



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsövärd | Sverige | 25 November 2021

Lipidor

Bra utveckling i Q3

Positivt resultat

Nettoomsättning för Q3 2021 uppgick till 15,3 mkr (0,0) och utgörs av kontantersättning från avtal med Relife SRL (del av Menarini Group) om 1,5 EURm, förväntat 1,0 EURm. Kostnaderna steg till 11,9 mkr (4,9). Ökningen drivs av provision till Cadila Pharmaceuticals från Relife-avtalet samt ökade investeringar i utrustning hos Aurena Laboratories AB. Bolaget står stabilt finansiellt med en kassa per den sista september om 59,5 mkr.

Positiva signaler

I rapporten framkommer inget nytt om AKP02. Bolaget upprepar att studieresultat ska kunna presenteras i Q2 2022. Utifrån att vi är i slutet av november framstår tidsplanen optimistisk, men hoppningivande.

Partnern Cannasure Therapeutics har gjort bra framsteg för sina projekt som är baserade på Lipidors AKVANO-teknologi. Planen är att inleda en studie inom smärta under 2022 och en ansökan till myndigheter väntas under H1 2022.

Attraktivt läge inför 2022

Rapporten motiverar ingen förändring av våra antaganden, men ett ökat antal aktier är anledningen till att vi justerar ned vårt motiverade värde till 18-19 kr (19-20). Vi ser en projektportfölj som har förutsättningar att utvecklas positivt under 2022, vilket bör bidra till ökat intresse för aktien. Det är dock viktigt att poängtera att risknivån är hög.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)				Värde och risk			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	18.0 - 19.0	
EPS, just 21e	-0.62	-0.68	-9.2%	Omsättning, mkr	1	16	22	7	Aktiekurs	SEK9.5
EPS, just 22e	-0.48	-0.48	0.0%	Tillväxt	763%	2,397%	44%	(67)%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	-0.63	-0.63	0.0%	EBITDA, mkr	(16.2)	(17.9)	(13.8)	(17.9)		
				EBIT, mkr	(16)	(18)	(14)	(18)		
				EPS, justerad	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.6)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	2.2	1.6	1.1	0.6		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EV/Sales	347.4x	13.9x	9.6x	28.8x		
				EV/EBITDA	(13.3)x	(12.0)x	(15.6)x	(12.0)x		
				EV/EBIT	(13.3)x	(12.0)x	(15.5)x	(11.9)x		
				P/E, justerad	(16.6)x	(15.4)x	(19.8)x	(15.2)x		
				P/EK	4.3x	6.1x	8.3x	17.0x		
				FCF yield	(11.6)%	(5.9)%	(6.0)%	(6.3)%		
				Nettosk./EBITDA	4.0g	2.7g	2.3g	0.8g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q4 2021	23 feb 2022		
Q1 2022	5 maj 2022		
Q2 2022	24 aug 2022		
Q3 2022	23 nov 2022		

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	29m	klas.palin@penser.se	
Börsvärde	275		
Nettoskuld	(60)		
EV	216		
Free float	79%		
Daglig handelsvolym, snitt	76(k)		
Reuters/Bloomberg	lipi.st/lipi ss		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 25 November 2021

Sammanfattning

Bra utveckling i Q3

Investment Case

Viktigaste drivkraften för aktien är bolagets projekt inom psoriasis, AKP01 och AKP02, som är nära marknaden med möjlig lansering i EU under 2024. De två projekten 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 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 inom 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 18–19 kr (19-20), där ökat antal aktier förklarar vår värdeintervallsförklaring. Värderingen har slagsida mot AKP02, som representerar drygt 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.

Nedan visas en känslighetsanalys för projekten vid olika avkastningskrav.

Känslighetsanalys per projekt vid olika WACC					
	12%	13%	14%	15%	16%
AKP01	69	65	61	58	55
AKP02	410	389	369	350	333
Cannasure	89	84	79	75	72

Bra rapport

Rapporten för Q3 2021 visade på en nettoomsättning för perioden om 15,3 mkr (0,0). Intäkterna utgjordes av kontantersättning från sommarens avtal med Relife SRL (del av Menarini Group) på 1,5 EURm mot vår förväntan 1,0 EURm. Kostnaderna steg till 11,9 mkr (4,9) och ökningen utgörs huvudsakligen av licensprovision till Cadila Pharmaceuticals från Relife-avtalet samt ökade investeringar i utrustning hos Aurena Laboratories AB.

Trots ökade kostnader landade resultatet på plus med ett EBIT om 3,4 mkr (-4,9) och kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 6,4 mkr. Vid utgången av tredje kvartalet fanns 59,5 mkr (49,5) i kassan, vilket vi bedömer ger finansiering mer än 12 månader framåt.

Efter rapporten gör vi en uppjustering av årets prognos, men i övrigt små ändringar, se nedan.

Estimatförändringar		2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	Nya	15,5	22,4	7,5
	Tidigare	10,5	22,2	7,6
	(%)	48%	1%	-1%
EBIT	Nya	-18,0	-13,9	-18,1
	Tidigare	-19,3	-14,1	-18,0
	(%)	7%	1%	-1%

Nyhetsflöde stärks under 2022

Mest betydelsefullt för aktien i det korta perspektivet är att den potentiellt registreringsgrundande studien för AKP02 (psoriasis) kommer i gång. Myndighetsgodkännande erhöles i september i år. I rapporten framkommer inget nytt och bolaget upprepar att studieresultat ska kunna presenteras i Q2 2022. Utifrån att vi är i slutet av november framstår tidsplanen optimistisk, men hoppigivande.

Därutöver indikerar bolaget om positiva framsteg för sin israeliska partner Cannasure Therapeutics som planerar att påbörja flera studier för projekt som är baserade på Lipidors AKVANO-teknologi. Närmast i tid verkar vara en studie inom smärta där Lipidor förväntar sig att en ansökan om att inleda en studie kan lämnas in under H1 2022 och i så fall en möjlighet att visa första resultat under H1 2023. Vi har i nuläget ingen större insyn i projektet men hoppas på mer klarhet som kan ge oss en bättre förståelse kring potential och risker.

Utöver dessa två partnerprogram fortsätter bolaget att bygga verksamheten i veterinärdotterbolaget Emollivet. I rapporten framkom inget nytt, men vi uppfattar att det pågår arbete för att komma igång med försäljning.

Resultaträkning (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	0,3	0,2	0,1	0,6	15,5	22,4	7,5
Ovriga 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	15,5	22,4	7,5
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	-9,3	-9,2	-9,4
Övriga externa kostnader	-2,8	-6,5	-10,5	-11,6	-24,2	-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	-17,9	-13,8	-17,9
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	-18,0	-13,9	-18,1
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	-18,0	-13,9	-18,1
Finansisella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanssiella kostnader	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Resultat före skatt	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-17,9	-13,9	-18,1
Skatter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-17,9	-13,9	-18,1

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	0,4	1,0	1,8
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	1,3	3,0	3,4
Likvida medel	0,6	1,2	27,1	64,3	48,1	31,5	14,1
Summa omsättningstillgångar	4,5	18,2	27,7	64,8	49,4	34,5	17,5
SUMMA TILLGÅNGAR	4,6	18,2	28,3	65,9	50,7	36,4	20,2
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	3,5	14,4	26,8	63,7	45,3	33,2	16,2
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	45,3	33,2	16,2
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	5,4	3,2	4,0
Summa kortfristiga skulder	1,1	3,7	1,5	2,2	5,4	3,2	4,0
Summa Eget Kapital och skulder	4,6	18,2	28,3	65,9	50,7	36,4	20,2

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat	-3,0	-7,6	-13,8	-16,2	-17,4	-12,4	-17,3
Förändringar i rörelsekapital	-0,7	4,8	-1,1	0,9	1,4	-3,9	0,4
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-3,7	-2,8	-14,9	-15,3	-16,0	-16,3	-16,9
Investeringar	0,0	0,0	-0,6	-0,6	-0,2	-0,3	-0,5
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	-16,2	-16,6	-17,4
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	-16,2	-16,6	-17,4

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 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