



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsövärd | Sweden | 25 August 2021

Lipidor

Betydelsefullt framsteg

Studieförberedelser

Rörelsekostnaderna i Q2 ökade jämfört med samma period i fjol till 7,5 mkr (2,9). Det är studieförberedelser för AKP02 som vi uppfattar är huvudförklaring till ökningen. Finansiellt är läget stabilt med en kassa per den sista juni på 53,1 mkr (20,9). Vi bedömer att befintlig kassa tillsammans med förväntade milstolpsbetalningar från partners ger finansiering av verksamheten åtminstone in i H2 2023.

Betydelsefullt avtal

Den viktigaste händelsen i år är avtalet med Relife S.r.l. (ingår i Menarini-gruppen). Utöver en icke tillkännagiven kontantersättning kan det ge Lipidor tvåsiffrig royalty (upp till "teens") och milstolpsbetalningar på upp till 19 MEUR. Avtalet ger Relife de exklusiva rättigheterna för AKP01 och AKP02 för den europeiska marknaden och OSS-länder. Avtalsvillkoren var något under vår förväntan, men kompenseras av en bra partner.

Svag kursutveckling

Vi upprepar vårt motiverade värde på 19-20 kr. Aktien har gått svagt efter att avtalet med Relife presenterades. Vi tror inte det är en besvikelse på avtalet som ligger bakom, utan snarare att det fanns en förväntansbild av att avtalet skulle komma. Därtill har aktie-försäljningen av Karolinska Development bidragit till kurspressen.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	19.00 - 20.00	
EPS, just 21e	-0.68	0.33	-306.9%	Sales,m	1	10	22	8	Current price	SEK11.46
EPS, just 22e	-0.5	-1.19	-58.3%	Sales Growth	762.5%	1,588.4%	111.9%	(66.0)%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-0.64	-0.76	-16.6%	EBITDA, m	(16.2)	(19.3)	(14.0)	(17.8)	Kursutveckling 12 mån	
				EBIT, m	(16.3)	(19.3)	(14.1)	(18.0)		
				EPS, adj	(0.57)	(0.68)	(0.50)	(0.64)		
				EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%		
Kommande händelser				Equity/Share	2.2	1.4	1.0	0.3		
Q3 2021		17 nov 2021		Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
Q4 2021		23 feb 2022		EV/Sales	438.47x	25.97x	12.26x	36.01x		
Q1 2022		5 maj 2022		EV/EBITDA	(16.8)x	(14.1)x	(19.5)x	(15.3)x		
				EV/EBIT	(16.7)x	(14.1)x	(19.3)x	(15.1)x		
Bolagsfakta (mkr)				P/E, adj	(20.1)x	(16.8)x	(23.1)x	(18.0)x		
Antal aktier		28.4m		P/Equity	5.1x	7.9x	12.1x	33.2x		
Market cap		325		FCF yield	(11.6)%	(7.0)%	(5.2)%	(5.4)%		
Nettoskuld		(53)		Net Debt/EBITDA	4.0g	2.2g	1.8g	0.4g		
EV		272								
Free Float		79.00%								
Avg. No. of Daily Traded Sh.		37.0(k)								
Reuters/Bloomberg		lipi.st/lipi ss								
									Analytiker klas.palin@penser.se	



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 25 August 2021

Sammanfattning

Betydelsefullt framsteg

Investment Case

Viktigaste drivkraften för aktien är bolagets projekt, AKP01 och AKP02, som är nära marknaden och har en betydande försäljningspotential som kan lyfta Lipidor till lönsamhet. En fas 3-studie ska inom kort inledas för AKP02 som väntas kunna genomföras relativt snabbt och kostnadseffektivt. Vi förväntar oss data från studien i mitten av 2022. Efter positiva resultat i en fas 3-studie för AKP01 bedömer vi att sannolikheten är hög för positiva resultat även i AKP02-studien. Avtal med Relife ger validering av plattformen och trovärdighet inför en kommande kommersialisering i Europa som vi väntar oss senast sker under 2024. Därtill bidrar avtalet till en mer uthållig finansiering och ökad konfidens kring ledarskapet.

Bolagsprofil

Lipidor är ett Stockholmsbaserat, läkemedelsutvecklande bolag som byggt upp en intern projektportfölj och inlett samarbeten med externa partners kring sin plattform. Formuleringplattformen AKVANO, en vattenfri sprayformuleringsplattform, kan bland annat förbättra upptag och förenkla dosering av läkemedel som administreras via huden. Bolaget har en projektportfölj, där de två mest avancerade är AKP01 och AKP02 som utvecklas in psoriasis. Därutöver har bolaget tecknat ett exklusivt licensavtal med Cannasure Therapeutics att använda AKVANO i medicinska cannabisprodukter inom sjukdomsområdena psoriasis, atopisk dermatit, smärta och sårvård. Ansatsen för Cannasure framstår som bred och indikerar att fokus är att utveckla receptfria produkter såväl som receptförskrivna läkemedel inom samarbetet.

Värdering

Vår NPV SOTP ger ett värde för Lipidor om 19 kr per aktie vid ett avkastningskrav på 14 procent. Vi sätter vårt motiverade värde på 19–20 kr. Värderingen har slagsida mot AKP02, som representerar omkring två tredjedelar av värdet.

För att värdera Lipidor använder vi en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi var och en för sig värderat varje projekt som adderas i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Fokus ligger på de kliniska projekten AKP01 och AKP02, där vi ser att det finns en tydlig plan för att driva dessa framåt. Vi har även inkluderat samarbetet med Cannasure som framstår vara en dedikerad partner för att driva projekt framåt baserade på AKVANO-plattformen, men vägen framåt är ännu höjd i dunkel.

Avtal på plats

Den 1 juli presenterades ett licensavtal för projekten AKP01 och AKP02, där Menarini-bolaget, Relife S.r.l. tecknar en exklusiv licens för den europeiska marknaden och OSS-länder. Avtalet ger en icke tillkännagiven kontantersättning (lågt ensiffrigt belopp i miljoner euro), royalty från 10-13 procent (vår bedömning) och sammanlagda milstolpsbetalningar på upp till 19 MEUR.

Vi hade visserligen något högre förväntningar på royalty och milstolpsbetalningar, men det kompenseras av valet av licenspartner. Vi anser att Relife är en perfekt partner för AKP01 och AKP02 med en bra plattform för att framgångsrikt kunna kommersialisera produkterna i Europa.

Efter avtalet har vi justerat upp sannolikheterna för att AKP01 och AKP02 når marknaden till 95 procent (tidigare 90 procent) respektive 80 procent (tidigare 70 procent). Partneravtalet har även stärkt vår tro på ytterligare avtal för produkterna utanför EU, där vi höjt sannolikheten från 30 procent till 50 procent (marknadslansering).

Utveckling under Q2

Rörelsekostnaderna steg i Q2 2021 till 7,5 mkr (2,9). Det är framför allt förberedelser av fas 3-studien för AKp02 som vi uppfattar driver upp kostnaderna. Vi förväntar oss en fortsatt högre kostnadsnivå under resten av 2021 och till mitten av 2022. Det fanns i det stora hela med i förväntasbilden, men vi har efter rapporten justerat upp kostnaderna för i år något (+3,1 mkr).

I vår prognos för i år har vi justerat ned siffran för nettoomsättning från 35,9 mkr till 10,5 mkr. Vi vet ännu inte storleken på kontantersättningen från Relife, men väljer att vara konservativa och räknar med 10 mkr (1 MEUR) mot tidigare 35 mkr (3,5 MEUR). Vi förväntar oss klarhet om storleken på kontantersättningen senaste i samband med Q3-rapporten, då siffran väntas redovisas. Vi har dock adderat en andra milstolpsbetalning från Relife nästa år om 2 MEUR, vilken är anledning till att vi skruvat upp förväntningarna för 2022 något.

Nedan visas våra övergripande prognosförändringar.

Estimatändringar		2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	Nya	10,5	22,2	7,6
	Tidigare	35,9	1,6	10,0
(%)		-71%	1288%	-24%
EBIT	Nya	-19,3	-14,1	-18,0
	Tidigare	9,3	-33,7	-21,6
(%)		-308%	58%	17%

Resultaträkning (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0,3	0,2	0,1	0,6	10,5	22,2	7,6
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,7	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	0,3	0,2	0,7	0,6	10,5	22,2	7,6
Aktiverat för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-0,5	-1,4	-4,1	-5,3	-8,8	-9,2	-9,4
Övriga externa kostnader	-2,8	-6,5	-10,5	-11,6	-21,0	-27,0	-16,0
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rörelseresultat (EBITDA)	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-19,3	-14,0	-17,8
Avskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-3,0	-7,6	-13,8	-16,3	-19,3	-14,1	-18,0
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-3,0	-7,6	-13,8	-16,3	-19,3	-14,1	-18,0
Finansisella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-19,3	-14,1	-18,0
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-19,3	-14,1	-18,0

Balansräkning (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0,0	0,0	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	0,0	0,0	0,3	0,5	1,1	1,9
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	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	0,1	0,0	0,6	1,1	1,3	1,9	2,7
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar	4,0	17,0	0,6	0,5	2,2	3,7	4,2
Likvida medel	0,6	1,2	27,1	64,3	41,5	24,6	7,0
Summa omsättningstillgångar	4,5	18,2	27,7	64,8	43,7	28,3	11,2
SUMMA TILLGÅNGAR	4,6	18,2	28,3	65,9	45,0	30,2	13,8
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	3,5	14,4	26,8	63,7	41,0	27,0	9,8
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	3,5	14,4	26,8	63,7	41,0	27,0	9,8
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	1,1	3,7	1,5	2,2	4,0	3,2	4,0
Summa kortfristiga skulder	1,1	3,7	1,5	2,2	4,0	3,2	4,0
Summa Eget Kapital och skulder	4,6	18,2	28,3	65,9	45,0	30,2	13,8

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-19,3	-14,0	-17,8
Förändringar i rörelsekapital	-0,7	4,8	-1,1	0,9	-0,8	-2,0	1,2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-3,7	-2,8	-14,9	-15,3	-20,0	-16,0	-16,6
Investeringar	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-2,8	-0,9	-1,0
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde	-3,7	-2,8	-15,4	-15,8	-22,8	-16,9	-17,6
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde finansieringsverksamhet	4,2	3,4	41,4	53,0	0,0	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	0,5	0,6	25,9	37,2	-22,8	-16,9	-17,6

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 grunda sig 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 <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