

Lipigon Pharmaceuticals AB

Antisense - där antikroppar var för 25 år sedan

Analys: Johan Widmark & Andreas Eriksson | **Datum:** 2021-05-21 | Denna analys är enbart i informations syfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se disclaimer på emergers.se.

Lipigon har en händelserik tid framför sig de kommande två åren med flera hållpunkter för hela sin produktportfölj. Antisenseteknologin har öppnat nya dörrar på en marknad som är i stort behov av nya läkemedel. Med relativt låga trösklar för produktgodkännande för flaggskeppet Lipisense och starka finanser fortsätter vi se en hög potential för aktien.

Flertal katalysatorer kommande året

Lipigon planerar att slutföra det första av totalt tre säkerhetstester i augusti 2021 i sitt viktigaste utvecklingsprojekt P1-Lipisense. Därefter räknar man med att påbörja fas 1 Q2'22, där vi räknar med att få se första kliniska effektdata under året vilket skulle kunna innebära en tidig utlicensiering. Redan i juni i år väntas utfall från den första screeningen för Lipigons projekt P3-dyslipidemi, utförd av det Shanghainoterade HitGen. Beroende på utfall kommer en fortsättningsplan att utformas under hösten. För Lipigons fjärde projekt P4-ARDS i samarbete med Nanyangs tekniska universitet räknar man med att se de första resultaten under H2'21 där nästa steg blir att finna en lämplig partner eller licenstagare.

Låga trösklar för produktgodkännande

Framväxten av antisense som teknologi har gjort att indikationer som tidigare inte har varit behandlingsbara nu har blivit det genom att preparatet kan koncentreras mot ett specifikt område, utan att övriga kroppen påverkas, vilket leder till färre biverkningar. För P1-Lipisense, som är ett antisenseläkemedel, som syftar till att sänka patientens triglyceridnivåer är en sänkning den enda parameter som krävs för godkännande och dessutom skiljer sig projektet från övriga indikationer då man i ett tidigare forskningsstadium kan bedöma om kandidaten är värd att fortsätta med.

Anmärkningsvärd värderingspotential med EV < 20 MSEK

Lipigon kommer inom kort att anordna ett event för att sprida kunskap om RNA vilket förhoppningsvis kan hjälpa att rotera ut de sista aktieägarna som tecknade spekulativt i noteringen och ersätta dem med långsiktiga ägare som uppskattar bolagets långsiktiga utvecklingsplan. Med ett börsvärde på 75 MSEK där 59 MSEK motsvaras av kassan så handlas aktien handlas nu till en distressed värdering, långt ifrån att motsvara den underliggande potentialen på projekten eller något teoretiskt slaktvärde på portföljen. Vi ser därför dagens kurs som en långsiktigt attraktiv nivå och fortsätter vi se ett samlat riskjusterat nettonuvärde för bolagets projekt på motsvarande 28-35 SEK per aktie på 18-24 månaders sikt, vilket inkluderar en riskjusterad förväntan om en utlicensiering av Lipisense. Som med all läkemedelsutveckling är dock den höga potentialen också förknippad med hög risk.

Sum-of-the-parts Lipigon

Projekt	Sannolikhet	Peak Sales		Diskonteringsränta			
				15%		12%	
				NPV	per aktie	NPV	per aktie
MUSD	Lansering	MSEK	SEK	MSEK	SEK		
Lipisense P1	11%	2099	2027	155	15.9	185	19.0
Lipodystrofi P2	1%	1091	2028	20	2.0	26	2.6
Dyslipidemi P3	3%	1940	2030	35	3.6	55	5.7
ARDS P4	1%	600	2029	12	1.2	15	1.6
Summa projekt				222	23	282	29
Kassa				63	6.5	63	6.5
Kostnader, Risk adj.				-7	-0.7	-7	-0.7
Summa				279	28.6	338	34.7

Källa: Emergers



Lipigon

Fair Value, SEK (18-24 m)	28-35
Current Price, SEK	7,68
Number of Shares (Millions)	9,73
Market Capitalisation (MSEK)	75
Net Debt (MSEK)*	-59
Enterprise Value (MSEK)*	16
Market	First North

Från single project till multiteknologisk pipeline

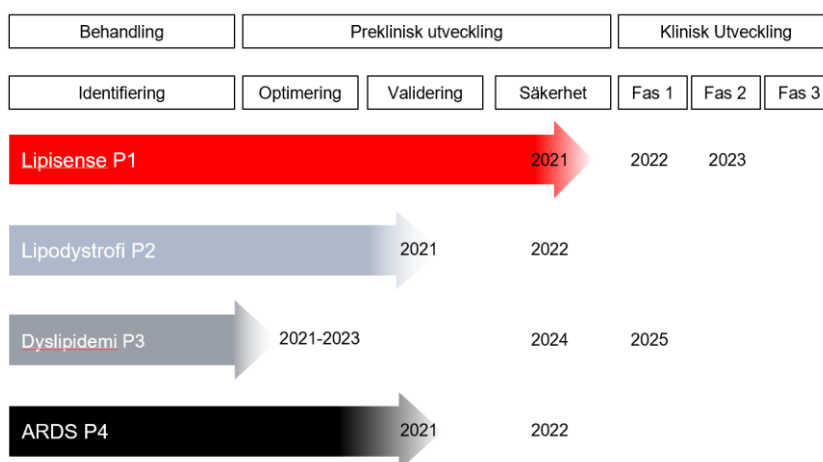
Lipigon Pharmaceutical AB bygger på 50 år av världsledande forskning inom lipidbiologi, främst blodfetter, vid Olivecronalabbet, Umeå Universitet. Bolaget utvecklar nya läkemedel för sjukdomar relaterade till störningar i kroppens fettomsättning, också benämnt lipidrelaterade sjukdomar. Behovet av nya läkemedel på området är stort och i de flesta fall saknas säkra och effektiva behandlingar vilket gör att många patienter inte uppnår sina behandlingsmål.

Bolaget fokuserar initialt på ovanliga sjukdomar som kan ge sär läkemedelsstatus, vilket ger fördelar som exempelvis marknadsexklusivitet och i myndighetsprocesser, men på sikt har Lipigon möjlighet att rikta sig mot bredare indikationer. Lipigon har fyra läkemedelsprojekt i sin pipeline, som alla befinner sig i preklinisk fas.

Lipigons primära strategi är inte att självt, som enskilt utvecklingsbolag, nå marknadsgodkännande och kommersialisering för sina projekt, utan har för avsikt att efter kliniska fas 1 och/ eller fas 2-studier ingå kommersiella avtal med ett större, ledande läkemedelsbolag för finansiering och genomförande av den senare kliniska utvecklingen och en eventuell lansering av en produkt. Även om bolaget i dagsläget fokuserar på ovanliga sjukdomar som kan ge sär läkemedelsstatus erbjuder projekten möjlighet att rikta in sig mot bredare indikationer på sikt, vilket är viktigt inte minst vid en utlicensiering. Hittills har totalt 50 MSEK investerats i utvecklingen, varav 36 MSEK av emissioner och 14 MSEK av EU och Vinnova. Vid Q1-rapporten 2021 hade Lipigon 59 MSEK i kassan efter att cirka 51 MSEK tillförts bolaget i samband med att de noterades på Nasdaq First North 2021-03-01.

”Våra läkemedelsprojekt har möjlighet att expandera från nischmarknader till några av de allra största folksjukdomarna såsom hjärt-kärlsjukdomar som är den vanligaste dödsorsaken i Europa och globalt. De nya läkemedelsteknologierna RNA-läkemedel och genterapi som vi använder får allt större genomslag i branschen och förväntas växa kraftigt framöver. Våra forskningsfält medger ofta effektdata redan i fas 1, därmed räknar vi med en minskning av risken och en kraftig värdehöjning tidigt i projekten”, säger Stefan K Nilsson, vd på Lipigon.

Projektpipeline



Källa: Emergers, Lipigon

Värdering

Från bolagets sida nämner man möjligheten till tidig utlicensiering av Lipisense, men det är inte helt uppenbart att det kommer att bli faktiska vägen för bolaget. Givet att bolaget lyckas presentera god effektdata redan i Fas 1 är det sannolikt att värdet på bolaget stiger så pass att den ytterligare utspädningen för att ta in pengarna att driva vidare projektet själva, och utlicensiera i ett senare skede (alltså behålla mer av kakan), gör detta till ett mer lukrativt alternativ. Därför är det från dagens perspektiv inte solklart om en nyemission, eller ett licensavtal, är ett bra eller dåligt alternativ för aktieägarna. Det kommer helt enkelt att bero på de omgivande förhållandena, som exempelvis aktiekurs och hur stort ett eventuellt licensavtal kommer vara.

En central del i värderingen är valet av diskonteringsränta. För ett litet nynoterat bolag utan historik av vinster med lönsamheten långt fram i tiden bedömer vi en diskonteringsränta på 15% som motiverad. Det ska förutom risken i verksamheten spegla andra risker för en investering, såsom likviditetsrisk, finansieringsrisk, bolagsstyrningsrisk etc. Det går dock att argumentera för att en stor del av projektrisken redan är reflekterad i den sannolikhetsbedömning vi gjort för varje projekt. Därför kan man argumentera för att använda en mer normaliserad nivå på diskonteringsräntan på 12%. Sammantaget bedömer vi det därför som rimligt med ett motiverat värde som utgörs av utfallen i spannet mellan en diskonteringsränta på 12% och 15%.

Vårt basscenario bygger på att Lipigon tecknar ett licensavtal för Lipisense under 2023. Väljer bolaget att gå vidare med kliniska tester självt, vilket är ett mer gynnsamt scenario för aktieägarna om kursen är stark och en framtida utspädning då liten, så blir siffrorna annorlunda. Baserat på vårt basscenario visar vår sum-of-the-parts av de riskjusterade nettonuvärdena på de olika projekten, justerade för kassan och de riskjusterade kostnaderna på ett samlat värde på bolaget på 280-340 MSEK motsvarande omkring 28-35 SEK per aktie efter emissionen. Det är också vårt motiverade värde för aktien på 18-24 månaders sikt, drivet av och avhängigt goda effektdata i människa som väntas under andra halvåret 2022 och våren 2023.

Sum-of-the-parts Lipigon

Projekt	Sannolikhet	Peak Sales		Diskonteringsränta			
				15%		12%	
				NPV	per aktie	NPV	per aktie
MUSD	Lansering	MSEK	SEK	MSEK	SEK		
Lipisense P1	11%	2099	2027	155	15,9	185	19,0
Lipodystrofi P2	1%	1091	2028	20	2,0	26	2,6
Dyslipedemi P3	3%	1940	2030	35	3,6	55	5,7
ARDS P4	1%	600	2029	12	1,2	15	1,6
Summa projekt				222	23	282	29
Kassa				63	6,5	63	6,5
Kostnader, Risk adj.				-7	-0,7	-7	-0,7
Summa				279	28,6	338	34,7

Källa: Emergers

Lipigon Pharmaceutical AB

Income Statement

MSEK	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	0,0	1,7	4,0	1,5	1,0	172,8	16,6
Operating Costs	-3,8	-6,7	-11,8	-37,0	-37,0	-40,0	-40,0
EBITDA	-3,8	-4,9	-7,8	-35,5	-36,0	132,8	-23,4
Depreciation	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation of Goodwill	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-3,8	-5,0	-8,1	-35,5	-36,0	132,8	-23,4
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pre-tax Result	-3,8	-5,0	-8,1	-35,5	-36,0	132,8	-23,4
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-27,4	0,0
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Result	-3,8	-5,0	-8,1	-35,5	-36,0	105,4	-23,4

Capital Expenditure

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0
As a Pct of Sales	0,0	0,0	0,0	16,0	10,0	0,0	0,0
Depreciation Multiple	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Key Ratios

Share Price: SEK 7,68

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	11,20	11,20	11,20	7,68	7,68	7,68	7,68
Number of Shares (Millions)	7,30	12,81	4,73	9,73	9,73	9,73	9,73
Market Cap	81,8	143,4	53,0	74,7	74,7	74,7	74,7
Enterprise Value	81,7	142,4	40,5	45,1	45,9	-59,5	-36,1
EPS (Reported)	-0,52	-0,39	-1,70	-3,65	-3,70	10,83	-2,41
EPS (Adjusted)	-0,52	-0,39	-1,70	-3,65	-3,70	10,83	-2,41
CEPS	-0,45	-0,43	-1,82	-3,65	-3,70	10,83	-2,41
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7	n.a.
Book Value/Share	-0,1	0,2	2,7	2,8	-0,9	9,9	7,5
P/BV	-97,1	66,1	4,1	2,7	-8,6	0,8	1,0
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	4538,0	81,7	10,1	30,1	45,9	-0,3	-2,2
EV/EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,4	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,4	n.a.
P/E (Adjusted)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,7	n.a.
Sales Growth, Y/Y (%)	n.a.	9583,3	130,1	-62,6	-33,3	17179,8	-90,4
EBIT Growth, Y/Y (%)	n.a.	32,3	62,0	339,6	1,4	-468,9	-117,6
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	n.a.	-24,5	337,9	114,0	1,4	-392,9	-122,2
EBITDA Margin (%)	-20933,3	-283,1	-195,1	-2366,7	-3600,0	76,9	-141,3
EBIT Margin (%)	-20933,3	-286,1	-201,4	-2366,7	-3600,0	76,9	-141,3
Return on Equity (%)	n.a.	-751,5	-106,5	-182,2	-385,5	239,3	-27,5
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	20,6	0,0

Financial Position

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	0	-1	-13	-30	-29	-134	-111
Net Debt/Equity	12,7	-48,1	-96,7	-108,5	333,2	-138,8	-151,1
Equity Ratio	-374,2	67,6	85,2	83,6	-27,1	70,4	64,3
Net Debt/EBITDA	0,0	0,2	1,6	0,8	0,8	-1,0	4,7

Source: Emergers, Company reports

Johan Widmark | Tel: 0739196641 | Mail: johan@emergers.se

DISCLAIMER

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. För att undvika intressekonflikter har Emergers skribenter inga innehav i de noterade bolag vi skriver om. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.

Emergers
Incirrata AB
Enbacken 16
187 44 Täby

Tel: 0739 – 19 66 41
Email: johan@emergers.se
Org nr: 556815-7837,
företaget innehar F-skattsedel