

# Inhalation Sciences

Mangold Insight – Uppdragsanalys 2021-08-30

## Sött och salt präglade andra kvartalet

Inhalation Sciences, som utvecklar aerosolgenererings-systemet Preciselnhale, har haft det trögt med försäljningen under pandemin. Även det andra kvartalet visade sig vara ett kvartal med något lägre försäljning än vår prognos. I den positiva vågskålen går det framåt med den kliniska studien för Preciselnhale som väntas bli klar i slutet av året. Försäljning mot den kliniska marknaden bör kunna inledas 2023 vilket väntas öka bolagets försäljning kraftigt.

## Försäljning ökar andra halvåret

Mangold väntar sig att försäljningen ökar under det andra halvåret. Bolaget har skrivit distributionsavtal som kan generera en del intäkter under 2021 men framför allt 2022 på den japanska marknaden. Bolagets digitala kanaler samt lansering av nya moduler bör leda till ökad försäljning. Prognosen från 2022 och framåt lämnas intakt. För 2021 väntar vi oss högre försäljning jämfört med året innan då det uppgick till drygt 10 miljoner kronor.

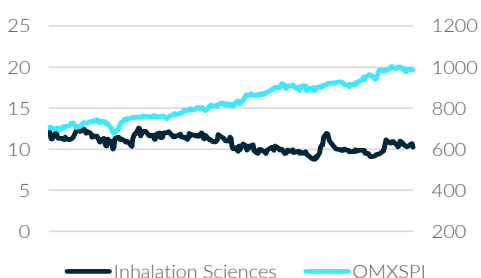
## Kapitaltillskott främjar kommersialisering

Bolaget har genomfört en riktad nyemission vilket skapar goda möjligheter att genomföra kommersialisering av Preciselnhale. Det har även fått till följd att ägarkretsen i bolaget förändrats. Största ägare efter Avanza och Nordnet är Erik Penser Bank. De aktier som tillkommit i bolaget har lett till utspädning vilket påverkar vårt DCF-värde. Mangold har justerat riktkursen utifrån dessa förutsättningar till 15 kronor per aktie. Det medför en uppsida på över 45 procent.

## Information

Rek/Riktkurs	Köp 15.00
Risk	Hög
Kurs (kr)	10,25
Börsvärde (Mkr)	117
Antal aktier (Miljoner)	11,2
Free float	93%
Ticker	ISAB
Nästa rapport	2021-11-24
Hemsida	inhalation.se
Analytiker	Jan Glevén

Ägare	Antal aktier	Kapital
Avanza Bank	1214288	10,8%
Nordnet Bank	771140	6,9%
Erik Penser Bank	708782	6,3%
SEB	593468	5,3%
SHB	503750	4,5%
Övriga aktieägare	457000	4,1%
<b>Totalt</b>	<b>11 225 734</b>	<b>100%</b>



Kursutveckling %	1m	3m	12m
ISAB	5,9	-1,9	-13,1
OMXSPI	0,4	10,0	19,7

Nyckeltal (Mkr)	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Försäljning	8,9	10,1	11,5	22,0	37,3
EBIT	-7,9	-8,7	-11,5	-1,4	6,9
Vinst före skatt	-4,3	9,9	-11,3	-1,3	7,0
EPS, justerad (kr)	-0,4	0,9	-1,0	-0,1	0,5
EV/Försäljning	13,0	11,5	10,1	5,3	3,1
EV/EBITDA	nm	nm	nm	nm	16,8
EV/EBIT	nm	nm	nm	nm	21,7

# Inhalation Sciences - Investment case

## Nytt laboratoriesystem inom inhalation på tillväxt

Inhalation Sciences är ett medicintekniskt bolag som har utvecklat ett laboratoriesystem, Preciselnhale, som avses användas av forskande institut och läkemedelsbolag. Syftet med systemet är att på ett mer effektivt sätt kunna få fram läkemedelskandidater för lungsjukdomar. Systemet kan mäta hur partiklar i inandningsluft påverkar hälsan. Marknadstrenderna visar att sjukdomar i andningsorganen ökar. Både astma och KOL blir allt vanligare vilket medför ett behov av förbättrade läkemedel.

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

*Laboratoriesystem ska mer effektivt få fram läkemedel för sjukdomar i andningsorganen*

## 3-stegs raket

Marknaden för Preciselnhale bedöms uppgå till över 7 miljarder kronor. Det är då främst läkemedelsforskande bolag som avses men även miljö och kemibolag 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 försäljningsmöjligheterna 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*

## Diger kundlista

Hittills har bolaget sålt till namnkunniga läkemedelsbolag som italienska Chiesi, som är specialister inom lungsjukdomar. På kundlistan finns också det amerikanska kemibolaget Dow och de forskande instituten 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.

*Välrenommerade kunder talar för ökad försäljning*

## Vinst i sikte

Mangold har utgått från att Inhalation Sciences tar närmare 10 procent av sin potentiella marknad i ett basscenario. En tillväxttakt i snitt per år (CAGR) på 28 procent väntas. Inklusiv serviceintäkter och kontraktuppslag medför det att vi ser en försäljning på över 70 miljoner kronor 2028. Inhalation Sciences bör kunna nå break-even under något kvartal 2022. En vinst på över 20 miljoner kronor i slutet av prognosperioden som sträcker sig fram till 2028 väntas även kunna nås. I vårt basscenario värderar vi bolagets aktie till 15,00 kronor.

*Uppsida i aktien på drygt 45 procent i basscenario*

# Inhalation Sciences – Uppdatering

## Bättre andra halvår väntas

Inhalation Sciences intäkter under det andra kvartalet minskade till 1,3 miljoner kronor (2,4). Det var lägre än vår prognos (se tabell). Under andra kvartalet har bolaget tagit in avtal inom uppdragsforskning vilket utgör merparten av dess intäkter. Bolaget har under pandemin haft svårt att öka sina intäkter. Framför allt har försäljning av Preciselnhale inte motsvarat de förväntningar som bolaget tidigare haft. Viss förbättring väntas under hösten med nya försäljningskanaler och nytecknade distributionsavtal på nya marknader. Mangold bedömer att det i takt med att pandemin klingar av ska ge Inhalation Sciences bättre möjligheter för kundavtal.

*Lägre intäkter än vår prognos för kv 2*

## INHALATION SCIENCES - KVARTALSDATA

	2020				2021					
(Mkr)	Kv1	Kv2	Kv3	Kv4	Kv1	Kv2	Kv3P	Kv4P	Kv2P	Avvikelse%
<b>Intäkter</b>	5,8	2,4	0,0	2,1	2,8	1,3	3,0	4,4	5,3	-76%
<b>EBIT</b>	1,1	-3,8	-3,0	-4,3	-3,6	-5,5	-5,5	-5,5	-0,5	nm

Källa: Mangold Insight, ISAB

## Klinisk validering - nästa stora steg

Ett viktigt steg för bolagets framtida försäljning är breddning av Preciselnhales användningsområde. Bolaget genomför klinisk validering av Preciselnhale som inleddes i maj och som ska avslutas i slutet av året. Denna studie innefattar 12 personer som är rekryterade. Kostnader har ökat i bolaget till följd av studien. Under det andra kvartalet uppgick förlusten till 5,5 miljoner kronor (-3,8).

*Studie med Preciselnhale klar i slutet av 2021*

## Riktad nyemission tar bolaget framåt

Bolaget har även genomfört en riktad nyemission under perioden som tillfört bolaget 27,5 miljoner kronor (före emissionskostnader). Avsikten är att kunna finansiera kommersialisering av Preciselnhale. Bolaget kan tillföras ytterligare 11-17 miljoner kronor i ett kommande teckningsoptionsprogram maj 2022. Bolaget bedöms därmed som välfinansierat för kommande kommersialisering av Preciselnhale.

*Riktad nyemission tryggar framtida tillväxt*

# Inhalation Sciences – Prognoser & Värdering

## Prognoser

Mangold har justerat prognoserna för 2021. En svag inledning på det första halvåret blir svår att ta igen även om orderstocken fylls på. Under tredje kvartalet väntas ett antal order kunna realiseras och fler uppdragskontrakt kan tas. Bortom 2021 ser det ljusare ut. Bolaget har ett distributionsavtal med Sanyo Trading på den japanska marknaden vilket väntas kunna ge intäkter på minst 11 miljoner kronor fram till 2022. Under vår förra uppdatering justerades prognoserna även uppåt från 2022 och framåt. Dessa lämnas intakt. För perioden mellan 2020 och 2025 räknar vi med en CAGR på 41 procent i snitt per år.

*Ljusare tider från 2022*

### INHALATION SCIENCES - PROGNOSE

(Mkr)	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Intäkter	10,1	11,5	22,0	37,3	46,3	56,1	59,3	67,4	74,6
% tillväxt	0,0%	13%	91%	69%	24%	21%	6%	14%	11%
EBIT	-8,7	-11,5	-1,4	6,9	11,8	19,6	20,2	24,4	28,8
Marginal %			-6%	19%	26%	35%	34%	36%	39%

Källa: Mangold Insight

## Värdering

Mangold värderar bolaget utifrån en diskonterad DCF-modell. I ett basscenario uppgår det motiverade värdet till 15 kronor per aktie. Det motsvarar en uppsida på över 40 procent. Ett ökat antal aktier i bolaget har påverkat bolagets värde. Utspädningen påverkar värdet på dess aktie. Tidigare rikt Kurs uppgick till 18 kronor.

*Rikt Kurs sätts till 15 kronor*

### INHALATION SCIENCES - DCF BASSCENARIO

(Tkr)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EBIT	-11 450	-1 400	6 900	11 813	19 624	20 218	24 361	28 805
Fritt kassaflöde	-10 003	-1 530	7 095	11 823	17 591	17 104	20 482	23 972
Terminalvärde								266 351

Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	12%	3%	22%

### Motiverat värde

Enterprise value	165 196
Equity value	166 939
Rikt Kurs	14,9

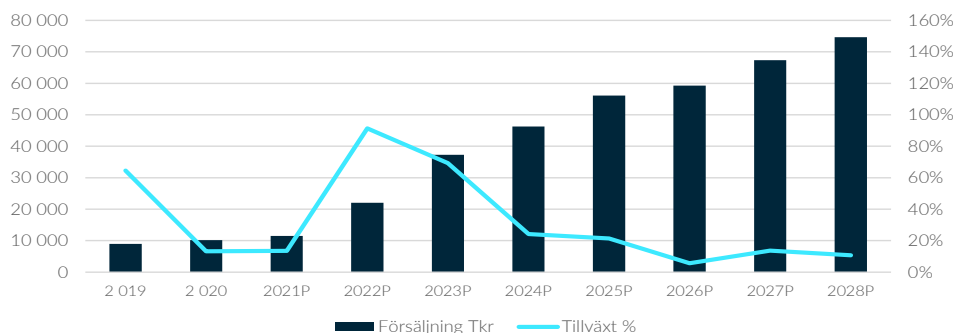
Källa: Mangold Insight

# Inhalation Sciences – SWOT

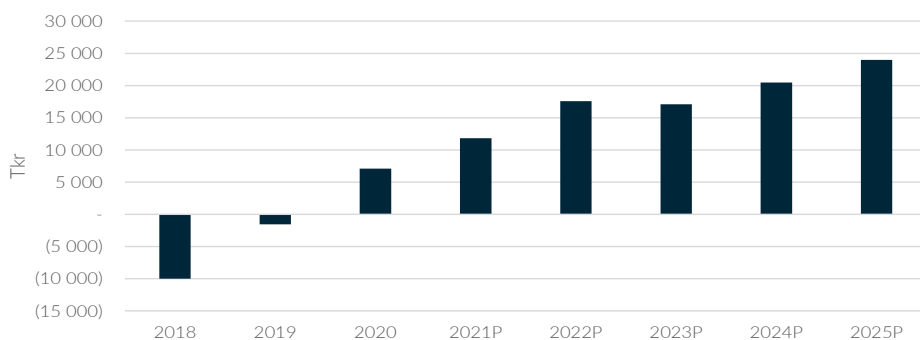


# Inhalation Sciences – Appendix

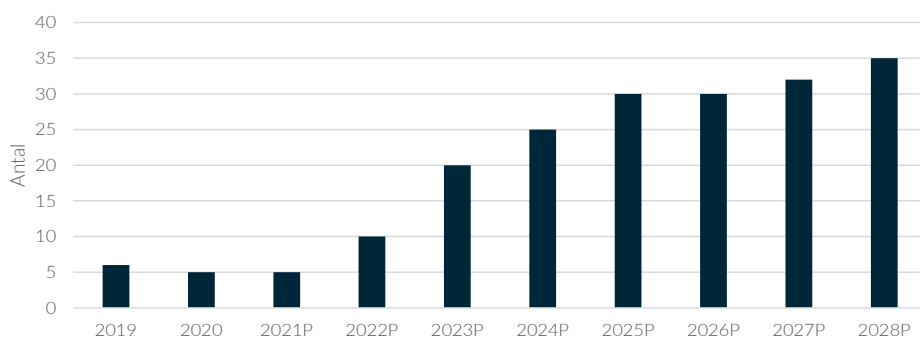
Inhalation Sciences - Försäljning och tillväxt



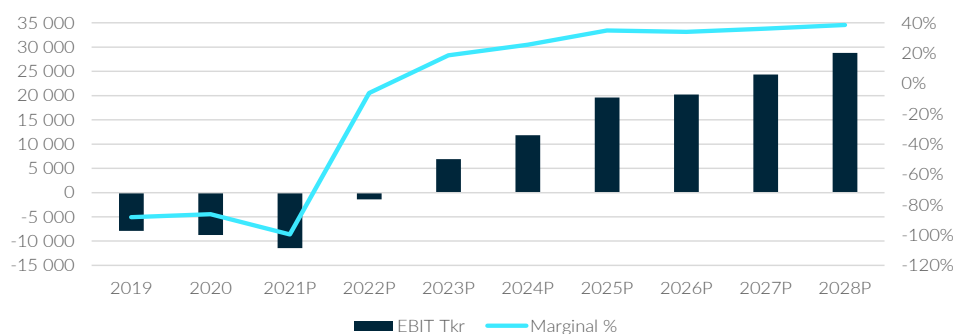
Inhalation Sciences - Fritt kassaflöde



Inhalation Sciences - Precise Inhale



Inhalation Sciences - EBIT och marginal



# Inhalation Sciences – Resultat & balansräkning

Resultaträkning (Tkr)	2 019	2 020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Försäljning	8 949	10 137	11 500	22 000	37 250	46 250	56 125
Kostnad sålda varor	-3 133	-3 377	-5 750	-6 600	-11 175	-13 875	-16 276
Bruttovinst	5 816	6 760	5 750	15 400	26 075	32 375	39 849
Bruttomarginal	65,0%	66,7%	50,0%	70,0%	70,0%	70,0%	71,0%
Personalkostnader	-4 266	-8 135	-8 000	-8 000	-8 000	-9 000	-9 000
Övriga rörelsekostnader	-9 446	-6 172	-9 200	-8 800	-11 175	-11 563	-11 225
Avskrivningar	-538	-1 734	0	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-7 896</b>	<b>-8 741</b>	<b>-11 450</b>	<b>-1 400</b>	<b>6 900</b>	<b>11 813</b>	<b>19 624</b>
Rörelsemarginal	-88%	-86,2%	-99,6%	-6,4%	18,5%	25,5%	35,0%
Räntenetto	-1 271	-858	184	69	69	69	-69
Vinst efter finansnetto	-4 345	9 875	-11 267	-1 331	6 969	11 881	19 555
Skatter	0	0	0	0	-1 533	-2 614	-4 302
Nettovinst	-4 345	9 875	-11 267	-1 331	5 436	9 267	15 253

Balansräkning (Tkr)	2 019	2 020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Tillgångar</b>							
Kassa o bank	4 798	8 047	23 096	21 635	27 266	36 543	51 296
Kundfordringar	2 450	2 688	2 363	3 014	4 592	5 068	6 151
Lager	2 870	2 143	788	1 205	1 021	1 267	1 538
Anläggningstillgångar	13 080	5 610	3 393	3 893	4 393	4 893	5 393
<b>Totalt tillgångar</b>	<b>23 198</b>	<b>18 488</b>	<b>29 640</b>	<b>29 747</b>	<b>37 272</b>	<b>47 772</b>	<b>64 378</b>
<b>Skulder</b>							
Leverantörsskulder	550	1 709	1 575	3 014	5 103	6 336	7 688
Skulder	17 408	6 304	6 875	6 875	6 875	6 875	6 875
<b>Totala skulder</b>	<b>17 958</b>	<b>8 013</b>	<b>8 450</b>	<b>9 889</b>	<b>11 978</b>	<b>13 211</b>	<b>14 563</b>
<b>Eget kapital</b>							
Bundet eget kapital	13 310	7 899	32 768	32 768	32 768	32 768	32 768
Fritt eget kapital	-8 070	2 576	-11 579	-12 910	-7 474	1 793	17 046
<b>Totalt eget kapital</b>	<b>5 240</b>	<b>10 475</b>	<b>21 190</b>	<b>19 858</b>	<b>25 294</b>	<b>34 561</b>	<b>49 814</b>
<b>Totalt skulder och eget kapital</b>	<b>23 198</b>	<b>18 488</b>	<b>29 640</b>	<b>29 747</b>	<b>37 272</b>	<b>47 772</b>	<b>64 378</b>

# 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 fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. 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 har utfört tjänster för Bolaget och 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