



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsövärd | Sweden | 26 May 2021

Initiator Pharma

Mycket på gång

Låga kostnader under Q1'21

Utvecklingen under första kvartalet bekräftar åter bolagets strikta kostnadskontroll och rörelsekostnaderna sjönk till 1,8 MDKK (2,4). För att finansiera en ökad klinisk aktivitet har en riktad emission på 30 MSEK genomförts och en företrädesemission på samma belopp står för dörren. Emissionerna ger finansiering in i 2023 och därtill förstärker ägarbildningen med välrenommerade investerare som exempelvis Linc.

Breddad pipeline

Den mest intressanta händelsen under Q1'21 var beskedet om expansion av projektportföljen med IPTN2021 (ny formulering av IPED2015) inom trigeminusneuralgi. Det är en indikation inom allvarlig smärta där det idag saknas effektiva behandlingsalternativ. En fas 1b-studie väntas starta i år med resultat under 2022. Vi ser betydande potential för IPTN2021 och kommer att återkomma med en mer detaljerad syn på projektet.

Ökad attraktionskraft

Vi har efter rapporten justerat för emissionerna men i övrigt gör vi inga prognosändringar. Vi håller fast vid vårt motiverade värde för aktien som indikerar en potential upp mot 11 till 12 kr. Förbättrade finanser och ägarbildning samt en breddning av projektportföljen utanför erektil dysfunktion ser vi som betydelsefulla steg för att öka intresset för aktien hos investerare. Vi vill dock påpeka att risknivån fortsatt är hög.

Estimatändring (DKK)			Prognos (DKK)					Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	11.00 - 12.00	
EPS, just 21e	-0.31	-0.36	-14.2%	Sales,m	0	0	0	102	Current price	SEK4.03
EPS, just 22e	-0.37	-0.43	-14.2%	Sales Growth	NA%	NA%	NA%	NA%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	1.56	1.81	-14.2%	EBITDA, m	(10.5)	(15.4)	(18.4)	65	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div>				EBIT, m	(10.5)	(15.4)	(18.4)	64.8		
				EPS, adj	(0.31)	(0.31)	(0.37)	1.56		
Q2 2021		20 aug 2021	EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%			
Q3 2021		19 nov 2021	Equity/Share	0.4	1.1	0.6	2.5			
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (DKKm)</div>				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	-%	NA%	NA%	63.5%		
Antal aktier		35.8m	ROE (%)	-%	-%	-%	75.9%			
Market cap		144	ROCE	-%	-%	-%	72.0%			
Nettoskuld		(51)	EV/Sales	--x	--x	--x	0.91x			
EV		93	EV/EBITDA	(8.9)x	(6.0)x	(5.1)x	1.4x			
Free Float		100.00%	EV/EBIT	(8.8)x	(6.0)x	(5.1)x	1.4x			
Avg. No. of Daily Traded Sh.		49.0(k)	P/E, adj	(12.8)x	(13.0)x	(10.9)x	2.6x			
Reuters/Bloomberg		Init.st/Init ss	P/Equity	10.0x	3.6x	6.4x	1.6x			
			Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
			FCF yield	(6.1)%	(8.2)%	(10.1)%	39.4%			
			Net Debt/EBITDA	1.3g	2.5g	1.1g	(1.4)g			

Analytiker

klas.palin@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 26 May 2021

Sammanfattning

Mycket på gång

Investment Case

Initiator Pharma har två projekt i fas 2, IPED2015 och IP2018, som utvecklas för att behandla patienter med erektil dysfunktion (ED). ED är en massmarknad där det ännu saknas effektiva behandlingsalternativ för miljontals män, trots att välkända läkemedel som exempelvis Viagra (PDE5-hämmare) från Pfizer sedan länge finns tillgängliga.

IPED2015 är specifikt inriktad mot äldre män som inte uppnår goda behandlingsresultat med PDE5-hämmare. Denna grupp utgör omkring 30 procent av alla män med ED (ca 10 miljoner individer i EU och USA). Risken i projektet har reducerats av positiva resultat i en fas 2a-studie i individer med svår ED. Nästa steg är en fas 2b-studie som ska inledas inom kort i Storbritannien och första resultaten förväntas under H2 2022. Vid positivt utfall räknar vi med stort intresse från läkemedelsbolag att licensiera projektet, utifrån den stora kommersiella potentialen som vi ser för IPED2015.

För IP2018 pågår en fas 2a-studie i Storbritannien och resultat väntas i mitten av 2021. Det finns flera likheter i studiedesignen med IPED2015-studien, men med den stora skillnaden att individerna som rekryteras är yngre och uppvisar även mild till måttlig depression. Ofta är det behandlingen av just depressionen som framkallar ED hos patienterna. Vi ser potential för IP2018 att behandla ED för patientgruppen, men djurstudier indikerar att potentialen kan vara bredare och även omfatta behandling av depression.

Den stora potentialen i Initiators pipeline återspeglas inte på nuvarande kursnivåer, anser vi, som indikerar mycket lågt ställda förväntningar. Positivt utfall i pågående och planerade studier, bedömer vi, kan motivera upp till en tiodubbling av aktien från dagens nivåer. Vi vill dock poängtera att risknivån är hög.

Bolagsprofil

Initiator Pharma grundades 2016 som en avknoppning från det danska noterade bolaget Saniona. Detta skedde på initiativ av personerna som i dag ingår i ledningsgruppen som såg potential att vidareutveckla läkemedelskandidater med unika egenskaper, så kallade monoamin-återupptagshämmare (MRI). Initiator fokuserar på måltavlor inom det centrala nervsystemet med projekt där risken redan är reducerad via tillhörande preklinisk och ibland klinisk data. I dagsläget prioriteras IPED2015, IP2018 och IPTN2021 inom trigeminusneuralgi. Tillgångarna har potential att bli first-in-class.

Initiator har en virtuell organisationsstruktur och vd är Claus Elsborg Olesen. Ledningsgruppen är fokuserad och har relevanta kunskaper inom indikationerna som bolaget har satt fokus på, molekylutveckling, prekliniska och kliniska studier. Initiators aktier är sedan 2017 noterade på Spotlights marknadsplats.

Värdering

Vår värdering av Initiator bygger på en sannolikhetsjusterad sum-of-the-parts (SOTP)-modell, där vi inkluderat projekten IPED2015 och IP2018 i modellen. Med en WACC på 16 procent får vi ett motiverat värde på 11-12 kr. Vi har utgått ifrån fulltecknad företrädesemission i vår modellering.

För ett mer detaljerat resonemang om våra antaganden kring projekten och värderingen läs vår initiering från den 7 december 2020.

https://links.penser.se/f/a/init_20201207.pdf

Låg värdering mot jämförbara bolag

För att skapa oss en uppfattning om hur värderingen av Initiator Pharma står sig jämfört med andra noterade läkemedelsutvecklande bolag på svenska handelsplatser jämför vi värderingen av bolagens projektportföljer (teknologivärdet(EV)). Det är ett trubbigt instrument men ger i alla fall en indikation på hur värderingen står sig.

(MSEK)	Market cap	Kurs	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Utvecklingsfas
Listade jämförbara bolag					
Asarina	127	6,8	42	85	Fas 2
Dicot	68	1,04	29	39	Fas 1
Gabather	86	6,4	31	55	Fas 1
Initiator Pharma	150	4,2	42	108	Fas 2
Irlab	1 915	37,0	253	1 662	Fas 2
Saniona	1 129	18,1	497	632	Fas 2
Medel	579			430	
Median	139			96	

Vår peer-grupp bygger på bolag som utvecklar läkemedel inom CNS-området. Som tabellen visar är det stora skillnader mellan bolagen, där Irlab och Saniona sticker ut med klart högre värdering. En gemensam nämnare, utöver att de har en bakgrund från Neurosearch i likhet med Initiator, är att de är plattformsbolag. En förklaring till den högre värderingen anser vi finns i att deras aktier är listade på Nasdaq Stockholms huvudlista och att bolagen sedan tidigare lyckats attrahera institutionellt kapital. Även Asarina är listade på huvudlistan, men prissättningen av bolagets aktier tyngs av fjolårets negativa utfall för sepranolone i en fas 2b-studie. Inför dessa resultat var förväntningarna mer uppskrivade och aktien handlades nästa 7x dagens kurs (48 kr), vilket ger en fingervisning om potentialen för Initiator-aktien inför fas 2b-data i slutet av 2022.

Scenarioanalys

Som vi nämnt väntas flera viktiga besked de närmaste två åren. I särklass viktigast är fas 2b-resultaten för IPED2015 under H2 2022, följt av IP2018 fas 2a-resultat som väntas i mitten av 2021. Därtill kommer bolaget kunna leverera resultat för IPTN2021 som vi kommer att återkomma till.

Initiator - uppsida och nedsida i vår värdering vid olika utfall					
Händelse	Tidpunkt	Uppsida	Per aktie SEK	Nedsida	Per aktie SEK
IP2018 Fas 2a-resultat	Mitten av 2021	Positiva resultat	2	Negativt utfall	-2
IPED2015 Fas 2b-data	H2 2022	Positiva resultat	19	Negativt utfall	-9

Risker i våra antaganden

Fördröjningar i studierna

Covid-19-pandemin har påverkat möjligheterna att genomföra kliniska studier och bolaget har redan flaggat för förseningar i patientrekryteringen till fas 2a-studien för IP2018. Ytterligare förseningar till följd av pandemin är en risk och kan leda till fördröjningar av starten för IPED2015 fas 2b-studien och rekrytering av patienter. Fördelen är dock att bägge studierna genomförs i Storbritannien som kommit långt i att vaccinera sin befolkning mot covid-19.

Negativt utfall i studierna

Den mest uppenbara och främsta risken i Initiator-aktien är negativt utfall i pågående och planerade studier. Vi anser att risknivån i bägge projekten är fortsatt hög och hur det påverkar värderingen visas i ovanstående scenarioanalys.

Partneravtal uteblir

Initiator Pharmas projekt är inriktade mot stora primärvårdsindikationer och fas 3-program kan behöva innehålla ett par tusen patienter, vilket kan betyda omfattande kapitalbehov om bolaget inte lyckas hitta en partner före sådana studier.

Ägarbild och bolagsfakta

Nedan presenteras bolagets största ägare efter genomförd riktad emission på 30 mkr, men före planerad företrädesemission.

Ägarbild och ledande befattningshavare		
Största aktieägarna	Röster	Kapital
Bengt Julander	13,21%	13,21%
Adriago Asset Management	6,04%	6,04%
Avanza Pension	5,96%	5,96%
Formue Nord A/S	4,62%	4,62%
Other	70,17%	70,17%
Ordförande	Magnus Persson	
CEO	Claus Elsborg Olesen	
CFO	Torgeir Vaage	
Home page	Initiatorpharma.com	

Tabeller på nästa sida bygger på fulltecknad företrädesemission och vi har tagit höjd för transaktionskostnader på 5 mkr.

Resultaträkning (MDKK)

	2015	2016	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	102,0
Övriga intäkter			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kostnad sålda varor			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bruttovinst			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	102,0
Aktiverat för egen räkning			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader			-1,3	-1,1	-0,9	-1,2	-1,9	-2,4	-5,2
Övriga externa kostnader			-8,2	-11,4	-8,4	-9,3	-13,5	-16,0	-32,0
Extraordinära kostnader			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)			-9,5	-12,5	-9,3	-10,5	-15,4	-18,4	64,8
Avskrivningar			-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwillnedskrivningar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)			-9,6	-12,6	-9,3	-10,5	-15,4	-18,4	64,8
Extraordinära Poster			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)			-9,6	-12,6	-9,3	-10,5	-15,4	-18,4	64,8
Finanssella intäkter			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader			-0,8	-0,1	-0,6	0,3	-0,2	-0,4	0,0
Resultat före skatt			-10,4	-12,7	-10,0	-10,2	-15,6	-18,8	64,8
Skatter			1,8	2,4	1,7	1,5	2,0	2,6	3,5
Minoritetsintressen			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat			-8,6	-10,3	-8,3	-8,7	-13,6	-16,2	68,3

Balansräkning (MDKK)

	2015	2016	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR									
Goodwill			0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga immateriella tillgångar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar			0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntebärande anläggningstillgångar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar			0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varulager			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar			1,9	2,7	3,8	2,1	4,0	4,7	5,0
Likvida medel			7,2	14,5	7,6	13,5	39,6	21,8	91,6
Summa omsättningstillgångar			9,1	17,2	11,4	15,6	43,6	26,5	96,6
SUMMA TILLGÅNGAR			9,3	17,3	11,4	15,6	43,6	26,5	96,6
Eget Kapital och skulder									
Eget Kapital			6,0	16,6	9,9	14,4	40,6	23,3	90,7
Minoritetsintressen			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital			6,0	16,6	9,9	14,4	40,6	23,3	90,7
Långfristiga finansiella skulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga icke-räntebärande skulder			3,3	0,7	1,5	1,2	3,0	3,2	5,9
Summa kortfristiga skulder			3,3	0,7	1,5	1,2	3,0	3,2	5,9
Summa Eget Kapital och skulder			9,3	17,3	11,4	15,6	43,6	26,5	96,6

Kassaflödesanalys (MDKK)

	2015	2016	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat			-7,0	-15,2	-10,3	-5,5	-14,1	-16,8	67,4
Förändringar i rörelsekapital			-0,8	1,6	1,8	-2,5	-0,5	-1,0	2,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten			-7,8	-13,6	-8,6	-8,1	-14,6	-17,8	69,8
Investeringar			-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Avyttringar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde			-7,9	-13,6	-8,6	-8,1	-14,6	-17,8	69,8
Utdelningar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde finansieringsverksamhet			14,9	20,9	1,6	14,0	40,7	0,0	0,0
Förvärv			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde			7,0	7,3	-6,9	5,9	26,1	-17,8	69,8

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. 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. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser 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 att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka på <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se