

# Inhalation Sciences

Mangold Insight - Uppdragsanalys - Uppdatering - 2020-05-08

**MANGOLD**

## Tillväxtcaset intakt

Inhalation Sciences ökade sina intäkter under det första kvartalet 2020 kraftigt jämfört med föregående år. Intäkterna steg till 5,7 från 0,7 miljoner kronor samma period föregående år. Försäljningen har tagit fart för bolaget något som vi spådde i vår föregående uppdatering. Det är också tydligt att dess kostnadsbesparingsprogram gett effekt. Bolagets rörelseresultat uppgick till 1,1 miljoner kronor under perioden vilket visar att bolaget nu tagit ett raskt kliv framåt och går mot vinst vid utgången av 2020.

## Finansiering tryggad

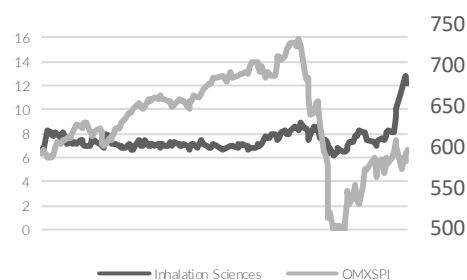
Efter kvartalets utgång har bolaget sålt sitt aktieinnehav i intresseföretaget Ziccum. Det gav bolag 21 miljoner kronor som kommer att redovisas som vinst under det andra kvartalet. Bolaget kan nu genomföra den tänkta tillväxtstrategin där en del utveckling kvarstår innan bolagets produkt PreciseInhale når sin fulla marknadspotential.

## Höjt DCF-värde

Mangold har valt att höja försäljningsprognosen samt sett över avkastningskravet som sänkts. Det ger sammantaget ett högre värde på bolaget. Vår nya rikt Kurs sätts till 18,90 kronor vilket medför en ökning med drygt 30 procent jämfört med värdet vid tidigare uppdatering då det uppgick till 14,4 kronor. Sett till nuvarande kurs på drygt 12 kronor utgör uppsidan över 50 procent.

## Information

Rek/Rikt Kurs (kr)	Köp 18,9
Risk	Hög
Kurs (kr)	12,1
Börsvärde (Mkr)	107
Antal aktier (Miljoner)	8,6
Free float	76,9%
Ticker	ISAB
Nästa rapport	2020-08-26
Hemsida	<a href="http://inhalation.se">inhalation.se</a>
Analytiker	Jan Glevén



## Kursutveckling

	1m	3m	12m
ISAB	50,9	49,0	61,3
OMXSPI	4,7	-15,3	-3,6

## Nyckeltal

	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Försäljning (Mkr)	5,4	8,9	24,8	32,8	40,6
EBIT (mln kr)	-11,8	-7,9	4,4	7,4	11,8
Vinst före skatt (Mkr)	-11,9	-4,3	23,2	7,3	11,8
EPS, justerad (kr)	-1,4	-0,5	2,1	0,7	1,1
EV/Försäljning	21,5	13,1	4,7	3,6	2,9
EV/EBITDA	-10,4	-15,9	23,8	14,9	9,5
EV/EBIT	-18,8	-9,9	-14,8	26,7	15,8
P/E	-8,8	-24,0	5,8	18,2	11,4

## Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Avanza Bank	2 921 783	33,9%
Nordnet Bank	1 406 238	16,3%
SEB	1 301 257	15,1%
Per Nilsson	1 227 069	14,2%
Per Gerde	771 140	9,0%
Övriga aktieägare	991 443	11,5%
<b>Totalt</b>	<b>8 618 930</b>	<b>100,0%</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.

*Välrenomerade 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 32 procent medför det att bolaget bör kunna sälja upp till 280 system inom en 10-års period. Inklusiv serviceintäkter och kontraktuppdag medför det att vi ser en försäljning på drygt 100 miljoner kronor 2028. Inhalation Sciences kommer att visa positivt resultat vid utgången av 2020 och kan göra en vinst på drygt 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 bättre återspegla nuvarande risk. I vårt basscenario värderar vi bolagets aktie till 18,90 kronor. Det medför en potential på drygt 50 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

## Tillväxtcaset intakt

Inhalation Sciences som är i en tidig kommersialiseringsfas ökade omsättningen kraftigt under det första kvartalet 2020. I vår tidigare uppdatering som kom ut efter bokslutet för 2019 lyfte vi fram vikten av den utvecklade modulen Dissolvit för laboratoriesystemet Precise Inhale och att försäljningen nu har börjat ta fart. Under det första kvartalet har bolaget ökat sin omsättning till 5,8 miljoner kronor från 0,7 miljoner kronor. Positivt var även att bolaget kunde uppvisa vinst då resultat efter skatt uppgick till 0,6 miljoner kronor. Bolaget genomförde kostnadsbesparingar under 2019 vilket nu ger effekt.

*Kraftigt ökade intäkter under kv1*

## INHALATION SCIENCES KVARTALSDATA 2020

(Mkr)	Kv1	Kv2P	Kv3P	Kv4P	2019A	2020P	År utv
Intäkter	5,8	5,0	6,0	8,0	7,0	24,8	254%
EBIT	1,1	0,7	0,96	1,6	-7,9	4,4	nm

Källa: Mangold Insight, ISAB

Det är glädjande att försäljningen har kommit igång för bolaget efter många års forskning. Inhalation Sciences som säljer PreciseInhale, ett laboratoriesystem för mätningar av partiklar i inandningsluft, har under kvartalet erhållit en större order på detta system värt drygt 3 miljoner kronor. Övriga intäkter har utgjorts av ett kontraktsforskningsuppdrag, ett hyresavtal för Precise Inhale från Institutet för Miljömedicin (IMM) på Karolinska Institutet.

*Fler order på väg*

Under kommande kvartal lär ett globalt distributionsavtal med TSE System, säljare av laboratorietrustning, kunna bidra till att försäljningen ökar. Ett avtal har skrivits om försäljning av minst tre PreciseInhale-instrument med moduler med ett värde på runt 1 miljon kronor per instrument. Minst ett instrument väntas levereras 2020 och resten under 2021.

*Globalt distributionsavtal på plats*

Bolaget har även stärkt sin balansräkning då aktier i det tidigare ägda dotterbolaget Ziccum har sålts till ett värde av 21,2 miljoner kronor. Detta kommer att redovisas som en vinst under det andra kvartalet på 19,5 miljoner kronor. Detta medför att bolaget säkrat sin finansiering fram till och med 2021. Tidigare kortsiktiga lån har också återbetalats.

*Finansiering säkrad fram till 2021*

Värt att nämna är även att bolaget föreslagit Daniel Spasic som styrelseordförande. Han har mer än 20 års erfarenhet från klinisk kontraktforskning. Tidigare ordförande och även vd för bolaget Fredrik Sjövall har valt att avböja omval. Ny i styrelsen blir även Mårten Winge som ledamot med lång erfarenhet inom Life Science.

*Ny styrelseordförande och styrelseledamot*

Inhalation Sciences nämner i rapporten att viruspandemin påverkat möjligheten att träffa nya kunder vilket kan komma att påverka försäljningen på kort sikt. Det finns även viss risk att den kliniska valideringen inte hinner bli klar under 2020 vilket bolaget tidigare haft som mål. En validering skulle innebära en större marknad där PreciseInhale kan komma att användas från preklinisk till fas 1-studier på människa. Detta ger möjlighet att snabbare komma framåt i läkemedelsutvecklingen.

*Viss kundoro efter Covid-19*

# Inhalation Sciences - Prognoser

## Med stormsteg mot vinst

Mangold har i tidigare uppdatering räknat med att bolaget ska gå mot vinst under 2020. Detta ser nu ut att infrias. I kombination med att vi ser ökad försäljning och att kostnadsreduceringar lagt grunden för en lönsam tillväxt väljer vi att höja våra prognoser. Bolaget bör kunna nå en bruttomarginal på 68 procent och en rörelsemarginal på upp mot 28-30 procent över en försäljningscykel.

*Bolaget väntas göra vinst 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 280 system.

*CAGR 2019-2028  
uppgår till 32 % per år i snitt*

## INHALATION SCIENCES PROGNOSE

(Mkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	25	33	41	51	58	66	73	83	108
Tillväxt %	254%	33%	24%	25%	14%	14%	11%	14%	30%
EBIT	4,4	7,4	11,8	14,7	17,0	19,3	21,2	25,7	33,0
Marginal %	18%	23%	29%	29%	29%	29%	29%	31%	31%

Källa: Mangold Insight

## Inte bara systemförsäljning

Mangold har sedan tidigare valt att räkna med ökade intäkter för kontraktsforskning. Kontraktsforskning väntas utgöra en mindre del av intäkterna och har satts till 3 miljoner kronor per år under de inledande åren. Service och supportavtal tillkommer på 100 – 150 tusenkronor per år när systemet installerats. Systemets livscykel uppskattas till minst 5 år och intäkter för service och support under denna tid beräknas uppgå till runt 1 miljon kronor totalt för varje system. Ju större bas av system, desto större andel kommer service och supportintäkterna att bli.

*Service och support utgör större andel vid större installerad bas*

# Inhalation Sciences - Värdering

## Högre DCF-värde

Mangold värderar bolaget utifrån en diskonterad DCF-modell. Avkastningskravet har tidigare varit tilltaget för att återspegla hög risk i bolaget. Ett storleksrelaterat riskpremietillägg har använts. Denna riskpremie har vi valt att sänka till en nivå som återspeglar mer normala avkastningskrav med utgångspunkt från PwC:s studie kring riskpremien på den svenska aktiemarknaden. I denna studie uppgår marknadsriskpremien till drygt 7 procent och storlekspremie till drygt 4 procent för bolag med börsvärde på 100 miljoner kronor.

*Nytt lägre avkastningskrav baserat på studie*

Med dessa parametrar ges ett DCF-värde i ett bassecenario som uppgår till 18,90 kronor per aktie vilket blir vår riktkurs. Det är 31 procent högre än det tidigare värdet på 14,4 kronor per aktie. Sett till den nuvarande kursen på 12,1 kronor medför det en uppsida på över 50 procent.

*Höjt DCF-värde med drygt 30 procent.*

## DCF - BASSECENARIO

(Tkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EBIT	-7 896	4 372	7 406	11 838	14 707	17 002	19 331	21 207	25 652
Skatt	0	-5 105	-1 615	-2 589	-3 221	-3 726	-4 238	-4 651	-5 629
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	-3 367	3 644	2 267	1 529	697	0	0	0
Fritt kassaflöde	-5 271	-3 721	8 899	10 959	12 429	13 422	14 575	16 069	19 565
Terminalvärde									296 446

Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	11%	4%	22%

## Riktkurs

Enterprise value	175 336
Equity value	162 726
Riktkurs per aktie	18,9

Källa: Mangold Insight

# Inhalation Sciences - SWOT-analys

## Styrkor

- Unik teknologi, teknikförsprång
- Välrenomerade kunder
- Starka patent

## Svagheter

- Enproduktbolag
- Liten organisation
- Storskalig produktion svårhanterlig

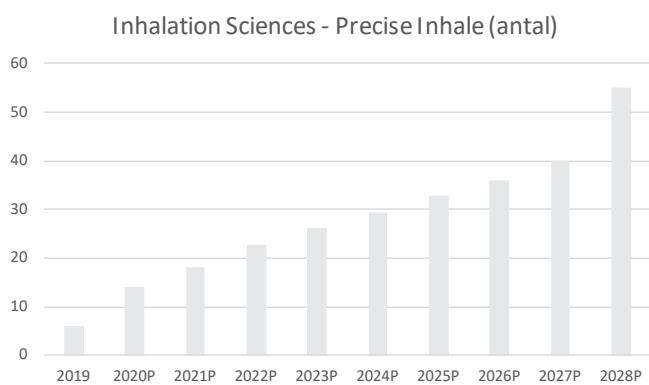
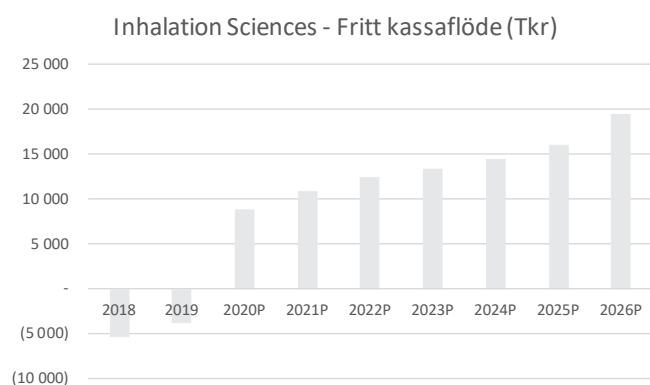
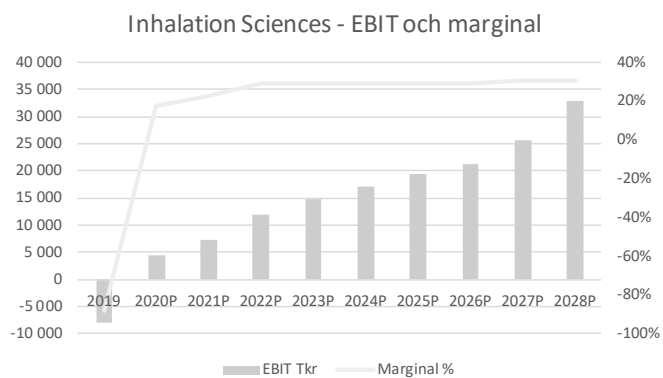
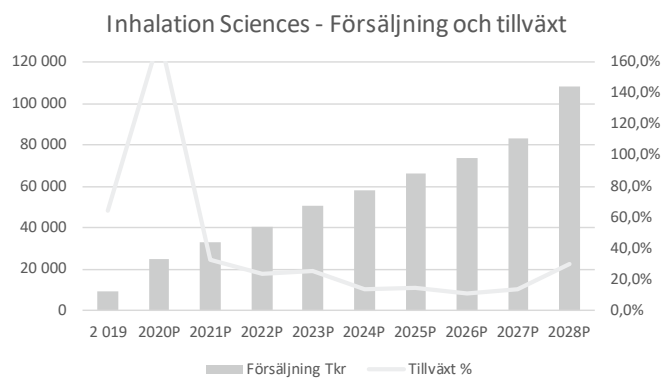
## Möjligheter

- 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

<b>Resultaträkning (TKR)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Försäljning	8 022	5 441	8 949	24 750	32 800	40 625	50 863
Kostnad sålda varor	-504	-1 700	-3 133	-7 920	-10 496	-13 000	-16 276
Bruttovinst	7 518	3 741	5 816	16 830	22 304	27 625	34 587
Bruttomarginal	93,7%	68,8%	65,0%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%
Personalkostnader	-3 636	-5 814	-4 266	-4 500	-5 250	-6 000	-6 750
Övriga rörelsekostnader	-9 604	-9 171	-9 446	-7 425	-9 184	-9 344	-12 716
Avskrivningar	-507	-537	-538	-533	-464	-443	-413
Rörelseresultat	-6 229	-11 781	-7 896	4 372	7 406	11 838	14 707
Rörelsemarginal	-78%	-217%	-88%	17,7%	22,6%	29,1%	28,9%
Räntenetto	-129	-102	-1 271	-667	-67	-67	-67
Vinst efter finansnetto	-6 358	-11 883	-4 345	23 204	7 339	11 770	14 640
Skatter	0	0	0	-5 105	-1 615	-2 589	-3 221
Nettovinst	-6 358	-11 883	-4 345	18 099	5 724	9 181	11 419

<b>Balansräkning</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020P</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
<b>Tillgångar</b>							
Kassa o bank	10 497	2 281	4 798	7 910	16 741	27 633	39 995
Kundfordringar	6 318	3 650	2 450	8 137	6 740	5 565	6 271
Lager	326	1 245	2 870	3 390	2 247	2 226	1 393
Anläggningstillgångar	6 172	12 477	13 080	5 799	6 335	6 891	7 478
Totalt tillgångar	23 313	19 653	23 198	25 236	32 063	42 315	55 137
<b>Skulder</b>							
Leverantörsskulder	1 056	498	550	3 390	4 493	5 565	6 967
Skulder	6 343	8 349	17 408	1 349	1 349	1 349	1 349
Totala skulder	7 399	8 847	17 958	4 739	5 842	6 914	8 316
<b>Eget kapital</b>							
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	7 186	12 911	22 091	33 511
Totalt eget kapital	15 914	10 806	5 240	20 496	26 221	35 401	46 821
<b>Totala skulder o EK</b>	23 313	19 653	23 198	25 236	32 063	42 315	55 137



# 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 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 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 2020-02-28

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