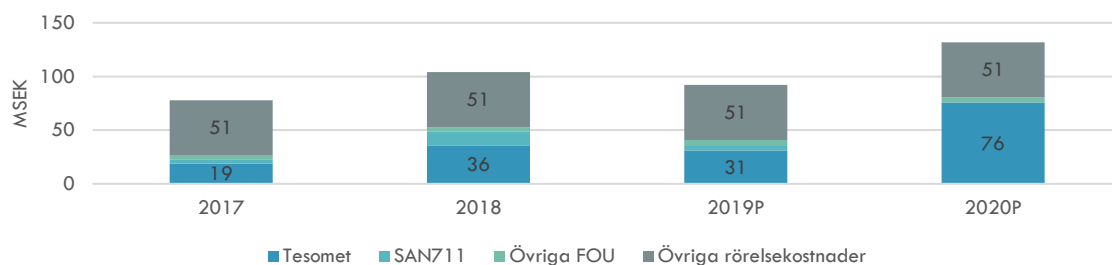
Slutligen har Saniona sökt kliniskt prövningstillstånd för SAN711 och ett klartecken för kliniska studier vore givetvis ett stärkande besked.

Möjliga partnerintäkter en nyckel till finansiering

Under andra kvartalet minskade rörelseförlusten till -21 MSEK (-24). Minskade intäkter jämfört med föregående år uppvägdes av lägre utvecklingskostnader vilket troligen främst beror på att preklinisk utveckling för SAN711 har slutförts och att fas IIa-studien i PWS avslutades. Kassan uppgick till 30 MSEK. Efter periodens slut slutfördes en företrädesemission som inbringade cirka 54 MSEK efter kostnader.

De främsta kostnadsdrivarna under återstoden av 2019 blir enligt vår bedömning den pågående studien med Tesomet i hypotalamisk fetma och fortsatt preklinisk utveckling av SAN903. För 2020 antar vi preliminärt att nya kliniska studier kommer att inledas för Tesomet/Ätstörningar vilket drar upp kostnaderna tydligt.

Bedömt kostnadsutveckling för Saniona



Källa: Saniona (utfall), Carlsquare bedömning (prognoser)

Vår bedömning är att Saniona har finansiering för verksamheten till och med kv1 2020. Möjliga intäkter från befintliga eller nya partnersamarbeten enligt ovan kan därutöver ge finansiering för nästa år. I den händelse att sådana intäkter fördröjs eller uteblir beräknar vi att ett kapitalbehov uppstår under H1 2020.

Värderingsansats

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 *Biotechnology Innovation Organization (BIO) (2016)*. Vi har generellt använt en diskonteringsränta på 12,6 procent (tidigare 12,8). Detta baserat på en riskfri ränta på noll procent, ett betavärde på 1,3 och en riskpremie på 9,7 procent. Den senare bygger på PwC:s *Riskpremiestudien 2019* och utgörs av en marknadsriskpremie på 6,8 procent och ett storleksbaserat tillägg på 2,9 procent. Betavärdet är ett snitt för biotechbranschen enligt Damodaran Online.

Medvind i portföljen ger högre motiverat värde

Nedan redovisas vår värdering av summan av delarna i Saniona baserat på riskjusterade motiverade projektvärden. De viktigaste förändringarna utgörs av

- En höjd dollarkurs till 9,4 från 9,15, baserat på 200 dagars glidande medelvärde och en något sänkt diskonteringsränta enligt ovan. Kalkylmässigt påverkar det framför allt de längst framskridna projekten positivt.
- Vi har höjt värdet för IK-projektet (nu benämnt SAN903) då vi antar en höjd sannolikhet till lansering då en läkemedelskandidat har valts ut. I gengäld har vi sänkt sannolikhet till lansering för de tidigaste projekten ("Kv 7" och "Nikotinerga α6") då vi antar att resurser i första hand kommer att allokeras till längre framskridna projekt.

Trots en positiv avslutning av fas IIa-studien i PWS gör vi i det här läget ingen underliggande förändring i vår värdering av Tesomet då vi vill se ett tydligare "proof of concept" i en kontrollerad studie för att höja bedömd sannolikhet till lansering.

Värdering av summan av delarna i Saniona

Projekt	Indikation	Fas	Toppförsäljning (MUSD)	Värde, MSEK	Per aktie, kronor	Antagande
Tesofensine	Fetma	III	85	285	10,0	Mexiko och Argentina (Medix), 85 % chans t godk., 15,5 % royalty
Tesomet	Metabola sjukdomar	IIa	250	141	5,0	Latinamerika, 25 % chans t godk, 15,5 % royalty netto, 40 MUSD milstolpar
Tesomet	Ätstörningar	IIa	1000	987	34,7	25 % chans t lansering, marknad 2024
NS2359	Kokainberoende	II	400	162	5,7	15 % chans t godk., 16,5 procent royalties, 100 MUSD milstolpar
CAD-1883	Ataxi	IIa	750	77	2,7	17 % chans t godk., 5% royalties
BI-program	Schizofreni	Prekl.	2000	130	4,6	6 % chans t godk., 7,5 % royalties, 81 MEUR milstolpar
SAN903	IBD	Prekl.	1000	80	2,8	6 % chans t godk., 15 % royalty, 330 MUSD milst.
Kv7	CNS	Prekl.	1000	29	1,0	2 % chans t godk, 7,5 % royalty, 100 MUSD milst
SAN711	Neuropatisk smärta	Prekl.	1200	173	6,1	11 % chans t godk, 15 % royalty, 400 MUSD milst.
Nikotinerga α6	Parkinson	Prekl.	500	7	0,2	2 % chans t godk, 15 % royalty, 250 MUSD milst.
Cadent Therapeutics ägande				24	0,9	Andel 3,4 %, antagen värdering 76 MUSD
Scandion Oncology ägande				25	0,9	3,47 milj. aktier
Overhead				-194	-6,8	50 MSEK per år t o m 2023, diskonterat med 12,6 procent
Nettokassa				32	1,1	2019-09-30 (P) (inklusive vissa kortfristiga skulder)
Totalt				1958	68,9	28,4 miljoner aktier
Möjligt kapitalbehov				37		50% sannolikhet
Totalt efter antagen utspädning				1996	65,2	

Källa: Carlsquare

Baserat på antaganden vi redovisat ovan beräknar vi ett motiverat värde på 1,96 miljarder SEK för Saniona (tidigare 1,82), en höjning med cirka sju procent.

Som vi beskrivit ovan bedömer vi att ett kapitalbehov kan uppstå under första halvåret nästa år om större partnerintäkter fördröjs eller uteblir. För att ta höjd för det scenariot modellerar vi för en antagen kapitalisering med likande villkor som den emission som genomfördes under sommaren. Vi räknar med en sannolikhet på 50 procent att detta behov uppstår. Justerat för detta beräknar vi ett motiverat värde på 65,2 kr per aktie (tidigare 61,1).

- I ett optimistiskt scenario (BULL) på sex till nio månaders sikt modellerar vi med att pågående studier med Tesomet i hypotalamisk fetma visar tydliga positiva resultat. Vi höjer sannolikhet till lansering. Tesofensine erhåller dessutom marknadsgodkännande i Mexiko. Vi räknar med att en utlicensiering sker av SAN711 sker med en förskottsbetalning på 10 MUSD. Vi antar vidare att fas I inleds i samarbetet med Boehringer-

Ingelheim och att det ger en milstolpsersättning motsvarande cirka 45 MSEK. I det scenariot beräknar vi ett motiverat värde på omkring 2,6 miljarder kronor, motsvarande 93 kronor per aktie.

- I ett försiktigt scenario (BEAR) antar vi att ingen effekt kan påvisas i studien i hypotalamisk fetma. Vi sänker därför värdet på Tesomet i indikationen Ätstörningar. Vi antar att Tesofensine inte når marknadsgodkännande i Mexiko och att Boehringer-Ingelheimprogrammet avslutas till följd av prekliniska motgångar. Vi antar en mer konservativ syn på den prekliniska portföljen och räknar där endast med SAN711- och SAN903-projekten. I det läget ser vi ett portföljvärde på cirka 940 MSEK. Vi räknar med att en kapitalisering på 100 MSEK till 50 procent rabatt. Justerat för full utspädning motsvarar det 28 kronor per aktie.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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 Carlsquare. Carlsquare 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 Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

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