

Inhalation Sciences

Mangold Insight - Uppdragsanalys 2019-11-19

MANGOLD

Precisa system på tillväxtresa

Mangold inleder bevakning av Inhalation Sciences med rekommendationen Köp och en riktkurs på 11,6 kronor på 12 månaders sikt. Inhalation Sciences är ett medicekniskt bolag som utvecklat ett nytt laboratoriesystem, Preciseinhale i syfte att underlätta för forsknings- och läkemedelsbolag att få fram nya läkemedel inom bland annat lungsjukdomar. Detta system kan mäta hur partiklar i inandningsluft påverkar vår hälsa. Några nya system har inte kommit fram på flera årtionden samtidigt som astma och KOL ökat kraftigt globalt. Mangold ser att Inhalation Sciences har goda chanser att växa sin försäljning av systemet Preciseinhale. Det är fortsatt tidigt i försäljningscykeln men bolaget har fått bra respons från forskande institut och läkemedelsbolag hittills. Det talar för att systemet nu kan börja säljas i större skala och mera brett.

Försäljningsfasen inledd

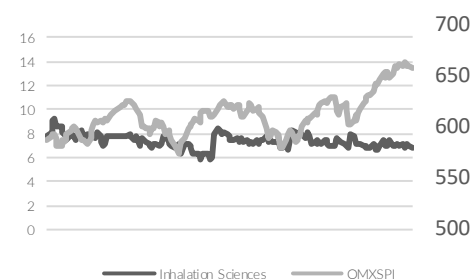
Inhalation Sciences står redo för en kommersialisering av systemet Preciseinhale. Hittills har bolaget sålt en handfull system till välrenommerade bolag inom Life Science-marknaden. Mangold bedömer att Inhalation Sciences kan ta en mindre andel av en potentiell marknad på 2600 system i Europa och USA i ett första steg. Globalt uppgår bolagets marknad till drygt 7 miljarder kronor. När bolaget får Preciseinhale färdig för användning i klinik väntar vi oss en växande kundbas inom något år.

Stor uppsida i aktien med försiktiga antaganden

Mangold bedömer att Inhalation Sciences konkurrenskraftiga system fyller ett behov på en marknad där lungsjukdomar ökar. En värderingsansats har gjorts utifrån försiktiga antaganden. I ett basscenario räknar Mangold med att bolaget tar 10 procent av den potentiella marknaden under en tioårsperiod. Utifrån dessa antaganden får vi ett DCF-värde på 11,6 kronor per aktie. Det ger en uppsida på 70 procent från nuvarande kursnivå.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 11,6
Risk	Hög
Kurs (kr)	6,8
Börsvärde (Mkr)	58,5
Antal aktier (Miljoner)	8,6
Free float	73,8%
Ticker	ISAB
Nästa rapport	2020-02-20
Hemsida	inhalation.se
Analytiker	Jan Glevén



Kursutveckling

	1m	3m	12m
ISAB	-0,3	-0,3	17,2
OMXSPI	3,9	12,3	18,7

Nyckeltal

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Försäljning (mln kr)	5,4	10,5	14,4	21,3	29,6
EBIT (mln kr)	-11,8	-5,0	-1,6	2,0	5,5
Vinst före skatt (mln kr)	-11,9	-0,6	-2,3	1,3	4,8
EPS, justerad (kr)	-1,4	-0,1	-0,3	0,1	0,4
EV/Försäljning	12,1	6,3	4,6	3,1	2,2
EV/EBITDA	-5,8	-14,7	-57,8	26,3	11,0
EV/EBIT	-10,6	-5,6	-13,3	-40,2	32,9
P/E	-4,9	-105,3	-25,4	56,3	15,5

Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Per Nilsson	1227069	14,2%
Per Gerde	771140	8,9%
Avanza Pension	407643	4,7%
Nordnet Pension	346286	7,6%
Tobias Granberg	260000	3,0%
Nordnet Liv AS	202633	2,4%
Övriga aktiägare	5404159	62,7%
Totalt	8618930	100,0%

Inhalation Sciences - Investment Case

Ett laboratoriesystem för framtagande av nya inhalerbara läkemedel

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 Preciseinhale:

- 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 Preciseinhale 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 Preciseinhale. I ett första steg kommer bolaget sälja till ledande forskande institut och läkemedelsbolag inom preklinisk forskning och därefter till kliniskt forskande bolag. När systemet under 2020 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.

Välrenommerade kunder talar för ökad försäljning framgent

Mangold har utgått från att Inhalation Sciences tar 10 procent av sin potentiella marknad i ett basscenario. Med en tillväxttakt i snitt per år (CAGR) på 29 procent medför det att bolaget bör kunna sälja 260 system inom en 10-årsperiod. Inklusiv serviceintäkter medför det att vi ser en försäljning på nära 70 miljoner kronor 2028. Med branschmässig lönsamhet bedömer Mangold att Inhalation Sciences kan visa positivt resultat 2021 och kan göra en vinst på 14 miljoner kronor i slutet av prognosperioden.

Mangold bedömer att bolaget kan ta 10 procent inom en 10-årsperiod

Mangold har valt att värdera Inhalation Sciences utifrån en DCF-modell. Ett högt avkastningskrav på 15 procent har valts för att återspegla att bolaget fortsatt är i en tidig fas i sin försäljningscykel. I vårt basscenario värderar vi bolagets aktie till 11,6 kronor. Det medför en potential på 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 70 procent

Inhalation Sciences - Bolag och ledning

Bolaget i korthet

Inhalation Sciences har utvecklat Preciseinhale, ett system för utveckling av nya inhalerbara läkemedelsterapier. Detta system kan mäta hur partiklar i inandningsluft påverkar vår hälsa. Bolaget grundades 2005 av Per Gerde som är doktor och docent vid Karolinska Institutet. Preciseinhale är framtagen för forskning inom preklinisk och utvecklas för att även kunna användas inom klinisk forskning. Inhalation Sciences har lyckats bra med att bearbeta ledande opinionsbildare i branschen. Bolaget har på kort tid knutit till sig en rad välrenommerade kunder inom forskning och läkemedelsutveckling.

Preciseinhale - ett system för framtagande av nya inhalerbara läkemedel

Bakgrund

Idéen till Inhalation Sciences har tagits fram av forskaren Per Gerde under 90-talet på ett institut i New Mexico, Lovelace Respiratory Research Institute. Det fanns då inga tillgängliga system för att kunna validera de teorier som Per Gerde avsåg att pröva. Detta ledde till framväxten av ett eget system och början till Preciseinhale. Systemet som under flera år utvecklats tillsammans med Karolinska Institutet har byggts för att hantera torra pulver som kontrolleras via programvara. Under 2014 togs steget att Preciseinhale skulle lanseras på marknaden. Under 2016 såldes de första system till ledande institut som King's College och kemibolag som Dow Chemicals. Inhalation Sciences har även haft samarbeten med de brittiska läkemedelsbolagen GlaxoSmithKline, Astrazeneca och italienska Chiesi.

Per Gerde ligger bakom idén till Preciseinhale

Team och styrelse

Inhalation Sciences består av 7 anställda samt några konsulter och deltidsanställda. Bolagets kontor finns på Novum vid Karolinska Universitetssjukhuset i Huddinge. Manoush Masarrat är ny VD i bolaget sedan september 2019. Manoush Masarrat valdes in i styrelsen som ledamot i slutet av 2018 för sina erfarenheter från Life-Science branschen inom marknadsföring och försäljning. Tidigare var Manoush Masarrat vd för ExScale Biospecimen Solutions och vice vd för Medical Vision samt styrelseledamot i HD Genomics.

Manoush Masarrat ny VD i bolaget

Per Gerde, är doktor och docent vid Karolinska Institutet samt grundare i bolaget och uppfinnare till dess patent. Mångårig erfarenhet finns inom inhalationsforskning vilket lett fram till flera publikationer. Per Gerde är känd i forskarvärlden och ofta inbjuden som talare vid internationella konferenser.

Styrelseordförande är Fredrik Sjövall som tidigare även varit vd för bolaget. Fredrik Sjövall har lång erfarenhet av startup-verksamhet inom Life science och har tidigare suttit som vd för bolagen PharmaSurgics och Lipopeptide som nu ingår i Promore Pharma. Han är även styrelseordförande i Ziccum, som särnoterats, och Monivent, samt styrelseledamot i Lipidor och Axelero.

Fredrik Sjövall har lång erfarenhet av Life Science-branschen och är styrelseordförande

Bland övriga styrelsemedlemmar finns Klaus Gottwald, som har erfarenhet av investeringar i bolag i tidig fas. Tom Sundelin har lång erfarenhet av Life-science industrin i olika roller som både vd och styrelseledamot. Sonja Gerde är investeringsrådgivare på investeringsbolaget Impilo och har erfarenhet av olika projekt inom Life-science.

Inhalation Sciences - Produkt

Preciseinhale - ett nytt standardsystem

Bolagets produkt, Preciseinhale är ett laboratoriesystem (system) utvecklat för att bidra till snabbare utveckling av nya läkemedel för respiratoriska sjukdomar som astma och KOL (se appendix). Att ta fram ett nytt läkemedel är kostsamt, runt 2,6 miljarder dollar och tar långt tid i anspråk, runt 18 år. Endast 5 av 5000 kandidater kommer vidare in i klinisk fas. Syftet med Preciseinhale är att med ökad precision kunna spara tid och kapital genom att lättare kunna identifiera rätt läkemedelskandidat. Systemet ska på så sätt bidra till att bättre läkemedel utvecklas. Inhalation Sciences har som målsättning att Preciseinhale ska bli standard på alla inhalationslab i världen. Det finns även potential att bredda systemets funktion till andra terapiområden som migrän, impotens, diabetes och influensa.

Förenklar för läkemedelsbolag att få fram nya läkemedel

Flera fördelar med Preciseinhale

Det finns många fördelar med Preciseinhale som tilltalar forskare och läkemedelsutvecklare. Risken för att misslyckas med ett läkemedelsprojekt kan minskas och 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. Preciseinhale är tänkt att användas in vitro och in vivo (test av biologiska processer i provrör och kärl samt på naturlig plats i organismen). Att välja rätt molekyl tidigt i utvecklingsfasen och få fram bästa formulering inför tester i klinik, är av stor vikt vid läkemedelsforskning.

Lättare ta rätt beslut tidigt i forskningsprocessen

Att reducera förbrukningen av pulversubstanser bidrar till sänkta kostnader. Preciseinhale kan skapa små volymer av aerosol (små partiklar som är finfördelade i en gas) i höga koncentrationer. Dosering sker med en metod som ger bättre möjligheter till god precision. Det är möjligt att använda torrpulver, kliniska inhalatorer eller vätske-aerosoler. Därtill väntas behovet av de djurförsök som krävs för att ta fram inhalationsläkemedel kraftigt att minskas.

Minskar användande av torrpulver

Brett användningsområde

Produktens användningsområde är förutom läkemedelsindustrin även miljöforskning. Inom den senare ökar Preciseinhale förståelsen kring hur partiklar i inandningsluft påverkar vår hälsa. Preciseinhale bedöms ha stort användningsområde kring hur dammtyper, nanopartiklar och kemiska ämnen påverkar lungan.

Preciseinhale är CE-märkt för preklinisk forskning. Men för att kunna göra tester på människor i fas 1-studier krävs ytterligare validering via en mindre klinisk studie. Detta i syfte att bekräfta systemets säkerhet. Ett valideringsarbete har inletts tillsammans med ett svenskt kontraktbolag (CRO) och beräknas vara klart under andra halvan av 2020.

Produkten är CE-märkt

Inhalation Sciences har även utvecklat moduler till Preciseinhale och avser utveckla fler som utökar systemets funktionalitet. Dessa moduler har levererats till kunder inom kontraktforskning och har även sålts med Preciseinhale som en helhetslösning. Desto mer utbyggd funktionalitet desto högre kan Inhalation Sciences prissätta sin produkt.

Inhalation Sciences - forts

Bolaget har hittills utvecklat flera olika moduler som Dissolvit för undersökningar in vitro, Xposeali, en 3D-lösning och nebulisatormodul. Dissolvit bedöms ha stor potential och leda till ökad försäljning för Preciseinhale. Det är en modul som utvecklats för att karakterisera partiklars upplösningshastighet och hur detta påverkar ett läkemedel att tas upp i kroppen. Syftet är att få en tidig indikation på hur en substans kommer att fungera i klinisk miljö. Detta kallas In Vitro In Vivo Correlation (IVIVC) något som är mycket användbart i samband med tidig läkemedelsforskning.

Moduler ger breddat användande

Begränsad konkurrens

Preciseinhale konkurrerar främst med alternativa teknologier. De metoder som används bygger på teknologi sedan 1950-talet. Dessa system och lösningar ger stor variation i mätningar och låg korrelation mellan laboratoriemiljö och kliniska tester. Exempel på bolag som levererar laboratorieutrustning för inhalationsmarknaden är de båda tyska bolagen TSE Systems och DSI.

Teknik från 50-talet utgör konkurrens

Ett bolag med närliggande verksamhet är Pexa listat på Spotlight Stock Market med ett marknadsvärde på runt 20 miljoner kronor. Bolaget har utvecklat ett forskningsinstrument för att kunna studera lungsjukdomar som astma och KOL. Pexa-metoden går ut på att samla in partiklar från de små luftvägarna genom ett utandningstest. Analys görs sedan för att identifiera biomarkörer för olika lungsjukdomar. Bolaget riktar främst in sig på institut och har haft som målsättning att ta 20 procent på en marknad med 1500 lungforskningsinstitutioner. Målsättning har varit att generera 160-200 miljoner kronor per år. Bolaget hade fram till och med det tredje kvartalet 2019 sålt för 1,2 miljoner kronor och beslutade om en nyemission i november 2019 som avser tillföra bolaget 17 miljoner kronor.

Pexa har haft svårt att få igång sin försäljning

När nya kunder med kontraktsforskning

Inhalation Sciences utför även tjänster inom kontraktsforskningstjänster på konsultbasis. Bolaget har haft uppdrag med Philip Morris och Celon Pharma samt Astrazeneca. Detta har tidigare varit en viktig inkomstkälla då den utgjorde hälften av bolagets försäljning under 2016. Chiesi köpte exempelvis under flera år konsulttjänster innan en investering i ett eget system gjordes. Således kan kontraktshandel tjäna som en inkörsport för nya kunder. Intäkterna från denna verksamhet har dock varit små. Under 2019 har Inhalation Sciences erhållit ett kontrakt värt 1 miljon kronor från ett läkemedelsbolag.

Kontraktsforskning - en väg in för nya kunder

Starkt patentskydd

Bolagets produkter skyddas av ett antal patentfamiljer varav tre avser tekniska lösningar för att generera och dosera högkvalitativa aerosoler. Två patent avser applikationer och moduler. Patenten är beviljade på de viktigaste marknaderna även USA. Bolaget erhöll godkänt för sina nyckelpatent i Europa som sträcker sig till och med 2033.

Starka patentfamiljer

Inhalation Sciences - Marknad

Starka trender ger medvind

Utvecklingen inom inhalationsforskning drivs av flera olika trender i marknaden. Några av dessa är problem med luftföroreningar och att sjukdomarna astma och KOL ökar. Världshälsoorganisationen (WHO) har pekat ut luftföroreningar som den enskilt största miljöhälsorisk. Enligt WHO andas 92 procent av jordens befolkning hälsofarlig luft samt uppger att över 6 miljoner människor årligen dör på grund av luftföroreningar. Den vanligaste riskfaktorn, cigarettökning, bedömer WHO kunna leda till att KOL-relaterade dödsfall ökar med 30 procent under kommande 10 år. Inhalationsläkemedel, läkemedel som andas in och som används främst för att behandla astma och KOL uppges öka till 70 miljarder dollar 2025 enligt iHealth-careanalyt. Tillväxten väntas uppgå till 5,1 procent i snitt per år. Marknaden för medicintekniska produkter för inhalationsläkemedel väntas växa med 1,2 procent i snitt per år och uppgå till 15,6 miljarder dollar 2025.

Cigarettökning ger upphov till lungsjukdomar

POTENTIELL MARKNAD

Marknader	Antal bolag	Relevanta kunder	System per kund	Antal system
Läkemedelsbolag	1600	40%	2	1280
Akademiska institut	700	50%	1	350
Miljö och kemi-bolag	20000	3%	2	1200
				2830

Källa: Datamonitor, Inhalation Sciences

En marknadsundersökning som bolaget genomfört i USA och Europa inom dessa kundsegment visar på en potentiell marknad på runt 2800 system. Utifrån dessa parametrar bedöms den globala marknadsstorleken, inklusive Asien och Sydamerika, för Inhalation Sciences uppgå till över 7 miljarder kronor.

Stor global marknadspotential

Marknaden för Life Science är konservativ, styrd av regulatoriska riktlinjer och strikta myndighetskrav. Bolaget har därför valt en försäljningsstrategi som går ut på att knyta till sig aktörer som har stor påverkan på övriga i marknaden. Det gäller även att kunna påverka key opinion leaders inom Life science för att öka intresset för bolagets produkt.

Viktigt knyta till sig ledande läkemedelsbolag

Inhalation Sciences bedömer att dess produkt kommer att attrahera läkemedelsbolag och akademiska institut som bedriver forskning i preklinisk och klinisk fas. Utöver dessa finns en stor marknad inom miljösegmentet där kemibolag och annan industri utgör potentiella kunder.

Miljö och kemi-bolag utgör potentiella kunder

PRECISEINHALE KUNDER

Industri	Forskning
Dow Chemical	Fraunhofer
Astrazeneca	Karolinska Institutet
Chiesi	King's College London

Källa: Inhalation Sciences

Inhalation Sciences - Försäljning

Inlett försäljningsfas

Inhalation Sciences har strukturerat om sin verksamhet från utveckling till försäljning. Efter flera år av produktutveckling står bolaget redo för volymproduktion. Arbete med att korta leveranstider och produktionsprocesser har genomförts.

Redo för volymförsäljning

PRECISEINHALE FÖRSÄLJNING

Steg 1:	Steg 2:	Steg 3:
Försäljning till kunder inom preklinisk forskning och ledande institut, pågår	Försäljning till kunder för användning inom klinisk forskning, från 2020	Samarbetspartner eller ingå strukturaffär för att nå större volymer

Källa: Inhalation Sciences

Hittills har bolaget sålt system till ett tiotal kunder där det även kommit återköp vilket är ett kvitto på att kunderna uppskattar Preciseinhale. Vi bedömer att målsättningen ligger på att sälja runt 25 system per år. Hittills har drygt 10 system sålts. Ett Preciseinhale har sålts för mellan 1-2 miljoner kronor beroende på utformande och moduler. Vi har i våra prognoser räknat med att försäljning av varje enhet i snitt är värd 1,5 miljoner kronor.

Målsättning sälja 25 system per år

PRISSÄTTNING PRECISEINHALE

Kund Precieinhale	År	Ordervärde (Mkr)
Köpenhamns Universitet	2017	1,0
Westchina-Frontier Pharma	2018	1,2
Ej namngiven kund (inkl modul)	2018	2,0
Ej namngiven asiatisk kund	2019	1,5
Snitt		1,4

Källa: Inhalation Sciences

Service och supportavtal tillkommer på 100 - 150 tusenkronor per år när systemet installerats. Systemets livscykel uppskattas samtdigt 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. Från 2022 och framåt räknar vi med att service och support kommer att utgöra 5-7 procent av de totala intäkterna.

Serviceaffär ökar intäkter

Inhalation Sciences - Prognoser

Amerikansk och Europeisk marknad prioriteras

Inhalation Sciences väntas i första hand sälja sina produkter på den europeiska och den amerikanska marknaden. Vi har därför valt att begränsa oss till dessa marknader i våra prognoser. Därmed utelämnar vi en potentiell global marknad som skulle kunna fördubbla bolages marknad (ROW i tabellen, Rest of the World).

Europa och USA är huvudmarknader

För antalet potentiella system har vi utgått från bolagets marknadsanalys om ett behov av 2600 system.

PROGNOS MARKNAD

Preciseinhale	2600	Antal
Pris per enhet / snitt	1,5	Mkr
Service support system / år	0,125	Mkr
Marknadspotential USA och Europa	3900	Mkr
Marknad ROW	3800	Mkr
Total marknad	7700	Mkr

Källa: Mangold Insight

Framtida intäkter väntas ske från försäljning av system och kringliggande intäkter för service och support. Vi har därför valt att helt utgå från detta i våra prognosmodeller. Kontraktsförsäljningar bedömer vi kommer att utgöra en mindre del, och något som vi valt att utelämna i våra prognoser. Inhalation Sciences har valt att inte lämna några försäljningsprognoser. Bolaget har uttalat att de har som målsättning att bli kassaflödespositiva under 2020.

Bolaget guidar för att bli kassaflödespositiva under 2020

Finansiering av Preciseinhale

Fortsatt utveckling och försäljning av Preciseinhale har finansieras av att det tidigare dotterbolaget Ziccum delats ut och listats på Spotlight Stockmarket. Detta gjordes i oktober 2018. Ziccum erbjuder produkten Laminarpace, som kan torka känsliga läkemedel som exempelvis antikroppar och vacciner. Ziccum har en verksamhet som skiljer sig från Inhalation Sciences och därmed sågs den ha bättre förutsättningar i ett särnoterat bolag. Under 2019 valde Inhalation Sciences att avyttra 400 000 aktier i Ziccum vilket gav 5,2 miljoner kronor i reavinst. Inhalation Sciences har fortsatt kvar ett strategiskt ägande i Ziccum som uppgår till 29,8 procent vilket motsvarade ett värde på 27,7 miljoner kronor i slutet av kvartal 3 2019.

Ziccum har delats ut

Inhalation Sciences tog i samband med särnoteringen även upp en kreditram från ett konsortium av långgivare på 12,5 miljoner kronor fram till april 2020. I tillägg har bolaget ställt ut köpoptioner på Ziccum vilka kan lösas in under första kvartalet 2020. Detta kan ge Inhalation Sciences upp till 6,5 miljoner kronor i förstärkt kapitalbas. I den senaste delårsrapporten för det tredje kvartalet 2019 uppgick bolagets likvida medel till 7,6 miljoner kronor. Där ingår reavinsten från avyttring av aktier i intresseföretaget Ziccum med 5,2 miljoner kronor.

Inhalation Sciences - Prognoser

Scenarioanalys baserad på försäljning

Mangolds värderingsansats bygger på scenarioanalys med ett bas-scenario och ett positivt samt negativt scenario. Vi har valt att utgå från en potentiell marknad där behovet av Preciseinhale uppgår till 2600 sålda system. Vi utgår från samma snittpris och eftermarknad som i prognosen för beräkning av marknadspotential.

Potentiell marknad på 2600 system

I ett bas-scenario, som också är vårt huvudscenario för bolaget, är det rimligt att anta att bolaget kan ta 10 procent av den potentiella marknaden under en 10-årsperiod. Det skulle i så fall innebära att bolaget kommer att sälja drygt 260 system. Det motsvarar 26 sålda system per år i snitt vilket är i nivå med bolagets ambitionsnivå. Tillväxttakten i snitt per år bli under prognosperioden 29 procent (CAGR).

BASSCENARIO FÖRSÄLJNING (10 %)

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Preciseinhale (antal)	7	9	14	19	24	29	33	36	40	43
Intäkter system	11	14	20	28	36	43	49	54	60	64
Support och service		1	1	1	2	2	3	4	4	5
Totala intäkter (Mkr)	11	14	21	30	37	45	52	58	64	68
Tillväxt %		37%	48%	39%	27%	21%	16%	11%	10%	7%

Källa: Mangold Insight

I ett positivt scenario kommer försäljningen igång snabbt. Bolaget tar 15 procent av den potentiella marknaden och säljer 390 system under en 10-årsperiod. Intäkter vid periodens slut väntas då på drygt 100 miljoner kronor.

POSITIVT SCENARIO FÖRSÄLJNING (15%)

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Preciseinhale (antal)	7	15	24	31	39	45	49	54	60	66
Totala intäkter (Mkr)	11	24	37	49	61	71	79	87	96	105
Tillväxt %		132%	51%	32%	26%	16%	11%	10%	10%	10%

Källa: Mangold Insight

I ett negativt scenario sker en trög lanseringsstart. Bolaget tar så småningom 7 procent av den potentiella marknaden och antalet sålda system under 10-årsperioden landar på drygt 180 system. Intäkterna uppgår då till drygt 40 miljoner kronor 2028.

NEGATIVT SCENARIO FÖRSÄLJNING (7%)

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Preciseinhale (antal)	9	14	17	19	21	23	25	26	27	28
Totala intäkter (Mkr)	14	21	26	28	31	34	37	39	41	42
Tillväxt %		5%	21%	10%	10%	10%	10%	5%	5%	1%

Källa: Mangold Insight

Inhalation Sciences - DCF Värdering

Potential i bas-scenario

Vi utgår från en diskonterad DCF-modell i vår värdering av Inhalation Sciences. I vårt basscenario tar bolaget 10 procent av den tänkta marknaden. Vidare bör bolaget kunna nå en bruttomarginal på 68 procent och en rörelsemarginal på runt 25-27 procent. Det är en lönsamhet som vi bedömer möjlig att nå. För de svenska medicinteknikbolagen Cellavision och SyntheticMR ligger rörelsmarginalen exempelvis på 30 respektive 27 procent under de första 9 månaderna 2019.

Branschmässiga lönsamhetsnivåer appliceras

Vanligen används ett småbolagstillägg på dryga 4 procent till det totala avkastningskravet. Det senare ligger på drygt 7 procent enligt en rikspremiestudie från PWC för 2019. Vi anses dock att risken är hög för bolaget och väljer att använda ett högre avkastningskrav då försäljning ännu inte tagit fart. Mangold sätter ett högt avkastningskrav på 15 procent, vilket återspeglar att bolaget fortsatt är i början av sin tillväxtcykel och att dess börsvärde understiger 100 miljoner kronor.

Avkastningskrav återspeglar hög risk

DCF - BASSCENARIO

(tkr)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EBIT	-4 960	-1 637	2 000	5 490	8 698	11 104	13 533	15 188	17 057	18 277
Skatt	0	0	-293	-1 061	-1 767	-2 296	-2 830	-3 195	-3 606	-3 874
Avskrivningar	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Investeringar	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Rörelsekapital	-637	1 884	240	1 290	1 108	513	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-5 597	246	1 947	5 719	8 039	9 321	10 702	11 994	13 451	14 403
Terminalvärde										135 878

Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	15%	4%	22%

Riktkurs

Enterprise value 107 142

Equity value 99 881

Riktkurs per aktie 11,6

Källa: Mangold Insight

Utifrån vårt bas-scenario väljer vi även att ta med känslighetsanalys för att visa på priskänsligheten vid olika avkastningskrav och förändringar i försäljningen som utgår från tidigare försäljningsscenarion: bas, negativt och positivt.

DCF - KÄNSLIGHETSANALYS

AVK KRAV%	NEGATIVT (0,7XSALES)	BAS (KR)	POSITIVT (1,5XSALES)
14	7,1	14,1	23,1
15	6,3	11,6	20,4
16	5,7	10,4	18,2

Källa: Mangold Insight

Inhalation Sciences - Peer Värdering

Stora värderingsskillnader bland små medicinteknikbolag

För att få en bild av hur små medicinteknikbolag värderas på de olika listorna som Spotlight Stockmarket och First North Growth Market har vi även valt att genomföra en jämförande värdering (Peers-värdering) och jämfört börsvärde. Urvalet är mindre bolag inom medicinteknik i början av sin försäljningscykel.

Jämförelsevärdering ska ses som en guide

PEER VÄRDERING - BÖRSVÄRDE

Bolag	Produkt	Beskrivning	Börsvärde (Mkr)
Senzime	Tetragraph	Patientövervakning vid operation	915
Ortoma	OTS	Planera och positionera implantat i 3D vid kirurgi	845
Phase Holographic	Holomonitor	Forskningsinstrument, visa hur enskilda celler reagerar över tid, cancer	806
Arcoma	Precision	Digital imaging, röntgen	302
Spago Nanomedical	SpagoPix	Diagnostisera bröstcancer	278
Medfield	MD100	Diagnostik stroke och skullskador	231
Zenitor	Zenitor	Diagnostiserar EKG för strokeprevention	72
Obstecare	AFL	Mäter mjölksyrhalten i fostervatten, identifierar svåra förlossningar	61
Neodynamics	Neonavia	Biopsisystem för diagnostisering av bröstcancer	59
Pexa	Pexa	Instrument som mäter partiklar i utandningsluft, vid luftvägssjukdomar	21
Snitt			359

Källa: Mangold Insight

Utifrån utvalda bolag i tabellen uppgår börsvärdet i snitt till 278 miljoner kronor vilket kan jämföras med Inhalation Sciences som uppgår till cirka 60 miljoner kronor. Det medför en skillnad (rabatt) på drygt 80 procent. Denna tabell ska ses som en guide och vi lägger inte någon större vikt vid den i vår värdering av Inhalation Science mer än som en check på rimlighet och förutsättningar för högre värdering.

Rabatt till peers uppgår till drygt 80 procent

Det kan påpekas att Senzime, som värderas till över 900 miljoner kronor vid årets tre första månader för 2019 hade en omsättning på 4 miljoner kronor. Liknande scenario står Phase Holographic inför med en omsättning på 4,6 miljoner kronor för 2018/19. Detta tyder på att marknaden tror på ett genombrott och har stor tilltro till bolagens produkt och därmed valt att värdera upp dess möjligheter. Generellt erhåller medicinteknikbolag höga värderingar på marknaden. För att åskådliggöra hur detta kan se ut för svenska bolag bifogar vi en tabell. Som jämförelse värderas Inhalation Sciences år 2022 till P/E 15,5 och EV/S 2,2 på våra prognoser.

Höga branschmultiplar

PEER VÄRDERING - NYCKELTAL

Bolag	P/E		EV/S	
	2019P	2020P	2019P	2020P
Sectra	69,5	58,1	7,4	6,8
Cellavision	69,3	56,8	17,0	13,3
Raysearch Laboratories	66,9	48,6	6,8	5,8
Boule Diagnostics	27,9	17,4	2,2	2,1

Källa: Mangold Insight, Factset

Inhalation Sciences - Appendix

Sjukdomar i andningsorganen

Det finns ett antal sjukdomar som drabbar andningsorganen. Vanliga är lungsjukdomar eller respiratoriska sjukdomar som astma och KOL (kronisk obstruktiv lungsjukdom). WHO uppskattar att runt 600 miljoner människor lider av astma eller KOL.

Astma och KOL är folksjukdomar

Astma allt vanligare

Astma är en folksjukdom, det vill säga har hög förekomst i befolkningen. Den orsakas av att luftrören är kroniskt inflammerade. Astma kan bero på arv, miljö eller livsstil. Det har i studier visat sig att den kan vara ärftlig. Faktorer i miljön har betydelse som rökning. Studier har visat att riskfaktorn för astma ökar vid rökning och fetma. Enligt The Global Asthma Network uppgår antalet personer som lider av astma globalt till fler än 339 miljoner människor. Det framgår även i denna rapport att omkring 1000 personer dagligen dör av astma.

1000 personer dör dagligen av astma

Vanligen delas astma in i två olika typer som allergisk och icke-allergisk. Allergisk astma utlöses av överkänslighet av allergener, ämnen som utlöser allergi. Allergiker har antikroppar som inte fungerar som de ska och reagerar på naturliga ämnen i miljön som inte är farliga. De vanligaste allergenerna kommer från katt, hund, björk- och gräspollen. Det kan även vara spannmål som innehåller gluten, kräftdjur eller mjölk och laktos. Allergiska symptom yttrar sig vanligen från mag-tarmkanalen, huden eller luftvägarna (astma). Astma som är icke-allergisk kan bero av luftvägsinfektioner, fysisk ansträngning, kall luft eller tobaksrök.

Astma finns som allergisk och icke allergisk

Vid ett astmaanfall ökar motståndet i luftvägarna och den drabbade behöver anstränga sig för att få luft och andas. De glatta musklerna i luftvägarna, som styrs av det autonoma nervsystemet, drar ihop sig i kramp. Kroppen förbrukar då mer syre och mer koldioxid produceras, vilket kan leda till syrebrist.

Astma kan uppstå när som helst i livet men vanligast är att den debuterar tidigt under barnåren. Astma hos barn och ungdom är vanligen av allergisk typ. Vid misstänkt astma görs en utredning med hudtest, så kallat pricktest. Om huden reagerar med svullnad och rodnad betyder det att det kan vara allergi. Har en patient förhöjda antikroppar i blodet mot en viss antigen tyder det på allergi. Vanligen görs även reversibilitetstest, vilket går ut på att en patients lungfunktion mäts före och efter inhalation av luftrörsvidgande läkemedel. Lungfunktion kan även mätas med spirometri, COPD₆-mätning och PEF-mätning.

Tidig debut vanligast för astma

Astma är en kronisk sjukdom och behandlas med inflammationsdämpande och luftrörsvidgande mediciner. Kortison är vanligt och används av många patienter regelbundet. Beta-2-stimulerande läkemedel används för att vidga luftrören och undvika astmaanfall.

Inhalation Sciences - Appendix

KOL - en folksjukdom

Även KOL är en folksjukdom. Den är vanligast i lindrig form och många lever med den utan att ha fått en diagnos. KOL är en så kallad paraplydiagnos vilket gör att den innefattar flera sjukdomsbilder och har orsakats av olika riskfaktorer. Det gemensamma är att sjukdomen leder till luftvägsobstruktion. Inflammationen gör att lungblåsornas väggar förstörs vilket försvårar luftflödet. Förstörs lungblåsor leder det till emfysem. Inflammation av bronkerna, de stora luftvägarna, kallas bronkit och inflammation i de små luftvägarna bronkiolit. Emfysem och bronkiolit är de vanligaste sjukdomsprocesserna som tillsammans orsakar luftvägsobstruktion och som leder till KOL. En kronisk inflammation kan också leda till fibros vilket gör lungorna mindre elastiska. Kronisk bronkit, så kallad rökhosta, förekommer ofta tillsammans med KOL. Tidig rökdebut är en riskfaktor för dessa sjukdomar. Andra är passiv rökning, tidig födsel, upprepade luftvägsinfektioner och astma under barndomen samt långvarig exponering för luftföroreningar. Luftvägar och lungblåsor som skadats läker inte efter rökstopp men det förhindrar att nya skador uppstår. Symptom som hosta brukar försvinna efter rökstopp.

Det finns inget botemedel för KOL vilket gör att det blir viktigt att identifiera personer med tidiga symptom. Symptom på KOL kommer smygande och uppstår vanligen senare i livet vilket ska jämföras med astma som oftast uppkommer tidigt, vanligen i ungdomsåren.

Behandling av astma och KOL

För behandling av astma och KOL används inhalerande läkemedel. För patienter med astma och KOL kombineras vanligen kortison och lufttrörsvidgande läkemedel. Dessa läkemedel andas in genom munnen, vilket kallas för inhalering, med hjälp av inhalatorer. Marknad för inhalatorer kan delas in i olika kategorier; vanligen pulverinhalatorer och de som producerar en aerosol.

Det finns ett stort antal pulverinhalatorer på marknaden där ledande bolag är Astrazeneca med Symbicort Turbohaler, Boehringer Ingelheim med Spiriva Handihalar samt GlaxoSmithKline med Seritide/Advair Diskus. Denna marknad omsätter 3–4 miljarder dollar per år. Under senare år har ett antal generika-produkter även nått marknaden.

Torrpulver är en behandlingsmetod som aktiveras av inandningen. Spray, innehåller en gasbehållare som sprutar ut läkemedlet i munnen när man trycker på den, samtidigt som inandning sker. För vätska krävs en nebulisator som omvandlar flytande läkemedel, till en aerosol som andas in genom ett munstycke eller en mask som är kopplad till en spacer. En spacer är en ventilförsedd andningsbehållare som hjälper till att få ner mer läkemedel till lungorna.

Källa: WHO, Läkemedelsverket, Livsmedelsverket, Hjärt-lungfonden, Astrazeneca, Mylan, Philips, Chiesi, Läkartidningen och 1177.se

KOL är en paraplydiagnos...

...vanligen förknippad med rökning

Inget botemedel finns mot KOL

Marknaden för inhalatorer uppgår till 3-4 miljarder dollar per år

Inhalation Sciences - SWOT-analys

Styrkor

- Unik teknologi, teknikförsprång
- Välrenomerade kunder
- Starka patent

Svagheter

- Enproduktbolag
- Liten organisation
- Storskalig produktion svårhanterlig

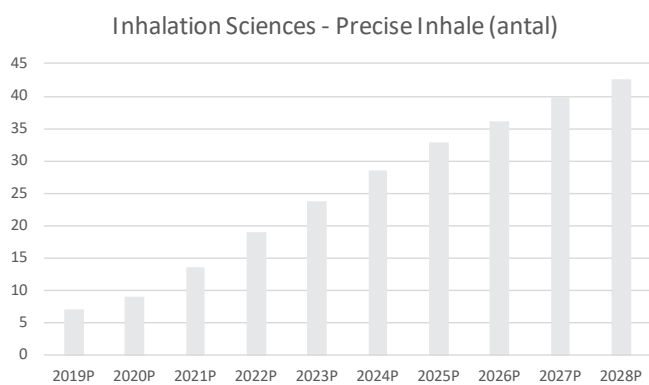
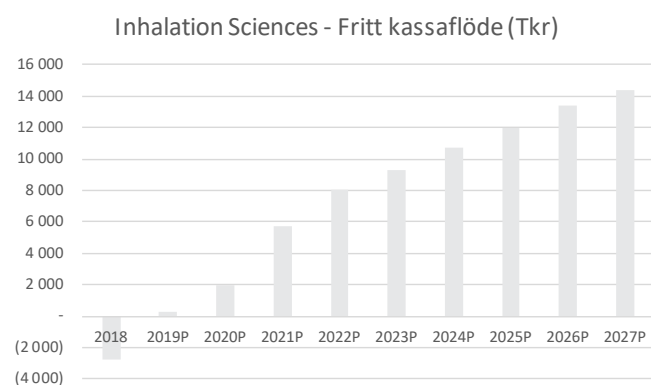
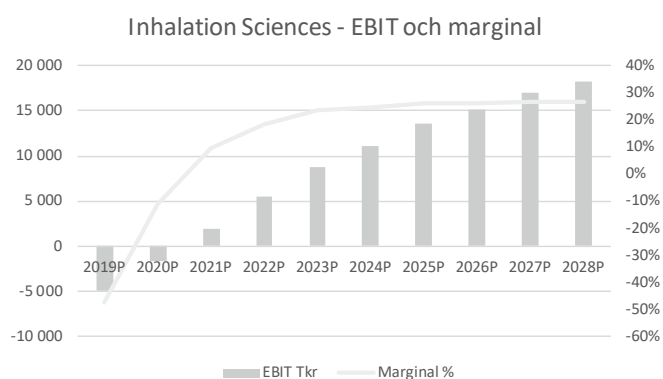
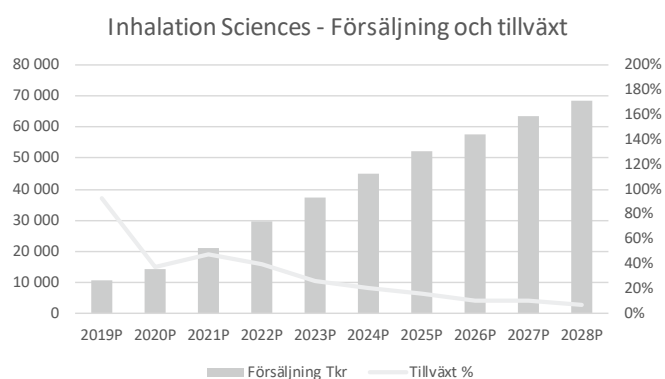
Möjligheter

- 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)	2 017	2 018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning	8 022	5 441	10 500	14 375	21 250	29 579	37 446
Kostnad sålda varor	-504	-1 700	-3 360	-4 600	-6 800	-9 465	-11 983
Bruttovinst	7 518	3 741	7 140	9 775	14 450	20 114	25 463
Bruttomarginal	93,7%	68,8%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%	68,0%
Personalkostnader	-3 636	-5 814	-6 600	-6 600	-7 700	-8 800	-9 900
Övriga rörelsekostnader	-9 604	-9 171	-5 000	-4 313	-4 250	-5 324	-6 366
Avskrivningar	-507	-537	-500	-500	-500	-500	-500
Rörelseresultat	-6 229	-11 781	-4 960	-1 637	2 000	5 490	8 698
Rörelsemarginal	-78%	-217%	-47%	-11,4%	9,4%	18,6%	23,2%
Räntenetto	-129	-102	-417	-667	-667	-667	-667
Vinst efter finansnetto	-6 358	-11 883	-555	-2 305	1 333	4 822	8 030
Skatter	0	0	0	0	-293	-1 061	-1 767
Nettovinst	-6 358	-11 883	-555	-2 305	1 040	3 761	6 264

Balansräkning	2 017	2 018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Tillgångar							
Kassa o bank	10 497	2 281	6 190	8 483	15 208	23 867	34 838
Kundfordringar	6 318	3 650	5 548	6 473	6 627	5 356	6 131
Lager	326	1 245	2 774	3 236	2 209	2 142	1 362
Anläggningstillgångar	6 172	12 477	8 830	9 300	9 742	10 158	10 548
Totalt tillgångar	23 313	19 653	23 342	27 492	33 786	41 523	52 879
Skulder							
Leverantörsskulder	1 056	498	1 849	3 236	4 418	5 356	6 812
Skulder	6 343	8 349	13 349	13 349	13 349	13 349	13 349
Totala skulder	7 399	8 847	15 198	16 585	17 767	18 705	20 161
Eget kapital							
Bundet eget kapital	5 635	12 538	12 538	12 538	12 538	12 538	12 538
Fritt eget kapital	10 279	-1 732	-6 434	-8 739	-7 699	-3 938	2 325
Totalt eget kapital	15 914	10 806	6 104	3 799	4 839	8 600	14 863
Totala skulder o EK	23 313	19 653	20 891	19 511	21 098	26 001	33 342

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.

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