



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 22 November 2021

Initiator Pharma

Händelserikt år står för dörren

Inget drama i Q3

Under tredje kvartalet 2021 uppgick rörelsekostnaderna till 9,2 MDKK (3,1). Nivån ger oss anledning till att justera upp vår prognos för helåret med drygt 15 procent. Det är dock inget större drama och vi räknar fortsatt räknar att bolaget är finansierat in i 2023. Nuvarande kassa om 41,4 MDKK väntas ge finansiering för att slutföra planerade och pågående studier.

Projektuppdatering

I rapporten fanns inga väsentliga nyheter om projekten. Huvudprojektet IPED2015 löper enligt plan med målet att rapportera studieresultat under H2 2022. För IP2018 och den pågående fas 2a-studien framkommer inget nytt, men det verkar allt mer troligt att det dröjer in i 2022 innan vi får se data. Studien har fördröjts av pandemin. Bolaget indikerar att även studiestarten för IPTN2021 kan påverkas av pandemin och dröja in i 2022.

Värderingen ligger fast

Rapporten bjöd inte på några nyheter som gav oss anledning att ompröva vår syn på projekten. Ett bra ledarskap som levererat under 2021 och ett förväntat starkt nyhetsflöde under 2022 borgar för ett fortsatt bra intresse för aktien. Vår värdering indikerar en uppsida med ett motiverade värde om 15-16 kr. Vi vill dock påpeka att utvecklingsriskerna i projekten är höga och såldes även risken i aktien.

Estimatändring (DKK)			Prognos (DKK)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	15.0 - 16.0	
EPS, just 21e	-0.52	-0.44	-17.9%	Sales, mkr	0	0	0	102	Aktiekurs	SEK8.3
EPS, just 22e	-0.64	-0.64	0.0%	Sales Growth	NA%	NA%	NA%	NA%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	1.36	1.58	-14.1%	EBITDA, mkr	(10.5)	(23.9)	(30.4)	60		
				EBIT, mkr	(11)	(24)	(30)	60		
				EPS, justerad	(0.3)	(0.5)	(0.6)	1.4		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	0.3	0.8	0.1	1.9		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	-%	NA%	NA%	58.8%		
				ROE	-%	-%	-%	75.3%		
				ROCE	-%	-%	-%	71.2%		
				EV/Sales	--x	--x	--x	3.2x		
				EV/EBITDA	(31.1)x	(13.7)x	(10.7)x	5.4x		
				EV/EBIT	(31.0)x	(13.7)x	(10.7)x	5.4x		
				P/E, justerad	(26.6)x	(16.1)x	(12.9)x	6.2x		
				P/EK	25.3x	11.1x	75.8x	4.3x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(6.1)%	(10.4)%	(7.0)%	19.2%		
				Nettosk./EBITDA	1.3g	0.9g	(0.0)g	(1.4)g		

Kommande händelser	
Q4 2021	18 feb 2022

Bolagsfakta (DKKm)	
Antal aktier	44m
Börsvärde	365
Nettoskuld	(38)
EV	327
Free float	87%
Daglig handelsvolym, snitt	133(k)
Reuters/Bloomberg	Init.st/Init ss

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Händelserikt år står för dörren

Investment Case

Initiator Pharma har en attraktiv portfölj med tre kliniska projekt inom CNS-området (IPED2015, IP2018 och IPTN2021), vilka samtliga är inriktade mot tillstånd där det finns betydande behov av bättre behandlingar samt där konkurrensen från andra projekt under utveckling är begränsad. Bolagets huvudtillgång, IPED2015, utvecklas inom erektil dysfunktion (ED), specifikt inriktad mot äldre män som inte uppnår goda behandlingsresultat med etablerade PDE5-hämmare (ex. Viagra, Cialis). Denna patientgrupp 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 pågår 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 under inledningen av 2022. Det finns flera likheter i studiedesignen med IPED2015-studien, men med den stora skillnaden att fler och yngre individer rekryteras, vilka utöver erektil dysfunktion uppvisar mild till måttlig depression. Ofta är det behandlingen av just depressionen som framkallar ED hos patienten. Vi ser potential för IP2018 som en behandling av ED, men djurstudier indikerar att potentialen kan vara bredare och även omfatta behandling av depression. För att väga in en bredare potential vill vi se tydligare data som ger stöd för detta, där resultaten från fasa 2a-studien är en bra början.

IPTN2021 riktas in mot den ovanliga kroniska smärtindikationen trigeminusneuralgi. Idag finns ett godkänt läkemedel på marknaden, som visserligen initialt ger god smärtlindring men kommer med betydande biverkningar. Därtill avtar behandlingseffekten över tid och efter något år behöver åtminstone hälften av patienterna ett alternativ. Vi ser möjlighet till hög prissättning och därmed en betydande kommersiell potential trots ett begränsat patientunderlag. Därutöver finns det en möjlighet att expandera användningen till andra indikationer inom nervsmärta, framför allt till patienter med tolerabilitetsproblem av existerande behandlingar.

Trots en stark kursutveckling för aktien under 2021 så anser vi att den stora potentialen i Initiators pipeline inte fullt ut återspeglas på nuvarande kursnivåer. Därtill ser vi potential i bolagets affärsstrategi i att identifiera nya möjligheter i befintlig projektportfölj eller i nya tillgångar, vilket kan bidra till en långsiktigt bra värdetillväxt. Ett bra ledarskap som levererat ger extra stöd för vår positiva syn på aktien. Vi vill dock poängtera att risknivån är mycket 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, då de såg potential att vidareutveckla läkemedelskandidater med unika egenskaper, så kallade monoaminåterupptagshämmare (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 samtliga potential att bli first-in-class läkemedel om kliniska utvecklingen blir framgångsrik.



Sammanfattning

Händelserikt år står för dörren

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 2021 noterade på Nasdaq Frist North Growth Market.

Värdering

Vi använder en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell för att värdera Initiator Pharma, där vi bedömer och värderar varje projekt var för sig vilka sedan adderas i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. I vår värdering har vi lagt fokus på de kliniska projekten, där vi ser en tydlig plan och finansiering för att ta dessa vidare i utvecklingen. För att diskontera framtida kassaflöden använder vi en WACC på 15 procent. Vår NPV SOTP-värdering ger oss ett värde per aktie på 15,5 kr och vi sätter vårt motiverade värde till 15-16 kr. (se tidigare analyser för ytterligare detaljer kring våra antaganden)

Nedan visas en känslighetsanalys för projekten vid olika avkastningskrav.

Känslighetsanalys värde per projekt (kr) vid olika WACC					
	13%	14%	15%	16%	17%
IPED2015	13,3	12,3	11,4	10,6	9,8
IP2018	2,9	2,6	2,4	2,2	2,1
IPTN2021	1,8	1,6	1,4	1,2	1,0

Nyhetsflödet tilltar under nästa år

Bolaget står inför ett antal viktiga händelser närmaste året, där studieresultat är det som kommer att påverka vår värdering mest påtagligt. Nedan visas hur positiva/negativa utfall i pågående eller kommande studier kan slå mot vår värdering.

Känslighetsanalys - uppsida och nedsida i vår värdering vid olika utfall i nästa utvecklingssteg					
Händelse	Tidpunkt	Uppsida	Per aktie SEK	Nedsida	Per aktie SEK
IP2018 Fas 2a-resultat	H1 2022	Positiva resultat	1,3	Negativt utfall	-2,4
IPTN2021 Fas 1B-resultat	H1 2022	Positiva resultat	1,1	Negativt utfall	-1,4
IPED2015 Fas 2b-data	H2 2022	Positiva resultat	11,7	Negativt utfall	-11,4

Som framgår av tabellen ovan är det nyheter kring IPED2015 som har störst påverkan.

Kostnaderna ökade i Q2

Bolaget uppvisade stigande rörelsekostnader under tredje kvartalet, vilka ökade till 9,1 MDKK (3,1). Det handlar bland annat om ökade kostnader för förberedelser inför kommande studier, där externa FoU-kostnaderna steg till 4,3 MDKK (1,7). Resterande del av kostnadsökningen (ca 3,4 MDKK) kan kopplas till den genomförda kapitalanskaffningen under perioden. Även om vi såg en markant kostnadsökning under Q3 2021 framstår bolaget drivas på ett kostnadseffektivt sätt.

Kassaflödet för perioden uppgick till -22,3 MDKK och inkluderar rörelsekapitaluppbyggnad om -13,2 MDKK, vilket är kopplat till förskottsbetalningar av engångskaraktär för den pågående fas 2b-studie med IPED2015. Detta är finansierat via ett konvertibellån som erbjudits till kontraktsforskningsorganisationen MAC, som ansvarar för att genomföra bolagets samtliga studier. Så här långt har MAC levererat och konvertibellånet bedömer vi stärker incitamenten för ett starkt fokus på att genomföra studierna på ett effektivt sätt.

Efter transaktioner genomförda under det tredje kvartalet uppgick kassan till 41,4 MDKK, vilket vi bedömer ger finansiering in i 2023.

Nedan visas övergripande estimatändringar som vi gjort efter Q3-rapporten. Vi har tagit upp förväntningarna på kostnaderna något och det gäller samtliga prognosår. Vi vill poängtera att i våra antaganden för 2023 ingår riskjusterad intäkt från ett partneravtal för IPED2015.

Estimatförändringar 2021-2023		2021	2022	2023
Nettoomsättning	Nya	0,0	0,0	102,0
	Tidigare	0,0	0,0	102,0
	Diff	Na	Na	0%
EBIT	Nya	-23,9	-30,4	60,0
	Tidigare	-20,3	-26,3	65,6
	Diff	-15,1%	-13,5%	-9,3%
Nettoresultat	Nya	-22,6	-28,2	63,5
	Tidigare	-19,2	-24,1	69,1
	Diff	-15,2%	-14,6%	-8,8%

Resultaträkning (MDKK)

	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	-1,5	-2,4	-4,0
Övriga externa kostnader	-8,2	-11,4	-8,4	-9,3	-22,3	-28,0	-38,0
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	-23,9	-30,4	60,0
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	-23,9	-30,4	60,0
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	-23,9	-30,4	60,0
Finansisella 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	-0,7	-0,4	0,0
Resultat före skatt	-10,4	-12,7	-10,0	-10,2	-24,6	-30,8	60,0
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	-22,6	-28,2	63,5

Balansräkning (MDKK)

	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
Kundfodringar och övriga omsättningstillgångar	1,9	2,7	3,8	2,1	12,9	7,8	5,6
Likvida medel	7,2	14,5	7,6	13,5	35,1	16,8	82,3
Summa omsättningstillgångar	9,1	17,2	11,4	15,6	48,0	24,6	87,9
SUMMA TILLGÅNGAR	9,3	17,3	11,4	15,6	48,0	24,6	87,9
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	6,0	16,6	9,9	14,4	33,0	4,8	84,3
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	33,0	4,8	84,3
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	13,0	17,0	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	2,0	2,8	3,5
Summa kortfristiga skulder	3,3	0,7	1,5	1,2	15,0	19,8	3,5
Summa Eget Kapital och skulder	9,3	17,3	11,4	15,6	48,0	24,6	87,8

Kassaflödesanalys (MDKK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat	-7,0	-15,2	-10,3	-5,5	-23,1	-28,8	62,6
Förändringar i rörelsekapital	-0,8	1,6	1,8	-2,5	-10,1	6,5	2,9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-7,8	-13,6	-8,6	-8,1	-33,1	-22,3	65,5
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	-33,1	-22,3	65,5
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	54,7	4,0	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	21,6	-18,3	65,5

Huvudägare och ledande befattningshavare

Största aktieägarna	Röster	Kapital
Bengt Julander	13,21%	13,21%
Avanza Pension	6,11%	6,11%
Adriago Asset Management	5,32%	5,32%
Formue Nord A/S	4,14%	4,14%
Other	71,22%	71,22%
Ordförande	Magnus Persson	
CEO	Claus Elsborg Olesen	
CFO	Torgeir Vaage	
Home page	Initiatorpharma.com	

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 <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 fondhandlarföreningens 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