

Aktieanalys

# Peter Nilsson/ Peter Benson: QuiaPEG: PEGgar upp för slagkraftiga affärer



Spotlight-noterade QuiaPEG ska göra licensaffärer med sin drug delivery plattform och utveckla egna läkemedelsprojekt. Det skapar möjligheter och uppsida. Kassen behöver dock fyllas på.

Av Peter Nilsson, Peter Benson

🕒 10 min



VD och medgrundare Marcus Bosson.

Uppsalabaserade QuiaPEG (**3,24 kr**) utvecklar en plattform för ”drug delivery” vid namn Uni-Qleaver. Nischen är så kallad ”*frisättningsbar pegylering*”. Pegylering innebär att en vattenlöslig polymer kopplas samman med ett läkemedel. Det kan öka läkemedlets stabilitet, förlänga halveringstiden och minska risken för att patienten ska bilda antikroppar som reducerar behandlingseffekten.

Pegylering är den mest etablerade metoden för att styra ett läkemedels effektprofil över tiden. Det kan bland annat resultera i mindre toxicitet och ökad effekt. Det kan till exempel leda till att dagliga injektioner av ett läkemedel istället kan tas kanske en gång per vecka.

QuiaPEGs patenterade teknologi är en vidareutveckling av en känd metod för att förlänga effekten av läkemedel i kroppen. Bland annat möjliggör Uni-Qleaver skapandet av nya substanser som är förbättringar av redan godkända biologiska läkemedel. Detta kallas för *biobetters*. Om en biobetter är tillräckligt innovativ kan den erhålla patentskydd. Risken i att utveckla biobetters är lägre jämfört med originalläkemedel eftersom substansen är känd och prövad. Utvecklingstiden är kortare och kostnaderna lägre.

Biobetters är också mer intressanta än biosimilarer eftersom de bland annat ökar patientnyttan och de kanske kan patenteras. Biobetters kan också generera ett premiumpris till skillnad från biosimilarer som ofta resulterar i prispress i konkurrens med originalläkemedlet. Uni-Qleaver gör det också möjligt att skapa *prodroger*. En prodrog är ett läkemedel som efter administration *metaboliserar* till en aktiv substans. Ett exempel på det är kodein som i levern omvandlas till morfin.

QuiaPEG	Januari 2019
VD:	Marcus Bosson
Styrelseordförande:	Steen Kroyer
Antal anställda:	4
Nyckelpersoners ägande:	Cirka 34 %
Lista:	Spotlight Stockmarket
Aktiekurs:	3,25 kr
Antal aktier ink. utspädn:	35,6 miljoner
Börsvärde:	117 Mkr
Nettokassa:	3 Mkr
Resultatnivå, årstakt:	Cirka -15 Mkr
Källa: SvD Börsplus /Bolaget	Räknat på max antal aktier.

## Börsplus syn på QuiaPEG

QuiaPEG är en förhoppningsaktie, ett forskningsdrivet utvecklingsbolag utan intäkter och högtflygande planer. Analys av förhoppningsbolag kräver andra metoder än vanliga börsaktier (se faktaruta längst ner). Plus insikten att det vanligaste utfallet är att investerarna förlorar nästan hela insatsen.

---

### 1. Incitament nyckelpersoner

Nyckelpersoner äger cirka 40 procent av bolaget. En del insiderköp har skett den senaste tiden. Utöver aktieinnehav finns det ett litet optionsprogram som omfattar de flesta nyckelpersonerna.

Sammantaget bra incitament för de som ska göra QuiaPEG framgångsrikt.

En viktig aktör är också holländska investerargruppen Nyenburgh Holding. De är näst största ägare och har även teckningsoptioner med en löptid på tre år som till lösenkurs 3,5 kr kan tillföra 21 Mkr. Nyenburgh har också varit med och finansierat andra noterade bolag som Lidds och Sedana.

## **2. Track record nyckelpersoner**

Vd och medgrundare Marcus Bosson har erfarenheter från riskkapital och läkemedelsutveckling. Övriga fyra i ledningen har alla flera publicerade vetenskapliga artiklar och är uppfinnare till många olika patent. De 7 personerna i styrelsen leds av ordförande Steen Kroyer som har lång erfarenhet från läkemedelsindustrin. Främst inom AstraZeneca. Ledamot Anders Vedin har också mångårig erfarenhet från AstraZeneca och är numera bland annat styrelseordförande i noterade Irlab. Ledamot Jonas Jarvius är vd i nyligen noterade Q-linea.

En del av nyckelpersonerna var involverade i Resistentia Pharmaceuticals för cirka 10 år sedan. Resistentia misslyckades med att ta fram ett allergivaccin och stora belopp gick förlorade. Det är inte anmärkningsvärt att läkemedelsprojekt misslyckas och även det är viktig yrkeserfarenhet. Däremot borde det framgå tydligare i beskrivningen av personernas historik och bakgrund.

## **3. Trovärdighet för produkt och strategi**

Marknaden för modifiering av biologiska läkemedel i form av biobetters och prodroger är enorm. Enligt QuiaPEG finns det dock bara en handfull bolag i världen som kan facilitera pegylering med stora variationsmöjligheter i frisättningen.

QuiaPEG ser två affärsmöjligheter. Att sälja exklusiva licenser till läkemedelsbolag för specifika projekt kan generera intäkter på kort sikt. Det kan resultera i förskottsbetalning, milstolpsbetalningar och på sikt royalties. Utöver det ska QuiaPEG driva egna läkemedelsprojekt till preklinisk fas eller längre. När ett projekt nått tillräckligt långt är tanken att licensiera ut det eller sälja det. Att projektet nått tillräckligt långt borde betyda att någon form av proof-of-concept är etablerat. Här finns den större uppsidan.

QuiaPEG har ett licens- och kommersialiseringsavtal med kinesiska Xiamen SinoPEG Biotech avseende tillverkning och försäljning av produkter och tjänster baserade på Uni-Qleaver. SinoPEG ska skala upp, tillverka, marknadsföra och distribuera teknologin för forskningsändamål. Bolagen har genomfört ett par gemensamma aktiviteter. SinoPEG beskrivs som en globalt etablerad aktör med ett stort nätverk. Förhoppningen är att SinoPEG ska kunna skapa intresse hos läkemedelsbolag att testa Uni-Qleaver som i förlängningen kan

leda till exklusiva avtal. Vi noterar att styrelseordförande Steen Kroyers erfarenheter från AstraZeneca i Kina borde komma väl till pass i detta samarbete.

Den kanske viktigaste värde drivaren i bolagets historia var de positiva resultaten för Peg-liraglutide som meddelades i slutet av förra året. Peg-liraglutide blir QuiaPEGs första läkemedelsprojekt. Peg-liraglutide är en förbättrad version av originalläkemedlet Liraglutide. Liraglutide, utvecklat av Novo Nordisk, säljer årligen för cirka 4 miljarder USD. Indikationen är typ-2 diabetes och övervikt. Peg-liraglutide är en biobetters och förhoppningen är att möjliggöra veckovis dosering istället för daglig. Det skulle vara en avsevärd förbättring för patienterna. Nästa steg är ytterligare prekliniska försök. Ett avtal har ingåtts med ett icke-namn givet asiatiskt läkemedelsbolag för detta. Förhoppningen är att detta ska leda till licensdiskussioner om försöken faller väl ut.

I december meddelade QuiaPEG att ett stort, icke-namn givet, läkemedelsbolag gjort en beställning av reagens baserat på Uni-Qleaver. Reagensen kommer att användas i prekliniska försök. Om försöken faller ut väl kan det leda till ett licensavtal framöver.

QuiaPEG har 8 beviljade patent i USA och EU som täcker pegyleringskemi och ett antal läkemedelssubstanser där plattformen kan komma till användning. Utöver det har bolaget flera patentansökningar.

#### 4. Nödvändiga antaganden i optimistiskt scenario

- Utveckla samarbetet med SinoPEG
- Genomföra fler utlicensieringar
- Ta Peg-liraglutide framåt i preklinisk utveckling

Fler beställningar från läkemedelsbolag som vill testa vad Uni-Qleaver går för står högt på önskelistan. Dessa kan komma från egen affärsaktivitet eller genom samarbetet med SinoPEG. Värde drivande för aktien skulle vara ett avtal som i närtid ger intäkter i miljonklassen. Det skulle validera nyttan med teknologin. Att projektet med Peg-liraglutide gör framsteg är förmodligen den viktigaste värde drivaren under 2019.

### QuiaPEG i ett optimistiskt scenario

QuiaPEG	Idag	Tänkbart 2021
Avklarad milstolpe	Vald läkemedelskandidat	Fler licensavtal
Kommande värde drivare (i)	Licensavtal	Royalties vid lansering
Värderingsmodell (ii)	e.m	e.m
Resultatnivå, årstakt	Cirka -15 Mkr	neg
Börsvärde, Mkr (iii)	117 Mkr	300

---

## Tabellförklaring

Tabellen visar bolaget i dag samt ett tänkbart framtida optimistiskt scenario. Detta är alltså inte Börsplus huvudscenario.

Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det som regel slutar med en stor förlust för investerarna.

**(i) Värdedrivare** är de enligt Börsplus enskilt viktigaste aktiviteterna och målen för bolagets utveckling. Exempel på värdedrivare i förhoppningsbolag är: licensavtal, regulatoriska godkännanden, genombrottsorder, kundintag, nya marknader, nya råvarufyndigheter, nya forskningsdata, produktlanseringar etc.

**(ii) Värderingsmodell:** Vad är viktigast för hur aktien prissätts på börsen? Enklast är det om man har vinster eller omsättning att utgå ifrån som kan ge en värderingsmultipel som P/e-tal, EV/EBIT eller EV/Sales. Annars är man hänvisad till en grov skattning av vad som vore ett rimligt börsvärde i en tänkt framtid efter att bolaget klarat av flera värdedrivande milstolpar längs vägen.

**(iii) Börsvärde** idag avser aktuell börskurs och full utspädning efter eventuell pågående nyemission. Börsvärdet i en tänkbar framtid avser Börsplus (ofta svåra) bedömning av vad som kan vara ett rimligt framtida börsvärde i ett läge där Börsplus optimistiska antaganden om utvecklingen slagit in.

**(iv) Optimistisk vinstchans** är en förenklad skattning av potentialen i aktien på några års sikt. Detta är starkt förenklat och tar inte hänsyn till mindre finansieringsbehov eller exakt nettoskuld/kassa. Större bedömda finansieringsbehov är dock inkluderade vilket i så fall anges i tabellen och/eller i analysen.

---

### Optimistiskt scenario

Det är svårt att värdera QuiaPEG. Affärsaktiviteten är hög och det finns flera spår som kan leda till betydande affärer. Inklusiv utspädning värderas bolaget en bit över 100 Mkr. Det är inte högt om en betydande licensaffär kan genomföras. Vi betraktar uppsidan som betydande.

Det har gjorts flera affärer inom pegylerings- och drug delivery området. Bristol-Myers Squibb ingick ett avtal med Nektar Therapeutics. Lilly ingick avtal med ARMO Bioscience. Båda affärerna genomfördes förra året och är i mångmiljardklassen. En jämförelse med QuiaPEG haltar av många anledningar men det visar att affärsmöjligheter finns.

### Pessimistiskt scenario

Mycket kan gå fel inom läkemedelsutveckling och bioteknik. Den mest omedelbara risken för aktieägarna i QuiaPEG är kapitalbehovet. Uppskattningsvis uppgår nettokassan nu till bara ett par miljoner kronor.

Holländarna i Nyenburgh har visat sig välvilliga men det är svårt att se varför de skulle välja att lösa sina optioner med lösenkurs 3,50 kronor som fortsatt har flera års löptid. En större affär kan stärka kassan och vd Bossons kontakter inom riskkapitalbranschen kan bli användbara. Kanske i form av en riktad nyemission?

Ett rimligt scenario är dock att QuiaPEG genomför en företrädesemission. Det bör aktieägarna ställa in sig på.

### **Börsplus slutsats**

Huvudscenariot för alla förhoppningsbolag är att det över tid slutar med en stor förlust för investerarna.

Ledningen i QuiaPEG har dock tydligt visat att de jobbar febrilt. Affärsaktiviteten var hög förra året och lär bli så också i år.

Det är svårt att sia om vilken dignitet eventuella licensavtal kommer att ha. Sneglar man på affärer som gjorts så är det generellt betydande belopp.

Därmed betraktar vi uppsidan i QuiaPEG som stor. I det korta perspektivet är dock behovet av ny finansiering överhängande. Kapitalbehovet kan lösas på olika sätt men en bra chansning är nog att det kommer tillfälle att delta i en nyemission. Risken i QuiaPEG är självklart hög.



---

## **Så ser Börsplus på förhoppningsbolag**

Vid investeringar i entreprenörsbolag utan intäkter men med högtflygande planer bör man enligt Börsplus åsikt börja med nyckelpersonerna i projektet.

**1. Har nyckelpersonerna rätt incitament** och engagemang för att göra det långa och hårda arbete som krävs för att lyckas? Saknas detta incitament kan man ofta stryka aktien som köpkandidat redan här.

**2. Har nyckelpersonerna erfarenhet och historik** med sig som gör det troligt att de har rätt förutsättningar för att ta projektet till framgång? Det gör enorm skillnad om entreprenören har relevanta framgångar i bagaget eller ej. Detta är en väldigt subjektiv och därmed svår bedömning men den bakomliggande tanken är robust. Nämligen att en förstklassig ledning med en halvdan affärsidé är långt mycket bättre än en förstklassig affärsidé i händerna på en halvdan ledning.

**3. Hur trovärdig är strategin och produkten?** Denna fråga kan

... och förklaring av strategin och problemen. Dessa frågor kan besvaras på flera nivåer. Från höftskott till datainsamling i McKinsey-klass. Vi lägger oss på en nivå någonstans där emellan där nedlagd analystid får styras av hur intressant investeringen ser ut att vara i övrigt. En mycket intressant aktie förtjänar en mer grundlig research än ett börsbolag som vi på andra grunder bedömer som helt ointressant. Dessa bedömningsgrunder kan vara saker som frågorna 1-2 ovan eller potentialen, värderingen eller något annat.

#### **4. Nödvändiga antaganden i optimistiskt scenario**

Investeringar i förhoppningsbolag handlar helt och hållet om att skissa på hur uppsidan ser ut och därefter utsätta detta optimistiska scenario för "konstruktiv kritik". Om aktien står pall för trycket så kan det vara en intressant investering.

En metod är att lista vilka antaganden man nödvändigtvis måste göra för att det optimistiska scenariot ska besannas. Exempel på sådana antaganden kan vara:

- *Kundtillväxten ökar*
- *Positiva forskningsresultat (Life Science)*
- *Framgångsrik lansering utomlands*
- *Lyckad prospektering (råvarubolag)*
- *Inget priskrig från stark konkurrent*
- *Nyckelpersonerna klarar att verkställa strategin*

*Vi ser det alltså som mindre meningsfullt att skissa på det mest sannolika utfallet för en förhoppningsaktie eftersom det utan undantag är att investerarna över tid gör en stor förlust.*

#### **Börsplus slutsats**

Förhoppningsbolag är svårbedömda och inslaget av oförutsägbarhet är större än för aktier i rörelsedrivande bolag. Som en påminnelse om det stora inslaget av slump så graderar Börsplus sin syn på förhoppningsbolag som sidorna på en tärning. Där tärningsutfallen:

1 eller 2 = Sälj

3 eller 4 = Neutral

5 eller 6 = Köp

---

**Peter Nilsson**

**Peter Benson**