



Tipping point nærmer sig

Selvom Saniona har projekter i klinisk fase II og III har markedsværdien de seneste 3 måneder ligget i niveauet SEK 700 mio. Fase III forsøget er nær sin afslutning, og det ser vi som et potentielt tipping point for værdiansættelsen af aktien.

Dilemmaet i Saniona

Saniona har en lang række lovende projekter med stort økonomisk potentiale, hvoraf dem, der er længst fremme, er baseret på forskning oprindeligt udført af Neurosearch. Og her ligger dilemmaet gemt; trods forskning for milliarder, opnåede Neurosearch ikke nogen positive resultater. Selvom Saniona viser gode fremskridt, vil aktiemarkedet derfor se konkrete resultater, og mindre set-backs får store negative kursmæssige konsekvenser.

Tipping point

Sanionas fedmemiddel Tesofensine indgår i Sanionas fremmeste projekter – et middel som blev stoppet af Neurosearch. Det er Tesofensine, som Sanionas mexicanske partner, Medix, er ved at afslutte sine fase III studier af. De første data fra studiet forventes primo 2019, og de vil give en god indikation af, om midlet bliver godkendt og markedsført – formentlig i 2020. Vi ser derfor de første resultater primo 2019 som et potentielt tipping point for aktiemarkedets syn på potentialet og værdien af Sanionas portefølje. Modsat vil manglende resultater formentlig føre til en endnu lavere værdiansættelse af den øvrige portefølje.

Et relativt lav-risiko biotekselskab

Biotek er pr. definition en høj-risiko investering. Saniona har en håndfuld projekter i klinisk fase og et lignende antal i preklinisk fase. Selskabets eksistens er derfor ikke afhængigt af ét projekts succes. Med flere projekter og et stort bibliotek (fra Neurosearch) af potentielle nye projekter har Saniona gode muligheder for at skaffe finansiering, hvilket senest skete i juli med en EUR 4 mio. milestone betaling fra medicinalfirmaet Boehringer Ingelheim. Herved har Saniona kapital til ind i 2019, foruden muligheden for løbende at optage konvertibel gæld hos investeringselskabet Nice & Green.

PWS og kokain – ikke at forglemme

På den kortere bane, ser vi også nyhedsstrømmen for PWS og kokainmisbrug som væsentlige, ikke blot for kursdannelsen, men for aktiemarkedets syn på Saniona.

PWS er en meget sjælden, arvelig sygdom, der giver uhæmmet spisetrang. Efter et studie med voksne er indrullering af patienter til et studie af 10 unge påbegyndt. Studiet er således meget lille og Saniona kan opnå orphan drug status. Saniona kan derfor uden afgivelse af ejerskab selv finansiere, at Tesomet når markedet. Der er hidtil ingen, der har kunne udvikle et medikament til behandling af kokainafhængighed. Får Saniona positive data fra studiet i USA, vil det derfor være et væsentligt fremskridt, herunder for aktiemarkedets tro på Saniona.

Hvor skal vi hen?

Vi forventer, at aktiekursen vil have fundet et nyt niveau om 6-12 måneder, og fastholder vores kursforventninger.

KURSFORVENTNINGER

Kursforventning 6 md.	SEK	55
Kursforventning 12 md.	SEK	65
Aktiekurs	SEK	32

INVESTERINGSCASEN

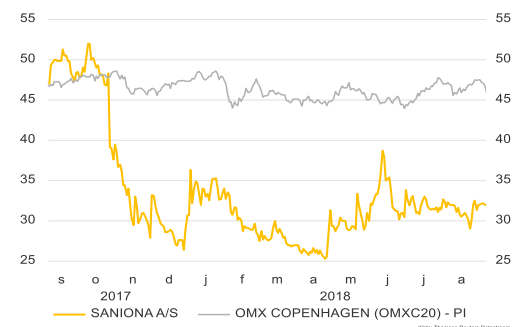
De væsentligste faktorer for investeringscasen er:

- Godkendelse af Tesofensine som fedmemiddel i Mexico
- 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
- Yderligere partnerskaber for udvikling af projekter

KURSTRIGGERS

- Q1 '19: Resultat (top line) af Medix' fase III studie med Tesofensine mod fedme
- Q4 '18/Q1 '19: resultat af fase IIa forsøget om kokainafhængighed (NS2359)
- Q1 '19: Resultat af PWS fase IIa studie
- H1 '19: Igangsætning af hypotalums overvægt fase IIa studie
- Indgåelse af partnerskaber

KURSDVIKLING 12 måneder



Markedsværdi (SEK mio.)	718
Antal aktier	22.446.347

VIRKSOMHEDSPROFIL

Saniona er et biotekselskab med 11 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, spiseforstyrrelser og kokainafhængighed. Dertil har Saniona partnerskaber med medicinal-selskaber.

Næste regnskab: Q3 2018 14. nov. 2018

SELSKABETS FORVENTNINGER

Saniona forventer at have tilstrækkelig kapital til at gennemføre de planlagte aktiviteter indtil 2020.

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]				
Tesomet	Hypotalamus overvægt	[Progress bar]				
NS 2359	Kokainafhængighed	[Progress bar]				
Luc Therapeutics	Ataxi	[Progress bar]				
SAN711	Neuropatisk smerte	[Progress bar]				
Boehringer Ingelheim	Schizofreni	[Progress bar]				
IK	Kronisk tarmbetændelse, IBD	[Progress bar]				
Kv7	Neurologiske sygdomme	[Progress bar]				
Nikotin	Parkinsons	[Progress bar]				

Markedsstørrelser

Produkt	Indikation	Markedsstørrelse
Tesomet	Type 2 diabetes	> USD 23 mia.
Tesomet	Prader-Willi Syndrom	> USD 1 mia, (orphan drug mulighed)
Tesofensine	Fedme	USD 250 mio. (Mexico)
NS 2359	Kokainmisbrug	> USD 1,8 mia.
SAN711/GABAA	Neurologisk smerte/nervesmerte	> 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.
Kv7 programmer	Neurologiske sygdomme	n.a.
Cadent Therapeutic program	Ataxi	(orphan drug mulighed)

Kilde: Saniona

NØGLETAL

	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Kursrelaterede						
P/S	20,8	11,4	32,3	11,2	23,9	23,9
P/E (markedsværdi/justeret nettoresultat)	-14,8	385,1	-13,5	-19,9	-14,2	-14,4
K/I (markedsværdi/egenkapital)	6,4	15,8	17,8	78,2	-17,4	-7,9
EV/Omsætning	21,5	10,7	31,2	11,2	25,5	27,3
EV/EBITDA	-10,7	176,4	-11,4	-15,9	-12,7	-14,5
EV/EBIT	-10,4	192,7	-11,3	-15,7	-12,5	-14,2
Afkastrelaterede						
Afkastgrad 1 (%)	-341,5	29,5	-264,5	-164,9	-268,4	-348,1
ROE (%)	-43,2	4,1	-131,1	-392,9	122,3	54,7
ROIC (%)	-91,9	3,9	-182,4	-653,2	-1138,9	-724,5
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 (%)	92%	77%	78%	21%	-126%	-396%
Gearing (%)	-89%	-98%	-59%	16%	-116%	-109%
Aktierelaterede						
Nettoresultat pr. aktie (EPS)	-1,3	0,1	-2,3	-1,6	-2,2	-2,2
Udbytte pr. aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise value (EV) (DKK mio.)	0,3	0,8	0,6	0,7	0,8	0,8
Markedsværdi	0,3	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Antal aktier (mio.)	20,8	20,8	21,8	22,4	22,4	22,4
Aktiekurs (ultimo året / aktuelt)	16,3	41,0	30,7	32,0	32,0	32,0

REGNSKABSTAL OG ESTIMATER

Resultat DKK mio.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Nettoomsætning	14	75	21	64	30	30
EBITDA	-27	5	-57	-45	-61	-57
EBITDA-margin (%)	-200	6	-274	-71	-202	-188
EBIT	-28	4	-57	-46	-61	-58
EBIT-margin/overskudsgrad (%)	-206	6	-276	-72	-205	-192
Netto finansposter	-1	1	1	0	-3	-6
Resultat før skat	-29	5	-57	-46	-65	-64
Resultat efter skat	-23	2	-50	-36	-50	-50
Resultatgrad (%)	neg	3	neg	neg	neg	neg
Balance DKK mio.						
Immaterielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Materielle aktiver	1	1	1	2	3	4
Finansielle aktiver	0	0	0	0	0	0
Varebeholdninger	0	0	0	0	0	0
Tilgodehavende	10	16	24	28	13	13
Likvid beholdning	47	53	22	14	17	6
Aktiver i alt	58	71	48	43	33	23
Egenkapital	53	54	38	9	-41	-91
Minoriteter	0	0	0	0	0	0
Hensættelser	0	2	0	0	0	0
Langfristet gæld	0	0	0	0	0	0
Kortfristet rentebærende gæld	0	0	0	15	65	105
Leverandørgæld	3	6	5	9	4	4
Anden gæld	2	9	6	11	5	5
Passiver i alt	58	71	48	43	33	23

ANALYSEANSVARLIG

Jesper Ilsøe
www.kapitalpartner.dk

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 55, 12 måneder: 65