

# Inhalation Sciences

Mangold Insight - Uppdragsanalys - Uppdatering - 2020-11-27

**MANGOLD**

## Bygger för långsiktig tillväxt

Inhalation Sciences påverkades av svårigheter att få till avslut med kunder under det tredje kvartalet, till följd av den rådande pandemin. Inga intäkter kunde därför bokföras. Totalt sett över 9 månader har bolaget ökat sina intäkter med 63 procent. Framgent ser det alltså bättre ut med ett märkbart ökat intresse för produkten Preciselnhale. Ett antal nya kunder har valt att beställa Preciselnhale under hösten vilket väntas leda till intäkter under fjärde kvartalet. En dubbling av antal utestående offerter jämfört med föregående år har även noterats.

## Många möjligheter

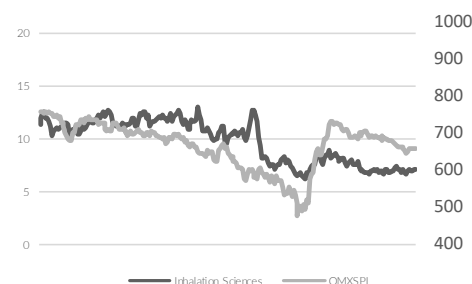
Mangold bedömer att Inhalation Sciences har goda möjligheter att attrahera stora läkemedelsbolag och akademiska institutioner för framtida samarbeten. Bolaget avser även att förstärka sin försäljningsorganisation och öka resurser på digital marknadsföring. På sikt hägrar marknader utanför Europa såsom den nordamerikanska vilket bolaget förbereder för. Under perioden har djurstudier med Preciselnhale genomförts av Astrazeneca med framgång. Denna studie bedöms ha betydelse inför den planerade kliniska valideringen av Preciselnhale.

## Uppsida i aktien

Mangold har valt att skjuta fram intäkterna ytterligare ett hack framåt till följd av covid-19. Det är mindre justeringar men påverkar det motiverade värdet. Mangold har valt att värdera bolaget med en DCF-modell som ger ett motiverat värde på 18 kronor vilket också blir vår riktkurs för aktien. Det ger en uppsida i aktien på 55 procent. Triggers i aktien utgörs av framgångar i validering av Preciselnhale för kliniska studier och ökat antal order samt eventuella tecken på att bolaget ska in på nya marknader.

## Information

|                         |  |
|-------------------------|--|
| Rek/Riktkurs (kr)       | Köp 18,0   |
| Risk                    | Hög  |
| Kurs (kr)               | 11,65  |
| Börsvärde (Mkr)         | 100  |
| Antal aktier (Miljoner) | 8,6  |
| Free float              | 91,1%  |
| Ticker                  | ISAB   |
| Nästa rapport           | 2021-02-25                                       |
| Hemsida                 | <a href="http://inhalation.se">inhalation.se</a> |
| Analytiker              | Jan Glevén                                       |



## Kursutveckling

|        | 1m  | 3m   | 12m  |
|--------|-----|------|------|
| ISAB   | 3,6 | -4,9 | 59,6 |
| OMXSPI | 4,7 | 7,8  | 16,4 |

## Nyckeltal

|                        | 2018  | 2019  | 2020P | 2021P | 2022P |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Försäljning (Mkr)      | 5,4   | 8,9   | 10,3  | 19,4  | 27,9  |
| EBIT (Mkr)             | -11,8 | -7,9  | -2,8  | 1,6   | 5,2   |
| Vinst före skatt (Mkr) | -11,9 | -4,3  | 17,1  | 1,5   | 5,1   |
| EPS, justerad (kr)     | -1,4  | -0,5  | 1,5   | 0,1   | 0,5   |
| EV/Försäljning         | 20,3  | 12,3  | 10,8  | 5,7   | 4,0   |
| EV/EBITDA              | nm    | nm    | nm    | 52,9  | 19,6  |
| EV/EBIT                | nm    | nm    | nm    | -38,8 | 68,4  |
| P/E                    | -8,2  | -22,5 | 7,3   | 83,7  | 24,8  |

## 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%   |
| <b>Totalt</b>     | <b>8 635 180</b> |         |

# 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 27 procent medför det att bolaget bör kunna sälja över 200 system inom en 10-års period. Inklusiv serviceintäkter och kontraktuppdag medför det att vi ser en försäljning på närmare 80 miljoner kronor 2028. Inhalation Sciences bör kunna visa vinst 2021 och väntas gör 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 18 kronor. Det medför en potential på 55 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 50 procent*

# Inhalation Sciences - Uppdatering

## Tydlig covid-19 påverkan

Inhalation Sciences tredje kvartal präglades av pandemins påverkan på verksamheten. Bolaget har haft svårigheter med att träffa kunder och närvara vid konferenser. Detta har i sin tur lett till att många av de affärer som påbörjats har skjutits framåt. Inga avslut har kunnat göras och intäkterna blev därmed noll under det tredje kvartalet. 2020 visar hittills på tillväxt samtidigt som flera order kommit in under det tredje kvartalet. Bolaget har tecknat flera order som väntas kunna bokföras under det fjärde kvartalet. Det är dels ett samarbete kring vidareutveckling av en modul för Preciselnhale, samt order från universitetet i Wien och ett belgiskt forskningsinstitut. Sammantaget väljer Mangold att minska intäkter under det fjärde kvartalet.

*Trögt i kvartal tre...*

*...men ökat intresse och fler order kommer in*

## INHALATION SCIENCES KVARTALSDATA 2020

| (Mkr)    | Kv1 | Kv2  | Kv3  | Kv4P | 9m2019 | 9m2020 |
|----------|-----|------|------|------|--------|--------|
| Intäkter | 5,8 | 2,4  | 0,0  | 2,1  | 5,1    | 8,3    |
| EBIT     | 1,1 | -3,8 | -3,0 | 0,4  | -5,9   | -4,5   |

Källa: Mangold Insight

## Ökat antal utestående offerter

Bolaget uppger att intresset ökat för dess produkt Preciselnhale och att antalet utestående offerter dubblerats. Förstärkningar inom flera försäljningsfunktioner genomförs nu samt att resurser på digital marknadsföring ökas. Samtidigt ser bolaget även nya uppdrag inom kontraktuppdragstjänster (IRS) framgent. Bolaget har även gjort framsteg kring valideringen av Preciselnhale och dess framtida möjligheter att användas i kliniska studier. Läkemedelsbolaget Astrazeneca har använt Preciselnhale i djurstudier för att simulera mänskliga lungor med framgång.

*Astrazeneca-studie ger stöd*

## Vinst i sikte 2021

Mangold bedömer att bolagets intäkter skjuts framåt ytterligare ett hack i tiden på grund av osäkerheter kring den pågående pandemin. Under 2021 räknar vi trots allt med att bolagets intäkter kommer att öka kraftigt och att bolaget går mot vinst. Bolaget har en gynnsam finansiell situation med en stark kassa efter försäljning av aktier i dotterbolaget Ziccum vilket skapar möjlighet för expansion. På sikt ser Mangold att bolaget kan bearbeta den nordamerikanska marknaden vilket lär bidra till högre intäkter.

*Stark kassa*

## INHALATION SCIENCES PROGNOSE

| (Mkr)      | 2020P | 2021P | 2022P | 2023P | 2024P | 2025P | 2026P | 2027P | 2028P |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäkter   | 10    | 19    | 28    | 36    | 42    | 51    | 59    | 70    | 78    |
| Tillväxt % | 46%   | 89%   | 44%   | 27%   | 19%   | 20%   | 17%   | 19%   | 11%   |
| EBIT       | -5,3  | 1,6   | 5,2   | 10,7  | 12,2  | 15,7  | 18,4  | 26,7  | 30,6  |
| Marginal % | -51%  | 8%    | 19%   | 30%   | 29%   | 31%   | 31%   | 38%   | 39%   |

Källa: Mangold Insight

# Inhalation Sciences - Värdering

## DCF-värde visar uppsida

Mangold värderar bolaget utifrån en diskonterad DCF-modell. I ett basscenario uppgår det motiverade värdet till 18,1 kronor per aktie. Mangold sätter riktkursen till 18 kronor. Det ger en uppsida i aktien på 55 procent. Det är en lägre riktkurs jämfört med tidigare analys då den uppgick till 19 kronor. Skillnaden utgörs av att vi valt att skjuta fram försäljningsprognoserna ett hack till följd av covid-19. Samtidigt visar bolaget god kostnads kontroll vilket föranlett en revidering av kostnaderna som sänkts.

*Riktkurs sätts till 18 kronor*

## DCF - BASSCENARIO

| (Tkr)            | 2020P  | 2021P  | 2022P  | 2023P  | 2024P  | 2025P  | 2026P  | 2027P  | 2028P   |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| EBIT             | -7 896 | -2 844 | 1 615  | 5 171  | 10 661 | 12 157 | 15 692 | 18 406 | 26 665  |
| Skatt            | 0      | -3 765 | -329   | -1 112 | -2 320 | -2 649 | -3 426 | -4 023 | -5 840  |
| Avskrivningar    | -538   | -427   | -472   | -450   | -419   | -454   | -487   | -517   | -546    |
| Investeringar    | 2 460  | -154   | -1 000 | -1 000 | -1 000 | -1 000 | -1 000 | -1 000 | -1 000  |
| Rörelsekapital   | -373   | 1 400  | 716    | 1 127  | 1 041  | 486    | 0      | 0      | 962     |
| Fritt kassaflöde | -5 271 | -4 936 | 1 474  | 4 636  | 8 802  | 9 448  | 11 752 | 13 900 | 21 333  |
| Terminalvärde    |        |        |        |        |        |        |        |        | 323 220 |

| Antaganden | Avkrav | Tillväxt | Skatt |
|------------|--------|----------|-------|
|            | 11%    | 4%       | 22%   |

## Riktkurs

|                  |         |
|------------------|---------|
| Enterprise value | 168 669 |
| Equity value     | 156 059 |
| Motiverat värde  | 18,1    |

Källa: Mangold Insight

# Inhalation Sciences - SWOT-analys

## Styrkor

- Unik teknologi och ett teknikförsprång
- Välrenomerade kunder
- Starka patent

## Svagheter

- Enproduktbolag
- Liten organisation
- Storskalig produktion svårhanterlig

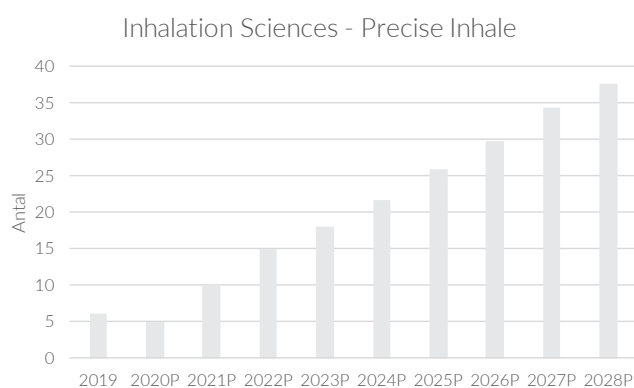
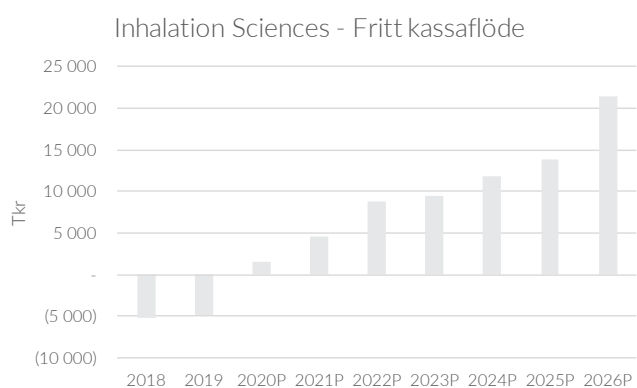
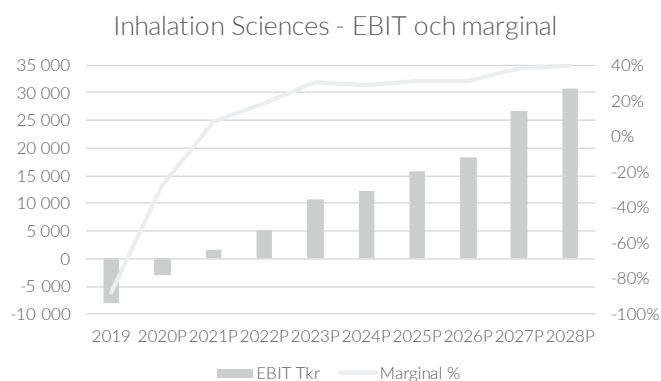
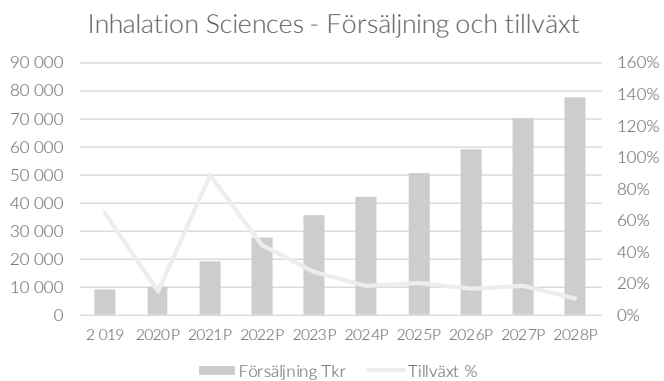
## Möjligheter

- 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

| <b>Resultaträkning (TKR)</b> | <b>2 018</b> | <b>2 019</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Försäljning                  | 5 441        | 8 949        | 10 250       | 19 375       | 27 875       | 35 500       | 42 150       |
| Kostnad sålda varor          | -1 700       | -3 133       | -3 280       | -5 619       | -8 084       | -10 295      | -12 224      |
| Bruttovinst                  | 3 741        | 5 816        | 6 970        | 13 756       | 19 791       | 25 205       | 29 927       |
| Bruttomarginal               | 68,8%        | 65,0%        | 68,0%        | 71,0%        | 71,0%        | 71,0%        | 71,0%        |
| Personalkostnader            | -5 814       | -4 266       | -3 750       | -4 500       | -5 250       | -5 250       | -7 200       |
| Övriga rörelsekostnader      | -9 171       | -9 446       | -5 638       | -7 169       | -8 920       | -8 875       | -10 116      |
| Avskrivningar                | -537         | -538         | -427         | -472         | -450         | -419         | -454         |
| Rörelseresultat              | -11 781      | -7 896       | -2 844       | 1 615        | 5 171        | 10 661       | 12 157       |
| Rörelsemarginal              | -217%        | -88%         | -27,7%       | 8,3%         | 18,6%        | 30,0%        | 28,8%        |
| Räntenetto                   | -102         | -1 271       | -734         | -117         | -117         | -117         | -117         |
| Vinst efter finansnetto      | -11 883      | -4 345       | 17 113       | 1 498        | 5 053        | 10 544       | 12 039       |
| Skatter                      | 0            | 0            | -3 765       | -329         | -1 112       | -2 320       | -2 649       |
| Nettovinst                   | -11 883      | -4 345       | 13 348       | 1 168        | 3 942        | 8 224        | 9 391        |

| <b>Balansräkning</b>       | <b>2 018</b> | <b>2 019</b> | <b>2020P</b> | <b>2021P</b> | <b>2022P</b> | <b>2023P</b> | <b>2024P</b> |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tillgångar</b>          |              |              |              |              |              |              |              |
| Kassa o bank               | 2 281        | 4 798        | 8 819        | 10 175       | 14 694       | 23 378       | 32 708       |
| Kundfordringar             | 3 650        | 2 450        | 3 370        | 3 981        | 3 818        | 4 377        | 4 619        |
| Lager                      | 1 245        | 2 870        | 1 404        | 1 327        | 1 527        | 973          | 1 155        |
| Anläggningstillgångar      | 12 477       | 13 080       | 5 905        | 6 433        | 6 983        | 7 564        | 8 110        |
| Totalt tillgångar          | 19 653       | 23 198       | 19 498       | 21 916       | 27 022       | 36 291       | 46 592       |
| <b>Skulder</b>             |              |              |              |              |              |              |              |
| Leverantörsskulder         | 498          | 550          | 1 404        | 2 654        | 3 818        | 4 863        | 5 774        |
| Skulder                    | 8 349        | 17 408       | 2 349        | 2 349        | 2 349        | 2 349        | 2 349        |
| Totala skulder             | 8 847        | 17 958       | 3 753        | 5 003        | 6 167        | 7 212        | 8 123        |
| <b>Eget kapital</b>        |              |              |              |              |              |              |              |
| Bundet eget kapital        | 12 538       | 13 310       | 13 310       | 13 310       | 13 310       | 13 310       | 13 310       |
| Fritt eget kapital         | -1 732       | -8 070       | 2 435        | 3 603        | 7 545        | 15 769       | 25 159       |
| Totalt eget kapital        | 10 806       | 5 240        | 15 745       | 16 913       | 20 855       | 29 079       | 38 469       |
| <b>Totala skulder o EK</b> | 19 653       | 23 198       | 19 498       | 21 916       | 27 022       | 36 291       | 46 592       |

# 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 frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas 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 frånsäger 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 2020-08-31

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