



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 12 Maj 2022

Medivir

Positiv utveckling

Kostnadsuppgång i Q1

Nettoomsättningen minskade under Q1 2022 till 0,5 mkr (9,9), där skillnaden huvudsakligen kan tillskrivas milstolpsersättning om drygt 8 mkr i fjol som var kopplad till IGM Biosciences licensiering av birinapant. Rörelsekostnaderna i Q1 steg till 32,9 mkr (25,3) till följd av ökad klinisk aktivitet. Likvida medel per den sista mars uppgick till 180,8 mkr, vilket vi bedömer ger finansiering in i H2 2023.

Lovande data ger stöd

Även om de stora beskederna för huvudprojektet fostroxacitabine dröjer, så har det hittills i år levererats konfidenshöjande nyheter för projekten birinapant och MIV-711. Partnern IGM visade imponerande prekliniska resultat för birinapant i kombination med IGM-8444 på den stora cancerkonferensen AACR. Därtill har intressanta data presenterats för MIV-711 som ger stöd för effekt i en subgrupp från fas 2a-studien.

Tydlig uppsida, men baktungt nyhetsflöde

Vi justerar våra prognoser och räknar nu med ett större underskott än tidigare. Dock gör vi inga ändringar i våra projektantagandena. SOPT-värderingen, som primärt vilar på fostroxacitabine och birinapant, ligger bakom vårt motiverat värde om 15-16 kr (WACC 15 procent). Nyheter för de två projekten är de främsta drivarna av aktien, men vi väntar oss inget signifikant i nyhetsväg förrän en bit in i H2 2022.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21e	22e	23e	24e	Motiverat värde	15.0 - 16.0	
EPS, justerad 22e	-1.8	-1.4	-25.8%	Omsättning, mkr	26	16	29	61	Aktiekurs	SEK7.4
EPS, justerad 23e	-2	-1.4	-38.0%	Tillväxt	1%	(0)%	1%	1%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	-1.9	-1.9	0.0%	EBITDA, mkr	(59.5)	(96.8)	(107.5)	(100.8)		
				EBIT, mkr	(62)	(99)	(110)	(104)		
				EPS, justerad	(1.1)	(1.8)	(2.0)	(1.9)		
				EPS tillväxt	-%	-%	-%	-%		
				EK/aktie	5.0	3.2	1.2	2.1		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	-%	-%	-%	-%		
				ROE (%)	(22.4)%	(40.7)%	(81.3)%	(80.4)%		
				ROCE	(22.1)%	(40.7)%	(81.3)%	(80.4)%		
				EV/Sales	9.1x	14.6x	8.1x	3.8x		
				EV/EBITDA	(3.9)x	(2.4)x	(2.2)x	(2.3)x		
				EV/EBIT	(3.7)x	(2.3)x	(2.1)x	(2.2)x		
				P/E, justerad	(6.5)x	(4.2)x	(3.8)x	(4.0)x		
				P/EK	1.5x	2.3x	5.9x	3.5x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(7.8)%	(27.0)%	(26.1)%	(24.4)%		
				Nettosk./EBITDA	3.7g	1.1g	0.0g	0.5g		

Kommande händelser	
Q2 2022	19 aug 2022
Q3 2022	3 nov 2022

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	56m
Börsvärde	413
Nettoskuld	(181)
EV	232
Free float	68%
Daglig handelsvolym, snitt	81(k)
Reuters/Bloomberg	Mvir.sr/Mvir ss

Kursutveckling 12 mån

Analytiker	
	klas.palin@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 12 Maj 2022

Sammanfattning

Positiv utveckling

Investment Case

Bolagets mest betydelsefulla projekt är fostroxacitabine bralpapamide (tidigare MIV-818) som utvecklas inom primär levercancer (HCC). Därtill finns en växande portfölj av lovande projekt som har licensierats till partners och som kan generera intäkter på såväl kort som lång sikt, vilket ger en attraktiv riskspridning anser vi. Den unika verkningsmekanismen för fostroxacitabine ger projektet en bred potential i att kunna kombineras med etablerade behandlingar. Efter att en framgångsrik fas 1-studie slutförts med lovande resultat, så har bolaget tagit projektet vidare i slutet av 2021 inleddes en fas 1b/2a-kombinationsstudie, där fostroxacitabine utvärderas i kombination med immunterapi eller tyrosinkinashämmare. Utvecklingsrisken är fortsatt hög, men det är även potentialen som vi bedömer överstiger USD 1 bn. Vi ser en attraktiv risk/reward i pågående kombinationsstudie, som vid positivt utfall kan motivera kurser flera gånger dagens nivåer.

Medivir är i dag relativt välkapitaliserat, med en kostnadseffektiv organisation och verksamheten är finansierad in i H2 2023. Därmed finansierat för att syna korten i fas 1b/2a-studien för fostroxacitabine. Vi bedömer att marknaden underskattar potentialen i fostroxacitabine, överskattar riskerna och därtill har vi ett generellt svagt börsklimat för läkemedelsutvecklare, som sammantaget kan förklara att aktien handlas till en väsentlig rabatt mot vårt motiverade värde.

Bolagsprofil

Medivir är en specialiserad utvecklare av cancerläkemedel. Bolaget har slimmats sin organisation och är idag inriktat på att bygga värden i sina kliniska projekt, där fostroxacitabine drivs på egen hand och utvecklas inom indikationen HCC. Under 2021 slöts ett omfattande avtal för birinapant med IGM Biosciences. Avtalet ger IGM exklusiva globala rättigheter för birinapant mot milstolpsersättningar på upp till cirka 350 USD m, samt stegvis höjd royalty upp till "mid-teens" på nettoförsäljningen. För oss framstår IGM som en idealpartner för birinapant och deras projekt IGM-8444 är en lovande kombinationsmöjlighet. IGM visar på ett starkt engagemang och de inledde i fjol en fas 1-studie för birinapant i kombination med IGM-8444. För övriga projekt söker bolaget aktivt partners och har i vissa fall redan varit framgångsrika i att hitta partners. Det har genererat inledande intäkter samtidigt som kostnaderna kunnat reduceras väsentligt. Utöver sina projekt har bolaget Xerclear (munsår), som är lanserat och ger vissa royaltyintäkter.

Fostroxacitabine är en tumörselektiv oral cancerbehandling. Mekanismen är unik och skiljer sig från dagens etablerade behandlingsalternativ inom HCC, därmed finns goda möjligheter att uppnå synergier med dessa och här finns prekliniska studier som ger stöd. HCC är en elakartad cancerform där överlevnadsutsikterna för patienterna ännu är mycket dåliga. Fältet har gått från en godkänd produkt för fem år sedan till att idag uppgå till omkring tio godkända läkemedel och kombinationsbehandlingar utav dessa. Trots ett ökat antal godkända läkemedel har merparten samma verkningsmekanism och de kan huvudsakligen kategoriseras i två läkemedelsklasser, immunterapier och läkemedel som är riktade mot signalvägar för att begränsa tumörtillväxt.

Bolagets organisation har bantats och per den sista mars uppgick antalet anställda till nio. Organisationen leds sedan slutet av januari 2022 av Jens Lindberg. Jens kommer från Sedana Medical, där han varit kommersiell direktör. Han har ett förflutet om mer än 25 år inom läkemedelsindustrin och framför allt från AstraZeneca, där han bland annat arbetat med investerrelationer och olika roller inom kommersialisering. Bolagets aktier är sedan 1996 listade på Nasdaq Stockholm (Stockholmsbörsen) och finns på Small cap-listan.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 12 Maj 2022

Sammanfattning

Positiv utveckling

Värdering

Vår värderingsansats av Medivir utgår i från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig och som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Fokus i vår värdering av Medivir ligger på fostroxacitabine och birinapant, där vi ser att det finns en tydlig väg framåt som har stöd av finansiering. Vi har även inkluderat nuvärdesberäknade kassaflöden för Xerclear. (För ytterligare information om våra antaganden se vår initiering från 7 december 2021: [läs här](#)). Sammantaget får vi ett NPV om 15,6 kr per aktie, vilket ligger bakom vårt motiverade värde på 15-16 kr.

Sum-of-the-parts Värdering						
Projekt	Indikation	Sannolikhet för godkännande	Peak sales (MUSD)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
Birinapant	Solida tumörer	10%	1 000	2027	189	3,4
Fostroxacitabine	HCC	13%	1 400	2027	554	9,9
Teknologivärde					743	13,3
Xerclear (Måns år)					31	0,6
Nettokassa					181	3,2
Gemensamma kostnader admin					-83	-1,5
NPV					871	
Antal aktier					56	
NPV per aktie					15,6	

* MSEK

Känslighetsanalys per projekt

För att synliggöra hur värdet per aktie i projekten påverkas av ändrade grundantaganden har vi gjort en känslighetsanalys. Vi riktar fokus mot fostroxacitabine och birinapant, där vi ser de största värdena och de projekt som kommer ha störst betydelse på vår värdering.

Känslighetsanalys SOTP-värdering för fostroxacitabine och birinapant											
Fostroxacitabine - LOA / WACC - värde per aktie						Birinapant - LOA / WACC - värde per aktie					
	13%	14%	15%	16%	17%		13%	14%	15%	16%	17%
7%	6,4	5,8	5,2	4,7	4,3	4%	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4
10%	9,8	8,9	8,1	7,4	6,7	7%	2,9	2,7	2,5	2,3	2,1
13%	12,0	10,9	9,9	9,1	8,3	10%	4,0	3,7	3,4	3,1	2,9
16%	15,1	13,7	12,5	11,5	10,4	13%	5,1	4,7	4,3	4,0	3,7
19%	18,5	16,9	15,4	14,1	12,8	16%	6,1	5,6	5,2	4,8	4,4

Värdering av jämförbara bolag

Eftersom att Medivir ännu inte nått lönsamhet i sin verksamhet anser vi att vedertagna nyckeltal inte är särskilt användbara vid en relativvärdering. Istället använder vi oss av teknologivärdet (EV) för att bedöma värderingen av Medivir i relation till liknande bolag som är listade i Sverige och i ett liknande utvecklingsskede.

(MSEK)	Marknadsvärde	Aktiepris	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Utvecklingsfas	Antal aktiva kliniska projekt	Antal partners
Listade jämförbara Onkologi-bolag							
Active Biotech	233	1,07	38	195	Fas 1-2	2	1
Alligator Bioscience	397	1,80	278	234	Fas 1-2	2	0
Bioinvent	2 435	41,7	1 281	1 154	Fas 1	3	1
Cantargia	1 224	12,2	559	665	Fas 2	1	0
Medivir	413	7,4	181	232	Fas 1-2	2	1
Scandion Oncology	507	15,8	106	401	Fas 2	2	0
Medel	868			480			
Median	460			318			

Källa: Infront, EPB

Ovanstående relativvärdering är ett trubbigt instrument, men den ger i alla fall en grov bild och vi tycker inte att värderingen av Medivir i detta sammanhang framstår särskilt utmanande mot jämförbara bolag, utan snarare som låg. Att Medivir redan har en partner för birinapant anser vi är något som snarare borde motivera en premie mot övriga på listan, där endast Active Biotech lyckats få till ett globalt partneravtal. Vi kan även lägga till att, för oss framstår, villkoren till IGM är klart bättre än det Active Biotech har för sitt projekt naptumomab med NeoTX.

Scenarioanalys

Nyhetsflöde är en viktig drivkraft för aktien och vi räknar med att bolaget kommer kunna leverera flera signifikanta besked under de kommande två åren, där studieresultat för fostroxacitabine har potential att bli det med störst genomslag på värderingen. Vi räknar med att bolaget under H2 2022 kommer att kunna ge de första indikationerna kring utvecklingen i doseskaleringsfasen för fostroxacitabine. Därtill förväntar vi oss data från birinapant-studien som genomförs av IGM Biosciences.

I ett scenario där fas I/II-studien för fostroxacitabine är framgångsrik och som ger stöd för vidareutveckling och ett asienavtal, allt annat lika, ser vi en potentiell uppsida i värderingen mot 40-50 kr.

Risker i våra antaganden

Att investera i läkemedelsutvecklande bolag innebär en hög risk och nedan belyser vi några viktiga risker som bör betänkas vid en investering.

Fördröjningar i studier: För bolagets projekt i klinisk fas finns många konkurrerande projekt där det parallellt pågår kliniska studier och som kan begränsa tillgången på relevanta patienter. Ett annat osäkerhetsmoment som begränsat tillgängligheten är Covid-19 som minskat patienters vilja att delta i studier, men även begränsningar på hårt belastade kliniker.

Negativt utfall i studier: Den mest uppenbara risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten från de kliniska studierna blir negativt. Utifrån den tidiga utvecklingsfas fostroxacitabine och birinapant befinner sig i är utvecklingsrisken betydande, vilket synliggörs med låg sannolikhet för att projekten når marknaden.

Finansiering: Att bedriva klinisk utveckling är kostsamt och ett bolag som Medivir har ett återkommande kapitalbehov. Vi ser möjligheter att Medivir kan generera intäkter från befintliga partners, men även lyckas knyta nya till sina egna projekt och därmed generera kassaflöden redan innan produkterna finns på marknaden. Nuvarande finansiering bedömer vi tar bolaget mot slutet av 2023.

Uppåt för kostnaderna i Q1 2022

För årets första kvartalet rapporterades nettoomsättning om 0,5 mkr (9,9) och rörelsekostnader om 32,9 mkr (25,3). Lönsamheten försvagades och EBIT för perioden uppgick till -32,0 mkr (-7,9). Ökade rörelsekapitalbindning drev upp det negativa kassaflödet från den löpande verksamheten till -39,9 mkr (-1,5). Efter rapporten ser vi ett behov av att skruva upp våra kostnadsestimat för innevarande år och kommande. Vi räknar dock fortsatt med att nuvarande likvida medel ger finansiering över betydelsefulla data och tar bolaget åtminstone in i H2 2023 (vid konservativ syn på intäkter). Nedan visas våra övergripande estimatförändringar.

Prognosändringar 2022-2024				
		2022	2023	2024
Nettoomsättning	Nya	15,9	28,7	61,5
	Tidigare	15,9	31,2	62,5
	Diff	0%	-8%	-2%
EBIT	Nya	-99,2	-110,1	-103,6
	Tidigare	-88,8	-86,7	-101,2
	Diff	-10%	-21%	-2%
EPS	Nya	-1,8	-2,0	-1,9
	Tidigare	-1,6	-1,6	-1,8
	Diff	-11%	-21%	-2%

Källa: EPB

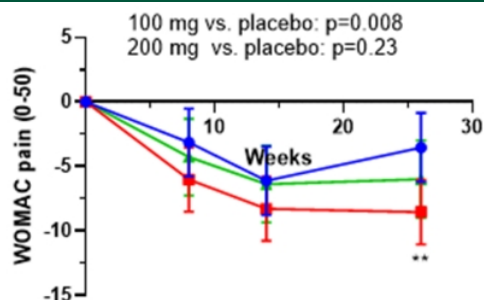
MIV-818 har blivit fostroxacitabine

Tidigt i år tilldelades MIV-818 det generiska namnet fostroxacitabine bralpamide av Världshälsoorganisationen (WHO) och fortsättningsvis kommer vi använda fostroxacitabine när projektet benämns. I rapporten indikeras att den nyligen påbörjade fas 1b/2a-studie för projektet fortlöper plan enligt och fler kliniska centra som rekryterar patienter har öppnats i Spanien och Sydkorea. I nuläget pågår doseskalering med fostroxacitabine i kombination med antingen Keytruda (pembrolizumab) från Merck eller Lenvima (lenvatinib) från Eisai. Vi tror att första data från fas 1b-delen i studien kan komma att kommuniceras till marknaden under H2 2022, vilket även kan ge en första indikation om effekt.

Lovande subgruppsdata för MIV-711

Det har visats sig vara svårt att hitta en partner villig att ta MIV-711 vidare i utvecklingen trots lovande fas 2-data inom indikationen artros. En förklaring kan vara att resultaten i fas 2-studien inte var tillräckligt starka, då primära målet inte nåddes. Bolaget har dock grävt vidare i datan från fas 2-studien. Vid smärta i det motstående knät, till den knäled där smärtan mäts, så kan rapporteringen av smärta påverkas i artrosstudier. Bolaget har därför selekterat för patienter med smärta i enbart ena knäleden för att undvika detta. I analysen av denna subgrupp observerades en statistiskt signifikant minskning av artrosrelaterad smärta efter behandling med MIV-711, se nästa sida. Dessutom presenterades lovande och positiva biomarkördata.

Skattad smärta över tid



Källa: Bolaget

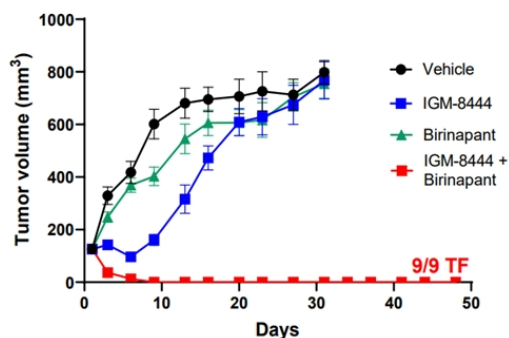
Det är lovande resultat som ger stöd för att MIV-711 kan ha effekt på smärta vid artros, vilket stärker projekt-caset för potentiella partners. Dock drar vi inga stora växlar på data här och nu, utan väljer att fortsätta låta MIV-711 ligga utanför vår värdering i väntan på att en trovärdig lösning för att ta projektet vidare finns på bordet.

Birinapant-data på AACR

Utlicensierade birinapant avancerar i den pågående kombinationsstudien med IGM-8444 (DR5) under IGMs överseende. Första dosgruppen av fyra har avslutats och hittills har inga tecken på dosbegränsande biverkningar noterats. Projektet har gått vidare in i dosgrupp två. IGM framstår som en dedikerade partner med bra fokus på birinapant. Utifrån patientrekryteringstakten ser vi potential att viss data från doseskaleringsfasen av studien kan komma att kommuniceras till marknaden redan under H2 2022.

I väntan på den kliniska datan har IGM presenterat nya prekliniska data för kombinationen birinapant plus IGM-8444 och nedan visas resultat från en preklinisk modell för fibrosarkom (bindvävscancer). Trots att detta handlar om prekliniska data så imponeras vi av anti-cancereffeten i modellen. Det är sällan vi ser så passa tydliga synergistiska resultat i denna typ av modeller. Liknande starka och imponerande data har även visats i modeller för skivepitelcancer och trippelnegativ bröstcancer. Inom samtliga av indikationerna är behovet av nya effektivare behandlingar fortsatt stort. Med det sagt så är vi medvetna om att överförbarheten av data från prekliniska modeller till människa kan vara begränsad och vi tolkar därför data med försiktighet.

Preklinisk fibrosarkom-modell



Källa: IGM Bioscience

Utöver ovanstående data så presenterade IGM även cellinje-data på AACR från modeller där resistens utvecklats mot DR5 agonister (mältavlan för IGM-8444). Behandling med birinapant visades här kunna upphäva resistens och med en dosberoende effekt krympa tumörer, vilket även det är mycket lovande.

Resultaträkning (SEK m)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	23,9	8,7	13,9	25,5	15,9	28,7	61,5
Övriga intäkter	5,5	2,7	27,3	10,2	2,2	2,5	3,0
Totala intäkter	29,4	11,4	41,3	35,7	18,1	31,2	64,5
Övriga kostnader	-235,1	-91,1	-52,9	-73,3	-89,2	-111,5	-128,2
Personalkostnader	-118,2	-35,0	-24,9	-21,3	-25,4	-27,2	-37,0
Av- och nedskrivningar	-24,5	-7,1	-4,4	-2,6	-2,4	-2,6	-2,8
Övriga rörelsekostnader	-2,5	-4,2	-1,9	-0,6	-0,3	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-351,0	-126,0	-42,9	-62,1	-99,2	-110,1	-103,6
Finansnetto	0,6	2,6	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-350,5	-123,3	-42,6	-62,6	-99,2	-110,1	-103,6
Skatt	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-350,3	-123,4	-42,6	-63,1	-99,2	-110,1	-103,6

Balansräkning (SEK m)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR							
Immateriella anläggningstillgångar	96,9	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3	96,3
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	10,8	23,3	16,2	13,6	12,1	13,0	13,8
Övriga anläggningstillgångar	0,0	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	107,7	140,7	112,5	109,9	108,4	109,3	110,1
Varulager	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kundfodringar och övriga omsättningstillgångar	25,4	18,3	8,9	4,7	5,5	7,0	8,6
Likvida medel och kortsiktiga placeringar	286,3	134,5	70,0	221,2	109,4	1,6	50,8
Summa omsättningstillgångar	311,7	152,8	79,0	225,9	114,9	8,6	59,4
SUMMA TILLGÅNGAR	419,4	293,5	191,5	335,8	223,3	117,9	169,5
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	307,6	184,5	141,9	281,1	178,8	69,5	118,0
Summa Eget Kapital	307,6	184,5	141,9	281,1	178,8	69,5	118,0
Långfristiga finansiella skulder	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	14,8	54,0	14,9	13,0	13,1	15,0	15,5
Summa Långfristiga skulder	14,8	54,0	14,9	13,0	13,1	15,0	15,5
Kortfristiga finansiella skulder	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
Kortfristiga skulder	96,9	55,0	34,7	41,7	31,4	33,4	36,0
Summa kortfristiga skulder	96,9	55,0	34,7	41,7	31,4	33,4	36,0
Summa Eget Kapital och skulder	419,4	293,5	191,5	335,8	223,3	117,9	169,5

Kassaflödesanalys (SEK m)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kassaflöde från den löpande verksamheten före rörelsekapitalförändring	-292,5	-132,6	-55,8	-61,2	-100,6	-107,5	-100,8
Förändringar av rörelsekapital	-28,0	-15,7	-2,3	12,4	-11,1	0,5	1,0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-320,5	-148,3	-58,1	-48,8	-111,7	-107,0	-99,8
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-5,0	4,5	5,4	0,0	0,0	-0,8	-1,0
Fritt Kassaflöde	-325,5	-143,8	-52,7	-48,8	-111,7	-107,8	-100,8
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	144,3	-6,7	-12,1	199,4	0,0	0,0	150,0
Kassaflöde	-181,2	-150,4	-64,8	150,6	-111,7	-107,8	49,2

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättningstillväxt	-35%	-63%	60%	83%	-37%	80%	114%
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Lönsamhet

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROE	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROCE	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-14,4	-5,1	-1,8	-1,1	-1,8	-2,0	-1,9
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF per aktie	-13,4	-5,9	-2,2	-0,9	-2,0	-1,9	-1,8
Antal aktier efter utspädning	24,3	24,3	24,3	55,7	55,7	55,7	55,7

Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/S	8,0	12,9	6,9	15,8	19,0	14,4	5,9
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Aktiekurs (SEK)	19,7	10,2	6,8	11,2	7,4	7,4	7,4
EV, årets slut (MSEK)	191,4	112,7	95,6	403,0	303,6	411,4	362,2

Källa: Bolaget, EPB

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