

## Spændende medicinsk udviklingselskab med store projekter i støbeskeen

- Selskabets aktie er spændende som en high return/risk placeringsmulighed. Muligheden er nemlig høj for succesfuld udvikling og videresalg af flere af projekterne, der retter sig mod store behandlingsbehov. Nøglepersonerne bag dannelsen af Saniona kom fra NeuroSearch og ønskede at videreføre nøje udvalgte projekter efter selskabets stop i 2011. Der arbejdes derfor videre fra det allerede oparbejdede udgangspunkt i NeuroSearch. Odds for succes, omkostningsindsats og tidsforbrug er langt bedre end ved start fra nulpunktet. Vi ser Saniona som en slags koncentrat af NeuroSearch's bedste dele. Samtidig er aktiviteten organiseret stramt for at opnå lave udgifter, altså lavt cash burn.
- Målet er at udvikle nye banebrydende lægemidler med grundlag i en fremtrædende position inden for viden om ion-kanaler. Pipeline af projekter udgør den afgørende forretningsmæssige indsats og mulighed for værditilvækst. Her har man ni programmer under udvikling. Generelt sigter ledelsen mod at indgå partneraftaler med store medicinalsselskaber, når et projekt har dokumenteret den tilstræbte positive virkning uden alvorlige bivirkninger (proof of concept). Der indgås dog i visse tilfælde samarbejdsaftaler på et tidligere tidspunkt, såfremt der kan opnås gunstige vilkår hos en interesseret partner, hvorved Sanionas egen risiko reduceres (fx aftaler med Boehringer Ingelheim og Proximagen). Partneren betaler et upfront startvederlag og milestone beløb i takt med fremskridt i det videre udviklingsarbejde samt til slut royalty af salget ved endelig godkendelse til markedsføring. Udvalgte nicheprojekter kan dog færdiggøres alene for egen regning, såfremt der kan opnås status som orphan drug og dermed en mere overskuelig kapitalindsats.
- Virkefeltet er samlet om sygdomme i hjernen, centralnervesystemet, autoimmune og metaboliske forhold samt smertebehandling. Selskabet har desuden en portefølje af prækliniske projekter. Kompetencen vedrørende ion-kanalers betydning udgør kernen teknologisk. Der er generelt tale om lægemidler med meget høje krav til virkningsmekanismen, hvorfor denne barriere ved succesfuld overvindelse for et nyt produkt efterfølgende vil fungere som en beskyttelse mod konkurrence.
- De afgørende parametre og nyheder som påvirker aktiekursen er projekternes udvikling med resultater, opstart/nedlæggelse og nye aftaler om partnerskaber, hvortil så kommer de kvartalsvise regnskaber (cash burn) samt eventuel udstedelse af nye aktier for at fremskaffe mere kapital. Ud over disse interne forhold kan eksternt påvirkning opstå i form af vurderinger i analyser og beslutninger hos større investorer om køb eller salg. Hertil kommer Joker risikoen for eventuel overhaling med nyheder fra konkurrenters side.
- Aktiviteten er meget høj set i forhold til selskabets størrelse, og der må forventes flere nyheder om de igangværende projekters forløb. Tesofensine og Tesomet er forrest i udviklingsforløbet og har derfor størst økonomisk betydning (rettet mod fedme, type 2 diabetes og Prader Willi syndromet).
- Børsværdien på 860 mio. SEK er prisen for et dynamisk selskab en likvid beholdning på 77 mio. SEK, R&D-projekterne plus en low-cost organisation styret af en ledelse med dyb faglig og kommerciel indsigt. Vi mener, at det repræsenterer en særdeles interessant investeringsmulighed. Med udsigt til fremkomst af afgørende data, godkendelser og nye partnerskaber i de nærmest kommende år må det hele anskues ud fra en 3-5 årig horisont, hvilket i denne branche anses for et kort tidsrum.

### Anbefaling:

Kort sigt: Køb  
 Langt sigt: Køb  
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 40-65 SEK  
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 50-100 SEK  
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 42,8 SEK pr. 16-01-2017.

Aktuel Kurs: 39,5 SEK  
 Børs: NASDAQ First North Stockholm  
 Markedsværdi: 860 mio. SEK  
 Antal aktier: 21,762 mio. styk  
 Næste regnskab: Q2 regnskab 23-08-2017

### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Der angives ingen finansielle mål for 2017. Fokus hos ledelse og aktionærer er rettet mod udviklingsarbejdet og fremskridtene heri. Q1 udviste et underskud før skat på 8 mio. SEK. Cash Burn i Q1 har udgjort 11 mio. SEK. Egenkapital og likviditet var hhv. 48 og 42 mio. SEK. Der er efterfølgende her i maj netop blevet tilført 35 mio. SEK ved en rettet emission.



Høj / Lav 12 måneder: 49,4 / 19,9

## Historien om Saniona

- Saniona er et dansk biotekselskab med hovedsæde i Ballerup. Lidt forenklet udtrykt viderefører Saniona udvalgte projekter fra NeuroSearch efter at dette selskab indstillede sin virksomhed uden et afgørende gennembrud trods mere end 20 års indsats. Teknologisk ligger spidskompetencen inden for udnyttelse af såkaldte ionkanaler.
- Selskabet blev stiftet i 2012, idet man overtog en række rettigheder og projekter fra NeuroSearch efter nedlukningen af dette firmas aktivitet. Her var Saniona's medstifter og nuværende CEO, Jørgen Drejer, tidligere ansat som forskningschef. De øvrige medstiftere af Saniona er CFO Thomas Feldthus med en fortid som stifter og CFO i biotekselskabet Symphogen, Palle Christophersen (tidligere ansat i ledelsesgruppen i NeuroSearch) og Claus Bræstrup (tidligere topchef for Lundbeck, der også fokuserer på sygdomme relateret til hjernens funktioner). Sidstnævnte er formand for bestyrelsen i Saniona.
- I april 2014 gik Saniona som det første danske selskab på Aktietorget i Stockholm til kurs 5 SEK og fik derved tilført 17 mio. SEK, således at markedsværdien ved noteringen udgjorde 70 mio. SEK.
- Efterfølgende købte Saniona yderligere rettigheder og projekter fra NeuroSearch.
- I februar 2015 blev der gennemført en emission til kurs 7 SEK, hvilket tilførte selskabet 24 mio. SEK.
- I oktober samme år blev en ny fortegningsmission gennemført til kurs 14 SEK med et provenu på 49 mio. SEK til Saniona.
- Her i maj 2017 er der netop gennemført en rettet aktietegning med et provenu på 35 mio. SEK (kurs 38 SEK).
- Siden børsnoteringen i april 2014 er aktiekursen steget fra 5 SEK til pt. ca. 40 SEK. Børsværdien er nået op på 860 mio. SEK.

## Selskabets virkefelt

- Saniona er et udviklingselskab med fokus rettet mod centralnervesystemet, autoimmune og metaboliske sygdomme samt smertebehandling. Ionkanalmodulering udgør den afgørende metodemæssige vinkel, der skal muliggøre udvikling af nye lægemidler rettet mod alvorlige og ofte vidt udbredte sygdomme. Selskabet råder over en portefølje af projekter, hvor man opnåede et spring fremad ved overdragelsen fra NeuroSearch. Ved at udvælge præcis de ønskede lægemiddelkandidater har man opnået højere sandsynlighed for succesfuld færdiggørelse, samtidig med at udgifterne hertil kan styres bedre end i det gamle regi hos NeuroSearch. Saniona viderefører med andre ord kun de mest lovende NS-projekter, udnytter allerede oparbejdet viden/data og arbejder med en low cost og fleksibel organisation. Odds for succes er derfor gode.
- For at reducere den operationelle risiko indgår Saniona på et passende tidspunkt partneraftaler, hvorved en stor del af upside potentialet rent økonomisk afgives mod at partneren påtager sig størstedelen eller alle udgifter til den videre udvikling. For ethvert biotekselskab gælder det om at føre et projekt længst frem i processen før der inddrages en sådan partner (det øger værdien af up-front betalinger, milepælsbetaling og royalties). En partner ønsker selvsagt lav risiko og jo længere frem et projekt er nået i faseforløbet des bedre, da risikoen for stop falder i takt med opnåelse af positive resultater.
- En anden metode er at satse på specialiseret medicin (Orphan drug status). Her er der væsentligt mindre krav til testomfanget, og R&D-indsatsen bliver derfor mere overkommelig at bære. Genoptagelsen af Tesofensine projektet rettet mod få udvalgte markeder uden for USA (og EU må det formodes) er sammen med ideen om kombinationsproduktet Tesomet eksempler på dygtig nytænkning i et forsøg på at udnytte en aldeles effektiv og lovende men opgivet produktkandidat, ved at fravælge det normalt største marked, USA.
- Saniona råder over 9 aktive projekter under udvikling, hvoraf de 6 finansieres via partnere. Den nyeste partneraftale er indgået med det store tyske medicinalsselskab Boehringer Ingelheim. De øvrige partnere omfatter Pennsylvania University, Medix (Mexico), Luc Therapeutics (tidligere Ataxion), Proximagen (datterselskab af Upsher-Smith) og The Michael J. Fox Foundation.
- De nuværende forsknings- og udviklingsprojekter er rettet mod fedme, type 2 diabetes, spiseforstyrrelse, tarmsygdomme, ataksi, kroniske smerter, neurologiske sygdomme, Parkinsons, skizofreni og kokainmisbrug.

## Fakta om Saniona

- Tickerkoden er SANION. Aktien er børsnoteret på NASDAQ First North Premier i Sverige.
- Jørgen Drejer (1955) er CEO. Claus Bræstrup (1945) er formand for bestyrelsen. Selskabet beskæftiger 25 medarbejdere, hvoraf fem er ansat på deltid. Omregnet til fuldtid er der cirka 20 medarbejdere.

- Ejerforhold pr. 31-03-2016: Aktiekapitalen består af 21.762.520 styk aktier. CEO Jørgen Drejer ejer 10,8 %, CFO Thomas Feldthus 8,6 %, Palle Christophersen 3,8 % og Claus Bræstrup 3,4 % af aktierne. To andre store aktionærer er Avanza Pension med 5,2 % og Leif Andersson 4,6 %. Forud for emissionen i maj ejede de 10 største investorer samlet 48,8 %. Antallet af aktionærer stiger fortsat, og seneste angivelse er 4.956 pr. 31-03 (et år tidligere: 3.705).
- Selskabets vision er at frembringe nye, banebrydende lægemidler med udgangspunkt i selskabets stærke stilling inden for betydningen af ion-kanaler for stoffers ind- og udgang fra celler og dermed mulighed for blokering eller åbning af disse.
- Strategien er at opfinde og udvikle bedre medicin til behandling end de nuværende produkter eller endnu ikke dækkede sygdomsforhold. Udviklingen foregår for egen regning og/eller via partnere og/eller via spin-outs og/eller joint ventures.
- For at kunne løfte disse store opgaver med en meget lille organisation (20 fuldtidsmedarbejdere), pengeforbruget og reducere risikoen er der indgået en række partnerskabsaftaler, hvor en større partner typisk betaler et up-front beløb til Saniona og desuden forpligter sig til at afholde de videre udviklingsomkostninger helt (eller delvist). Saniona afgiver dermed størstedelen af sit upside potentiale men vil opnå milepælsbetalinger i løbet af R&D-forløbet og royalty-indtægter på ofte to-cifrede procentsatser af et eventuelt salg. Aktuelt finansieres seks forsknings- og udviklingsprojekter af eksterne samarbejdspartnere.
- Up-front betaling og milepælsbetalinger sikrer et begrænset cash-burn og sætter samtidig selskabet i stand til for egen regning af udvikle nye projekter i præklinisk fase og videre frem.
- Indgåede partnerskabsaftaler dækker som udgangspunkt globalt. I enkelte tilfælde er der dog tale om aftaler begrænset til lande eller regioner. Der er således indgået en aftale med mexicanske Medix omkring Tesofensine og Tesomet dækkende Mexico og Argentina, mens Saniona har beholdt rettighederne i resten af verden og har ret til at bruge undersøgelsesdata fra Medix.
- I de tilfælde hvor et program udvikles i et joint-venture, som fx Ataxion (der nu indgår i Luc Therapeutics), fremkommer Saniona's indtægter ved et videresalg til tredjemand. Det er hensigten, at indtægter fra spin-outs anvendes til videre udvikling af egne produkter eller til direkte udlodning til selskabets aktionærer. Styringen af projekterne sker ud fra en klar kommerciel vinkel.

## Saniona's pipeline

Product or Target	Indication	Preclinical research	Preclinical development	Clinical Phase 1	Clinical Phase 2	Clinical Phase 3
Tesofensine monotherapy	Obesity					
Tesomet	Type 2 diabetes					
	Prader-Willi syndrome					
NS2359	Cocaine addiction					
GABAA $\alpha 2/\alpha 3$ program	Neuropathic pain					
Boehringer Ingelheim program	Schizophrenia					
IK program	Inflammation, IBD					
Luc Therapeutics program	Ataxia					
Proximagen program	Neurological disorders					
Nicotinic $\alpha \delta$ program	Parkinson's disease					

Udover ovennævnte pipeline besidder Saniona rettighederne til en række aktive stoffer, som er forberedt til klinisk udvikling (fx AN788 og AN761) og positioneret til indgåelse af partneraftaler eller spin-outs.

Saniona's pipeline er rettet mod følgende segmenter, hvor det samlede markedspotentiale opregnes som følger:

Target/Program	Indication	Market estimate
Tesomet	Type 2 diabetes	> USD 23 billion <sup>1</sup>
Tesomet	Prader-Willi syndrome	- Orphan indication
Tesofensine	Obesity	- USD 250 million in Mexico <sup>2</sup>
NS2359	Cocaine addiction	> USD 1.8 billion <sup>3</sup>
GABA-A $\alpha 2/\alpha 3$ program	Neuropathic pain	> USD 6 billion <sup>4</sup>
Boehringer Ingelheim program	Schizophrenia	> USD 4.8 billion <sup>5</sup>
IK program	Inflammatory bowel disease	> USD 5.9 billion <sup>6</sup>
Nic- $\alpha 6$ program	Parkinson's disease	> USD 2.8 billion <sup>7</sup>
Proximagen program	Neurological diseases	- Not available
Luc Therapeutic program	Ataxia	- Orphan indication

## Tesofensine

Tesofensine er et fremskredent projekt overtaget fra NeuroSearch. Dette selskab er derfor berettiget til 20 % af den royalty, som Saniona måtte opnå fra produktet. Tesofensine er rettet mod behandling af fedme. Hvis produktet opnår godkendelse i udvalgte lande og kommerialiseres, kommer det til at konkurrere med eksempelvis Saxenda (det aktive stof er identisk med GLP-1 produktet Victoza, der er blevet rekordstor) fra Novo Nordisk. Overvægt ses ofte som forløber til type 2 diabetes. Det er derfor et vigtigt område, som Tesofensine adresserer. Jo større vægtreduktion en person med risiko for udvikling af type 2 diabetes opnår, jo bedre. I forsøg har Tesofensine vist særdeles lovende data med en vægtreduktion på 9,2 % på blot 24 uger og hele 14-15 % efter 48 uger. Til sammenligning giver Saxenda et vægttab på 6,2 % efter 56 uger.

Der er ikke fremkommet alvorlige bivirkninger ved brug af Tesofensine, om end pulsen stiger med ca. 8 slag i minuttet ved anvendelsen. Det kan derfor blive vanskeligt at få et sådant produkt godkendt i eksempelvis USA, hvorfor Saniona arbejder på et kombinationsprodukt kaldet Tesomet som adresserer denne bivirkning (mere herom nedenfor). En anden ulempe ved Tesofensine er, at et centralt patent udløber i år. Potentialet for produktet på verdensplan er således begrænset.

Overvægt udgør et alvorligt problem i stadig flere lande uden for OECD. Det gør sig også gældende i Mexico og Argentina såvel som resten af Sydamerika. Da der er tale om noget, der ligner en folkesygdom i disse lande, er myndighederne ikke lige så strikse som i fx USA omkring tildeling af godkendelse. Der er jo tale om en afvejning af risikoen med og uden vægtreduktion. Markedet i de to lande kan blive stort. Saniona har indgået en partneraftale med det mexicanske selskab Medix gældende Mexico og Argentina. Medix afholder alle videre udviklingsomkostninger og arbejdet med at opnå en godkendelse hos myndighederne. Der er således tale om en ren win-situation for Saniona, der er berettiget til milepælsbetalinger og royalties. Det kræver dog, at Tesofensine, der er nået helt frem til fase III i Mexico, til sidst opnår en godkendelse til markedsføring. Salget kan opnå et betydeligt omfang i de to lande, der har ca. 165 mio. indbyggere. Saniona beholder alle rettigheder for Tesofensine i resten af verden, og man vil sandsynligvis kunne udnytte data fra Medix til at opnå produktgodkendelse i udvalgte andre lande, der har omfattende problemer angående fedme og type 2 diabetes, fx i Mellempøsten.

## Tesomet

Tesomet er et kombinationsprodukt bestående af Tesofensine og Metoprolol. Sidstnævnte er en betablokker, der formår at sænke pulsen. Bivirkningen ved anvendelse af Tesofensine er alene, at pulsen stiger tydeligt, og med kombinationen prøver man at reducere dette problem. Der er således her tale om et særdeles spændende produkt, der befinder sig i fase IIa (proof of concept). Den 03-01-2017 meddelte Saniona lovende resultater fra et fase IIa forsøg. Det primære mål var at sikre, at hjertefrekvensen (pulsslagene) blev dæmpet.

Takten for hjerteslagene blev reduceret med 4,3 slag pr. minut, hvilket var særdeles positivt. Forsøget viste desuden andre positive effekter, idet der meldes om vægttab, hvilket jo er målet for produktet. Forsøget levede således op til mere, end man havde forventet, idet det fremadrettet kan udvikles mod ikke bare én sygdom men flere sygdomsformer, som fedme, Prader Willi syndrom og NASH udover type 2 diabetes. Hovedsigtet er nemlig at forhindre/forsinke udvikling af type 2 diabetes ved at reducere risikoen takket være lavere vægt (forebyggende behandling). Det øger værdien af projektet betydeligt, at der kan blive tale om flere former for anvendelse. Forsøget er gennemført for egen regning, og næste store nyhed om Tesomet kan blive indgåelse af en partnerskabsaftale. En sådan aftale kan blive af en betydelig størrelse, da der er tale om antalsmæssigt meget store og alvorlige sygdomsområder. Saniona har ikke selv finansiell styrke til at tage projektet videre til fase III i fuld skala men muligvis til en begrænset anvendelse mod Prader Willi syndromet, hvor der vil være fordele fra Orphan Drug status i udførelsen af dokumentationsarbejdet.

Et vigtigt forhold er selskabets patentmæssige stilling. Patentet på Tesomet i USA er forholdsvis nyt og dækker perioden helt frem til 2033, altså langt bedre end for Tesofensine i sig selv. Også dette forhold vil være med til at drive værdien på en forventet partneraftale betydeligt op, ligesom den positive effekt af fase IIa forsøg rettet mod andre sygdomme, altså bredere anvendelse. En partneraftales værdi kan blive meget stor. Vi anser Tesomet som det vigtigste projekt og værdimæssige faktor for selskabet i øjeblikket.

## Prader-Willi syndrom

Sideløbende gennemføres for egen regning et projekt for Tesomet rettet mod Prader-Willi (spiseforstyrrelse). Heldigvis rammes kun få mennesker af denne sygdom, der drejer sig om ættelighed. Disse patienter kan reelt spise sig ihjel. Tesomet har vist en gavnlig effekt omkring vægttab, hvilket søges anvendt til at give mennesker med Prader-Willi en mæthedsfølelse. Udviklingsprojektet vil påbegynde fase IIa proof of concept i år. Da det er et antalsmæssigt begrænset sygdomsområde uden egentlige lægemidler, vil Saniona med stor sandsynlighed få tildelt Orphan Drug-status, dvs. der vil være reducerede krav for de kliniske studier, hurtigere behandlingstid hos myndighederne, længere beskyttelse og mulighed for en høj pris ved endelig lancering. Dette er netop opnået hos EMA (EU). I reglen opnår sådanne produkter meget stor positiv interesse blandt læger pga. den nye behandlingsmetode. Behovet findes, men målrettede behandlingsmuligheder savnes.

## NS2359 rettet mod behandling for kokainmisbrug

NS2359 (overtaget fra NeuroSearch) er rettet mod behandling af kokainmisbrugere. Udviklingen støttes af amerikanske fonde, og klinisk fase II forsøg foretages af University of Pennsylvania. Igangværende forskning har udvist lovende resultater. Der findes i dag ikke nogen effektiv behandling mod kokainafhængighed. Resultater fra prækliniske og kliniske undersøgelser indikerer, at NS2359 kan reducere misbrugernes abstinenser og behov for mere kokain, samtidig med at misbrugerne ikke opnår nogen effekt af at tage kokain i behandlingsperioden. NS2359 kan derfor blive det første effektive lægemiddel til behandling af kokainmisbrug. Det vurderes, at der i USA er 1 mio. mennesker med afhængighed af kokain, og tallet er formentlig det samme i Europa. Antallet er stigende. I dag findes der ingen tilgængelige lægemidler. Projektet befinder sig i fase II med forventet foreløbig rapportering herom i løbet af 2018 – muligvis tidligere. Indgåelse af partnerskabsaftaler ligger formentlig et par år ude i fremtiden, men der er mulighed herfor før. Saniona har for nærværende ingen udgifter forbundet hermed. Det er en ren win-win situation med Saniona placeret i en passiv rolle.

## Øvrig pipeline

Den øvrige forskning omfatter projekter rettet mod ataksi (neurologisk lidelse), kroniske smerter, tarmsygdomme, inflammatoriske sygdomme, Parkinsons og skizofreni. The Michael J. Fox Foundation støtter projektet rettet mod Parkinsons, som skuespilleren selv er ramt af. I august 2016 blev der indgået et spændende samarbejde med en af de store aktører i medicinalbranchen, Boehringer Ingelheim, omkring skizofreni. Boehringer Ingelheim betalte upfront 5 mio. EUR og står herefter for alle udgifter til den videre udvikling. I bedste fald vil Saniona være berettiget til i alt 90 mio. EUR i milepælsbetalinger. Desuden indeholder aftalen regler for betaling af royalty på eventuelt fremtidigt salg. Det forekommer at være en særdeles lukrativ aftale, hvor det endelige resultat dog nu ligger i hænderne på partneren og tidsmæssigt vil der være tale om en meget lang årrække. Milestones er derfor værdipunktet her.

Samlet kan det konkluderes, at Saniona trods sin begrænsende størrelse besidder en stor, lovende og fremskreden pipeline takket være overtagelsen fra NeuroSearch. Det indebærer et forspring. Ledelsen har ydet en visionær indsats for at videreføre og "genopfinde" projekterne i en form, som kan blive kommercielt holdbar. Dybt kendskab hos hovedpersonerne til disse projekter fra deres tid i ledelsen af NeuroSearch er vel den bedste garanti for, at det kan lykkes. Saniona-folkene har formået hurtigt at puste nyt liv i Tesofensine (men med begrænset anvendelse til få udvalgte lande og Tesomet som en ny kombination med reducerede bivirkninger) og at forhandle lukrative partneraftaler på plads. Princippet i disse aftaler er at dække udgifterne til Saniona's løbende drift for at holde cash burn nede på et lavt niveau, og det er en god position at stå i som biotekselskab. Saniona synes derfor på rekordtid at være nået pænt frem i udviklingsforløbet for de tilkøbte R&D-projekter, og cash-burn er begrænset. Behov for store kapitaltilførsler ved udstedelse af nye aktier vil afhænge af beslutninger om udvikling af projekter for egen regning uden en partner som sponsor. Omkring biotekselskaber er

fremtidige kapitalrejsninger altid en trussel (udvanding), som investorer må tage med i sin aktievurdering. Den netop gennemførte placering med 35 mio. SEK i provenu svarer til en udvidelse af aktiekapitalen på kun 4,2 %, dvs. en lille emission.

## Fremtiden og aktiens forhold

Selskabets afgørende styrke er specialiseringen med fokus på ionkanalers betydning og muligheden for at gribe ind heri via ny medicin. Hjernen og centralnervesystemet indeholder interessante muligheder for medicinske gennembrud. Her er der tale om at overvinde de beskyttende barrierer (for at holde medicinproduktet) ude, før den ønskede virkning kan opnås. Samtidig er der stramme rammer for præcisionen i doseringen af den ønskede mængde aktivt stof. NeuroSearch, hvorfra man overtog en række nøje udvalgte ikke-færdiggjorte udviklingsprojekter, fokuserede netop på disse dele af den menneskelige krop. Der er fremdeles et meget stort behov for effektiv medicin hertil.

Til trods herfor er Tesofensine med sigte på fedme og type 2 diabetes nået længst i udviklingsforløbet og har derfor størst betydning på kort sigt for selskabet. Muligheden for værdiforøgelse vejer tungt ud fra denne produktkandidat. Med kombinationsproduktet Tesomet søger man at fjerne bivirkningen angående øget hjerterytme og således at muliggøre udnyttelsen af produktets virkning vedrørende vægtreduktion. Placeringen af de to produkter indebærer, at de relevante partnere skal findes blandt aktørerne i diabetesbehandling. Der er salgsmæssigt tale om virkelig store segmenter. Udfordringen er at løse/begrænse bivirkningerne og udnytte mest muligt af markedet. Færdiggørelse af fase III for Tesofensine omfattende Mexico og Argentina er inden for rækkevidde. Forudsat det lykkes, vil der blive åbnet nye muligheder for en tilsvarende proces i flere andre lande, men henset til risikoprofilen og mangel på effektiv patentbeskyttelse i de modne markeder pga. det langstrakte tidsforløb må disse markeder desværre opgives på forhånd. Her kan Tesomet dog få mulighed for at blive søgt udnyttet, idet beskyttelsen via patenter er sikret for nylic.

De øvrige projekter er aldeles spændende og metodemæssigt relevante, men det har desværre lange udsigter med de omfattende undersøgelsesforløb. Her drejer det sig derfor økonomisk set om muligheden for at opnå milestone betalinger baseret på fremdrift i de enkelte projekter. Da selskabets egen organisation er meget lille og koncentreret, vil cash burn kunne styres stramt, og her vil brug af eksterne firmaer med speciale i udførelse af sådanne opgaver blive besluttet af ledelsen. Risikoen synes derfor ikke at være alvorlig for cost overrun men alene rettet mod projekternes evne til at indfri forventningerne som lægemiddel.

Risikomæssigt skal det understreges, at denne type af udviklingsaktivitet indebærer en profil med et højt afkast/risiko forhold. Et enkelt produkt med godkendelse til markedsføring på hovedmarkederne kan udgøre en nutidsværdi, som skal måles i milliarder kroner. Omvendt er det kun få projekter, som klarer alle kravene og til sidst kan markedsføres. Situationer med Stop for projekter er derfor et muligt udfald, og investorer skal på forhånd gøre sig klart, at denne struktur er spillets regel. Med en væsentlig del af indsatsen rettet mod medicin beregnet til hjernen adresserer man samtidig en særdeles kompliceret del af kroppen, idet det aktive lægemiddelstof skal kunne passere den beskyttende barriere og undgå aktive beskyttelsesmekanismer inde i hjernen.

Saniona's fortrin som investeringsmulighed findes i kombinationen af en moderat størrelse i børsværdi (860 mio. SEK = 662 mio. DKK), fordelene ved springet frem ved at kunne videreføre NeuroSearch's bedste projekter af de folk som tidligere havde arbejdet hermed, og endelig know how positionen i nichen for udnyttelse af ion kanaler generelt. Denne gunstige struktur har gjort det muligt for det lille selskab overraskende hurtigt at opnå væsentlige fremskridt i produktudviklingen, hvilket har givet grundlag for en flot kursudvikling. Vores konklusion er, at Saniona rummer et særdeles lovende potentiale og en acceptabel risikoprofil. Tidsmæssigt mener vi, at man som investor bør anskue aktien med en tidshorisont på tre-fem år, da udsvingene undervejs kan blive store. Det første kommercielle produkt kan få mulighed for at nå igennem nåleøjerne i løbet af denne årrække, muligvis hurtigere.

## Regnskabstal

Mio. SEK	2013	2014	2015	2016	2017E
Omsætning	13	22	14	75	100
Lønudgifter	9	12	15	18	23
Andre driftsudgifter	6	18	27	53	60
EBIT	-2	-8	-28	4	17
Finansposter	0	0	-1	1	1
EBT	-2	-8	-29	5	18
Skat	1	2	6	-3	-4
Nettoresultat	-1	-6	-23	2	14

Frit Cash Flow/Burn	-6	-9	-30	+7	+5
Tilført egenkapital	0	18	67	0	35
Egenkapital ultimo	-3	9	53	54	100
Likvid reserve	1	10	47	53	90
Balance	4	15	58	71	110
Antal medarbejdere	11,8	14,9	16,8	19,7	25,0
Antal aktier mio. styk	10,000	13,882	20,841	20,841	21,762
Resultat pr. aktie (EPS)	-0,13	-0,45	-1,29	-0,11	0,65
Indre Værdi	-0,29	0,63	2,54	2,60	4,60

**NB:** Vores estimat for 2017 er behæftet med stor usikkerhed omkring indtægterne, da de vil hidrøre fra milepælsbetalinger og upfront betalinger fra eventuelle nye partneraftaler. Vi forventer, at der vil fremkomme beløb af væsentlig størrelse. Fra selskabets side forekommer der som anført på side 1 ingen guidance herfor. Selskabets omkostninger estimerer vi med større sikkerhed.



#### Seneste analyse:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
16-01-2017	42,8	Køb	Køb

#### Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.

Der foreligger ikke tidligere analyser og kursmål på Saniona, da dette er den første analyse foretaget af Aktieinfo.