

## Saniona rummer et uforløst stigningspotentiale. Det giver mulighed for at samle aktien op til en attraktiv kurs.

- Saniona er på kort tid nået langt frem i processen med at få sine produktkandidater klar til godkendelse. Det høje tempo i udviklingen skyldes, at man købte en række fremskredne projekter fra NeuroSearch men arbejder videre på nye måder.
- Pipelinen ser lovende ud med projekter rettet mod både store sygdomsområder med vanskelige virkningsmekanismer for medicin (udsigt til høje salgspriser) og små, sjældne sygdomme, der mangler effektive lægemidler.
- Partneren Medix er i gang med fase 3 med tesofensine rettet mod fedme. Medix satser på at kunne lancere tesofensine på markedet i Mexico og Argentina. En stor del af de to landes befolkning på 165 mio. mennesker lider af alvorlig overvægt. Produktets vægtreducerende effekt er dokumenteret, men det er ledsaget af en bivirkning angående let højere puls. Saniona ejer rettighederne bortset fra Mexico og Argentina, men vil modtage royalty af salget i de to lande ved endelig godkendelse.
- Tesomet (ejes fuldt ud af Saniona) er en kombination af tesofensine med Metoprolol. Det udviser stærke data, hvor den ikke uvæsentlige bivirkning med forhøjet hjerteslag reduceres. Tesomet vil være dækket med patent mange år frem, og produktet kan indeholde betydelig upside værdi. Vi tror, at der bliver indgået en partneraftale herom inden for et til to år.
- Tesomet har vist gode data i forsøg rettet mod behandling af type 2 diabetes qua dets vægtereducerende virkning. En anden virkning er, at det formentlig også kan bruges mod specifikke sygdomme. Tesomet anvendt ved spiseforstyrrelse – kaldet Prader Willi – er efter en pause, hvor der er udført en ekstern interim-analyse, på vej mod videre udvikling. Der findes p.t. ingen medicinsk behandling rettet mod Prader-Willi syndromet (uhæmmet appetit).
- Kokainafhængighed er et voksende problem. Her er Saniona nået frem til fase 2 med et muligt banebrydende projekt. Der vil dog gå en del år, før et eventuelt færdigt produkt kan lanceres. Der findes p.t. ingen medicinsk behandlingsmulighed.
- Med indsatsen på såvel store som specielle sygdomsområder (fedme, type 2 diabetes, spiseforstyrrelse, tarmsygdom, ataksi, kroniske smerter, neurologiske sygdomme, Parkinsons, skizofreni og kokainmisbrug) er selskabets pipeline bred og særdeles spændende med mulige store produkter under udvikling. Spydspidsen rent teknologisk er stor viden om ion-kanaler.
- Cash burn er begrænset, idet 6 ud af de 9 udviklingsprojekter finansieres af eksterne partnere. I fire af aftalerne har Saniona afgivet størstedelen af upside til partneren mod betaling af milestones og royalty. I to udviklingsforsøg har man modtaget grants men samtidig beholdt alle rettigheder. Risikoen begrænses normalt ved at tage partnere ind.
- Børsværdien på 609 mio. SEK forekommer at være lav for et biotekselskab med én produktkandidat i fase 3 og en ganske bred pipeline. En indgåelse af partneraftale for Tesomet kan blive en kurstriggende nyhed. Aktien rummer et enormt potentiale, men R&D-indsatsen tager tid, og risikoen er altid høj i biotek. Investorer bør kunne investere i Saniona med en tidshorisont på 3-5 år.

Aktuel Kurs: 28 SEK  
 Børs: NASDAQ Stockholm Small Cap  
 Markedsværdi: 609 mio. SEK  
 Antal aktier: 21.762.520 styk  
 Næste regnskab: Q1 regnskab den 24-05-2018

### Anbefaling:

Kort sigt: Køb  
 Langt sigt: Køb  
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 30-50 SEK (uændret)  
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 50-80 SEK (uændret)  
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 30 SEK pr. 30-11-2017.

### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Der angives ingen finansielle mål for fremtiden. Fokus hos ledelsen (og investorerne) er rettet mod nyheder om udviklingsarbejdet og fremskridtene heri. Der er indgået aftale om et finansielt beredskab på op til 144 mio. SEK med Nice & Green på interessante vilkår (mere herom i analysen).



Høj / Lav 12 måneder: 53,5 / 26,4

## Fakta om Saniona

- Saniona er et dansk biotekselsskab med hovedsæde i Ballerup. Teknologisk ligger spidskompetencen inden for viden om udnyttelse af 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 af og CFO i biotekselsskabet 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).
- Selskabet viderefører en række produktkandidater, som NeuroSearch i årevis havde søgt udviklet. I 2017 blev NeuroSearch købt helt ud, hvorved NeuroSearch ikke længere er berettiget til royalties. Saniona råder over 9 aktive projekter under udvikling, hvoraf de 6 finansieres via følgende partnere: det store tyske medicinalsselskab Boehringer Ingelheim, Pennsylvania University, Medix (Mexico), Cadent Therapeutics (Saniona ejer 7 % af dette selskab), Proximagen (datterselskab af Upsher-Smith) og The Michael J. Fox Foundation. Saniona modtog dog det sidste bidrag under aftalen med sidstnævnte i 2017.
- Trods kun få år på bagen som selvstændigt selskab er det lykkedes på kort tid at få tesofensine mod fedme i fase 3. Det sker i samarbejde med Medix og omfatter Mexico og Argentina. To projekter er i fase 2, et er i præklinisk fase og de resterende er under udvikling. Det er besluttet at igangsætte nye forsøg med Tesomet rettet mod Prader-Willi syndrom efter en kort pause.
- I april 2014 introduceredes Saniona som det første danske selskab på Aktietorget i Stockholm til kurs 5 SEK og fik tilført 17 mio. SEK, således at markedsværdien ved noteringen udgjorde 70 mio. SEK. I februar 2015 blev der gennemført en ny emission til kurs 7 SEK, hvilket tilførte selskabet 24 mio. SEK. I oktober samme år blev en fortegningsmission gennemført til kurs 14 SEK med et provenu på 49 mio. SEK. I maj 2017 er der yderligere blevet tilført selskabet brutto 35 mio. SEK ved udstedelse af nye aktier til kurs 38 SEK. En spændende finansieringsaftale er ultimo 2017 indgået med det schweiziske selskab Nice & Green, hvorved finansiering frem til 2020 skulle være på plads (uden indregning af mulige milepælsbetalinger, royalty m.m.).
- Jørgen Drejer (1955) er CEO. Claus Bræstrup (1945) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet beskæftigede 26 medarbejdere ultimo 2017. 12 af de ansatte er PhD'er. Lønudgifterne udgjorde sidste år kun 22,7 mio. SEK, idet man i vid udstrækning gør brug af eksterne partnere til udviklings- og forskningsarbejdet (stor fleksibilitet).
- Aktionærforhold pr. 31-12-2017: De største ejerposter besiddes af CEO Jørgen Drejer 10,8 %, CFO Thomas Feldthus 8,6 %, Avanza Pension 5,3 %, Leif Andersson Consulting 4,6 %, Palle Christophersen 3,8 % og Claus Bræstrup 3,4 %. De ti største aktionærer ejer 46,3 % af aktierne, hvorved 53,7 % er i frit flow.
- Den 15-06-2017 blev selskabets aktie løftet op til notering på Nasdaq Stockholm Small Cap. Tickerkoden er: SANION.

## Selskabets virkefelt

Saniona er et udviklingsselskab med fokus på sygdomme i centralnervesystemet (CNS), autoimmune og metaboliske sygdomme samt smertebehandling. Ionkanalmodulering er Saniona's afgørende metodemæssige vinkel til at udvikle nye lægemidler mod alvorlige sygdomme. De igangværende forsknings- og udviklingsprojekter er rettet mod fedme, type 2 diabetes, spiseforstyrrelse (Prader-Willi), tarmsygdomme, ataksi, kroniske smerter, neurologiske sygdomme, Parkinsons, skizofreni og kokainmisbrug – altså et bredt virkefelt. Projekterne er købt fra NeuroSearch og siden videreudviklet. Da Saniona gør brug af allerede oparbejdet viden og data hos den oprindelige ejer, kan udgifterne holdes nede på et relativt beskedent niveau. Odds for succes må anses for gode.

Strategien er at opfinde og udvikle bedre medicin end de nuværende produkter på markedet eller til sygdomsområder uden nogen medicinsk dækning. Udviklingen foretages for egen regning og/eller via partnere og/eller via spin-outs og/eller i joint ventures. For at reducere risiko og burn-rate er der indgået en række partneraftaler, hvorved en stor del af upside potentialet rent økonomisk afgives mod at partneren påtager sig størstedelen eller alle udgifter til den videre udvikling. Tesomet i fase 2 rettet mod sygdomsområderne diabetes 2 og Prader-Willi udvikles for egen regning og ejes fuldt ud af Saniona. Upside med Tesomet kan blive stor, da der eksempelvis ikke findes nogen behandling af sygdommen Prader-Willi (uhæmmet appetit). Det drejer sig om at tage Tesomet længst muligt frem i faseforløbet, idet værdien ved at inddrage en partner stiger, jo længere frem i faseforløbet man kommer.

Partnere betaler typisk et up-front beløb til Saniona ved starten og forpligter sig desuden til at afholde udviklingsomkostningerne helt (eller delvist). Saniona afgiver til gengæld størstedelen af sit upside potentiale men vil opnå milepælsbetalinger i løbet af R&D-forløbet og til sidst royalty-indtægter på en- eller to-cifrede procentsatser af et eventuelt salg. Partnerskabsaftalerne dækker som udgangspunkt rettighederne globalt. I enkelte tilfælde er der dog tale om aftaler begrænset til udvalgte lande eller regioner. Der er

således indgået en aftale med mexicanske Medix omkring tesofensine dækkende Mexico og Argentina, mens Saniona har beholdt rettighederne i resten af verden og har ret til at bruge undersøgelsesdata fra Medix.

Tesofensine projektet rettet mod få udvalgte markeder uden for USA (og EU må det formodes) er sammen med kombinationsproduktet Tesomet eksempler på dygtig nytænkning i et forsøg på at udnytte en aldeles effektiv og lovende - men af NeuroSearch opgivet - produktkandidat. Man satser også på snævert specialiseret medicin (Orphan drug status). Her er der væsentligt færre krav til omfanget af kliniske undersøgelser, og R&D-indsatsen bliver derfor mere overkommelig, ligesom der kan opnås eksklusivitet for produktet i en kortere årrække.

I de tilfælde hvor et program udvikles i et joint-venture, som fx Ataxion (der nu indgår i Cadent 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 Saniona's aktionærer. Styringen af projekterne foregår ud fra en klar kommerciel vinkel. Der er foretaget spin-outs i form af Initiator Pharma og ved etableringen af Scandion Oncology. Spin-outs reducerer Sanionas indsats rent økonomisk, ligesom det kan blive nemmere for disse spin-out selskaber selv at hente nye penge i markedet, da der er tale om meget specifikke udviklingsopgaver, som ligger uden for Saniona's egentlige virkefelt.

### Saniona's pipeline rummer stor upside

#### Tesofensine går i fase 3

Tesofensine til behandling af fedme udvikles i samarbejde med og for regning af partneren, Medix. Overvægt er et voksende problem i hele verden, og fedme er ofte forløberen til et stadie med type 2 diabetes. Der er tale om folkesygdomme, der belaster de offentlige sundhedsudgifter. Derfor er der både af hensyn til patienterne selv og sundhedsudgifterne et klart ønske om at få folk med risiko for diabetes 2 til at tabe sig. I forsøg med tesofensine er der konstateret vægttab på 9,2 % på blot 24 uger og hele 14-15 % efter 48 uger. Til sammenligning giver Saxenda (GLP-1 produktet Victoza) en vægtreduktion på 6,2 % - men først efter 56 uger. Umiddelbart forekommer tesofensine at være klart bedre end Novo Nordisk's Saxenda, der er godkendt i USA og EU mv. Der er dog en bivirkning forbundet med brug af Tesofensine i form af let forhøjet puls.

Udviklingsarbejdet hos partneren Medix er alene koncentreret om Mexico og Argentina. På blot 4 måneder er det lykkedes at indrullere 372 patienter i de fase 3 forsøg, der nu igangsættes. Det er gået hurtigere end forventet, og man er et år forud for den oprindelige plan. Det er vigtigt, idet tidspunktet for en godkendelse og derefter udbredelse af salget så i bedste fald også rykker et år frem. Fase 3 forsøgene kan i bedste fald blive afsluttet i Q4 med oplysning om data fra forsøget primo 2019. Hvis alt går vel, kan der så indledes en godkendelsesprocedure. Under forudsætning af myndighedernes godkendelse kan salget få fuld vægt i 2020 med deraf afledt betaling af milepæle og royalties til Saniona. Fase 2 og fase 3 forsøgene ligger tæt op ad hinanden, hvilket øger sandsynligheden for succes med de igangsatte fase 3 forsøg.

For Saniona er tesofensine særdeles vigtigt. Hvis Medix lykkes med at bringe produktet på markedet i Mexico og Argentina, der begge har en befolkning præget af udbredte problemer med svær overvægt og dermed mulighed for at opnå et stort salg, kan Saniona selv tage produktet videre til andre lande i fx Mellemøsten og Asien, hvor fedme også er blevet til en folkesygdom. Der vil dog næppe blive igangsat arbejde med at bringe tesofensine på markedet i USA og Europa, da det vil kræve meget omfattende og kostelige forsøg, ligesom en partner skal være villig til at påtage sig risikoen vedrørende bivirkninger.

En vigtig afgørelse for dette spændende projekt nærmer sig. Vi ser gode odds for, at tesofensine kan få adgang til markedsføring i Mexico og Argentina. Hvis det derimod ikke lykkes, vil det være et alvorligt tilbageskridt for Saniona. Bivirkningen ved brug af Tesofensine består i, at pulsen stiger med ca. 8 slag i minuttet ved anvendelsen. En anden begrænsende faktor for Tesofensine's potentiale er, at et centralt patent allerede er udløbet. Muligheden for at udrulle salg af produktet på verdensplan er således begrænset, men uanset det, ser det tilgængelige marked ud til at kunne blive meget stort.

#### Tesomet

Tesomet er et kombinationsprodukt bestående af tesofensine og Metoprolol. Sidstnævnte stof er en betablokker, der formår at sænke pulsen, og det kan forhåbentlig opveje den forhøjede puls, som udgør bivirkningen ved tesofensine. Der er tale om nytænkning med et særdeles spændende produkt, som befinder sig i fase 2a (proof of concept). Det seneste forsøg viste de ønskede data, nemlig at hjertefrekvensen (pulsslagene) blev reduceret med 4,3 slag pr. minut, hvilket var særdeles positivt. Forsøget viste desuden andre positive effekter, idet der meldes om det tilsigtede vægttab. Forsøget indikerede desuden, at der er potentiale for anvendelse til andre sygdomme som fedme, Prader-Willi syndrom og NASH - udover type 2 diabetes. Det øger værdien af projektet betydeligt med mulighed for bredere anvendelse. Forsøgene gennemføres for egen regning, og Saniona ejer alle rettigheder.

Værdien af Tesomet vil stige betydeligt, hvis en partneraftale først indgås efter at de nuværende fase 3 forsøg med tesofensine afsluttes med succes. I så fald kan en partneraftale blive betydelig i værdi – og modsat ved manglende succes. Patentet på Tesomet i USA rækker helt frem til 2033, altså en langt bedre situation end for tesofensine i sig selv. Også dette forhold vil være med til at

forbedre værdien ved en kommende partnerskabsaftale, ligesom en mulig positiv effekt af fase 2a forsøg rettet mod andre sygdomme, altså bredere anvendelse har værdi. Vi vurderer, at Saniona ikke har det fornødne finansielle beredskab til selv at kunne gennemføre fase 3 forsøg. Ledelsens dilemma synes at være, hvor længe man tør vente med at indgå en partneraftale omkring Tesomet eller andre projekter i pipeline. Det er vores vurdering, at Saniona med stor sandsynlighed vil kunne indgå en lukrativ aftale med et af de store medicinalsselskaber.

### Prader-Willi syndrom

I april 2017 igangsatte Saniona for egen regning fase 2a studier (proof of concept) for Tesomet rettet mod Prader-Willi (spiseforstyrrelse). Der er tale om en meget sjælden sygdom, hvor de berørte har en kromosomfejl der gør, at man reelt kan spise sig ihjel. Da Tesomet har udvist en gavnlig effekt omkring vægttab, var det nærliggende at teste produktet rettet mod Prader-Willi. Det seneste forsøg bestod af ni personer, hvoraf fem hurtigt droppede ud af planen. Saniona valgte derfor at stoppe de igangsatte forsøg for at få foretaget en uvildig interim analyse for at få klarhed over, hvorfor så mange droppede ud af forsøget. Projektet blev sat på pause i denne periode. Reaktionen på Børsen var ubønhørlig. Aktiekursen faldt fra kurs 48 til 30 SEK, hvilket var en klar overreaktion. Interim analysen viste heldigvis, at Tesomet ikke var årsag til den manglende succes ved forsøget, idet det primært var dosis, der skulle reguleres. Altså ikke et alvorligt problem. Interim analysen har givet Saniona opløftende indsigt i Tesomet, og det vurderes af ledelsen, at der er potentiale til at fortsætte testen af medicinen brugt mod Prader-Willi. Ud fra denne nyhed burde aktiekursen have reageret særdeles positivt, hvilket dog ikke skete. Prader-Willi er en sjælden sygdom, men da der i dag ikke findes lægemidler mod sygdommen, kan potentialet for et færdigt produkt blive stort. Prisen for behandling vil formentlig komme til at ligge i intervallet 60-150.000 USD årligt med de højeste priser i USA. Det vurderes, at 15-20.000 i EU og USA er ramt af sygdommen. Tidshorisonten for at få et produkt på markedet mod Prader-Willi er dog blevet forsinket med formentlig et års tid.

Da det er et afgrænset sygdomsområde uden godkendte lægemidler, vil Saniona sandsynligvis kunne opnå Orphan Drug-status i USA, dvs. reducerede krav til de kliniske studier, hurtigere behandlingstid hos myndighederne, længere beskyttelse og mulighed for en høj pris ved endelig lancering. I reglen opnår sådanne produkter hurtigt stor positiv interesse blandt de aktive speciallæger i de pågældende snævre nicheområder, hvor der mangler virkningsfulde behandlingsmetoder. Behovet findes, men målrettet behandling med medicin savnes.

I bedste fald og uden yderligere forsinkelser vil en myndighedsgodkendelse tidligst kunne fremkomme i slutningen af 2019/starten af 2020. Selve salget af et sådant produkt vil dog i sig selv kunne forløbe med ekspresfart, da der på nuværende tidspunkt ikke findes andre produkter rettet mod Prader-Willi. Vi vurderer, at dette projekt rummer en pæn upside i både salgsværdi og som kurspåvirkende kraft for aktien.

### NS2359 rettet mod behandling for kokainmisbrug

NS2359 er rettet mod behandling af kokainmisbrugere. Udviklingen støttes af amerikanske fonde, og kliniske fase 2 forsøg foretages af University of Pennsylvania. Igangværende forskning har udvist lovende resultater. Der findes endnu ingen effektiv behandling mod kokainafhængighed. Resultater fra prækliniske og kliniske undersøgelser indikerer, at NS2359 kan reducere misbrugernes abstinenser og behov for kokain, idet de ikke længere opnår nogen stimulerende effekt ved at tage kokain i behandlingsperioden. NS2359 kan derfor blive det første og banebrydende lægemiddel til behandling af kokainmisbrug. Det vurderes, at der alene i USA er mindst en mio. mennesker med kokainafhængighed, og tallet er formentlig det samme i Europa – og antallet stiger. Projektet befinder sig i fase 2. Indgåelse af en partnerskabsaftale ligger formentlig et par år ude i fremtiden. Saniona har ikke selv udgifter til projektet, så det er en gratis upside chance, men med Saniona placeret i en passiv rolle uden mulighed for at øge tempoet i R&D-indsatsen.

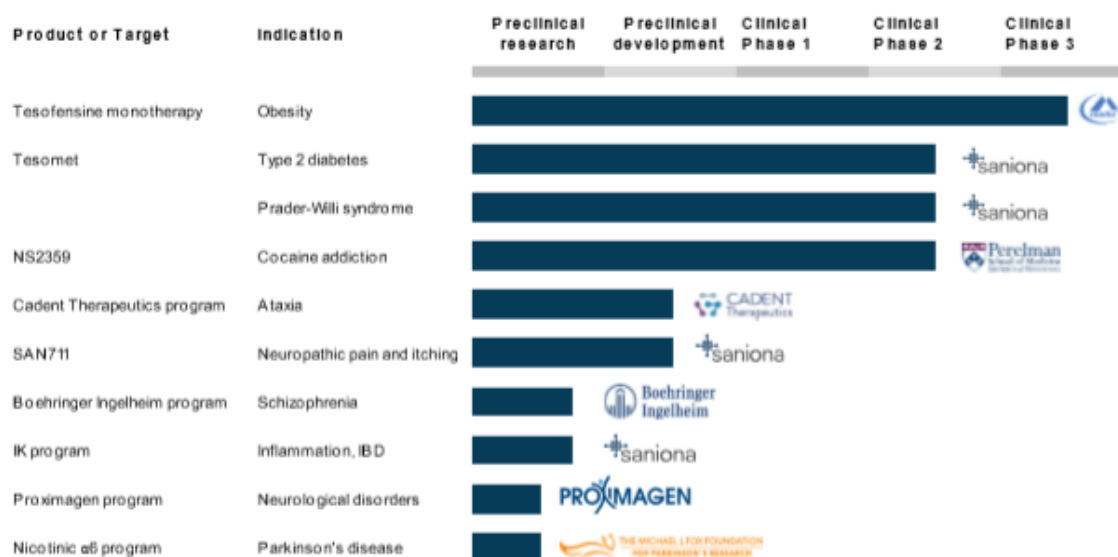
### Øvrige pipeline

Den øvrige udviklingsindsats omfatter projekter rettet mod ataksi (neurologisk lidelse), kroniske smerter, tarmsygdomme, inflammatoriske sygdomme, Parkinsons og skizofreni. The Michael J. Fox Foundation har støttet projektet rettet mod Parkinsons med 590.700 USD, hvoraf den sidste milepælsbetaling under aftalen blev modtaget i oktober sidste år. Det er uvist om aftalen kan genforhandles og videreføres.

Med det store medicinalsselskab Boehringer Ingelheim foretages udvikling rettet mod skizofreni. Boehringer Ingelheim står for alle udgifter til den videre udvikling. I bedste fald vil Saniona være berettiget til at modtage 90 mio. EUR i milepælsbetalinger. Desuden indeholder aftalen bestemmelser for betaling af royalty på eventuelt fremtidigt salg. Det forekommer at være en særdeles lukrativ aftale, hvor det endelige resultat dog nu ligger helt i hænderne på partneren. Tidsmæssigt vil der være tale om en meget lang årrække. Milestones er derfor det centrale værdipunkt her.

Saniona besidder en for dette lille selskab stor, lovende og fremskreden pipeline rettet mod såvel brede sygdomme med stort salgspotentiale som snævre, alvorlige lidelser, der har mulighed for at opnå positiv særbehandling i godkendelsesprocessen. Ledelsen har præsteret en visionær indsats for at videreføre og "genopfinde" de bedst egnede projekter fra NeuroSearch i en ny udformning, som indebærer større sandsynlighed og lavere udgifter end tidligere for at kunne færdiggøres til kommercielt holdbare

lægemidler. Hovedpersonernes dybe kendskab til projekterne fra deres tid i ledelsen af NeuroSearch er vel den bedste garanti for, at der er valgt rigtigt med netop dette R&D-udpluk og at noget (men ikke alt) vil lykkes. Ved at forhandle lukrative partneraftaler på plads er det hidtil lykkedes at holde cash-burn nede og opnå fleksibilitet samt stor handlefrihed.



Udover denne R&D-pipeline råder Saniona over rettighederne til en række aktive stoffer, som er forberedt til klinisk udvikling (fx AN788 og AN761) og positioneret til indgåelse af partneraftaler eller overførsel til spin-outs. Man har netop startet prækliniske studier rettet mod neuropatisk smerte og kronisk kløe.

## 2017 – et år med voksende cash-burn og god fremdrift i pipelinen

Set i forhold til 2016 faldt indtægterne (omsætningen) fra 74,9 mio. SEK til blot 20,7 mio. SEK. Det skyldes, at der i 2016 blev opnået milepælsbetalinger på hele 60,4 mio. SEK fra projekter i samarbejder med Boehringer Ingelheim, Medix og Proximagen. Milepælsbetalinger i 2017 lå langt under dette niveau. Udgiftsniveauet steg med små 10 % til 77,9 mio. SEK, hvorved driften var negativ med 57,2 mio. SEK (+4,2 mio. SEK i 2016). Cash-flowet, der kan sidestilles med cash-burn, var på 57,3 mio. SEK. Trods det store underskud betegner vi 2017 som værende på linje med forventningerne. Kontantbeholdningen androg ultimo 2017 22,3 mio. SEK, og egenkapitalen er opgjort til 37,6 mio. SEK.

For at polstre sig finansielt har Saniona indgået et specielt konstrueret samarbejde med det schweiziske investeringsselskab Nice & Green S.A., der har forpligtet sig til hver måned at købe konvertible obligationer for 6 mio. SEK – altså 72 mio. SEK på et år. Saniona har ret til at forlænge aftalen i yderligere et år. Obligationerne er ikke rentebærende, men udgiften ved udstedelse af obligationerne er rundt regnet 3-4 %. Nice & Green har ret til hver måned at konvertere obligationerne til aktier med 8 % discount i forhold til den gældende markedspris. Nice & Green forpligter sig samtidig til at afholde fire roadshows med præsentation af Saniona for en kreds af ca. 100 meget velhavende investorer/fundmanagers med speciale i biotek. CFO Thomas Feldthus har uden beregning stillet 650.000 aktier til rådighed for den praktiske håndtering af denne transaktion.

Aftalen synes at være god for alle parter. Nice & Green får mulighed for at investere i Saniona med en discount på 8 %. Saniona får løst sit finansieringsbehov, og aftalen er udfærdiget, så Saniona bestemmer farten og omfanget (høj fleksibilitet). Saniona ønsker på vegne af aktionærene (ledelsen er selv storaktionærer) at skabe øget efterspørgsel efter aktien, og det samme gør Nice & Green. Det kan jo blandt andet ske ved at adressere den føromtalt nye investorgruppe. Det er altså en form for privat konvertibelt lån.

## Stort potentiale i dette spændende selskab

Biotek er ensbetydende med høj risiko, men afkastpotentialet kan også blive enormt. I tilfældet Saniona anser vi odds for succes i udviklingsprojekterne som højere end normalt. Det skyldes, at man har overtaget en række projekter fra NeuroSearch, der i årevis havde udviklet på dem. Ledelsen kendte NeuroSearch særdeles godt indefra, og man har givetvis kun overtaget de projekter, hvor man anså odds for succes som værende størst. Det er da også imponerende, at Saniona på kort tid har fået bragt et projekt ind i fase 3. Dertil kommer de to egne projekter i fase 2, hvor der snart kan være mulighed for inddragelse af partnere.

Tesofensine vil i første omgang kun være rettet mod godkendelse i Mexico og Argentina. Succes for dette projekt kan Saniona så direkte videreføre og søge om godkendelse på andre markeder. Det er dygtigt forhandlet på plads af Saniona. Der bliver tale om et

produkt i konkurrence med få andre som Saxenda fra Novo Nordisk, så det er lidt David mod Goliat. Der er dog givetvis plads til Saniona på nogle af de mindre markeder, og en stærk partner i form af Medix får betydning her. Tesomet udvikles aktuelt mod diabetes 2, men der åbnes også for brug mod fedme, Prader-Willi syndrom og NASH (fedtlever). Eventuel dækning af Prader-Willi kan åbne et meget stort marked. Der findes ingen produkter rettet mod kokain-afhængighed, og her kan der ved succes i forskningen blive tale om et meget stort salg inklusiv en hurtig udrulning som følge af stor interesse for at afhjælpe dette misbrugsproblem.

Der ligger mange potentielle kurstriggere ret forude – hvor alt dog afhænger af positive data: mulig godkendelse af tesofensine (formentlig primo 2019), mulighed for indgåelse af partnerskaber for Tesomet, start på fase 2 forsøg med Prader-Willi, den videre udvikling inden for skizofreni og kokainafhængighed, samarbejdet med Boehringer Ingelheim og udviklingen i selskabets øvrige pipeline. Desuden arbejder spin-out selskabet Scandion Oncology frem mod en selvstændig børsnotering. Den største risiko er pipeline. Det er usandsynligt, at alt går glat igennem, hvorfor vi må forvente, at der på denne front vil opstå negative nyheder/stop for udvikling/forsinkelser m.m. Sådan er spillets regler: få projekter lykkes hele vejen igennem og rummer til gengæld enorm værdi.

Ved et uændret cash-burn (2017-niveau) er der ro på finansieringsfronten 2 år frem, altså for årene 2018 og 2019. Hvis der fremkommer milepælsbetalinger eller andre væsentlige indtægter i løbet af 2018 og 2019, har Saniona ret til at stoppe samarbejdet med Nice & Green på et tidligere tidspunkt eller forlænge det, hvis man ikke gør brug af de månedlige trancher i en vis periode. Denne specielle konstruktion giver frihed til Saniona-ledelsen.

Vi er forundrede over, at aktiekursen kunne droppe med ca. 40 % fra 50-niveauet på nyheden om en midlertidig pause i udviklingen med Prader-Willi. Der var ingen gravende problemer forbundet med dette midlertidige stop, men alligevel er kursen blevet fastholdt i det nye, lave kursniveau. Pessimismen er for udtalt, og det giver biotekorienteerede investorer mulighed for at komme ind i aktien til en attraktiv pris. Børsværdien på 609 mio. SEK afspejler langt fra det potentiale, som selskabet rummer. Investorer er dog nødt til at kunne anskue en investering i aktien med en tidshorizont på 3-5 år. I løbet af denne periode kan vi ikke afvise, at der vil opstå behov for tilførsel af flere penge. Omvendt burde der i bedste fald være lanceret Saniona-produkter på markedet inden for denne tidsramme, og så kan normale salgsindtægterne/royalty begynde at tage fart. Det første kommercielle produkt kan få mulighed for at nå igennem det afgørende nåleøje i løbet af to år. Fokus for investorerne omkring aktien vil i de næste par år blive rettet mod forløbet angående opnåelse af succes og dermed milestone betalinger samt indgåelse af nye partneraftaler, hvor Tesomet udgør den afgørende mulighed. Konklusion: Langsigtet køb, men trods den relativt lave aktiekurs er der også en væsentlig risiko.

## Regnskabstal

Mio. SEK	2014	2015	2016	2017	2018E
Omsætning	22	14	75	21	50
Lønudgifter	12	15	18	23	26
Andre driftsudgifter	18	27	53	55	60
EBIT	-8	-28	4	-57	-36
Finansposter	0	-1	1	1	0
EBT	-8	-29	5	-56	-36
Skat	2	6	-3	7	6
Nettoresultat	-6	-23	2	-49	-30
Frit Cash Flow/Burn	-9	-30	+7	-63	-40
Tilført egenkapital	18	67	0	33	72
Egenkapital ultimo	9	53	54	38	70
Likvid reserve	10	47	53	22	54
Balance	15	58	71	48	75
Antal medarbejdere	14,9	16,8	19,7	24,1	26,0
Antal aktier mio. styk	13,882	20.841	20,841	21,417	23,2
Resultat pr. aktie (EPS)	-0,45	-1,29	-0,11	-2,30	-1,7
Indre Værdi	0,63	2,54	2,60	1,76	2,8

**NB:** Vores estimat for 2018 er behæftet med stor usikkerhed omkring indtægterne, da de vil hidrøre fra milepælsbetalinger og upfront betalinger fra eventuelle nye partneraftaler. Fra selskabets side foreligger ingen guidance overhovedet. Selskabets omkostninger estimerer vi med større sikkerhed. Der er i 2018 estimeret konvertering til aktier af hele lånebeløbet på 72 mio. SEK. Aktiens dagskurs på 28,0 SEK er benyttet som udgangspunkt for denne omregning.

**Seneste analyse:**

<b>Dato</b>	<b>Kurs</b>	<b>Anbefaling:</b>	
		<b>Kort sigt</b>	<b>Langt sigt</b>
30-11-2017	30	Køb	Køb
30-08-2017	47	Køb	Køb
29-05-2017	39,5	Køb	Køb
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.