



En oplagt rebound?

Saniona-aktien har historisk overreageret på nyheder – positive som negative – med meget store kursudsving. Senest er kursen faldet SEK 14/30% oven på nyheden om, at fase II studiet for Prader-Willi Syndrom (PWS) evalueres tidligere i studiet end planlagt. Dette ser vi som en kursmæssig overreaktion.

Mulighed for at blive den første

PWS er en sjælden genetisk sygdom med ca. 8.000 registrerede tilfælde i USA. Sygdommen giver sig bl.a. udslag i hæmmet mental udvikling og særligt ukontrollabel spisetrang, der kan medføre dødbringende fedme og kvælning. Der er ingen kendt behandling af spiseforstyrrelsen og Saniona har derfor muligheden for at være blandt de første med en godkendt behandling.

En god rebound mulighed

Vi estimerer, at PWS-projektet, givet at Saniona opnår et positivt resultat af fase II studiet, vil kunne opnå en værdi i niveauet USD 100 mio. svarende til SEK 40 pr. aktie. Usikkerheden for, at et positivt resultat opnås, er dog stor, så ved igangsætningen af studiet er det vores estimat, at værdien af PWS-projektet har ligget i niveauet SEK 100 mio. – eller ca. SEK 5 pr. aktie. Et kursfald på SEK 14 overstiger således markant værdien af PWS-projektet. Der er derfor en mulighed for, at kursen relativt snart kommer tilbage til niveauet SEK 45-50 og videre op.

PWS projektet består fortsat

Sanionas PWS fase II forsøg har hidtil alene indrulleret ni patienter, hvoraf fem stoppede deres deltagelse i forsøget før tid. PWS-patienter kan foruden den ukontrollable spisetrang, også have andre adfærdsmæssige udfordringer som f.eks. aggressiv, selvdestruktiv eller depressiv adfærd. Forværring af deres adfærd er blandt nogle af grundene for de fem personers udtræden af forsøget og Saniona har nu iværksat en undersøgelse af, hvorvidt ophøret skyldes deltagelsen i forsøget eller om de alene har fået placebo (et ikke virksomt stof). Denne undersøgelse vil vare ca. 2-3 måneder, hvorefter Saniona, som planlagt fra starten af studiet, vil beslutte, om forsøget skal fortsætte med børn og teenagere, som er det primære sigte med studiet.

Tabet er taget

Det er vores opfattelse, at aktiekursen på grund af det allerede store fald ikke vil falde yderligere, såfremt Saniona skulle beslutte at afslutte PWS-projektet. Derimod bør der være en kursmæssig upside, såfremt forsøget fortsætter til fasen med børn og unge. Vished herom forventer vi i januar 2018.

Kerneværdierne er ikke afspejlet i kursen

Sanionas største potentiale ligger fortsat i Tesomet og Tesofensine. Tesomet, der anvendes i PWS studiet, er et kombinationsmiddel baseret på Tesofensine, men uden den forhøjede puls som bivirkning, som Tesofensine har. Tesomet er udviklet specifikt for at blive godkendt til væggtab og til type II diabetes. Fortsat positiv udvikling i disse projekter medfører, at vi forventer en positiv udvikling i aktiekursen. Det store kursfald medfører dog, at vi forventer en kurs SEK 5 under det tidligere estimat på SEK 60 og SEK 70 på henholdsvis 6 og 12 måneders sigt.

KURSFORVENTNINGER

Kursforventning 6 md.	SEK	55
Kursforventning 12 md.	SEK	65
Aktiekurs	SEK	33,9

INVESTERINGSCASEN

De væsentligste faktorer for investeringscasen er:

- Værdiansættelse af Tesomet Fedme/T2D-projekter til over USD 100 mio. efter det succesfulde fase IIa studie
- Værdiansættelse af PWS-projektet til over USD 100 mio. ved succesfuldt fase IIa studie, der p.t. evalueres midt i studiet.
- Værdi over USD 100 mio. ved positivt udfald af fase II studiet angående kokainmisbrug
- Godkendelse af Tesofensine som slankemiddel i Mexico
- Yderligere partnerskaber for udvikling af projekter

KURSTRIGGERS

- Q1 2018: Udmelding omkring PWS studiet
- H1 2018: Udmelding omkring udviklingen af Tesomet til type 2 diabetes og/eller fedme
- H1 2018: resultat af fase II forsøget angående kokainafhængighed (NS2359)
- Udvikling og resultat af fase III studier af Tesofensine mod fedme (partner: Medix)
- Indgåelse af partnerskaber

KURSDVIKLING 12 måneder



Markedsværdi (SEK mio.)	738
Antal aktier	21.762.520

VIRKSOMHEDSPROFIL

Saniona er et biotekselskab med ti aktive projekter, herunder projekter i klinisk fase, der oprindeligt er udviklet af NeuroSearch, og som derfor har ionkanaler i hjernen som target. Flere af projekterne har blockbuster potentiale (salg over USD 1 mia.) inden for type 2 diabetes, kronisk smerte og kokainafhængighed. Dertil har Saniona partnerskaber med medicinal-selskaber.

Næste regnskab: 3. kv. 2017 15. nov. 2017

SELSKABETS FORVENTNINGER

Saniona forventer at have tilstrækkelig kapital til at gennemføre de planlagte aktiviteter i 2017.

Sanionas officielle pipeline

Produkt/projekt	Sygdom/indikation	Preklinisk forskning	Preklinisk udvikling	Klinisk fase I	Klinisk fase II	Klinisk fase III
Tesofensine	Overvægt	[Progress bar]				
Tesomet	Diabetes Type 2	[Progress bar]				
Tesomet	PWS	[Progress bar]				
NS 2359	Kokainafhængighed	[Progress bar]				
Luc Therapeutics	Ataxi	[Progress bar]				
GABAA	Neuropatisk smerte	[Progress bar]				
Boehringer Ingelheim	Schizofreni	[Progress bar]				
IK	Kronisk tarmbetændelse, IBD	[Progress bar]				
Proximagen	Neurologiske sygdomme	[Progress bar]				
Nikotin	Parkinsons	[Progress bar]				

Markedsstørrelser

Produkt	Indikation	Markedsstørrelse
Tesomet	Type 2 diabetes	> USD 23 mia.
Tesomet	Prader-Willi Syndrom	n.a.
Tesofensine	Fedme	USD 250 mio. (Mexico)
NS 2359	Kokainmisbrug	> USD 1,8 mia.
GABAA	Neurologisk smerte	> USD 6 mia.
Boehringer Ingelheim	Schizofreni	> USD 4,8 mia.
IK programmet	Kronisk tarmbetændelse (IBS)	> USD 5,9 mia.
Nic-α6	Parkinsons	> USD 2,8 mia.
Proximagen programmet	Neurologiske sygdomme	n.a.
Luc Therapeutics	Ataxi	n.a.

Kilde: Saniona

NØGLETAL

	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kursrelaterede						
P/S	4,3	20,8	11,4	16,1	16,8	16,8
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	-17,2	-14,8	385,1	-41,7	-49,8	-46,5
K/I (markedsværdi/egenkapital)	11,6	6,4	15,8	19,8	32,7	110,6
EV/Omsætning	4,2	21,5	10,7	15,5	16,6	17,0
EV/EBITDA	-12,2	-10,7	176,2	-29,6	-39,2	-40,1
EV/EBIT	-11,1	-10,4	192,5	-28,2	-35,6	-34,7
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	-286,1	-341,5	29,5	-183,7	-199,8	-188,3
ROE (%)	-67,2	-43,2	4,1	-47,4	-65,7	-237,9
ROIC (%)	-267,0	-91,9	3,9	-56,4	-95,0	1085,6
Udbytteafkast (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Udbytteandel (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Balancerelaterede						
Egenkapitalandel (%)	57%	92%	77%	96%	118%	210%
Gearing (%)	-110%	-89%	-100%	-78%	-37%	137%
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	-0,5	-1,3	0,1	-0,8	-0,7	-0,7
Udbytte pr. aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	0,1	0,3	0,8	0,7	0,7	0,7
Markedsværdi	0,1	0,3	0,9	0,7	0,7	0,7
Antal aktier (mio.)	13,9	20,8	20,8	21,8	21,8	21,8
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	7,3	16,3	41,0	34,0	34,0	34,0

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Nettoomsætning	22	14	75	46	44	44
EBITDA	-7	-27	5	-24	-19	-19
EBITDA-margin (%)	-35	-200	6	-52	-42	-42
EBIT	-8	-28	4	-25	-21	-22
EBIT-margin/overskudsgrad (%)	-38	-206	6	-55	-47	-49
Netto finansposter	1	-1	1	2	1	0
Resultat før skat	-8	-29	5	-24	-20	-21
Resultat efter skat	-6	-23	2	-18	-15	-16
Resultatgrad (%)	neg	neg	3	neg	neg	neg
Balance DKK mio.						
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Materielle aktiver	1	1	1	2	3	5
Finansielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Varebeholdninger	0	0	0	0	0	0
Tilgodehavende	4	10	16	8	8	8
Likvid beholdning	10	47	53	29	8	-9
Aktiver i alt	15	58	71	39	19	3
Egenkapital	9	53	54	37	23	7
Minoriteter	0	0	0	0	0	0
Hensættelser	0	0	2	-4	-9	-9
Langfristet gæld	0	0	0	0	0	0
Kortfristet rentebærende gæld	0	0	0	0	0	0
Leverandørgæld	2	3	6	3	3	3
Anden gæld	4	2	9	3	3	3
Passiver i alt	15	58	71	39	19	3

ANALYSEANSVARLIG

Jesper Ilsøe

DISCLAIMER

Forholdsregler mod interessekonflikter:

Kapital Partner følger regler og anbefalinger fra Den Danske Børsmæglerforening og Den Danske Finansanalytikerforening til imødegåelse af interessekonflikter m.v. Det er således ikke tilladt analytikere i Kapital Partner eller andre at investere i selskaber, som Kapital Partner følger.

Advarsel:

Dette notat er ikke og skal ikke opfattes som en fuldstændig analyse af noget selskab, branche eller værdipapir. Notatet er baseret på informationer, der er gennemgået omhyggeligt, men Kapital Partner garanterer ikke for materialets fuldkommenhed og påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af notatets informationer og vurderinger. Vurderinger kan ændres uden varsel. Notatet er ikke og skal ikke opfattes som et tilbud om eller opfordring til at købe eller sælge noget værdipapir.

Research provider:

Selskabet, som dette notat vedrører, har indgået en research provider aftale med Kapital Partner, der indebærer, at Kapital Partner modtager et honorar fra selskabet for at udføre analyse af det, herunder af investeringscasen. Selskabet har ingen indflydelse på de konklusioner og anbefalinger, som Kapital Partner udtrykker i sin analyse af selskabet og dets investeringscase.

Kursforventninger:

Kapital Partner angiver ikke nogen anbefaling omkring køb eller salg af enkelte værdipapirer, herunder det, som denne analyse omhandler. Vores forventninger til kursdannelsen er alene et udtryk for vores overbevisning omkring kursudviklingen under hensyntagen til de opgivne forudsætninger, som defor skal læses i sammenhæng.

Forud for denne analyse var vores kursforventning: 6 måneder: DKK 60, 12 måneder: 70