



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsövärd | Sverige | 14 September 2022

Medivir

Resultat väntas senare i år

Kostnaderna tickade nedåt

Bolaget visar på bra kontroll av kostnaderna i Q2 och det finansiella läget är fortsatt under kontroll. Vår bedömning är att likvida medel om 162,8 mkr ger bolaget finansiering över 2023. Rekryteringen till fostrox fas 1/2a-studien har gått lite långsammare än förväntat, men ändringar i inklusionskriterierna gör att tidsplanen trots det ska kunna hålla och därmed kan vi se fram emot första data mot slutet av året.

ESMO förändrar inte vår bild över potentialen för fostrox

Den stora europeiska cancerkonferensen, ESMO, har avslutats med en mängd ny data som presenterades inom HCC. Utifrån att ha följt konferensen på avstånd så är vårt samlade intryck att det sker många positiva framsteg, men visar även på att behovet av ett läkemedel som fostrox kvarstår, där dess mekanism skulle kunna vara ett betydelsefullt komplement till existerande behandlingar.

Stärkt nyhetsflöde

Vi har gjort vissa förändringar i våra prognoser, men inga dramatiska sådana. Framför allt ändrar vi inte vår syn på potentialen i projekten och upprepar ett motiverat värde om 15-16 kr. Den främsta triggern för aktien är kliniska resultat för fostrox och birinapant. Här väntar vi oss data senare i år. Därtill väntas ett nytt partnerprojekt nå klinisk fas och ge en ökad bredd i pipeline. Förseningar är främsta risken.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	15.0 - 16.0	
EPS, justerad 22e	-1.9	-1.8	-6.7%	Omsättning, mkr	26	3	22	68	Aktiekurs	SEK8.0
EPS, justerad 23e	-1.9	-2	-3.8%	Tillväxt	1%	(1)%	7%	2%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	-1.5	-1.9	-19.8%	EBITDA, mkr	(59.5)	(100.8)	(101.9)	(79.5)		
				EBIT, mkr	(62)	(103)	(104)	(82)		
				EPS, justerad	(1.1)	(1.9)	(1.9)	(1.5)		
				EPS tillväxt	-%	-%	-%	-%		
Kommande händelser										
Q3 2022		3 nov 2022		EK/aktie	5.0	3.1	2.8	1.2		
Q4 2022		15 feb 2022		Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
Q1 2023		27 april 2023		EBIT-marginal	-%	-%	-%	-%		
				ROE (%)	(22.4)%	(40.7)%	(81.3)%	(80.4)%		
				ROCE	(22.1)%	(40.7)%	(81.3)%	(80.4)%		
Bolagsfakta (mkr)										
Antal aktier		56m		EV/Sales	11.1x	105.1x	12.7x	4.2x		
Börsvärde		446		EV/EBITDA	(4.8)x	(2.8)x	(2.8)x	(3.6)x		
Nettoskuld		(163)		EV/EBIT	(4.6)x	(2.7)x	(2.7)x	(3.5)x		
EV		284		P/E, justerad	(7.1)x	(4.2)x	(4.2)x	(5.4)x		
Free float		87%		P/EK	1.6x	2.6x	2.9x	6.5x		
Daglig handelsvolym, snitt		81(k)		Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Reuters/Bloomberg		Mvir.sr/Mvir ss		FCF yield	(7.8)%	(25.7)%	(23.9)%	(18.1)%		
				Nettosk./EBITDA	3.7g	1.0g	0.9g	0.1g		

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Resultat väntas senare i år

Investment Case

Fostroxacitabine bralpapamide (fostrox) utvecklas inom primär levercancer (HCC) och är bolagets mest avancerade projekt och betydelsefullaste för aktien. Därtill har Medivir en växande portfölj av lovande projekt licensierade till partners och som kan generera intäkter på kort såväl som på längre sikt, vilket ger en attraktiv riskspridning anser vi.

Den unika verkningsmekanismen för fostrox ger projektet en bred potential att kunna kombineras med flera av de etablerade behandlingar inom HCC, varför vi ser en betydande kommersiell potential på över USD 1 md. Behandlingsområdet har genomgått en omfattande breddning, men det handlar fortsatt om två dominerande behandlingsformer, immunterapier och tyrosinkinashämmare (TKI). Fler av de stora spelarna inom cancerfältet är aktiva inom indikationen, något som vi bedömer kan påskynda intresset av att licensiera fostrox, genom att via kombinationsbehandling med fostrox kunna differentiera sin egna behandling mot konkurrenters. En fas 1-studie har slutförts med lovande resultat och i slutet av 2021 inleddes en fas 1b/2a-kombinationsstudie, där fostrox utvärderas tillsammans med immunterapin (Keytruda) eller TKIn (Lenvima).

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 fostrox. Vi bedömer att marknaden underskattar potentialen i fostrox, överskattar riskerna och därtill har 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 slimmat sin organisation och är idag inriktat på att bygga värden i sina kliniska projekt, där fostrox utvecklas på egen hand inom indikationen HCC. Fostrox är en tumörselektiv oral cancerbehandling. Mekanismen skiljer sig från dagens etablerade behandlingsalternativ inom HCC, därmed finns även potential att uppnå synergier med dessa, vilket backas upp av prekliniska studier. HCC är en elakartad cancerform där överlevnadsutsikterna för patienterna fortsatt är mycket dåliga. Fältet har gått från en godkänd produkt till att idag uppgå till drygt tio godkända behandlingar och kombinationer utav dessa. Trots ett ökat antal godkända behandlingar har merparten samma verkningsmekanism och de kan huvudsakligen kategoriseras i två läkemedelsklasser, immunterapier och läkemedel som är riktade mot signalvägar för att begränsa tumörtillväxt.

Under 2021 slöts ett omfattande avtal för birinapant med IGM Biosciences för de exklusiva globala rättigheter mot milstolpsersättningar på upp till cirka USD 350m, samt stegvis stegrande royalty upp till "mid-teens" av nettoförsäljningen. IGM framstår för oss som en idealpartner för birinapant, där deras projekt IGM-8444 är en intressant och lovande kombinationsmöjlighet. En fas 1-kombinationsstudie pågår. Bolaget har även tecknat flera avtal kring sina prekliniska projekt, där åtminstone tre är aktiva.

Bolagets organisation har bantats och per den sista juni 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 återfinns på Small cap-listan.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 14 September 2022

Sammanfattning

Resultat väntas senare i år

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 ligger på fostrox och birinapant, där vi ser att det finns en tydlig väg framåt som har stöd av finansiering. Vi har även inkluderat nuvärdesberäknade kassaflöden för Xerolear (munsår). (För ytterligare information om våra antaganden se vår initiering från 7 december 2021: läs [här](#)). Mot bakgrund av stigande räntor och ökad riskaversion i marknaden så har vi justerat upp vårt avkastningskrav till 18 procent (15). En svagare svensk krona har en motsatt och positiv effekt på värderingen. Sammantaget får vi ett NPV om 15,1 kr per aktie och vi sätter vårt motiverade värde till 15-16 kr (oförändrat).

Sum-of-the-parts Värdering						
Projekt	Indikation	Sannolikhet för godkännade	Peak sales (M USD)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
Birinapant	Solida tumörer	10%	1 000	2027	190	3,4
Fostroxacitabine	HCC	13%	1 400	2027	525	9,4
Teknologivärde					716	12,8
Xerolear (Munsår)					30	0,5
Nettokassa					163	2,9
Gemensamma kostnader admin					-67	-1,2
NPV					842	
Antal aktier					56	
NPV per aktie					15,1	

*MSEK, USD=10,5 kr

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					
	16%	17%	18%	19%	20%		16%	17%	18%	19%	20%
7%	5,9	5,3	4,9	4,5	4,1	4%	1,6	1,5	1,4	1,3	1,2
10%	8,8	8,0	7,4	6,8	6,2	7%	2,8	2,6	2,4	2,2	2,1
13%	11,2	10,3	9,4	8,7	8,0	10%	3,9	3,7	3,4	3,2	3,0
16%	14,5	13,3	12,2	11,3	10,4	13%	5,1	4,8	4,4	4,1	3,9
19%	17,3	15,9	14,6	13,5	12,4	16%	6,2	5,8	5,4	5,0	4,7

Värdering av jämförbara bolag

Eftersom 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 utvecklingskede.

(MSEK)	Marknadsvärde	Aktiepris	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Utvecklingsfas	Antal aktiva kliniska projekt	Antal partners
Listade jämförbara Onkologi-bolag							
Active Biotech	267	1,01	65	202	Fas 1-2	2	1
Alligator Bioscience	350	1,58	193	157	Fas 1-2	2	0
Bioinvent	2 855	44,0	1 499	1 357	Fas 1	3	1
Cantargia	610	3,65	580	29	Fas 2	1	0
Medivir	446	8,01	163	283	Fas 1-2	2	1
Scandion Oncology	238	5,85	162	76	Fas 2	2	0
Medel	794			351			
Median	398			180			

Källa: EPB, Infront, Holdings

Ovanstående relativvärdering är ett trubbigt instrument, men den ger i alla fall en grov bild. Vi kan konstatera att många av värderingarna kommit ned ordentligt i år och det är särskilt tydligt för de bolag som tagit in kapital, så som för Cantargia. Även om värderingen för Medivir hållit emot relativt väl i år, framstår inte värderingen särskilt hög mot jämförelsebolagen. Något som vi tycker borde premieras är att Medivir har en partner till birinapant och därtill lyckats licensiera flera av sina projektet i preklinisk fas.

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 fostrox 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 fostrox. Därtill förväntar vi oss första data från birinapant-studien som genomförs av IGM Biosciences.

I ett scenario där fas I/II-studien för fostrox är framgångsrik, som ger stöd för vidareutveckling, 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 av 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 fostrox 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.

Kostnadsutvecklingen pekade nedåt

Under Q2'22 uppgick nettoomsättningen till 0,5 mkr (0,9), där lägre royalty för Xerclear förklarar minskningen. På kostnadssidan var trenden ned jämfört med utvecklingen i Q1'22 och sjönk med 10,0 mkr till 22,9 mkr (19,2). Skillnaden verkar huvudsakligen bero på att vissa engångskostnader togs under Q1. För perioden hamnade EBIT på -22,0 mkr (-17,8). Kassaflödet från den löpande verksamheten utvecklades bättre än EBIT och uppgick till -17,6 mkr (-21,9), där rörelsekapitalförändringar gav en positiv effekt om 5,4 mkr (-4,1). Vid utgången av det andra kvartalet hade bolaget likvida medel om 162,8 mkr, att jämföra med 180,8 mkr efter Q1'22.

Prognosändringar

Bolagets licenspartner IGM Bioscience (IGM) fortsätter att visa ett starkt engagemang kring utvecklingen av birinapant (IGM-9427), där tre av de fyra dosgrupperna i fas 1-delen av studien är klara och patienter till den fjärde dosgruppen har rekryterats. Vår bedömning är att en milstolpsbetalning för Medivir från IGM kan bli aktuell vid dosering av första patient i fas 2-delen i studien. Vi bedömer att detta kan inträffa omkring årsskiftet, men för att vara försiktiga har vi valt att flytta intäkten till 2023 mot tidigare slutet av 2022.

På kostnadssidan har vi efter rapporten för andra kvartalet tagit ned vår prognos med omkring 9 mkr för i år och 12 mkr för 2023. Sammantaget, efter prognosförändringar, förväntar vi oss ett något lägre än tidigare förväntat resultat för i år, men ett något bättre för nästa år, se nedan.

Prognosförändringar 2022-2024 (mkr)				
		2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	Ny	2,7	22,3	67,6
	Tidigare	15,9	28,7	61,5
Diff		-489%	-29%	9%
EBIT	Ny	-103,2	-104,3	-81,9
	Tidigare	-99,2	-110,1	-103,6
Diff		4%	-6%	-26%
EPS (SEK)	Ny	-1,9	-1,9	-1,5
	Tidigare	-1,8	-2,0	-1,8
Diff		-5%	5%	21%

Källa: EPB

Vår bedömning är fortsatt att bolaget har finansiering genom 2023, där vi inkluderat en risk-justerad milstolpsersättning om 18,9 mkr i våra estimat för 2023. Vi vill även poängtera att vi i våra prognoser tagit med en finansiering om 100 mkr under 2023 för att täcka förväntade underskott till och med 2024 (risk-justerade estimat). Vi utesluter inte att det kan finnas ytterligare finansieringsbehov.

Protokoll-justeringar i fostrox studien

Det viktigaste beskedet i rapporten var att bolaget sett en långsammare patientrekryteringstakt i fas 1-delen av fostrox-studien, vilket varit mest påtagligt vid center i Europa. Totalt är femton center aktiva i Spanien, Storbritannien och Sydkorea och planen är att öppna fler.

Som vi redan tog upp i initieringen så har behandlingsstandarden inom HCC snabbt förändrats och första linjen (1L) utgörs av en kombination med Avastin (bevacizumab) och Tecentriq (atezolizumab) från Roche. Detta har stökat till det lite för Medivir, då det ursprungliga protokollet byggde på att utvärdera fostrox i kombination med antingen Keytruda eller Lenvima i andra behandlingslinjens (2L) patienter. Lenvima verkar fortsatt ha en plats i 2L-patienter, men vi känner oss mer tveksamma till Keytrudas position i denna linje. Läget för Keytruda kan försvåras ytterligare av nya lovande data för exempelvis Astrazenecas kombination med Imfinzi (durvalumab) och tremelimumab i Himalaya-studien (1L), myndighetsutvärdering pågår och besked väntas i Q4'22.

För att möta de förändrade förutsättningar så har Medivir justerat studie-protokollet, så att patienter från den tredje linjen (3L) även kan inkluderas. Vi ser positivt på detta och förändringen bör leda till bättre möjligheter att få in patienter i studien. Vi anser dock att det inte är helt utan utmaningar att inkludera patienter i en senare behandlingslinje, då det kan innebära sämre hälsotillstånd för patienter och mer svårbehandlad tumör. Förändringarna som skett av ordningsföljden för behandlingarna inom HCC-området kan även innebära utmaningar vid kommande utvärdering av fas 1-data, då det kan saknas tillförlitliga referenser att jämföra resultaten med.

Vi vill dock poängtera att utmaningarna främst handlar om hur studier kan designs för att snabbast möjligt driva utvecklingen för fostrox och att vi ser fortsatt inte någon förändrad potentialen. Verkningsmekanismen är unik och på pappret väl lämpad för att kombineras med de etablerade behandlingarna. Vi tror snarare att den tilltagande konkurrens inom området kan förstärka intresset för fostrox från aktörer som vill etablera differentierade kombinationsbehandlingar.

Intressanta nyheter från ESMO

Fram till den 13 september pågick den stora europeiska cancer-konferensen ESMO (European Society for Medical Oncology). Som alltid ett späckat program med många intressanta resultat.

Den kanske främsta nyheten inom området senaste tiden var data för LEAP-002-studien och mer detaljerad data presenterades (Keytruda utvärderades i kombination med Lenvima (1L) jämfört med enbart Lenvima) på ESMO. Det primära målet om statistiskt förbättrad överlevnad för kombon kunde inte visas (32,1 månaders uppföljning), men en positiv trend i medianöverlevnad om 21,2 mån jämfört med 19,0 mån. Noterbart är att medianöverlevnaden i Lenvima-armen var bättre än vad som observerats i tidigare kliniska prövningar inom HCC. Biverkningarna var i nivå med vad som kan förväntas med begränsade skillnader mellan behandlingsarmarna. Vi kan passa på att påminna om att i den registreringsgrundande studien för Tecentriq och Avastin visades en medianöverlevande för kombon på 19,2 mån, men här jämfördes med mindre effektiva Nexavar från Bayer/Onyx som visade överlevnad på 13,4 mån. Det verkar dock som att Merck kastar in handduken och inte avser att gå vidare med data till myndigheter. Det positiva för Medivirs pågående studie är att Lenvimas position sannolikt förstärkts.

Vi vill även nämna det negativa utfallet i COSMIC-312-studien tidigare i år (immunterapi plus TKI), där Tecentriq och Cabometyx (cabozantinib) från Exelixis Inc utvärderades i en fas 3-studie i 1L-patienter och jämfördes med Nexavar. Det intressanta var att den progressionsfria överlevnaden för patienterna var betydligt bättre för kombon, 6,8 mån mot 4,2 mån, men att det inte omsattes i förlängd medianöverlevnad, 15,4 mån mot 15,5 mån. LEAP-002 och COSMIC-312 är båda kombinationsstudier med immunterapi och TKIer, men resultaten ger inte något stöd för synergier av att kombinera dessa behandlingar. Något som kan stärka intresset för fostrox bedömer vi.

Kinesiska Jiangsu Hengrui har dock lyckats visa på positiva data i att kombinera immunterapi och TKI. En fas 3-studie (1L) där kombon camrelizumab och rivoceranib jämfördes med Nexavar visade på överlevnadsfördelar. Medianöverlevnaden uppgick till 22,1 mån mot 15,2 mån. Kombon uppvisade dock en högre frekvens allvarliga biverkningar som kan begränsa den möjliga patientpopulationen. Det är dock intressanta resultat med en ordentligt förlängd överlevnad. Det som förmodligen stoppar från ett godkännande i EU och USA är att patienterna i studien huvudsakligen kom från Kina. Vi bedömer att myndigheter troligen vill se mer data från patienter i EU och USA.

Annat av intresse var data från en fas 3-studie i 1L-patienter med tislelizumab (samma mekanism som för Keytruda) från Beigene/Novartis, där behandlingen jämfördes med Nexavar. Studien visade på en jämförbar medianöverlevnad mellan behandlingarna. Tislelizumab visade dock bättre och längre tumörrespons och en mildare biverkningsprofil. Behandlingen är godkänd i Kina och Beigene siktar mot EU och USA. Lenvima godkändes i EU och USA utan att visa överlägsen medianöverlevnad mot Nexavar, vilket talar för ett godkännande. Motargumentet till ett godkännande i EU och USA är även här att merparten av patienterna var från Asien.

Partnerprojekt närmar sig klinisk fas

En styrka i Medivir är bolagets bredd med flera projekt under aktiv utveckling och som är licensierade av partners. Merparten är ännu i tidig fas, vilket är orsaken till att vi inte tagit med dessa i värderingen. Ett projekt som dock avancerar är MET-X, som utvecklas av Infex Therapeutics med inriktning mot resistenta bakterier (metallo-beta-laktamas). Prekliniska data med lovande resultat har presenterats under 2022 och Infex har indikerat en målsättning om att kunna påbörja fas 1-studie senast under 2023. I nuläget bygger avtalet på vinstdelning, där Medivirs andel sjunker desto mer Infex investerar i utvecklingen.

För USP-1-programmet är den senaste kommunikationen från Tango Therapeutics att en läkemedelskandidat ska väljas under H2 i år och att en ansökan om att inleda kliniska studier kan lämnas in under nästa år. Inom USP-1-programmet har Medivir möjlighet att erhålla utvecklings- och kommersiella milstolpsbetalningar samt låg en siffrig royalty på nettoförsäljning av en produkt.

Resultaträkning (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	23,9	8,7	13,9	25,5	2,7	22,3	67,6
Övriga intäkter	5,5	2,7	27,3	10,2	1,8	1,6	2,2
Totala intäkter	29,4	11,4	41,3	35,7	4,5	23,9	69,8
Övriga kostnader	-235,1	-91,1	-52,9	-73,3	-80,6	-99,1	-118,9
Personalkostnader	-118,2	-35,0	-24,9	-21,3	-23,9	-26,3	-30,0
Av- och nedskrivningar	-24,5	-7,1	-4,4	-2,6	-2,4	-2,4	-2,4
Övriga rörelsekostnader	-2,5	-4,2	-1,9	-0,6	-0,8	-0,4	-0,4
Resultat (EBIT)	-351,0	-126,0	-42,9	-62,1	-103,2	-104,3	-81,9
Finansnetto	0,6	2,6	0,3	-0,5	-2,6	-1,6	-1,2
Resultat före skatt	-350,5	-123,3	-42,6	-62,6	-105,8	-105,9	-83,1
Skatt	0,2	-0,1	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-350,3	-123,4	-42,6	-63,1	-105,8	-105,9	-83,1

Balansräkning (MSEK)

	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	11,2	8,8	6,4
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	107,5	105,1	102,7
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	5,5	6,8
Likvida medel och kortsiktiga placeringar	286,3	134,5	70,0	221,2	104,8	91,6	10,9
Summa omsättningstillgångar	311,7	152,8	79,0	225,9	110,3	97,1	17,7
SUMMA TILLGÅNGAR	419,4	293,5	191,5	335,8	217,8	202,2	120,4
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	307,6	184,5	141,9	281,1	172,8	156,4	69,1
Summa Eget Kapital	307,6	184,5	141,9	281,1	172,8	156,4	69,1
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	12,2	12,4	15,0
Summa Långfristiga skulder	14,8	54,0	14,9	13,0	12,2	12,4	15,0
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	32,8	33,4	36,2
Summa kortfristiga skulder	96,9	55,0	34,7	41,7	32,8	33,4	36,2
Summa Eget Kapital och skulder	419,4	293,5	191,5	335,8	217,8	202,2	120,4

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kassaflöde från den löpande verksamheten före rörelsekapitalförändring	-292,5	-132,6	-55,8	-61,2	-106,1	-107,2	-80,7
Förändringar av rörelsekapital	-28,0	-15,7	-2,3	12,4	-8,7	0,6	1,5
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-320,5	-148,3	-58,1	-48,8	-114,8	-106,6	-79,2
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-5,0	4,5	5,4	0,0	0,0	0,0	-1,5
Fritt Kassaflöde	-325,5	-143,8	-52,7	-48,8	-114,8	-106,6	-80,7
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	-1,5	93,5	0,0
Kassaflöde	-181,2	-150,4	-64,8	150,6	-116,3	-13,1	-80,7

Källa: EPB, Bolaget

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättningstillväxt	-35%	-63%	60%	83%	-89%	726%	203%
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	-1,9	-1,9	-1,5
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	-2,1	-1,9	-1,4
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%
Aktiekurs (SEK)	19,7	10,2	6,8	11,2	8,0	8,0	8,0
EV, årets slut (MSEK)	191,4	112,7	95,6	403,0	341,6	354,8	435,5

Källa: EPB, Bolaget

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 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