



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Pharmaceuticals: Other | Sweden | 1 September 2022

Intervacc

Försäljningen av Strangvac är i gång

Försäljningen i gång

Fokus just nu är på lanseringen av Strangvac som bolaget successivt rullar ut till försäljning under året. Försäljningen startade i Sverige i mars, i Danmark i maj och i Storbritannien i mitten av augusti. Därmed borde förväntningarna på försäljningen i Q2 inte varit höga. Storbritannien är en stor och viktig marknad med hög medvetenhet kring kvarka. Vi ser fram emot försäljningsstart i flera europeiska länder under hösten.

Tidig lanseringsfas

Mottagandet och intresset tycks vara stort på de marknader där Strangvac börjat säljas. Säsongsmissigt är det framförallt i slutet av året som hästar vaccineras och vi väntar oss att större delen av årets försäljning sker i Q4. Kassaflödet påverkades av lageruppbyggnad vilket är naturligt i en lanseringsfas. Vi räknar med att kassan räcker tills Intervacc blir kassaflödespositiva vilket vi tror är i början av 2024.

Motiverat värde 92-102 kr

Vi gör endast marginella estimatjusteringar på kostnadssidan. Genom vår DCF-värdering och en WACC på 14% kommer vi fram till ett motiverat värde på 92-102 kr. I takt med att försäljningen kommer igång räknar vi med att justera ned avkastningskravet. Största risken till vårt värde är om försäljningsupptaget tar längre tid än väntat.

Calendar Events		Estimates (kr)				Risk and Potential	
		21	22e	23e	24e	Motivated value	92.0 - 102.0
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-31					Current price	SEK32.9
Delårsrapport Q3 2022	2022-11-10					Risk level	High
Bokslutskommuniké 2022	2023-02-17						
Key Figures (mkr)						One Year Performance Chart	
Number of shares	50m	Sales, mkr	5	31	120	360	
Market cap	1,657	Growth	10%	496%	284%	200%	
Net debt	(76)	EBITDA, mkr	(23.2)	(35.9)	(28.7)	34	
EV	1,581	EBIT, mkr	(29)	(57)	(53)	15	
Free float	96%	EPS, adjusted	(0.6)	(1.1)	(1.1)	0.2	
Average number of daily traded shares	83(k)	EPS growth	15%	94%	(7)%	-	
Reuters/Bloomberg	IVACC:SS	Equity/share	6.1	5.0	3.9	4.2	
		Dividend/share	0.0	0.0	0.0	0.0	
		EBIT margin	(560.8)%	(182.4)%	(44.0)%	4.3%	
		ROE	(9.5)%	(22.7)%	(26.7)%	5.7%	
		ROCE	(9.5)%	(22.7)%	(26.6)%	7.3%	
		EV/Sales	301.6x	50.6x	13.2x	4.4x	
		EV/EBITDA	(68.0)x	(44.0)x	(55.1)x	47.0x	
		EV/EBIT	(53.8)x	(27.8)x	(29.9)x	102.3x	
		P/E, adjusted	(56.4)x	(29.0)x	(31.3)x	137.5x	
		P/Equity	5.4x	6.6x	8.4x	7.9x	
		Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
		FCF yield	(1.8)%	(3.0)%	(2.0)%	0.2%	
		Net debt/EBITDA	5.0g	1.3g	0.1g	(0.3)g	
						Analysts	
						henrik.holmer@penser.se	

Kvartalet i korthet

Nettoomsättningen blev 2,6 mkr vilket var 46% högre än förra årets 1,8 mkr. EBITDA var -9,8 mkr vilket kan jämföras med förra årets -4,6 mkr. Allt fokus just nu är på lanseringen av hästvaccinet Strangvac (mot kvarka) som bolaget successivt rullar ut till försäljning under resten av året. Eftersom Intervacc löpande har skickat ut pressreleaser när de börjat sälja på en ny marknad innehåller Q2-rapporten inte mycket ny information. Försäljningen startade i Sverige i slutet av mars, i Danmark i slutet av maj och i Storbritannien i mitten av augusti. Förväntningarna inför kvartalet bör därmed inte ha varit särskilt höga. Att försäljningen är i gång i Storbritannien är viktigt då det är en stor marknad med stor medvetenhet kring kvarka som ett stort problem. På de marknader där Strangvac börjat säljas har Intervacc jobbat med utbildningskampanjer för att öka medvetandet kring kvarka och enligt bolaget har intresset varit stort för vaccinet. Flera viktiga opinionsbildare (KOL) har uttalat sig positivt om Strangvac, vilket är värdefullt då deras åsikter kan få stort genomslag inom hästvärlden. Vi ser fram emot att försäljning kan komma i gång på fler europeiska marknader under hösten, där t.ex. Tyskland och Frankrike är viktiga.

Våra prognoser är lagda på helårsbasis men vi bedömer att det kommer att vara en säsongsmässig variation under kalenderåret då inseminationsperioden för hästar är april till juli. De flesta hästar föds på senvåren och ska då vaccineras till fjärde kvartalet efter ungefär ett halvår när immunförsvaret har mognat tillräckligt. Det är även då de flesta influensavaccinationer sker, vilket också talar för att Q4 blir det starkaste kvartalet, då vi tror att Strangvac i många fall kommer att ges i samband med influensavaccin.

Under första halvåret har Intervacc byggt upp varulagret inför lanseringen vilket fick en negativ effekt på kassaflödet. Likvida medel minskade med 18 mkr under kvartalet, men vi ser den effekten som tillfällig. I en lanseringsfas är detta naturligt och även om det kan bli aktuellt med viss fortsatt lageruppbyggnad de närmaste kvartalen tror vi att detta kommer att reverseras när försäljningen kommer i gång. Vi bedömer fortsatt att kassan på 76 mkr räcker till dess att Intervacc blir kassaflödespositiva, vilket vi räknar blir i början av 2024.

Vi behåller våra försäljningsestimat efter rapporten. Våra kostnadsestimat kommer upp något, vilket får en marginell effekt på EBITDA. Vårt investeringscase är intakt.

Värdering

För att komma fram till vårt motiverade värde har vi använt oss av en DCF-värdering med en WACC på 14%, en långsiktig tillväxt på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 60%, vilket ger ett värde på 98 kr. Denna baseras på våra prognoser som sträcker sig fram till 2030 och ett terminalvärde 2035. Eftersom Strangvac precis har börjat säljas och det finns osäkerhet kring hur snabbt försäljningen kommer i gång på respektive marknad har vi satt ett avkastningskrav på 14%. I takt med att vi kan följa att försäljningen utvecklas i den takt vi förutser kommer vi kunna sänka avkastningskravet vilket då får en stor effekt på motiverat värde. I känslighetsanalysen nedan går det exempelvis att se hur värdet per aktie blir 130 kr om WACC sänks till 12%.

Vi poängterar än en gång att våra prognoser endast är gjorda på försäljning av Strangvac. All eventuell framtida försäljning från de projekt som ligger i utvecklingsportföljen ser vi som en optionsmöjlighet utöver nuvarande motiverat värde.

DCF

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA

Valuation output				WACC assumptions				Sensitivity analysis																																																																																					
Sum of PV of FCF (explicit period)	2 461			Risk free nominal rate	2.5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="4">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> <th>3.0%</th> <th>3.5%</th> <th>4.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>12.0%</th> <td>121</td> <td>126</td> <td>131</td> <td>136</td> <td>142</td> </tr> <tr> <th>13.0%</th> <td>106</td> <td>109</td> <td>113</td> <td>117</td> <td>121</td> </tr> <tr> <th>14.0%</th> <td>93</td> <td>95</td> <td>98</td> <td>101</td> <td>105</td> </tr> <tr> <th>15.0%</th> <td>82</td> <td>84</td> <td>86</td> <td>89</td> <td>91</td> </tr> <tr> <th>16.0%</th> <td>73</td> <td>75</td> <td>76</td> <td>78</td> <td>80</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2" rowspan="2"></th> <th colspan="4">Long-term EBIT margin</th> </tr> <tr> <th>50.0%</th> <th>55.0%</th> <th>60.0%</th> <th>65.0%</th> <th>70.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <th rowspan="5">WACC</th> <th>12.0%</th> <td>117</td> <td>124</td> <td>131</td> <td>138</td> <td>145</td> </tr> <tr> <th>13.0%</th> <td>101</td> <td>107</td> <td>113</td> <td>118</td> <td>124</td> </tr> <tr> <th>14.0%</th> <td>89</td> <td>93</td> <td>98</td> <td>103</td> <td>108</td> </tr> <tr> <th>15.0%</th> <td>78</td> <td>82</td> <td>86</td> <td>90</td> <td>94</td> </tr> <tr> <th>16.0%</th> <td>70</td> <td>73</td> <td>76</td> <td>80</td> <td>83</td> </tr> </tbody> </table>						Long-term growth rate				2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	WACC	12.0%	121	126	131	136	142	13.0%	106	109	113	117	121	14.0%	93	95	98	101	105	15.0%	82	84	86	89	91	16.0%	73	75	76	78	80			Long-term EBIT margin				50.0%	55.0%	60.0%	65.0%	70.0%	WACC	12.0%	117	124	131	138	145	13.0%	101	107	113	118	124	14.0%	89	93	98	103	108	15.0%	78	82	86	90	94	16.0%	70	73	76	80	83
		Long-term growth rate																																																																																											
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%					4.0%																																																																																			
WACC	12.0%	121	126	131	136					142																																																																																			
	13.0%	106	109	113	117					121																																																																																			
	14.0%	93	95	98	101					105																																																																																			
	15.0%	82	84	86	89					91																																																																																			
	16.0%	73	75	76	78					80																																																																																			
		Long-term EBIT margin																																																																																											
		50.0%	55.0%	60.0%	65.0%					70.0%																																																																																			
WACC	12.0%	117	124	131	138	145																																																																																							
	13.0%	101	107	113	118	124																																																																																							
	14.0%	89	93	98	103	108																																																																																							
	15.0%	78	82	86	90	94																																																																																							
	16.0%	70	73	76	80	83																																																																																							
PV of terminal value (perpetuity formula)	2 407			Risk premium	5.5%																																																																																								
Enterprise value	4 869			Extra risk premium	2.2%																																																																																								
Latest net debt (inc. Acquisition)	-76			Beta	1.5																																																																																								
Minority interests & other	0			Cost of equity	14.0%																																																																																								
Equity value	4 945			Cost of debt (pre-tax)	5.0%																																																																																								
No. of shares outstanding (millions)	50			Tax rate	22%																																																																																								
Equity value per share (SEK)	98			Target debt/(debt + equity)	0%																																																																																								
				WACC	14.0%																																																																																								

Implicit multipl.				Terminal value assumptions			
EV/Sales	155.9	40.6	13.5	Long term growth rate	3.0%		
EV/EBITDA	-135.4	-169.7	144.7	Long term EBIT margin	60.0%		
EV/EBIT	-85.5	-92.2	315.2	Depreciation (% of sales)	2.0%		
EV/NOPLAT	-109.6	-118.2	404.1	Capex (% of sales)	2.0%		
P/E				Working cap. (% of sales)	10.3%		
ROIC/WACC				Tax rate	22%		
Current Share price	32.10						

	2022-08-31	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-27	Dec-28	Dec-29	Dec-30	Dec-31	Dec-32	Dec-33	Dec-34	Terminal
DCF (SEKm)		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Sales		5	5	31	120	360	593	945	1 310	1 642	1 923	1 977	2 222	2 446	2 634	2 775	2 859
EBITDA		-20	-23	-36	-29	34	164	397	717	980	1 154	1 179	1 333	1 475	1 598	1 692	1 772
- Depreciation		-6	-6	-21	-24	-18	-18	-17	-17	-17	-17	-17	-23	-30	-37	-45	-57
= EBIT		-26	-29	-57	-53	15	146	380	700	963	1 137	1 162	1 309	1 445	1 560	1 648	1 715
- Tax on EBIT		6	6	13	12	-3	-32	-84	-154	-212	-250	-256	-288	-318	-343	-362	-377
= NOPLAT		-20	-23	-44	-41	12	114	297	546	751	887	906	1 021	1 127	1 217	1 285	1 338
+ Depreciation		6	6	21	24	18	18	17	17	17	17	17	23	30	37	45	57
= Gross cash flow		-14	-17	-23	-17	30	132	314	563	768	904	924	1 045	1 157	1 254	1 330	1 395
- Capex		-11	-23	-2	-2	-2	-2	-8	-12	-18	-23	-27	-33	-39	-46	-52	-57
= Increase (+decrease) in WC		-1	-2	-29	-13	-24	-5	-36	-38	-34	-29	-6	-25	-23	-19	-15	-9
= Free cash flow from operations		-26	-42	-55	-32	4	125	270	513	717	852	891	987	1 095	1 189	1 263	1 329
PV of cash flow				-53	-27	3	81	154	257	315	328	301	293	285	271	252	2 407
% of Enterprise value				-1%	-1%	0%	2%	3%	5%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	49%
Accumulated % of Enterprise value				-1%	-2%	-2%	0%	3%	9%	15%	22%	28%	34%	40%	45%	51%	100%

Key figures	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Sales growth	9.6%	495.7%	284.4%	199.5%	65.0%	59.3%	38.6%	25.3%	17.1%	14.8%	12.4%	10.1%	7.7%	5.4%	3.0%	
EBITDA margin	-44.3%	-115%	-24%	9%	27.7%	42.0%	54.7%	59.7%	60.0%	59.6%	60.0%	60.3%	60.6%	61.0%	62.0%	
EBITDA growth	19%	55%	-20%	-217%	388.7%	141.6%	80.4%	36.8%	17.7%	2.2%	13.0%	10.7%	8.3%	5.9%	4.7%	
EBIT margin	-56.1%	-182%	-44%	4%	25%	40%	53%	59%	59%	59%	58.9%	59.1%	59.2%	59.4%	60.0%	
Depreciation (% of sales)	117.4%	67.3%	20.1%	5.1%	3.1%	1.8%	1.3%	1.0%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%	2.0%	
Capex (% of sales)	441.3%	6.4%	1.7%	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%	
Capex (% of depreciation)	376%	10%	8%	11%	11%	45%	72%	103%	136%	154%	140%	130%	122%	116%	100%	
Working capital (% of sales)		-198%	61%	26%	15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	
Tax rate	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	

EPB

Största aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktier
Handelsbanken Fonder	9,03%	9,03%
Swedbank Robur Fonder	6,82%	6,82%
Avanza Pension	6,45%	6,45%
Fjärde AP-fonden	4,88%	4,88%
Övriga	72,82%	72,82%
Ordförande		Björn Sjöstrand
Verkställande direktör		Andreas Andersson
Finansdirektör		Jan Persson
Investerarkontakt		Andreas Andersson
Hemsida		www.intervacc.se

Motiverat värde och aktiekurs



Holdings

Factset, EPB

Resultaträkning

Resultaträkning	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoutsättning	78	63	56	48	36	12	5	5	31	120	360	593
Aktiverat arbete för egen räkning	2	2	2	2	2	2	2	4	4	4	4	4
Övriga rörelseintäkter	0	0	1	1	1	3	3	3	1	1	1	1
Summa rörelseintäkter	80	65	58	51	39	18	10	11	36	125	364	598
Handelsvaror, råvaror och förnödenheter	-44	-36	-41	-35	-30	-12	-2	-3	-26	-100	-274	-371
Övriga externa kostnader	-9	-9	-8	-10	-10	-11	-12	-15	-24	-28	-32	-36
Personalkostnader	-11	-11	-10	-12	-13	-17	-15	-17	-21	-23	-24	-27
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	-1	-2	0	0	0	-2	-2	0	0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	16	8	-1	-7	-16	-22	-20	-23	-36	-29	34	164
Avskrivningar och nedskrivningar av materiella och immateriella anläggningstillgångar	-6	-6	-6	-6	-15	-6	-6	-6	-21	-24	-18	-18
Summa rörelsekostnader	-70	-63	-65	-65	-70	-45	-35	-41	-93	-178	-349	-452
Rörelseresultat (EBIT)	10	2	-7	-14	-31	-28	-26	-29	-57	-53	15	146
Finansnetto	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	10	1	-8	-14	-31	-28	-26	-29	-57	-53	15	146
Skatt	0	-1	1	1	4	0	0	0	0	0	-3	-31
Periodens resultat	9	0	-7	-13	-27	-28	-26	-29	-57	-53	12	115

EPB

Balansräkning

Balansräkning	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Tillgångar												
Balanserade utgifter för utvecklingsarbeten och liknande arbeten	54	64	74	86	100	139	149	171	157	140	123	105
Koncessioner, patent, licenser, varumärken samt liknande rättigheter	4	4	5	6	6	7	8	8	9	10	11	12
Goodwill	53	47	41	35	29	24	18	12	6	0	0	0
Inventarier, verktyg och installationer	3	3	2	2	1	1	0	1	1	1	1	1
Uppskjutna skattefordran	4	4	3	6	11	11	11	11	11	11	11	11
Summa anläggningstillgångar	118	122	126	135	149	181	186	203	184	162	146	130
Varulager	12	16	20	17	11	1	2	7	19	36	72	89
Kundfordringar	2	3	2	3	3	1	0	0	3	12	36	59
Aktuell skattefordran	2	0	2	2	2	0	0	1	1	1	1	1
Övriga fordringar	0	1	0	1	1	0	1	1	1	1	1	1
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2
Kassa och bank	20	13	13	21	37	53	164	116	48	5	9	135
Summa omsättningstillgångar	37	33	38	45	54	56	169	126	73	56	120	286
Summa tillgångar	155	155	164	180	203	237	355	329	258	218	266	416
Eget kapital och skulder												
Aktiekapital	16	20	22	32	75	87	100	100	100	100	100	100
Övrigt tillskjutet kapital	8	58	66	102	111	158	288	288	288	288	288	288
Annat eget kapital inklusive årets resultat	78	48	42	30	4	-25	-50	-80	-137	-190	-178	-63
Summa eget kapital	102	127	130	165	190	220	338	308	251	198	210	325
Uppskjutna skatteskulder	3	2	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skulder till kreditinstitut	15	12	8	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	18	14	9	2	1	0	0	0	0	0	0	0
Checkräkningskredit	0	0	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Skulder till kreditinstitut	6	6	6	7	0	0	0	0	0	0	0	0
Förskott från kunder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	2	3	7	3	7	5	10	10	3	12	36	59
Övriga skulder	25	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	3	1	2	3	11	6	10	2	6	18	30
Summa kortfristiga skulder	35	14	25	13	12	17	17	21	6	20	56	91
Summa eget kapital och skulder	155	155	164	180	203	237	355	329	258	218	266	416

EPB

Kassaflödesanalys

Kassaflödesanalys	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Rörelseresultat		2	-7	-14	-31	-28	-26	-29	-57	-53	15	146
Justeringar för poster som inte ingår i kassaflödet		6	7	7	16	5	6	6	21	24	18	18
Ränta		-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Betald skatt		0	-3	-2	0	0	0	0	0	0	-3	-31
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	0,000	7	-4	-9	-15	-23	-19	-23	-36	-29	30	133
Förändringar av rörelsekapital		-26	-1	-10	11	20	-1	-2	-29	-13	-24	-5
Kassaflöde från den löpande verksamheten	0	-19	-4	-19	-4	-3	-20	-25	-65	-42	6	128
Förvärv av balanserade utgifter för utvecklingsarbeten		-10	-10	-12	-23	-39	-10	-22	0	0	0	0
Förvärv av patent, licenser mm		-1	-1	0	0	-1	-1	0	-1	-1	-1	-1
Förvärv/försäljning av materiella anläggningstillgångar		0	1	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamheten	0	-10	-10	-13	-23	-39	-11	-23	-2	-2	-2	-2
Nyemission minus emissionskostnader		25	10	46	50	58	143	0	0	0	0	0
Upptagna lån och amortering av lån		-2	6	-6	-7	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	0	23	15	40	42	58	143	0	0	0	0	0
Periodens kassaflöde	0	-6	1	8	15	16	112	-49	-67	-44	4	126
Likvida medel vid periodens början		-6	1	13	21	37	53	164	116	48	5	9
Kursdifferens i likvida medel		-1										
Likvida medel vid periodens slut		13	13	21	37	53	164	116	48	5	9	135

EPB

Nyckeltal

Nyckeltal	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ömsättningsstillväxt		-20%	-12%	-14%	-26%	-66%	-61%	10%	496%	284%	200%	65%
EBITDA-tillväxt		-48% nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	55%	-20%	-217%	389%
EBIT-tillväxt		-79% nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	94%	-7%	-129%	847%
Bruttomarginal	44%	43%	27%	27%	15%	5%	50%	49%	18%	16%	24%	37%
EBITDA-marginal	21%	14%	-2%	-15%	-45%	-179%	-408%	-443%	-115%	-24%	9%	28%
EBIT-marginal	13%	3%	-13%	-28%	-87%	-229%	-537%	-561%	-182%	-44%	4%	25%
Skattesats	-3%	-89%	-14%	-10%	-11%	0%	0%	0%	0%	0%	-21%	-21%
Antal aktier			16,1	16,1	37,7	43,5	50,4	50,4	50,39	50,39	50,39	50,39
EPS			-0,42	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,13	-1,05	0,24	2,28
EPS-tillväxt				88%	-8%	-12%	-21%	15%	94%	-7% nm		853%
FCF per aktie			-0,9	-2,0	-0,7	-1,0	-0,6	-1,0	-1,3	-0,9	0,1	2,5
FCF Yield				-27%	-11%	-5%	-1%	-2%	-3%	-2%	0%	6%
Utdelning per aktie			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Direktavkastning				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Eget kapital per aktie												
Aktiekurs				7,33	6,7	18,05	52,8	53,2	44	44	44	44
ROE	9%	0%	-5%	-8%	-14%	-13%	-8%	-10%	-23%	-27%	6%	35%
ROCE	8%	1%	-5%	-8%	-16%	-13%	-8%	-10%	-23%	-27%	7%	45%
Varulager av nettoomsättning	16%	26%	35%	36%	31%	10%	33%	126%	60%	30%	20%	15%
Kundfordringar av nettoomsättning	3%	4%	3%	6%	9%	4%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
Leverantörsskulder av nettoomsättning	3%	4%	12%	6%	21%	40%	200%	184%	10%	10%	10%	10%
Nettoskuld	0	6	11	-13	-35	-52	-164	-115	-48	-4	-9	-134
Soliditet	66%	82%	80%	92%	94%	93%	95%	94%	97%	91%	79%	78%
Nettoskuld / EBITDA								-5,0	-1,3	-0,1	-0,3	-0,8
Market Cap				118	252	786	2 659	2 681	2 217	2 217	2 217	2 217
EV		6	11	105	217	734	2 495	2 566	2 169	2 213	2 209	2 083
EV/EBITDA	0,7	-9,7	-14,7	-13,4	-33,8	-127,9	-110,4	-60,3	-77,1	65,6	12,7	
EV/EBIT	2,7	-1,4	-7,7	-7,0	-26,4	-97,2	-87,3	-38,1	-41,9	143,0	14,2	
P/E				-9,3	-9,2	-28,2	-103,9	-91,3	-38,9	-41,9	184,1	19,3
EV/Sales		0,1	0,2	2,2	6,1	60,5	522,0	489,5	69,5	18,4	6,1	3,5
P/Sales				2,5	7,1	64,7	556,3	511,5	71,0	18,5	6,2	3,7

EPB

This publication (“the Publication”) has been compiled by Erik Penser Bank (“the Bank”) exclusively for clients of the Bank. The contents are based on information from publicly available sources which have been deemed reliable. No guarantee is extended as to the accuracy and completeness of the contents of the document or the forecasts and recommendations provided therein. The Bank may permit employees of another department or analysed company (“the company”) to read facts or series of facts in order to verify the same. The Bank does not disclose conclusions or assessments included in the Publication in advance. Opinions stated in the Publication are those of the analyst at the time the Publication was prepared and such opinions are subject to change. No assurance is provided that future events will be in accordance with opinions stated in the Publication.

The information in the Publication must not be understood as encouragement or recommendation to enter into transactions. The information does not take into account an individual recipient’s investment knowledge and experience, financial situation, or investment goals. The information thus does not constitute a personal recommendation or investment advice.

The Bank disclaims all liability for direct or indirect loss that may be based upon the Publication. Investments in financial instruments are associated with financial risk. The investment may go up or down in value or become entirely worthless. Past favourable performance of an investment is not a guarantee of future performance.

Fair value and risk

The fair value reflects a value for the share on the day the analysis is published in a range corresponding to approximately 5-10%. The Bank uses several different valuation models to value financial instruments, such as cash flow models, valuation of multiples and breakup value analysis.

The valuation method and the approach for determining the fair value should be apparent in the analysis and may vary from company to company. Significant assumptions used in valuations are based on currently available market data and a scenario for the company’s future development that we consider reasonable. As regards risk, the share is classified on a High-Medium-Low scale based on a number of known parameters relevant to the company. A general guideline for being classified as low risk is that the company has positive cash flow and that no individual factor affects net sales by more than 20%. The corresponding general description of high risk is that the company has not achieved positive cash flow or that an individual factor affects net sales by more than 50%.

The research presented in the Publication was performed in accordance with the terms and conditions of the “Penser Access” service that the Bank performs on behalf of analysed companies. The analysed company remunerates the Bank for the aforementioned service. The fair value and risk classifications are continuously updated. Click here <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> to view the history of investment recommendations issued by the Bank.

General

The Bank’s consent is required to copy or disseminate the Publication in whole or in part. The Publication must not be disseminated or made available to any natural or legal person in the United States of America (other than as provided under Rule 15a–16, Securities Exchange Act of 1934), Canada, or any other country that imposes statutory restrictions on the dissemination and availability of the contents of the material.

The Bank has prepared an Ethics Policy and a Conflicts of Interest Policy. The aim of these policies is to protect against and prevent conflicts between the interests of clients and departments within the Bank. The approach used by the Bank to prevent conflicts of interest includes restrictions on communications (Chinese Walls). The Research Department is physically separated from the Corporate Finance department, which occupies separate premises. The Corporate Finance department is not permitted to participate in the production of a Publication or to express opinions on a Publication. However, there may from time to time exist a client relationship or advisory situation between a company covered in a Publication and a department of the Bank other than the Research Department. The Bank has drawn up internal restrictions concerning when employees are permitted to conduct trades in a financial instrument that is the subject of an Investment Recommendation.

From time to time, the Bank performs assignments for a company that is mentioned in a Publication. The Bank may, for example, be acting as an advisor or issuer agent to the company or as the liquidity guarantor for one of the company’s securities. If such is the case, this has been stated in the Publication. The Bank, its owners, directors, or employees may own shares in companies mentioned in the Publication. All employees of the Bank must report their holdings in securities and must report all transactions. The Bank and its employees comply with guidelines issued by the Swedish Securities Dealers Association concerning employee transactions. The analyst who has prepared Investment Research as referred to in Chapter 11, section 8 of the Swedish Financial Supervisory Authority’s Regulations regarding securities (FFFS 2007:16) and others involved in this work are not permitted to trade on their own account in the covered Financial Instrument or related Financial Instruments in contravention of the applicable recommendation. The Bank’s Compliance Department monitors all employee transactions.

The Bank pays salaries to analysts, which may also consist of a share of the Bank’s profits but which is never linked to the financial performance of another department. Neither the Bank nor the individuals who compiled the Publication have holdings (long or short) in the financial instruments issued by the analysed company that exceed 0.5% of the analysed company’s share capital.

For the company in question, the Bank also conducts research in accordance with the terms of the “Penser Access” paid-for service. Click here <https://epaccess.penser.se/> for more information about this service.

Erik Penser Bank is authorised to conduct securities operations and is under the supervision of the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen)

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