

# Inhalation Sciences

Mangold Insight - Uppdragsanalys - Uppdatering - 2020-02-28

**MANGOLD**

## Tillväxtresa tar fart

Inhalation Sciences gjorde 2019 till året då försäljningen tog fart och produktutvecklingen gjorde framsteg. Bolagets intäkter ökade med 64 procent under 2019 till 8,9 miljoner kronor jämfört med året innan. Bolaget gjorde en mindre förlust på 7,9 miljoner kronor, en förbättring jämfört med året innan då det uppgick till -11,8 miljoner kronor. Detta var sammantaget något sämre än vår prognos men vår samlade syn är att bolaget är på rätt spår.

## Nya produkter på väg ut

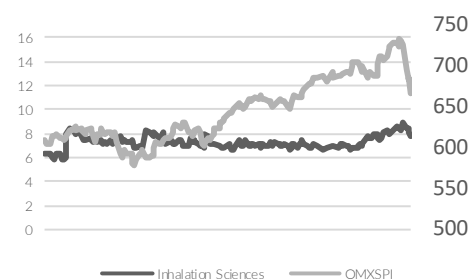
Vi ser flera kursdrivande triggers för aktien under 2020. Bolaget har utvecklat en modul till sitt laboratoriesystem Precise Inhale, Dissolvit. Denna modul ska nu ut på marknaden och förbättrar bolagets möjlighet att bredda sin kundbas. Under 2020 ska Precise Inhale även genomgå klinisk validering. Ett grönt ljus skulle innebära ett rejält steg uppåt i näringskedjan då produkten kan komma att användas inom preklinisk och fas-1 studier med tester på människa. Detta besparar forskande läkemedelsbolag både tid och resurser.

## Höjt DCF-värde

Mangold har valt att hålla försäljningsprognoser för Precise Inhale intakt med vissa förändringar i intäktslagen. I ett basscenario kan bolaget ta närmare 10 procent av adresserad marknad. Mangold räknar med en tillväxt på 26 procent per år i snitt fram till 2028. För 2020 kan tillväxten accelerera och bolaget bör kunna nå vinst. Det påverkar DCF-värdet i positiv riktning. Mangold har höjt det motiverade värde för bolaget och rekommenderar köp med riktkurs 14,4 kronor. Det motsvarar en uppsida på nära 100 procent.

## Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 14,4
Risk	Hög
Kurs (kr)	7,2
Börsvärde (Mkr)	62
Antal aktier (Miljoner)	8,6
Free float	76,9%
Ticker	ISAB
Nästa rapport	2020-05-07
Hemsida	<a href="http://inhalation.se">inhalation.se</a>
Analytiker	Jan Glevén



## Kursutveckling

	1m	3m	12m
ISAB	0,3	2,0	3,9
OMXSPI	-6,7	-1,0	10,4

## Nyckeltal

	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Försäljning (Mkr)	5,4	8,9	21,8	28,7	35,5
EBIT (mln kr)	-11,8	-7,9	1,1	5,2	8,8
Vinst före skatt (Mkr)	-11,9	-4,3	0,4	4,5	8,2
EPS, justerad (kr)	-1,4	-0,5	0,0	0,4	0,7
EV/Försäljning	13,8	8,4	3,4	2,6	2,1
EV/EBITDA	-6,7	-10,2	47,1	13,3	8,1
EV/EBIT	-12,0	-6,4	-9,5	70,8	14,5
P/E	-5,2	-14,3	204,9	17,7	9,8

## 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 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. 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 närmare 10 procent av sin potentiella marknad i ett basscenario. Med en tillväxttakt i snitt per år (CAGR) på 26 procent medför det att bolaget bör kunna sälja 230 system inom en 10-årsperiod. Inklusiv serviceintäkter och kontraktuppsdrag medför det att vi ser en försäljning på 70 miljoner kronor 2028. Med branschmässig lönsamhet bedömer Mangold att Inhalation Sciences kan visa positivt resultat 2020 och kan göra en vinst på 20 miljoner kronor i slutet av prognosperioden.

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

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 14,4 kronor. Det medför en potential på nära 100 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-modell visar på uppsida i aktien på närmare 100 procent*

# Inhalation Sciences - Uppdatering

Inhalation Sciences är tidigt i sin kommersialiseringsfas. Bolaget säljer Precise Inhale, ett laboratoriesystem för mätningar av partiklar i inandningsluft. Under 2019 har bolaget utökat sin kundbas och sålt för 8,9 miljoner kronor. En ökning med 64 procent jämfört med föregående år. Merparten av intäkterna, 6 miljoner kronor kom från system och resterande utgjorde kontraktssupdrag inom forskningstjänster.

*Sålt system för 6 miljoner kronor 2019*

Ytterligare en ljuspunkt för bolaget är de rationaliseringar som bolaget gjort för att få ned kostnaderna. Under 2019 minskade kostnaderna och en lägre förlust före finansiella poster kunde nås jämfört med året innan. Mangold hade förväntat sig att försäljningen skulle uppgå till 10,5 miljoner kronor för 2019 och att rörelseförlusten skulle uppgå till 5 miljoner kronor.

*Kostnadsreducering framgångsrik*

## INHALATION SCIENCES KVARTALS OCH ÅRSDATA

(Mkr)	Kv1	Kv2	Kv3	Kv4	2019A	2019P	Avvikelse
Intäkter	0,7	2,7	1,7	3,8	8,9	10,5	-15%
EBIT	-2,3	-0,8	-2,7	-2	-7,9	-5,0	nm

Källa: Mangold Insight, ISAB

## Nya produkter väntas öka försäljning

På utvecklingsområdet har Inhalation Science tagit fram en ny modul för Precise Inhale, Dissolvit. Planen är att lansera den under början av 2020. Dissolvit bedöms få ett stort användningsområde inom IVIVC (In Vitro In Vivo Correlation). IVIVC-data kan förutsäga hur aerosoler beter sig i lungor. Syftet är att få en tidig indikation på hur en substans kommer att fungera i klinisk miljö. Det bedöms kunna reducera risker och minska kliniska bakslag inom läkemedelsutvecklingen. Modulen bedöms som viktig för att komma närmare den kliniska forskningen och bör därmed kunna attrahera ett bredare spektrum av kunder.

*Ny modul lanseras - bedöms driva försäljning*

## Klinisk validering närmare för Precise Inhale

Bolaget väntas under 2020 slutföra klinisk validering av Precise Inhale. Om bolaget går i mål med detta blir det i så fall det enda kliniskt bevisade inhalationssystemet för laboratorier på marknaden. I ett sådant scenario öppnar det upp för betydligt fler möjliga kunder då systemet kan användas vid kliniska försök inom inhalation från preklinisk till fas 1-studier på människa. Detta ger läkemedelsbolag och andra aktörer möjlighet att snabbare komma framåt i läkemedelsutvecklingen. En kommersiell lansering väntas kunna genomföras under 2021.

*Klinisk validering Precise Inhale klar 2020*

# Inhalation Sciences - Prognoser

## Prognoser intakta - närmare vinst

För 2020 ser vi att bolaget ökar tillväxt och går mot vinst. Bolaget har nu satt produktförsäljning i fokus och rapporterar om en ökad orderstock som motsvarar halva fjolårets försäljning. Mangold har även en starkare tro på att bolagets kostnadsreduceringar ger resultat och räknar med att bolaget kan komma att visa vinst redan under 2020. Tidigare hade vi en prognos om vinst för 2021.

*Vinst väntas 2020*

I Mangolds prognoser har vi valt att justera fördelningen inom de olika intäktskällorna. För 2020 och framåt introduceras även intäkter för kontraktsforskning, något som vi tidigare utelämnat men som nu utgör ett viktigt område för bolaget. I övrigt är prognoserna uppbyggda på att bolaget ska öka försäljning och nå närmare 10 procent av potentiell marknad på 7,7 miljarder kronor 2028 och då sälja runt 230 system. Det innebär en försäljning på drygt 70 miljoner kronor. Vinsten väntas då uppgå till närmare 20 miljoner kronor.

*CAGR 2019-2028  
uppgår till 26%*

## INHALATION SCIENCES PROGNOSE

(Mkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	22	29	36	44	49	55	60	65	71
Tillväxt %	144%	32%	24%	25%	12%	11%	9%	9%	9%
EBIT	1	5	9	14	15	16	16	18	20
Marginal %	5%	18%	25%	32%	31%	29%	27%	27%	28%

Källa: Mangold Insight

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. Från 2022 och framåt räknar vi med att service och support kommer att utgöra 5-7 procent av de totala intäkterna.

*Service och kontraktsforskning  
ingår i intäkterna*

Kontraktsforskning väntas utgöra en mindre del av intäkterna och har satts till 3 miljoner kronor per år.

# Inhalation Sciences - Värdering

## Höjt DCF-värde

Vi utgår från en diskonterad DCF-modell i vår värdering av Inhalation Sciences. I vårt basscenario tar bolaget närmare 10 procent av den tänkta marknaden. Vidare bör bolaget kunna nå en bruttomarginal på 68 procent och en rörelsemarginal på runt 25-27 procent. Mangold har valt ett högt avkastningskrav som återspeglar risken i bolaget på 15 procent.

*Högt avkastningskrav återspeglar risk*

Dessa parametrar ger ett DCF-värde i ett basscenario som uppgår till 14,4 kronor per aktie vilket blir vår riktkurs. Det är 24 procent högre än vårt tidigare värde från initialanalysen då det uppgick till 11,6 kronor per aktie. Bakom det höjda värdet ligger i att bolaget närmar sig vinst snabbare än i tidigare analys.

*Uppsida på nära 100 procent i DCF*

## DCF - BASSCENARIO

(Tkr)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EBIT	-7 896	1 057	5 173	8 822	14 089	15 283	15 891	16 173	17 799	19 741
Skatt	0	-86	-991	-1 794	-2 953	-3 216	-3 349	-3 411	-3 769	-4 196
Avskrivningar	-538	-533	-464	-443	-413	-449	-482	-513	-542	-570
Investeringar	2 460	-154	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000	-1 000
Rörelsekapital	-373	-1 189	2 034	1 979	1 339	607	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-5 271	161	5 680	8 451	11 888	12 123	12 024	12 275	13 572	15 114
Terminalvärde										157 441

Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	15%	4%	22%

## Riktkurs

Enterprise value	136 497
Equity value	123 887
Riktkurs per aktie	14,4

Källa: Mangold Insight

# Inhalation Sciences - SWOT-analys

## Styrkor

- Unik teknologi, teknikförsprång
- Välrenomerade kunder
- Starka patent

## Svagheter

- Enproduktbolag
- Liten organisation
- Storskalig produktion svårhanterlig

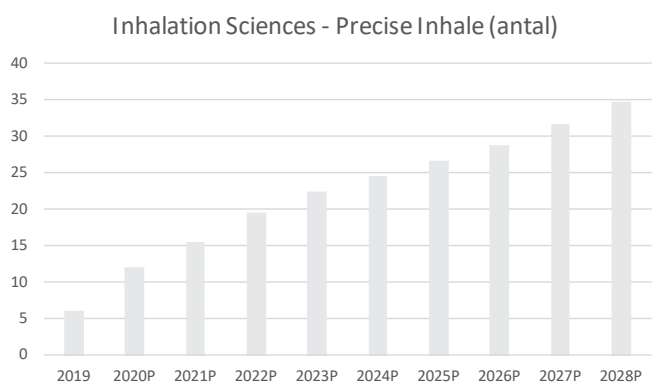
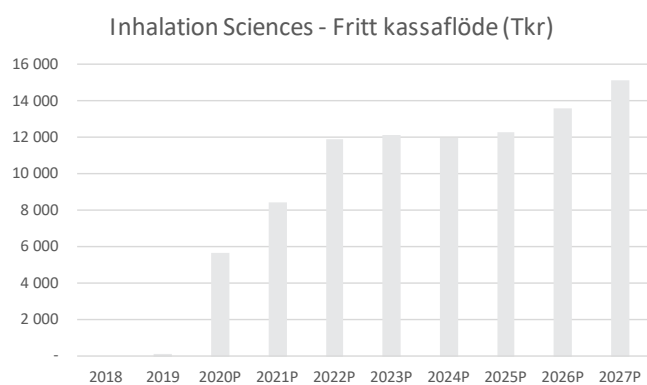
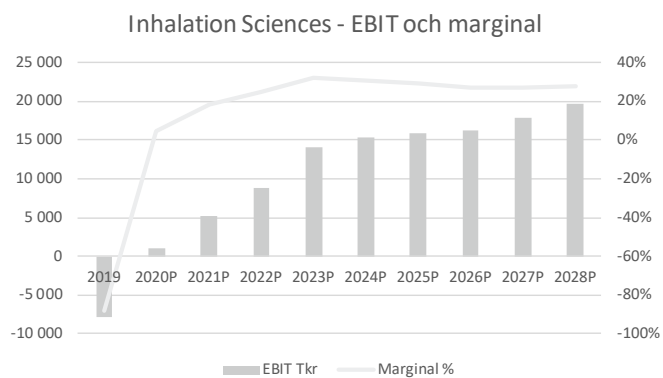
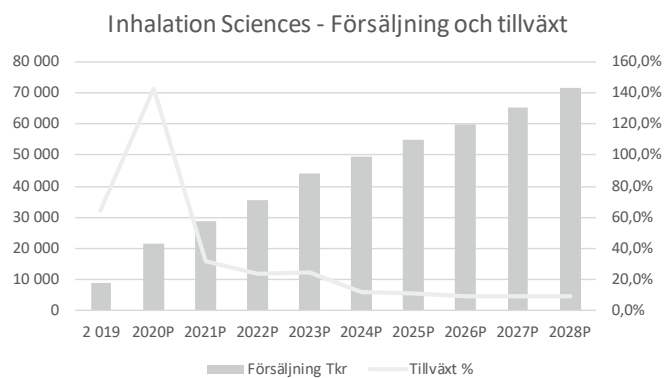
## Möjligheter

- 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	21 750	28 650	35 500	44 275
Kostnad sålda varor	-504	-1 700	-3 133	-6 960	-9 168	-11 360	-14 168
Bruttovinst	7 518	3 741	5 816	14 790	19 482	24 140	30 107
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	-8 700	-8 595	-8 875	-8 855
Avskrivningar	-507	-537	-538	-533	-464	-443	-413
Rörelseresultat	-6 229	-11 781	-7 896	1 057	5 173	8 822	14 089
Rörelsemarginal	-78%	-217%	-88%	4,9%	18,1%	24,8%	31,8%
Räntenetto	-129	-102	-1 271	-667	-667	-667	-667
Vinst efter finansnetto	-6 358	-11 883	-4 345	389	4 506	8 154	13 421
Skatter	0	0	0	-86	-991	-1 794	-2 953
Nettovinst	-6 358	-11 883	-4 345	304	3 514	6 360	10 468

<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	4 292	9 305	17 088	28 308
Kundfordringar	6 318	3 650	2 450	5 959	5 887	4 863	5 459
Lager	326	1 245	2 870	2 979	1 962	1 945	1 213
Anläggningstillgångar	6 172	12 477	13 080	5 799	6 335	6 891	7 478
Totalt tillgångar	23 313	19 653	23 198	19 029	23 489	30 787	42 458
<b>Skulder</b>							
Leverantörsskulder	1 056	498	550	2 979	3 925	4 863	6 065
Skulder	6 343	8 349	17 408	13 349	13 349	13 349	13 349
Totala skulder	7 399	8 847	17 958	16 328	17 274	18 212	19 414
<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	-10 609	-7 095	-735	9 734
Totalt eget kapital	15 914	10 806	5 240	2 701	6 215	12 575	23 044
<b>Totala skulder o EK</b>	23 313	19 653	23 198	19 029	23 489	30 787	42 458



# 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 fransägar 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 fransägar 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 2019-11-19

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