

Inhalation Sciences

Mangold Insight - Uppdragsanalys - Uppdatering - 2020-08-31

MANGOLD

Starkt trots Covid-19

Inhalation Sciences har haft en stark inledning på året trots Covid-19 även om det andra kvartalet blev något mer dämpat. Bolaget är beroende av att träffa kund vilket försvårats i och med pandemin. Under det andra kvartalet uppgick bolagets intäkter till 2,4 miljoner kronor vilket tillsammans med det första kvartalet resulterat i en omsättning på över 8 miljoner kronor. Resurser har under denna speciella period lagts på annat håll. Bolaget har tagit in fler kontraktsforskningsuppdrag och lagt arbete på dokumentation för kliniska studier. En reavinst bokades under kvartalet efter att bolagets innehav i Zic-cum sålts.

Affärer väntas ta fart

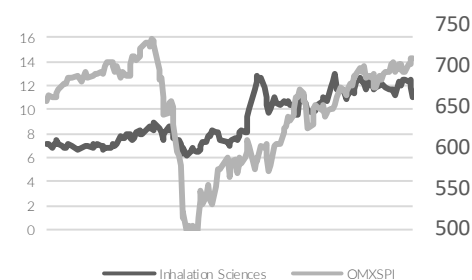
Mangold har valt att skjuta fram prognoserna ett hack utan några större förändringar. Bolaget har stärkt sin position med fler samarbeten och tecknat distributionsavtal med TSE Systems vilket gör att vi räknar med att försäljningen tar fart i slutet av året. Bolaget har för avsikt att höja tempot och ser över en förstärkning inom försäljning och marknadsföring.

Uppsida i aktien

Mangold värderar bolaget utifrån en diskonterad DCF-modell. Utifrån ett basscenario sätts riktkursen till 19 kronor. Det ger en uppsida i aktien på närmare 70 procent.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 19,0
Risk	Hög
Kurs (kr)	11,1
Börsvärde (Mkr)	102
Antal aktier (Miljoner)	8,6
Free float	91,1%
Ticker	ISAB
Nästa rapport	2020-11-26
Hemsida	inhalation.se
Analytiker	Jan Glevén



Kursutveckling

	1m	3m	12m
ISAB	-5,1	3,3	37,7
OMXSPI	3,5	13,6	121,5

Nyckeltal

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Försäljning (Mkr)	5,4	8,9	20,3	26,6	32,9
EBIT (mln kr)	-11,8	-7,9	-0,6	2,5	6,4
Vinst före skatt (Mkr)	-11,9	-4,3	19,4	2,4	6,3
EPS, justerad (kr)	-1,4	-0,5	1,8	0,2	0,6
EV/Försäljning	19,9	12,1	5,3	4,1	3,3
EV/EBITDA	nm	nm	nm	36,2	15,8
EV/EBIT	nm	nm	nm	-187,3	42,9
P/E	-8,1	-22,0	6,3	51,0	19,5

Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Nordnet Pension	891 794	10,3%
Per Gerde	771 140	8,9%
Avanza Pension	553 551	6,4%
Robert Joki	304 500	3,5%
UBS Switzerland	280 994	3,3%
Övriga aktieägare	5 833 201	67,6%
Totalt	8 635 180	

Inhalation Sciences - Investment Case

Nytt laboratoriesystem inom inhalation på tillväxt

Inhalation Sciences är ett medicintekniskt bolag som har utvecklat ett laboratoriesystem som avses användas av forskande institut och läkemedelsbolag. Syftet med systemet är att på ett mer effektivt sätt kunna få fram läkemedelskandidater inom lungsjukdomar. Detta system kan mäta hur partiklar i inandningsluft påverkar vår hälsa. Marknadstrenderna visar att sjukdomar i andningsorganen ökar. Både astma och KOL blir allt vanligare vilket medför ett behov av förbättrade läkemedel.

Laboratoriesystem ska mer effektivt få fram läkemedel för sjukdomar i andningsorganen

De finns flera fördelar med att använda Preciselnhale:

- Risken för att misslyckas med ett läkemedelsprojekt kan minskas - vägen fram till färdigt läkemedel kortas
- Systemet ger forskande bolag möjlighet att ta rätt beslut tidigt i processen
- Det ger stora besparingar då projekt som inte ger avsedd verkan kan stoppas i tid

Marknaden som Preciselnhale ska säljas på bedöms uppgå till över 7 miljarder kronor. Det är då främst läkemedelsforskande bolag som avses men även miljö och kemi-bolag väntas få användning av Preciselnhale. I ett första steg kommer bolaget sälja till ledande forskande institut och läkemedelsbolag inom preklinisk forskning och därefter till kliniskt forskande bolag. När systemet väntas få grönt ljus för att användas inom klinisk forskning (på människa) ökar dess försäljningsmöjligheter kraftigt. I ett tredje steg ser vi att ett större samarbete bör komma på plats för att öka affären.

Den globala marknaden bedöms uppgå till över 7 miljarder kronor

Hittills har bolaget sålt till namnkunniga läkemedelsbolag som italienska Chiesi, som är specialister inom lungsjukdomar. Inhalation Sciences har även det amerikanska kemibolaget Dow, forskande institut som King's College i England och Fraunhofer i Tyskland på kundlistan. Denna kundbas bedöms kunna breddas i takt med att systemet utvecklas med moduler och blir validerat för klinik.

Välrennomerade kunder talar för ökad försäljning framgent

Mangold har utgått från att Inhalation Sciences tar drygt 10 procent av sin potentiella marknad i ett basscenario. Med en tillväxttakt i snitt per år (CAGR) på 31 procent medför det att bolaget bör kunna sälja upp till 250 system inom en 10-års period. Inklusiva serviceintäkter och kontraktuppdrag medför det att vi ser en försäljning på drygt 100 miljoner kronor 2028. Inhalation Sciences bör kunna visa vinst 2021 och kan göra en vinst på över 30 miljoner kronor i slutet av prognosperioden som sträcker sig fram till 2028.

Mangold bedömer att bolaget kan ta närmare 10 procent av marknaden 2028

Mangold har valt att värdera Inhalation Sciences utifrån en DCF-modell. Ett avkastningskrav på 11 procent har valts för att återspegla nuvarande risk. I vårt basscenario värderar vi bolagets aktie till 19 kronor. Det medför en potential på närmare 70 procent. Inhalation Sciences står inför en spännande tillväxtresa som vi valt att värdera utifrån försiktiga antaganden. Det finns flera parametrar som i ett mer positivt scenario pekar på en betydligt högre kursnivå än den vi valt som basscenario.

DCF-model visar på uppsida i aktien på drygt 70 procent

Inhalation Sciences - Uppdatering

Starkt trots Covid-19

Ett starkt första kvartal för Inhalation Sciences följdes upp av ett mer dämpat andra kvartal påverkat av pandemin. Omsättningen uppgick till 2,4 miljoner kronor vilket var lägre än vår prognos på 5 miljoner kronor. Anledningen är Covid-19 och att det har varit svårare att träffa kunder. Totalt sett för det första halvåret uppgick intäkterna till 8,2 miljoner kronor vilket kan jämföras med samma period i fjol då det uppgick till 3,4 miljoner kronor. En ökning med över 140 procent.

Bolaget har under pandemin valt att lägga resurser på annat håll. Nya kontrakt-forskningsuppdrag (CRO) har tillkommit samt att arbete lagts på dokumentation för kliniska studier, ett arbete som väntas fortgå året ut. I takt med en mer normal marknadssituation väntar sig bolaget kunna planera för utökade resurser inom marknad och försäljning.

Under det andra kvartalet avyttrades innehavet i Ziccum till 21,2 miljoner kronor vilket vi tog upp i samband med tidigare uppdatering. En vinst har redovisats i det andra kvartalet på 20,7 miljoner kronor. Det här stärker bolagets finanser. ISAB har också valt att amortera av tidigare upptagna lån på 12,5 miljoner kronor. Mangold står fast vid att bolaget ska nå ett positivt rörelseresultat under 2021. Under kvartalet uppgick rörelseförlusten till -3,8 miljoner kronor.

Starkt första - dämpat andra kvartal

Nya CRO-uppdrag har tillkommit

På väg mot vinst

INHALATION SCIENCES KVARTALSDATA 2020

(Mkr)	Kv1	Kv2	Kv3P	Kv4P	2019A	2020P	År utv
Intäkter	5,8	2,4	5,0	8,0	7,0	21,2	203%
EBIT	1,1	-3,8	0,1	0,8	-7,9	-1,8	nm

Källa: Mangold Insight

Ett distributionsavtal har tecknats med TSE Systems (tillverkare av forskningsinstrument för laboratorier). Detta avtal löper till och med 2022 och innefattar köp av minst tre Preciseinhale-system. Ett av dessa ska levereras under 2020 och övriga 2021. Ordervärdet beräknas uppgå till 3 miljoner kronor.

Nytt distributionsavtal

Under andra kvartalet har bolaget fått ett patent godkänt utan begränsningar i Europa. Detta patent har tidigare fått godkännande både i USA och Kina. Patentet ger möjlighet att se hur läkemedelsubstanser eller luftföroreningar påverkar specifika delar av lungorna. Det anses ha hög relevans för läkemedelsbolag och akademiska institutioner som bedriver lungforskning.

Viktigt patent godkänt i Europa

Inhalation Sciences - Prognoser

Viss förskjutning i prognoserna

Mangold väljer att skjuta fram sina prognoser då försäljningsmöjligheterna försvårats under pandemin. Detta innebär att vi spår att bolaget väntas gå med vinst 2021 vilket skiljer sig från vår tidigare uppdatering då vi antog vinst under 2020. Prognoserna bygger på att bolaget ska nå 10 procents marknadsandel av den adresserbara marknaden på 7,7 miljarder kronor. I slutet av prognosperioden räknar vi med att bolaget sålt upp mot 250 system.

Vinst väntas 2021

INHALATION SCIENCES PROGNOSE

(Mkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	21	27	33	41	46	53	58	79	105
Tillväxt %	203%	25%	24%	24%	13%	14%	11%	36%	32%
EBIT	-1,8	2,5	6,4	11,7	13,3	14,8	16,0	28,6	40,9
Marginal %	-8%	9%	19%	29%	29%	28%	28%	36%	39%

Källa: Mangold Insight

Högre DCF-värde

Mangold värderar bolaget utifrån en diskonterad DCF-modell. I ett bassecenario uppgår det motiverade värdet till 18,90 kronor per aktie. Mangold sätter riktkursen till 19 kronor. Det ger en uppsida i aktien på runt 70 procent.

Bassecenario ger uppsida

DCF - BASSECENARIO

(Tkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EBIT	-7 896	-578	2 524	6 402	11 688	13 289	14 829	16 024	28 567
Skatt	0	-4 278	-530	-1 383	-2 545	-2 898	-3 237	-3 499	-6 259
Avskrivningar	-538	-533	-464	-443	-413	-449	-482	-513	-542
Investeringar	2 460	-154	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Rörelsekapital	-373	-1 888	3 017	1 836	1 243	561	0	0	0
Fritt kassaflöde	-5 271	-6 365	4 476	6 299	9 799	10 402	11 074	12 038	21 850
Terminalvärde									331 060

Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	11%	4%	22%

Riktkurs

Enterprise value	174 623
Equity value	162 013
Motiverat värde	18,8

Källa: Mangold Insight

Inhalation Sciences - SWOT-analys

Styrkor

- Unik teknologi, teknikförsprång
- Välrenomerade kunder
- Starka patent

Svagheter

- Enproduktbolag
- Liten organisation
- Storskalig produktion svårhanterlig

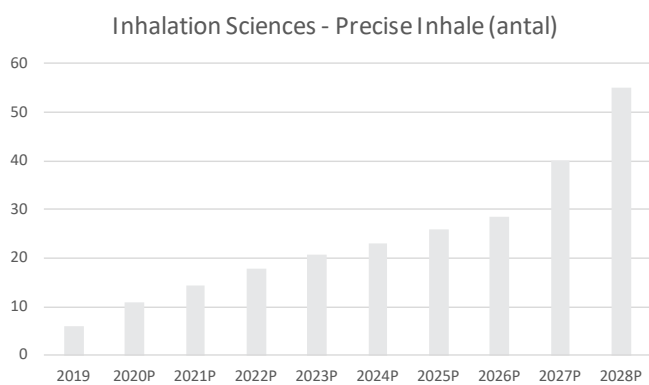
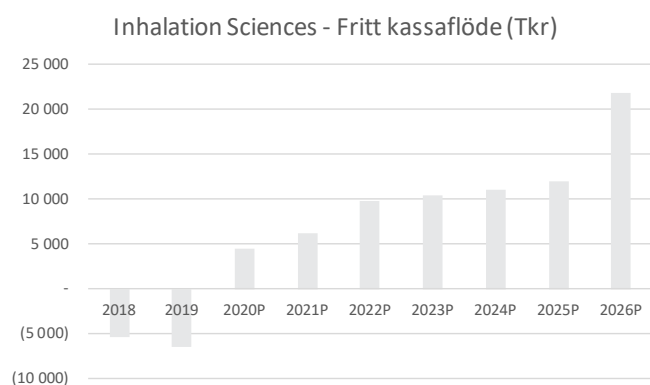
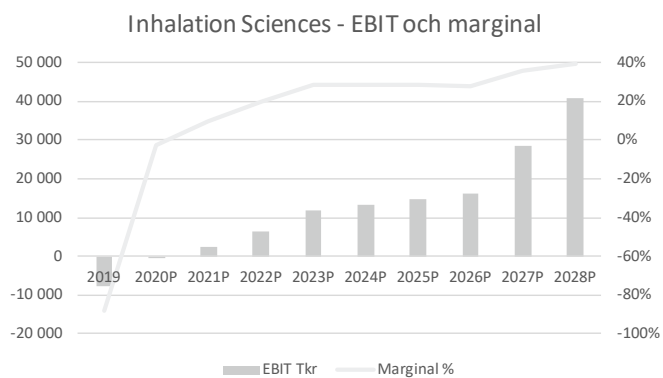
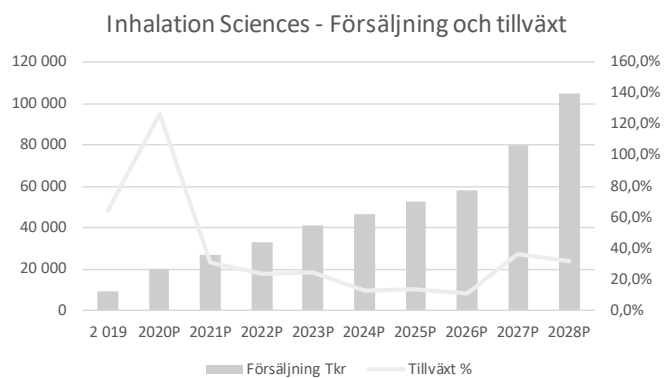
Möjligheter

- Geografisk expansion
- Bredda användningsområden
- Marknadstrender talar för produkten

Hot

- Ny konkurrens
- Förseningar i utvecklingen av produkten
- Stort beroende av nyckelpersoner i organisationen

Inhalation Sciences - Appendix Diagram



Källa: Mangold Insight

Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (TKR)	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning	8 022	5 441	8 949	20 250	26 575	32 938	40 981
Kostnad sålda varor	-504	-1 700	-3 133	-5 670	-7 707	-9 552	-11 885
Bruttovinst	7 518	3 741	5 816	14 580	18 868	23 386	29 097
Bruttomarginal	93,7%	68,8%	65,0%	72,0%	71,0%	71,0%	71,0%
Personalkostnader	-3 636	-5 814	-4 266	-4 500	-5 250	-6 000	-6 750
Övriga rörelsekostnader	-9 604	-9 171	-9 446	-10 125	-10 630	-10 540	-10 245
Avskrivningar	-507	-537	-538	-533	-464	-443	-413
Rörelseresultat	-6 229	-11 781	-7 896	-578	2 524	6 402	11 688
Rörelsemarginal	-78%	-217%	-88%	-2,9%	9,5%	19,4%	28,5%
Räntenetto	-129	-102	-1 271	-667	-117	-117	-117
Vinst efter finansnetto	-6 358	-11 883	-4 345	19 445	2 407	6 285	11 570
Skatter	0	0	0	-4 278	-530	-1 383	-2 545
Nettovinst	-6 358	-11 883	-4 345	15 167	1 877	4 902	9 025

Balansräkning	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Tillgångar							
Kassa o bank	10 497	2 281	4 798	7 457	11 815	17 997	27 678
Kundfordringar	6 318	3 650	2 450	6 658	5 461	4 512	5 052
Lager	326	1 245	2 870	2 774	1 820	1 805	1 123
Anläggningstillgångar	6 172	12 477	13 080	5 799	6 335	6 891	7 478
Totalt tillgångar	23 313	19 653	23 198	22 687	25 431	31 205	41 332
Skulder							
Leverantörsskulder	1 056	498	550	2 774	3 640	4 512	5 614
Skulder	6 343	8 349	17 408	2 349	2 349	2 349	2 349
Totala skulder	7 399	8 847	17 958	5 123	5 989	6 861	7 963
Eget kapital							
Bundet eget kapital	5 635	12 538	13 310	13 310	13 310	13 310	13 310
Fritt eget kapital	10 279	-1 732	-8 070	4 254	6 132	11 034	20 059
Totalt eget kapital	15 914	10 806	5 240	17 564	19 442	24 344	33 369
Totala skulder o EK	23 313	19 653	23 198	22 687	25 431	31 205	41 332

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangold analyserade Inhalation Sciences senast 2020-05-08

Mangolds analytiker äger inte aktier i Inhalation Sciences.

Mangold äger inte aktier i Inhalation Sciences.

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent