

Saniona rummer sandsynligvis et meget stort potentiale. Aktien er en langsigtet placeringsmulighed

- Biotech er en branche med høj afkast/risiko profil. Imidlertid anser vi risikoen i Saniona for lavere end normalt, da man fra starten opnåede et gevaldigt forspring ved at erhverve nøje udvalgte projektrettigheder og patenter fra NeuroSearch, der var blevet nedlagt. Saniona må betragtes som en videreførelse af NeuroSearch's mest lovende indsats, og selskabet ledes af en kreds af tidligere ledende medarbejdere suppleret af andre højt kvalificerede fagfolk. R&D-projekterne er blevet revurderet, hvilket i nogle tilfælde har ført til nye koncepter (fx Tesomet) for at forbedre muligheden for succes.
- Virkefeltet er bredt med CNS (centralnervesystemet og hjernen) i centrum. Styrken teknologisk/medicinsk findes inden for betydningen og funktionen af ionkanaler. R&D-virkefeltet omfatter sygdomme som skizofreni, Parkinsons, epilepsi, smerte, kokainafhængighed og ataksi.
- Forrest i pipelinen findes dog et helt andet produkt, Tesofensine. Det var påtænkt anvendt mod fedme og/eller type 2 diabetes risiko relateret hertil. Bivirkninger med forhøjet hjerteslag og afbrækket ved nedlæggelsen af NeuroSearch har åbnet adgang til genoptagelse af R&D i en modificeret projektudformning. Det er Saniona's mest fremskredne R&D-projekt. Best case har 2020 som tidspunkt en for eventuel godkendelse i Mexico og Argentina (via partneren Medix). Tesomet (ejes fuldt ud af Saniona) er et helt nyt R&D-projekt udformet som en kombination af Tesofensine og lægemidlet Metoprolol. Sidstnævnte kan reducere bivirkningen af Tesofensine med forhøjet hjerteslagsrytme. Tesomet vil være dækket med patent frem mod 2036, mens der for Tesofensine er udstedt et patent i USA samt opnået databeskyttelse i Mexico i 5 år. En spændende mulighed er chancen for en partneraftale angående Tesomet.
- Tesomet søges også udviklet mod den sjældne Prader Willi sygdom (spiseforstyrrelse med ubegrænset appetit). Der er tale om et begrænset antal patienter, men det er en livstruende og ødelæggende sygdomstilstand. Barrieren for godkendelse kan derfor blive nedsat, såfremt Tesomet er i stand til at dokumentere væsentlig positiv virkning. Tidsrammen er primo 2020 med eventuel produktlancering rettet mod Prader Willi i 2022. Tesomet mod spiseforstyrrelse er selskabets hovedaktivitet.
- Selskabets fremdrift i R&D og indgåelse af eventuelle nye aftaler med partnere er de afgørende punkter både for ledelsen og for investorerne. Da man arbejder med projekter med stort potentiale, kan Down Payments ved aftaleindgåelse blive store, men der er i sagens natur langt imellem disse.
- Den løbende indsats udføres disciplineret med stram styring af omkostningsindsatsen (cash burn). Den nye aftale angående konvertible lån har en ramme på 6 mio. SEK pr. måned, og dermed burde finansieringen være sikret frem til 2020. Da der udstedes nye aktier som næste trin, kan det opfattes som en løbende proces med aktietegning rettet mod én administrator. Ideen er at give Saniona ro til R&D-arbejdet og at styrke aktionærkredsen ved tilkomst af flere langsigtede investorer. Der burde herved være opnået en økonomisk frihed, som indebærer, at der ikke er udsigt til lancering af en ny stor aktietegning to år frem.
- Aktien kan rumme et enormt potentiale, men R&D-indsatsen tager tid og risikoen er høj i biotech. Investorer er nødt til at være tålmodige og bør kunne investere i Saniona med en tidshorison på 3-5 år.

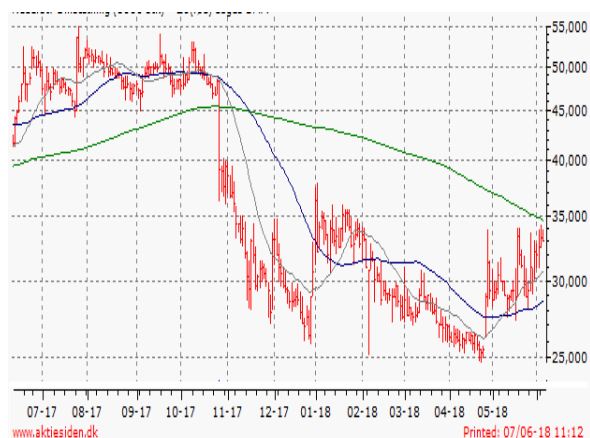
Aktuel Kurs: 34 SEK
 Børs: NASDAQ Stockholm Small Cap
 Markedsværdi: 750 mio. SEK
 Antal aktier: 22.057.335 styk
 Næste regnskab: Q2 regnskab den 22-08-2018

Anbefaling:

Kort sigt: Køb
 Langt sigt: Stærkt køb (før køb)
 Kursudvikling 0-6 mdr.: 30-60 SEK (før 30-50)
 Kursudvikling 12-18 mdr.: 60-90 SEK (før 50-80)
 Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved 28 SEK pr. 07-03-2018.

Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Ledelsen fremlægger 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 (læs mere herom i denne analyse).



Høj / Lav 12 måneder: 53,5 / 25,3

Fakta om Saniona

- Saniona er et dansk biotekselskab 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 aktiviteter. 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 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). Ledelsen er kendetegnet af dyb faglig indsigt.
- Saniona råder over 10 aktive projekter under udvikling, hvoraf de 5 finansieres via følgende partnere: det store tyske medicinalsselskab Boehringer Ingelheim, Pennsylvania University, Medix (Mexico), Cadent Therapeutics (Saniona ejer 7 % af dette selskab), og The Michael J. Fox Foundation. Saniona modtog dog det sidste bidrag under aftalen med sidstnævnte i 2017.
- I samarbejde med Medix er det på kort tid lykkedes at få tesofensine mod fedme i fase 3 i Mexico. Tre projekter er i fase 2, et er i fase 1, et i præklinisk fase og de resterende er i præklinisk forskning.
- I april 2014 gik Saniona som det første danske selskab på Aktietorget i Stockholm til kurs 5 SEK og fik tilført 17 mio. SEK. Markedsværdien udgjorde ved noteringen 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.). Aktien har siden midten af 2017 været noteret på Nasdaq Stockholm's hovedliste med tickerkoden SANION.
- Jørgen Drejer (1955) er CEO. J. Donald deBethizy (1950) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet beskæftigede ultimo første kvartal 25 medarbejdere (22 fuldtid og 3 deltid). 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. 31-03-2018: De største ejerposter besiddes af CEO Jørgen Drejer 10,6 %, CFO Thomas Feldthus 8,5 %, Avanza Pension 5,2 %, Leif Andersson Consulting 4,5 %, Palle Christophersen 3,7 % og Claus Bræstrup 3,3 %. De ti største aktionærer ejer 42,5 % af aktierne. Selskabet har 5.297 aktionærer (4.956 for et år siden).

Saniona arbejder på at udvikle medicin rettet mod en række både store og små sygdomme. Der findes ingen medicinsk behandling til flere af disse sygdomsforhold.

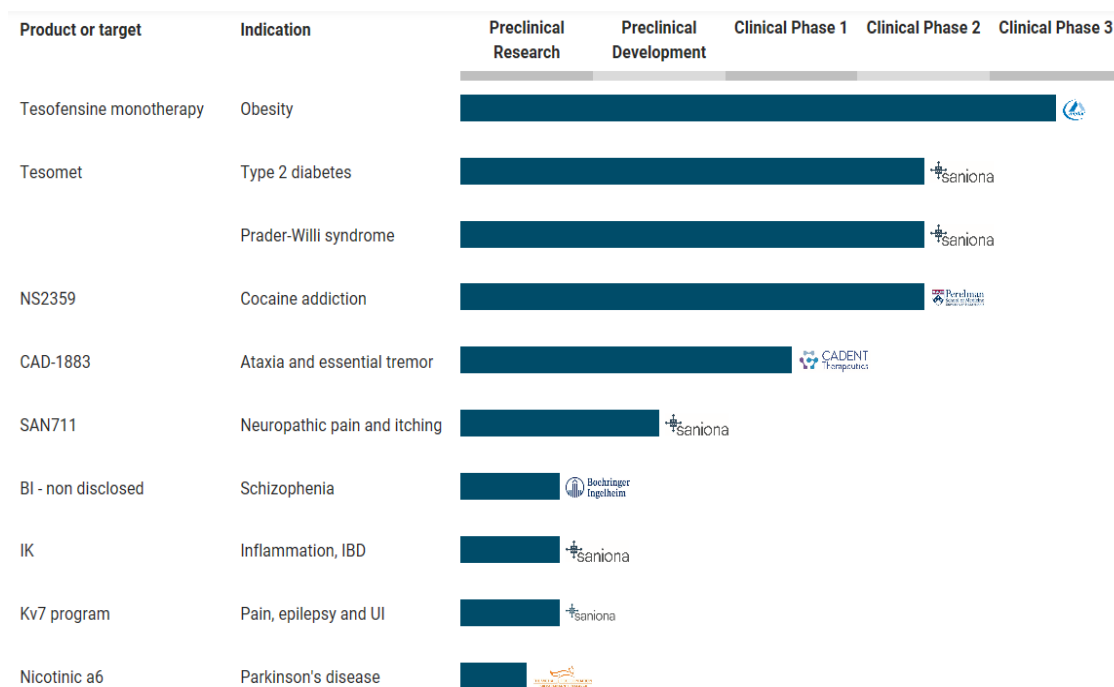
Udviklingsindsatsen fokuserer på sygdomme i centralnervesystemet (CNS), autoimmune og metaboliske sygdomme samt smertebehandling. Ionkanal-modulering er Saniona's afgørende metodemæssige vinkel til at udvikle nye lægemidler mod alvorlige sygdomme. En række igangværende forskningsprojekter er overtaget fra NeuroSearch, hvorfra topchefen også kommer. 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 tilsvarende anses for gode. NeuroSearch blev købt helt ud af samarbejdet sidste år, hvorfor upside fremadrettet fuldt ud vil tilgå Saniona og i tilfælde med udlicensering i et split med aftalepartnere.

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. Partnerne 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.

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. 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. Sidstnævnte overvejer en børsnotering. Spin-outs reducerer Saniona's 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 har en fremskreden og lovende pipeline med stor upside



Som det fremgår, har Saniona et projekt i fase 3, tre i fase 2, et i fase 1, et i præklinisk udvikling og fire i klinisk forskning. Saniona ejer selv fem af projekterne med mulighed for at indgå partneraftaler. Den største værdi ligger naturligvis i de to fuldt ejede fase 2 projekter, og her har selskabet en strategi om at gå hele vejen selv uden indlemmelse af partnere. Udover denne R&D-pipeline råder Saniona over rettighederne til en række aktive stoffer, som er forberedt til klinisk udvikling og positioneret til indgåelse af partneraftaler eller overførsel til spin-outs.

Tesofensine er i fase 3

Overvægt er et voksende problem i hele verden, og fedme er ofte en forløber til type 2 diabetes. 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 større procentuelt vægttab på kortere tid end tilfældet er for Saxenda (GLP-1 produkt anvendt mod fedme; samme aktive stof som type 2 diabetesproduktet Victoza) fra Novo Nordisk. Umiddelbart forekommer tesofensine at være bedre i virkning end Saxenda, der er godkendt i USA og EU mv.

Tesofensine til behandling af fedme udvikles i samarbejde med og for regning af partneren, Medix. Indrulleringen af personer til fase 3 forsøg er forløbet hurtigere end ventet, hvorfor undersøgelserne allerede ventes afsluttet i slutningen af 2018 med offentliggørelse af top-line resultater herfra i starten af 2019. Hvis alt går vel, kan der indledes en godkendelsesprocedure kort tid herefter. Under forudsætning af myndighedernes godkendelse kan salget få fuld vægt i 2020 med deraf afledt betaling af milepæle og royalties til Saniona. Royalty indikeres at ligge på en betydelig to-cifret procentsats. Fase 2 og fase 3 forsøgene ligger tæt op ad hinanden, hvilket øger sandsynligheden for succes med de igangsatte fase 3 forsøg. Hvis det derimod ikke lykkes, vil det fremstå som et alvorligt tilbageslag for Saniona.

For Saniona er tesofensine særdeles vigtigt. Hvis Medix lykkes med at bringe produktet på markedet i Mexico og Argentina, der begge har udbredte problemer med svær overvægt i befolkningen, er der mulighed for at opnå et stort salg. Saniona kan så selv søge at tage produktet videre til andre lande, fx i Mellemøsten og Asien, hvor fedme ligeledes er ved at udvikle sig til en folkesygdom. Der vil derimod næppe blive igangsat arbejde med at bringe tesofensine på markedet i USA og Europa, da det vil kræve meget omfattende og bekostelige forsøg.

En udfordring er, at brug af Tesofensine fører til, at pulsen stiger med ca. 8 slag i minuttet. 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. Odds for succes er stor. Medix estimerer, at markedet i Mexico relateret til fedme har et potentielt topsalg på 250 mio. USD. Ud af 10 mexicanere anses 7 for at være overvægtige, og 8 ud af 10 dødsfald i landet menes at være relateret til overvægt. Potentialet kan derfor blive enormt.

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. Tesomet har to forløb i fase 2 rettet mod hhv. type 2 diabetes og Prader Willi Syndrom, men Tesomet kan formentlig også finde anvendelse mod NASH (fedtlever) og mod fedme generelt. Det udgør en efterfølgende mulighed. Saniona ejer selv Tesomet.

Diabetes 2 projektet:

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 rettighederne.

Patentet på Tesomet i USA rækker helt frem til 2036, altså en langt bedre situation end for tesofensine solo. Af Saniona's hjemmeside fremgår det, at Datamonitor estimerer markedet for type 2 diabetes til at vokse fra et salg i 2014 på 23 mia. USD til 43 mia. USD i 2023. Her vil behandling af fedme udgøre en stor del af det udvidede marked.

Prader-Willi syndrom

Prader Willi er en sjælden sygdom, hvor de berørte har en kromosomfejl, der ikke giver nogen mæthedsfornemmelse. De ramte personer kan dermed reelt spise sig ihjel. Det vurderes, at 15-20.000 i EU og USA har sygdommen – altså et afgrænset sygdomsområde. I dag findes der ingen direkte lægemidler mod denne sygdom. Det øger sandsynligheden for, at Saniona kan 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 findes ikke.

I andet halvår 2017 måtte Saniona sætte projektet på pause, idet fem ud af ni personer i et forsøg droppede ud af programmet. En efterfølgende interim-analyse viste dog heldigvis, at årsagen ikke skyldtes det aktive stof men snarere den anvendte dosis. Til brug for fase 2a forsøg med en lavere dosis er man gået i gang med at rekruttere patienter her i Q2. Data fra dette forsøg ventes 6 måneder efter opstart. Et nyt fase 2 forsøg vil blive gennemført i 2019 for at være sikker på, at den anvendte dosis er korrekt. Derefter kan fase 3 forsøg blive gennemført i 2020. I bedste fald og uden yderligere forsinkelser vil en myndighedsgodkendelse kunne komme i 2021 med endelig lancering på markedet i 2022. Salget af et sådant produkt vil kunne forløbe med ekspresfart, da der på nuværende tidspunkt ikke findes andre produkter rettet mod Prader-Willi. Vi vurderer, at dette projekt rummer en stor upside både i salgsværdi og som kurspåvirkende kraft for aktien. Prisen for en behandling vil formentlig ligge i niveauet 100.000 USD i Europa og 140.000 USD i USA. Markedspotentialet er således særdeles interessant med et niveau på ca. 2 mia. USD. Ved succesfulde testresultater vil der blive tale om et first-in-class medicinalprodukt. Et særdeles vigtigt og lovende projekt for Saniona.

NS2359 mod behandling for kokainmisbrug

NS2359 er tænkt rettet mod behandling af kokainmisbrugere. Udviklingen støttes af amerikanske fonde (Dana Foundation og Groff Foundation), og kliniske fase 2 forsøg foretages af The Treatment Research Center på University of Pennsylvania. Igangværende forskning har vist 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 opnåede nogen stimulerende effekt ved at tage kokain i behandlingsperioden. NS2359 kan måske blive det første og dermed banebrydende lægemiddel til behandling af kokainmisbrug. Det vurderes, at der alene i USA er over en mio. mennesker med kokainafhængighed, og tallet er formentlig det samme i Europa – og antallet stiger. Saniona vurderer markedet til at have en værdi på op til 1,8 mia. USD. Projektet befinder sig i fase 2. Patentet rækker frem til 2028. Saniona nævner, at der er gode muligheder for at opnå eksklusivrettigheder i 5/10 år i hhv. USA og EU efter en godkendelse. 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 til gengæld er 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 denne aftale kan genforhandles og videreføres.

I samarbejde med Cadent Therapeutics er CAD-1883 (ataksi) kommet i fase 1, mens selskabets eget SAN711-projekt mod kronisk kløe og smerte har startet præklinisk udvikling. Med SAN711 er det hensigten at påvirke nervebanerne til at få kroppen til at regulere sig selv for derved at "kurere/reducere" kroniske smerter og kløe. En sideeffekt ved behandling af kræft, HIV m.m. er, at der ofte efterfølgende opleves kløe (psoriasis) og smerter, der kan blive kroniske. Der findes i dag ingen lægemidler på markedet, der kan afhjælpe disse gener. Projektet forventes at gå i fase 1 i midten af 2019 og tegner interessant. Saniona vurderer, at SAN711 har potentiale til at blive "first-in-class".

Med det store medicinalsselskab Boehringer Ingelheim foretages udvikling rettet mod skizofreni. Boehringer Ingelheim afholder 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 fra eventuelt fremtidigt salg. Det forekommer at være en særdeles lukrativ aftale, hvor det endelige resultat dog nu ligger helt i hænderne på denne partner. Tidsmæssigt vil der være tale om en meget lang årrække. Muligheden for fremkomst af betalinger for Milestones er derfor det centrale værdipunkt i dette tilfælde.

Saniona er et lilleput selskab men råder over en omfattende, lovende og fremskreden pipeline med projekter 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 med at videreføre og "gentænke" de bedst egnede projekter fra NeuroSearch i en ny udformning, som vil indebære større sandsynlighed og lavere udgifter end tidligere for at kunne færdiggøres og resultere i kommercielt godkendte 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 god fleksibilitet samt stor handlefrihed. Omkring Kv7 projektet skal det nævnes, at det netop er blevet leveret tilbage til Saniona. Den hidtidige partner, Proximagen, blev overtaget af BenevolentAI, som ikke ønskede at videreføre dette projekt. I stedet vil Saniona nu forfølge muligheden selv, da de hidtidige data baseret på 2½ års udviklingsindsats har vist de ønskede resultater.

Biotech starter altid med cash burn

Indtægterne i Q1 løb kun op i 4,3 mio. SEK, mens driftsudgifterne udgjorde -15,7 mio. SEK. Netto endte kvartalet derfor med et underskud på 13,5 mio. SEK. Den likvide reserve ved udgangen af første kvartal var 25,4 mio. SEK. Egenkapitalen er bogført til 34 mio. SEK. Kvartalet bød ikke på milepælsbetalinger eller royalty-indtægter. Udgifterne holdes på et for biotech lavt niveau. Finansielt er man sikret frem til 2020 (forudsat uændret cash-burn), idet der er indgået en speciel aftale 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 om året. 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. Til og med 01-06-2018 har Nice & Green tilført Saniona 30 mio. SEK i kapital ved køb af sådanne konvertible obligationer. Heraf er cirka halvdelen af beløbet blevet konverteret til nye aktier. Specifikt er der tale om 294.815 nye aktier købt til en gennemsnitlig pris på 25,74 SEK. Nice & Green har altså indtil videre gjort et godt køb. Af aftalen fremgår det, at Saniona er berettiget til en del af den kapitalgevinst, som Nice & Green i sidste ende opnår (specifikationer herom fremgår dog ikke). Nice & Green er samtidig forpligtet til at afholde fire roadshows med præsentation af Saniona for en kreds af rundt 100 meget velhavende investorer/fundmanagers med speciale i biotech. Hvor mange roadshows, der allerede er gennemført, oplyses ikke. Thomas Feldthus (CFO) har uden beregning stillet 650.000 aktier til rådighed for den praktiske håndtering af dette flerårige transaktionsforløb, idet der kan være behov for at sælge aktier hurtigere end de registreres ved konverteringen.

Aftalen synes at være opbygget som en win-win for alle parter. Nice & Green får mulighed for at investere i Saniona med en discount men er bundet til at komme med pengene, og adgangen til salg i markedet udgør derfor deres "nøddugang". 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 nu. Det kan blandt andet ske ved at adressere den fremtalte nye investorgruppe. Det er altså en form for privat placering af et opfindsomt konvertibelt lån med et flerårigt, glidende forløb og reguleringsmekanismer indbygget. Aktiemæssigt betyder det, at der er fastlagt en ramme for kapitaltilførsel (ikke længere udsigt til direkte aktieudstedelse men kun indirekte via konvertering), og der er håb om styrke til at absorbere dette udbud hos de aktører, som Nice & Green selv repræsenterer og er i kontakt med. Kredsen af langsigtede investorer kan dermed blive udvidet.

Stort potentiale i dette spændende selskab

Biotech er kendetegnet af høj risiko. Til gengæld er afkastpotentialet også enormt. Saniona har på rekordtid fået flere udviklingsprojekter i fase 2/3. Ikke alle projekter vil formentlig blive afsluttet med succes og opnå godkendelse hos myndighederne med adgang til salg efterfølgende. Odds for succes hos Saniona er imidlertid langt højere end normalt. Ledelsen kendte NeuroSearch særdeles godt indefra, og man har selvfølgelig kun overtaget de projekter, hvor man anså sandsynligheden for succes som værende størst og tilstrækkelig høj.

Et positivt udfald for det igangværende fase 3 forsøg med tesofensine i Mexico vil være en stærk kurspåvirkende faktor – og modsat i tilfælde af fiasko. Tidspunktet for en afklaring kan ligge allerede i starten af 2019 og i princippet mulighed for opstart af salg i 2020 med deraf afledte indtægterne til Saniona. Tesomet er i fase 2 med to forsøgsforløb rettet mod hhv. type 2 diabetes og Prader Willi. Sidstnævnte er en sjælden sygdom, der har behov for en medicinsk behandlingsmulighed. Det øger muligheden for, at Saniona – hvis ønsket - kan indgå en lukrativ partneraftale eller alternativt gå hele vejen selv. Nu og her er strategien at gå selv. NS2359 mod kokainmisbrug har mulighed for at blive "first-in-class", og dette marked er stort. SAN711 har også mulighed for at blive "first-in-class", men med dette projekt er tidsrammen meget lang. Samarbejdet med Boehringer Ingelheim udgør en ren win-situation for Saniona. Scandion Oncology har vist positive data fra igangværende forsøg og stiler mod en børsnotering, hvilket vil udløse en kapitalgevinst til Saniona.

Der ligger således mange potentielle kurstriggere ret forude. Imidlertid må vi også forvente, at ikke alle projekter vil lykkes – om end odds for succes er højere hos Saniona end normalt. Optimalt vil et færdigt produkt kunne lanceres på markedet i Mexico i 2020. Fokus for investorerne angående aktien vil i de næste par år blive rettet mod forløbet om opnåelse af succes og dermed adgang til milestone-betalinger samt indgåelse af nye partneraftaler. Tesomet, som man selv ejer, rummer en betydelig upside ved succesfuld forskning. Konklusion: Langsigtet køb, men trods den pt. relativt lave aktiekurs vurderer vi, at aktien også rummer 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	70
Egenkapital ultimo	9	53	54	38	80
Likvid reserve	10	47	53	22	50
Balance	15	58	71	48	95
Antal medarbejdere	14,9	16,8	19,7	24,1	26,0
Antal aktier mio. styk	13,882	20,841	20,841	21,417	22,4
Resultat pr. aktie (EPS)	-0,45	-1,29	-0,11	-2,30	-1,3
Indre Værdi	0,63	2,54	2,60	1,76	3,4

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. Tilført egenkapital (netto) omfatter penge via aftalen om konvertibel gæld (maksimumrammen), og tilsvarende indregnes beløbet herfra i estimatet for egenkapitalen ultimo, altså betragtes alle konvertible lån at være ombyttet til aktier ultimo. Antal aktier i 2018 er opgjort som det forventede gennemsnit. Beregningen er udført på grundlag af en aktiekurs på 33 SEK.

**Seneste analyse:**

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
07-03-2018	28	Køb	Køb
30-11-2017	30	Køb	Køb
30-08-2017	47	Køb	Køb
29-05-2017	39,5	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.