

## Projekt på frammarsch

ISR, som utvecklar immunstimulerande läkemedelskandidater mot infektionssjukdomar som bland annat hiv, går in i en spännande period. Huvudprojektet mot hiv ska avläsas efter genomförda fas 2a-studier senare i år. Bolaget kommer under våren att skicka in en ansökan om att få starta en ny studie med hiv-patienter som är resistenta mot bromsmedicin. I tillägg gör bolaget framsteg med projekt i tidig utvecklingsfas, framförallt ett vaccin mot SARS-Cov-2 (Covid-19).

## Studier kräver kapital

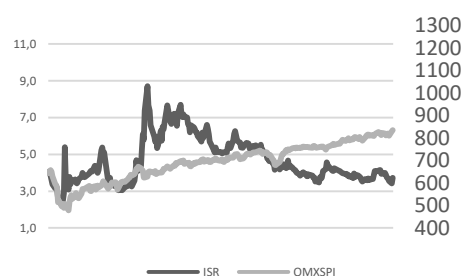
För att kunna genomföra tänkta studier har bolaget genomfört en företrädesemission under 2020 som även innehöll två serier av teckningsoptioner. Teckningstid för den första serien, TO1, pågår fram till 10 mars. Vid full teckning kan bolaget tillföras som lägst 23,9 miljoner kronor. Den andra serien TO2 inleds i slutet av oktober 2021 och kan även den tillföra bolaget som lägst 23,9 miljoner kronor. Bolaget hade 38,8 miljoner i kassan vid utgången av 2020. Tecknas teckningsoptioner i kommande serier har bolaget kapital för att genomföra tänkta aktiviteter minst 12 månader framåt.

## Hög risk men stor uppsida i aktien

Mangold upprepar riktkursen 15 kronor som vi tog fram i samband med initialanalysen. Det motiverade värdet baseras på studier för hiv-projektet ISR-048. ISR genomför även prekliniska studier inom cancer, hepatit och vaccin mot Covid-19. Dessa ser Mangold som en option på eventuella framgångar vilka även kan vara värdehöjande.

## Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 15,00
Risk	Hög
Kurs (kr)	3,75
Börsvärde (Mkr)	93
Antal aktier (Miljoner)	53,1
Free float	90,6%
Ticker	ISR
Nästa rapport	2021-08-25
Hemsida	<a href="http://israb.se">israb.se</a>
Analytiker	Jan Gleven



## Kursutveckling

	1m	3m	12m
ISR	1,6	-2,4	-5,6
OMXSPI	4,2	9,9	30,5

## Nyckeltal

(Tkr)	2018	2019	2020	2021P	2022P
Intäkter/Milestones	-	-	-	-	50 000
EBIT (tkr)	-20 867	-28 886	-29 723	-44 014	5 986
Vinst före skatt (tkr)	-21 040	-29 077	-30 914	-44 158	5 843
EPS, justerad (kr)	-302,26	-417,71	-444,10	-634,36	65,47
EV/Försäljning	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	neg
P/E	neg	neg	neg	neg	neg

## Ägarstruktur

	Aktierl	Kapital
Avanza Pension	3213821	6,0%
Nordnet Pension	2728977	5,1%
Staffan Eriksson	2500000	4,7%
Gyn-sam AB	1923126	3,6%
Octapeptide AB	1863863	3,5%
BNP Paribas	1850000	3,5%
Coeli Wealth M	1312013	2,5%
Anders Milton	1183679	2,2%
Totalt	53131416	100,0%

# Investment Case

## Hiv-botare växlar upp

Mangold upprepar rekommendationen Köp och en riktkurs på 15 kronor per aktie i ett 12 månaders perspektiv i ISR. Mangold bedömer att ISR-aktien är köpvärd och kan drivas av bolagets huvudprojekt som är läkemedelskandidaten ISRO48 för behandling av hiv och framgångar i det pågående vaccinprojektet.

*Köp aktien - riktkurs på 15 kronor*

## Hittills positiva studier för hiv-projektet

ISR utvecklar immunstimulerande läkemedel med målsättning om att ta fram ett hiv-läkemedel som potentiellt botar sjukdomen. En studie med katter blev startskottet för ett projekt med en tidigare känd substans GnRH som visat sig ha immunstimulerande egenskaper. ISR har genomfört fas 1/2a-studier med läkemedelskandidaten ISRO48. Behandlingen var väl tolererad och inga allvarliga biverkningar kunde observeras. Bolaget genomför nu fas 2a-studier på ett mindre antal patienter. En studie på hiv-patienter som utvecklat resistens mot sedvanlig brosmedicinering ska även startas.

*Pågående fas 2-studier med ISRO48...*

*...ett immunstimulerande läkemedel som potentiellt ska bota hiv*

## Växande hiv-marknad – behov av nya läkemedel

Hiv-marknaden är lukrativ med höga läkemedelspriser och några få starka aktörer. Marknaden väntas växa med drygt 6 procent till 40,7 miljarder 2026. Enligt WHO, levde 37,9 miljoner människor med hiv/aids 2018. Flera större affärer har genomförts på hiv-marknaden och nya läkemedel väntas komma ut vilket visar på hög aktivitet. Lyckas ISR ta läkemedelskandidaten ISRO48 till marknaden finns potential till ett storsäljande läkemedel. Mangold har räknat med en peak sales i nivå med nuvarande storsäljande hiv-läkemedel om en försäljning på 3,5 miljarder dollar.

*Hiv-marknaden lukrativ - hög aktivitet avseende affärer och nya läkemedel*

## Finansierade fas 2-studier

Bolaget har finansiering för att kunna utföra fas 2-studier med läkemedelskandidaten ISRO48, förberedande studier i cancer- och hepatit-projektet samt utveckling av vaccin mot Covid-19. Vid positiva fas 2-studier i hiv-projektet ser Mangold goda chanser för ISR att kunna ingå affär med ett större läkemedelsbolag.

*Finansiering på plats för att slutföra fas 2-studier med ISRO48*

## Övriga projekt - en option

Projekt i preklinisk fas har hög risk och lång väg kvar till marknad. ISR har ett antal projekt inom cancer, hepatit och coronavirus som faller in i den kategorin. Mangold ser dessa projekt som en option på potentiella framgångar. Om något av dessa projekt framskrider positivt ser Mangold goda chanser för ISR att genomföra licensaffär eller ingå samarbete med ett större läkemedelsbolag.

*Övriga projekt inom cancer, hepatit och Covid-19 ses som en option*

## Aktien värd en chans - stor uppsida vid DCF-värdering

Mangold har valt att genomföra en riskjusterad DCF-värdering för hiv-projektet. Branschliga sannolikhetsnivåer har använts för att få fram ett motiverat värde. Vårt base case visar ett motiverat värde på drygt 15 kronor per aktie i base case vilket medför uppsida på över 300 procent.

*Uppsida på över 300 procent i base case*

# ISR - Uppdatering

## Projekt på frammarsch

ISR har ett antal pågående projekt som löper samtidigt. Längst har bolagets hiv-projekt kommit. Bolaget genomför ett kliniskt program med huvudkandidaten ISR048 mot hiv. Studier ska bekräfta de resultat som kom fram i den tidigare fas 1/2a-studien samt visa om immunaktivering kan påverka hiv-reservoarerna hos patienter som står på bromsmedicin. Bolaget har även för avsikt att utveckla en uppföljare till ISR048 inom immunorhelinplattformen (ISR049).

*Trots pandemi har flera projekt tagit stora steg framåt*

## ISR - KLINISKT PRÖVNINGSPROGRAM

Kandidat	Studie	Forskningsfas	År
ISR048	ISR003	Fas 2a -studie	2021
ISR048	ISR004 (ART resistent HIV)	Fas 2a-studie	2021
ISR050/ISR051	Cancer/Hepatit	Preklinik/Toxstudier	2021
ISR050/ISR051	Cancer/Hepatit	Preklinik/Förberedelse	2021
ISR052	Vaccin Covid-19	Preklinik	2021

Källa: ISR

## ISR003 (fas 2a-studie med hiv patienter på bromsmedicin)

ISR ska slutföra fas 2a-studien med hiv-patienter som står på bromsmedicin och med tillägg av hormonet GnRH. Denna studie har blivit försenad till följd av pandemin. I Tyskland rekryteras nu patienter igen. Sista patienten väntas inkluderas under våren och en avläsning ska ske senare under andra halvåret.

*Patientrekrytering pågår för hiv-projektet*

## ISR004 (fas 2-studie med hiv-patienter som är resistenta mot bromsmedicin)

ISR planerar för en studie med hiv-patienter som är resistenta mot bromsmedicin och som riskerar att utveckla aids. En fas 2-studie med ISR48 ska genomföras med 17 hiv-patienter som utvecklat resistens mot bromsmedicin under 6 månader. Handlingar för att kunna starta studien planeras att skickas in under våren till det tyska läkemedelsverket. CRO-företaget Synteract ska leda studien som planeras att genomföras på kliniker i Tyskland.

*Mindre hiv-studie startas upp*

## Hepatit b kandidat i samarbete

Tillsammans med kinesiska Innostar Biotech genomför ISR ett prekliniskt och toxikologiskt program för att kunna få fram en läkemedelskandidat mot hepatit-b. När utvecklingsprogrammet är genomfört kommer vidare affärsdiskussioner att ta vid. Ett samarbete med det kinesiska läkemedelsbolaget Kawin, som har specialistkunskap inom virus, kring en läkemedelskandidat mot hepatit-b pågår.

*Kinesiskt samarbete kan bära frukt*

## Toxstudier med ISR-50 mot cancer

Bolaget genomför tillsammans med sin kinesiska partner Innostar ISR-50 en klinisk studie för spridd cancersjukdom som urinblåsecancer. Denna studie är tänkt att genomföras i Europa. ISR-50 genomgår toxikologiska tester som krävs innan ansökan om att starta kliniska studier kan göras.

*Cancerprojekt går framåt*

# ISR - uppdatering forts.

## Ökat intresse för Covid-19 projektet

ISR utvecklar ett vaccin mot SARS-CoV-2 (Covid-19) där bolaget i djurmodeller visat att ett immunförsvar utvecklas och som kan förhindra att en infektion etablerar sig. Test av olika doser pågår med vaccinet mot SARS-CoV-2. De första resultaten väntas komma under 2021. Målsättningen är att ISR inom en snar framtid ska ansöka om att få starta en klinisk studie för test på människor. Ett samarbete med något läkemedelsbolag kring fortsatta studier är en trolig väg framåt för detta projekt.

*Covid-projekt på väg mot kliniska studier*

Studien har fått forskningsstöd från Vinnova, Sveriges innovationsmyndighet, på 3,5 miljoner kronor. Bolaget har även sökt EU-finansiering. Projektet har fått stor uppmärksamhet internationellt då det till skillnad från andra aktörers vaccin kan levereras i pulverform. Vaccinet är inte enbart användbart på Covid-19 utan väntas även kunna användas på andra respiratoriska sjukdomar.

*Projektet finansierat*

## DCF-värdering visar uppsida

För att få fram ett motiverat värde på ISR har Mangold valt att genomföra en DCF-analys. En diskonteringsränta på 20 procent har använts som baserar sig på att bolaget befinner sig i fas 2 med hiv-projektet. Avance Biostrat Discount Survey har använts som vägledning för att få fram lämplig diskonteringsränta. ISR är ett forskningsintensivt bolag som avser ta fram ett läkemedel som tidigare inte funnits på marknaden vilket innefattar hög risk, något som motiverar en hög diskonteringsränta. Modellen är en Sum of the Parts, och på så sätt kan fler projekt adderas när dessa mognat och nått klinisk fas. Mangold har valt att värdera projekt som ligger i klinisk fas vilket är hiv-projektet och dess läkemedelskandidat ISRO48.

*Hiv-projektet värderas*

*Hög risk - stor uppsida i aktien*

## ISR - VÄRDERINGSMODELL

Summa EV (Mkr)	1 335
LOA	43%
rNPV (Mkr)	1 035
Fair Value (Mkr)	1 071
Antal aktier inkl. utspädning (Milj)	69,6
Motiverat värde (kr)	15,4

Källa: Mangold Insight

# SWOT - Analys ISR

## Styrkor

- Forskningsportfölj med potentiella läkemedelskandidater
- Utvecklar läkemedel mot sjukdomar med stort behov
  - Finansiering för fortsatta studier
  - Stark patentportfölj

## Svagheter

- Beroende av samarbete för fortsatta studier
- Hög risk i projekten

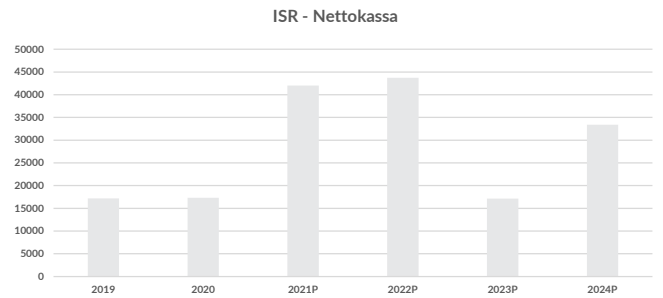
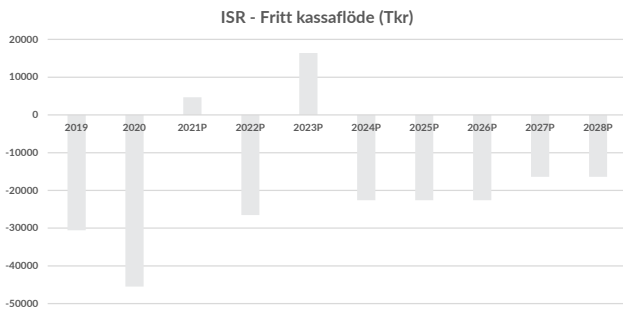
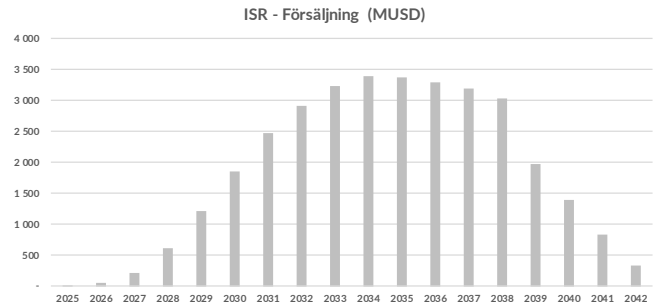
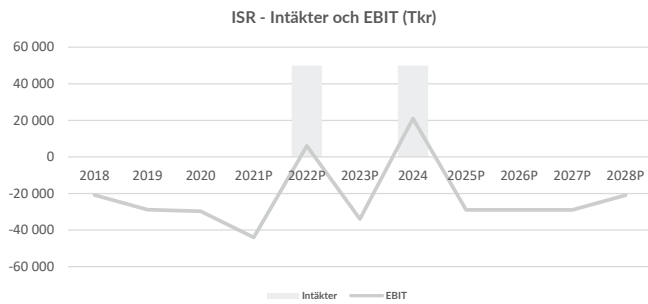
## Möjligheter

- Sluta avtal med läkemedelsbolag
- Utveckla nya läkemedelskandidater baserade på unika kemistrukturer

## Hot

- Konkurrensutsatt marknad med få starka aktörer
- Många studier kräver kapital
- Förseningar i projekten

# Appendix Diagram



# Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (Tkr)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Försäljning	0	0	0	0	50 000	0	50 000	0
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttovinst	0	0	0	0	50 000	0	50 000	0
<b>Rörelseresultat</b>	-20 867	-28 886	-29 723	-44 014	5 986	-34 013	20 987	-29 012
Räntenetto	-173	-191	-1 191	-144	-144	-144	-144	-144
Resultat efter finansnetto	-21 040	-29 077	-30 914	-44 158	5 843	-34 157	20 844	-29 156
Skatter	0	0	0	0	1 285	-7 514	4 586	-6 414
<b>Nettovinst</b>	-21 040	-29 077	-30 914	-44 158	4 557	-26 642	16 258	-22 742

Balansräkning (Tkr)	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Tillgångar</b>								
Kassa o bank	32 291	21 985	38 751	43 958	48 529	21 900	38 170	15 441
Kundfordringar	986	1 123	1 371	1 371	1 371	1 371	1 371	1 371
Lager	0	0	0	0	0	0	0	0
Anläggningstillgångar	653	466	280	452	438	425	413	400
<b>Totalt tillgångar</b>	33 930	23 574	40 402	45 781	50 338	23 696	39 954	17 212
<b>Skulder</b>								
Leverantörsskulder	1 099	3 157	2 550	1 066	1 066	1 066	1 066	1 066
Totala skulder	13 445	69 188	159 238	159 289	249 342	249 397	349 453	349 511
<b>Eget kapital</b>								
Bundet eget kapital	75 917	75 917	143 763	143 763	143 763	143 763	143 763	143 763
Fritt eget kapital	-47 872	-76 949	-107 863	-103 835	-99 277	-125 919	-109 661	-132 403
Totalt eget kapital	28 045	-1 032	35 900	39 928	44 486	17 844	34 102	11 360
<b>Skulder och eget kapital</b>	33 930	23 574	40 402	45 781	50 338	23 696	39 954	17 212

Källa: Mangold Insight

# 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. De 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. Vid fullgörandet av sådana uppdrag kan Mangold i eget namn behöva utföra transaktioner med bolagets aktie eller relaterade instrument, till exempel om Mangold har uppdrag som likviditetsgarant. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangold analyserade ISR senast juli 2020.

Mangolds analytiker äger inte aktier i ISR.

Mangold äger aktier i ISR.

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