



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 14 September 2022

# Vivesto

## Frågetecken behöver rätas ut

### Stabila finanser

Bolaget hade ingen nettoomsättning under Q2'22. Lansering av Apealea har påbörjats i Europa, där Tyskland är första landet ut. Inceptua, som står för lanseringen, har även inlett diskussioner med National Health Service om kostnadsersättning i Storbritannien. Rörelsekostnaderna minskade något till 35,8 mkr (39,3), men var högre än i Q1'22. Det finansiella läget är under kontroll med en kassa per den sista juni om 188,8 mkr.

### Stora förändringar i ledningen

Sedan förra rapporten har både vd och CFO lämnat bolaget. Christer Nordstedt har utsetts till tillförordnad vd och Robert Maiorana som tf CFO. Vi kan även konstatera att det skett väsentliga förändringar i styrelsen. Även hos bolagets partner Elevar Therapeutics har det skett stora ledningsförändringar i år. Allt detta kombinerat med en svag börs kan förklara den svaga kursutvecklingen i år.

### Uppdaterad värdering

Vi har gjort omfattande förändringar i vår SOPT-modell för Vivesto. För Apealea har vi dragit ned förväntningarna, då vi känner en tilltagande osäkerhet om den fortsatta kliniska utvecklingen i USA. På plussidan har vi lagt med Cantrixil, som kan ha en betydande potential inom äggstockscancer. Efter förändringarna och höjd WACC får vi ett motiverat värde på 1,00-1,10 kr.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	1.0 - 1.1	
EPS, justerad 22e	-0.3	-0.3	0.0%	Omsättning, mkr	26	0	7	13	Aktiekurs	SEK0.8
EPS, justerad 23e	-0.3	-0.3	0.0%	Tillväxt	5,334%	NA%	NA%	101%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	-0.3	-0.3	0.0%	EBITDA, mkr	(99.8)	(103.5)	(115.5)	(126.7)		
				EBIT, mkr	(129)	(133)	(145)	(157)		
				EPS, justerad	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	1.0	1.0	1.0	0.7		
				ROE (%)	(26.4)%	(29.5)%	(40.8)%	-%		
				ROCE	(21.8)%	(24.5)%	(31.8)%	-%		
				EV/Sales	9.6x	--x	37.7x	18.8x		
				EV/EBITDA	(2.5)x	(2.4)x	(2.2)x	(2.0)x		
				EV/EBIT	(2.0)x	(1.9)x	(1.7)x	(1.6)x		
				P/E, justerad	(2.8)x	(3.3)x	(3.0)x	(2.8)x		
				P/EK	0.8x	0.8x	0.8x	1.1x		

  

Kommande händelser	
Q3 2022	17 nov 2022
Q4 2022	23 feb 2023

  

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	538m
Börsvärde	441
Nettoskuld	(189)
EV	252
Free float	75%
Daglig handelsvolym, snitt	2,420(k)
Reuters/Bloomberg	Vive.st/Vive:ss

  

#### Kursutveckling 12 mån

  

#### Analytiker

klas.palin@penser.se



# Sammanfattning

## Frågetecken behöver rätas ut

### Investment Case

Vivesto är ett specialty pharma-bolag i kommersiell fas, där bolagets läkemedel Apealea är godkänt i EU och en lansering har inletts med Tyskland som första land. Med löpande royaltyintäkter och möjligheter till nya partneravtal på fler marknader (exempelvis för Kina) kommer den kommersiella profilen stärkas, vilket vi bedömer kommer bidra till ett starkt intresse för aktien. Den viktigaste triggern för aktien är att bolagets partner Elevar Therapeutics kan bli mer tydliga i sina planer på att vidareutveckla Apealea för den amerikanska marknaden. Vi ser framför oss åtminstone behov av en ytterligare fas 3-studie.

### Bolagsprofil

Oasmia är ett Uppsala-baserat specialty pharma-bolag grundat 1999 för att kapitalisera på sin teknologi XR-17, en teknologi som gör det möjligt att förbättra vattenlöslighet för intravenösa läkemedel. Plattformen har framför allt använts för att ta fram nya patenterbara cancerläkemedel, baserade på godkända läkemedelssubstanser som formulerats med XR-17- teknologin. Oasmias huvudfokus är mot humanläkemedel med tre aktiva projekt, men bolaget har även en utvecklad veterinärmedicinportfölj. Organisationen har bantats och fokus har satts på kunskaper inom läkemedelsutveckling, kliniska studier och regulatorisk interaktion. Det är här vi ser att Oasmia kan tillföra värden för sina substanser.

### Värdering

Vår värderingsansats av Oasmia 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 är på projekt där vi ser att det finns en tydlig väg framåt och som stöds av finansiering. Mot bakgrund av stigande räntor och ökad riskaversion i marknaden så har vi justerat upp vår WACC till 18 procent. Sammantaget får vi ett NPV om 2,03 kr per aktie. I vårt motiverade värde om 1,00-1,10 kr, så väljer vi att exkludera Apealea USA i väntan på klarare besked om planerna framåt från Elevar Therapeutics.

Värdering - Sum-of-the-parts							
Projekt	Indikation	Partner	Sannolikhet	Peak sales (MUSD)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
Apealea (US)	Äggstockscancer	Elevar	60%	140	2027	502	0,93
Apealea (EU)	Äggstockscancer	Inceptua, m.fl.	100%	20	2022	132	0,25
Cantrixil	Äggstockscancer (F)	Eget	7%	520	2028	57	0,11
Docetaxel micellar	Prostatlacancer	Eget	15%	400	2027	214	0,40
Teknologivärde (EV)						904	1,68
Nettokassa						187	0,35
<b>NPV</b>						<b>1 091</b>	<b>2,03</b>
Number of shares						538	
NPV per share						2,03	

\* MSEK

### Känslighetsanalys

För att synliggöra hur värdet per aktie påverkas av ändrat avkastningskrav har vi gjort en känslighetsanalys med och utan Apealea i USA.

Känslighetsanalys NPV / WACC					Känslighetsanalys NPV / WACC (ex. Apealea US)				
16%	17%	18%	19%	20%	16%	17%	18%	19%	20%
2,31	2,16	2,03	1,91	1,80	1,22	1,15	1,10	1,05	1,00

## Värdering av jämförbara bolag

Eftersom att Vivesto 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 Vivesto i relation till liknande bolag som är listade i Sverige och i ett liknande utvecklingskede.

Urval av jämförbara bolag							
(MSEK)	Marknads-värde	Aktiepris	Netto-kassa	Teknologi-värde (EV)	Utvecklings-fas	Antal aktiva kliniska projekt	Antal partners
<b>Listade jämförbara Onkologi-bolag</b>							
Active Biotech	267	1,01	65	202	Fas 1-2	2	1
Ascellia	673	19,3	209	464	Fas 2-3	2	0
Medivir	446	8,01	163	284	Fas 1-2	2	1
Scandion Oncology	238	5,85	162	76	Fas 2	2	0
Vivesto	441	0,82	189	252	Fas 1-Marknad	3	1
<b>Medel</b>	<b>406</b>			<b>257</b>			
<b>Median</b>	<b>357</b>			<b>243</b>			

Källa: EPB, Infront, Holdings

Ovanstående relativvärdering är ett trubbigt instrument, men den ger en grov bild över värderingen på börsen. Vi kan konstatera att bolaget värderas i nivå med bolag med projekt i tidigare utvecklingsfas.

## Scenarioanalys

Vivestos aktie är känslig för nyheter. Främsta värde drivare är nyheter kring Apealea. Bolaget indikerar att Elevar Therapeutics närmar sig att finna en partner för den kinesiska marknaden. Ett avtal med en dedikerad partner med andra tillgångar inom onkologi-området kan innebär viss uppsida i våra estimat, men framför allt vara förtroendeskapande kring potentialen för Apealea. Viktigast är dock besked kring vidareutveckling i USA, men här har vi inga indikationer om när något besked kan komma. Andra viktiga besked närmaste året är fullrekrytering av den pågående docetaxel micellar-studien och potentiella data inom 12 månader.

## Risker i våra antaganden

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

**Fördröjningar i studier:** Den pågående studien för docetaxel micellar är en forskarinitierad studie under överseende av SAKK. Ofta kan dessa studier dra ut längre i tid än vad som initialt beräknats, då fokus kan ändras hos organisationen eller andra projekt får en högre prioritet.

**Finansiering:** Att utveckla nya läkemedel är kostsamt och Vivesto kommer att ha ett återkommande kapitalbehov. Vi ser möjligheter att Vivesto kan erhålla vissa licens- och milstolpsintäkter för Apealea under de närmaste åren, men vår bedömning är att dessa inte är tillräckliga för att fullt täcka bolagets behov av kapital. Nuvarande kapital ger finansiering mot slutet av 2023.

**Negativa resultat i studier:** Den mest uppenbara risken vid investering i läkemedelsutvecklande bolag är att resultaten i kliniska studier inte når upp till de uppsatta målen för att motivera fortsatt utveckling. I sådana fall kommer aktien tappa rejält, då projektens värden i princip blir lika med noll.

**Partnerrisker:** För Apealea är utvecklingsriskerna ordentligt reducerade, men här finns även en strategisk risk hos partnern Elevar som kan komma att omprioritera.

## Inget större drama i siffrorna

---

Nettoomsättningen under Q2 2022 hamnade föga överraskande på noll och första royalty från försäljning i Europa kan dröja in i 2023. Lansering har skett i Tyskland, där Apealea har en subvention. Nästa land är Storbritannien, där diskussioner pågår med National Health Service (NHS). Vi hoppas på fler besked i år om nya marknader, där Inceptua avser att lansera Apealea.

På kostnadssidan har bolaget under det senaste året lyckats strama åt dessa och rörelsekostnaderna under perioden minskade till 35,8 mkr (39,3). I dessa kostnader ingår icke-kassaflödespåverkande avskrivningar om 7,3 mkr. Kassaflödet under Q2'22 stöddes även av positiva rörelsekapitalförändringar, varför kassaflödet för perioden från den löpande verksamheten blev -14,6 mkr (-41,0). Vid utgången av Q2'22 uppgick likvida medel inklusive kortsiktiga placeringar till 188,8 mkr, vilket vi i nuläget bedömer ger bolaget finansiering genom 2023.

## Ökat fokus på cantrixil

---

En viktig del i bolagets strategi är att bredda sin projektportfölj med egenutvecklade molekyler och via licenser av externa projekt, den så kallade pärlbands-strategin. Det första förvärvade projektet är cantrixil, som i mars förra året licensierades av australiensiska Kazia Therapeutics (Kazia). För de globala rättigheterna betalades USD 4m kontant och potentiellt ytterligare betalningar på upp till USD 42m i utvecklingsrelaterade milstolpsbetalningar kan bli aktuella. Därutöver kommer det utgå en royalty till Kazia som baseras på framtida produktförsäljning.

Cantrixil är en tredje generationens så kallad bensopyran SMETI-hämmare, där prekliniska data visat på en allt mer potent anti-cancereffekt för varje generation. Det molekylära målet för cantrixil har ännu inte helt bekräftats, men molekylen har i prekliniska studier bland annat visat på effekt i cellgiftsresistenta äggstockscancerstamceller (CD44+) och i cellgiftskänsliga (CD44-) cancer cell-linjer vid äggstockscancer. Cellgiftsresistenta cancerstamceller lyfts av forskare fram som drivande vid sjukdomsåterfall och kan spela en viktig roll i utveckling av behandlingsresistens. CD44 uttrycks på cellytor och har visats korrelera med överlevnad och tiden till återfall. Utöver äggstockscancer så uttrycks CD44 vid många olika tumörformer och här kan det därför finnas en potential att i ett längre perspektiv bredda utvecklingen mot fler cancerindikationer.

En fas 1-studie har genomförts hos patienter med framskriden äggstockscancer som visat på lovande resultat. Studien omfattade 25 patienter, vilka fick minst en behandling med cantrixil som då gavs intraperitonealt (injektion i bukhålan). Studien var uppdelad i två delar, där den högsta tolerabla dosen om 5 mg/kg av Cantrixil identifierades i första delen och som sedan användes vid upprepad behandling i del två. För patienter som enbart behandlades med cantrixil uppvisades stabil tumörvolym som bästa resultat hos nio patienter. När cellgifter lades till i behandlingen så uppvisade en patient en komplett tumörrespons (CR), två patienter delvis respons (PR) och sex patienter uppvisade att tumörvolymen inte ökade, vilket är lovande.

De vanligast förekommande biverkningarna i studien var buksmärta (48 procent), kräkningar (40 procent) och trötthet (36 procent), och vanligast allvarliga biverkning var buksmärta (20 procent), kräkningar (8 procent) och tarmvred (8 procent). Givet att Cantrixil administrerades i bukhålan är det svårt att veta huruvida biverkningarna är en följd av Cantrixil, administrationssättet eller en kombination av de båda. Injektioner av läkemedel i bukhålan är ovanligt och ställer krav på bland annat precision. För att förenkla och förbättra administreringen utvecklar bolaget en intravenös formulering av Cantrixil med hjälp av sin egen teknologi XR-17.

Med en tidigare i år fulltecknad nyemission i ryggen finns finansiering för att gå vidare i utvecklingen av cantrixil och förberedelser för nästa kliniska studie pågår. Vi vet att nästa steg är en fas 2-studie, men känner inte till den exakta designen mer än att det är inom äggstockscancer för patienter med avancerad sjukdom. Den snabbaste vägen mot marknad tror vi är att gå mot patienter i den tredje linjen (3L), där behovet är stort av nya effektiva behandlingar. En sådan inriktning på studien kan innebära ett möjligt snabbspår mot marknaden, där en fas 2-studie potentiellt kan utökas och då ge underlag för en registreringsansökan, åtminstone i USA. Vi väljer dock i nuläget, tills mer information finns på bordet, att modellera en mer konservativ syn på tidslinjen, där vi skissat på att det behöver göras en mer omfattande fas 2b/3-studie (efter fas 2-studien) och i ett sådant scenario bedömer vi att en

marknadsintroduktion skulle kunna vara nåbar till 2028 (givet positiva studieresultat) i USA och ett år senare i EU och Japan.

Ett kliniskt utvecklingsråd har satts upp som stöd för den fortsatta utvecklingen, och därtill avser bolaget att ha interaktion med regulatoriska myndigheter i EU och USA för rådgivning om studieutformningen. I nuläget är fokus på att säkerställa produktionsprocessen, som uppges vara komplicerad och involvera flera aktörer, vilket gör att denna process tar tid. Utifrån bolagets kommunikation indikeras att fas 2-studien kan inledas mot slutet av 2023.

### **Betydande potential, men det gäller även för risknivån**

I vår äggstockscancermodell har vi antagit att cantrixil har en betydande potential om den når marknaden. Vi bedömer att bäst potential är i första linjen för patienter med avancerad äggstockscancer och att läkemedlet där i kombination med befintliga terapier skulle kunna förlänga tiden för ett återfall. Vid ett pris på USD 90.000 i USA och EUR 40.000 (nivå med PARP-hämmare) i Europa och en penetration om 15 procent ser vi en försäljningspotential på USD 520 m.

Även om data så här långt varit lovande och att fas 1 kan anses avslutad, så anser vi att risken är betydlig. Eftersom vår kunskap om den fortsatta utvecklingen är begränsad och produktionsutmaningarna, så väljer vi att väga in en återstående risk om 60 procent att cantrixil tas vidare in i fas 2. Det ger oss en sannolikhet på 6,6 procent och som ökar till 11,0 procent vid klarare besked om fas 2.

<b>Bedömning av utvecklingsrisken</b>					
	<b>Fas 1</b>	<b>Fas 2</b>	<b>Fas 3</b>	<b>NDA</b>	<b>Marknad</b>
Cantrixil	60%	25%	48%	92%	6,6%
Tidpunkter		2023	2025	2027	2028
	48,8%	24,6%	47,7%	92,0%	5,3%

*Källa: EPB*

*Referens: Bio, QLS Advisors, Informa 2021, Clinical Development Success Rates and Contributing Factors 2011–2020*

### **Oklart läge för Apealea i USA**

Sedan i mars 2020 har Elevar Therapeutics licensierat de globala kommersiella rättigheterna för Apealea. Bolaget har för avsikt att kommersialisera Apealea i USA på egen hand, men på övriga marknader ska det ske via distributörspartners (godkänd i EU), som exempelvis Inceptua Pharma i Europa. För att få Apealea godkänd på den amerikanska marknaden kräver FDA ytterligare kliniskt underlag. Här har nämnts att Elevar behöver genomföra en farmakokinetisk-studie samt en mer omfattande fas 3-studie. Utifrån vad vi sett för andra omformulerade produkter bedömer vi att det krävs en studie som jämför Apealea med paklitaxel. Designen av en sådan studie är inte kommunicerad och det som framkommer är att Elevar ser över utvecklingen för att på snabbast möjliga vis kunna ta Apealea mot ett marknadsgodkännande. I nuläget är informationen ytterst begränsad och i vissa presentationer indikeras att en fas 3-studie skulle kunna startas mot slutet av 2023. Hos Elevar ser vi även betydande ledningsförändringar som ger ökad risk för omprioriteringar.

I vår modellering av Apealea har vi tidigare sett en potential, där Elevar satsar på att vidareutveckla Apealea inom ytterligare indikationer. Med samma argument som ovan vill vi se det, innan vi räknar med det, och tar därför bort den potentialen i modellen. Det innebär att vi nu modellerar en topp-försäljning på USD 140 m mot tidigare USD 220 m.

## Docetaxel micellar-studien avancerar

---

I slutet av februari i år hade den första patienten i den pågående fas 1b-studien fullföljt hela sin behandling med docetaxel micellar. Samtidigt meddelades även att den första av tre dosgrupper är fullrekryterad och att tredje dosgruppen är igång. The Swiss Group for Clinical Cancer Research, SAKK, som driver studien, bedömer att de har goda förutsättningar för att samtliga 18 patienter som ska ingå kommer att kunna rekryteras i år. Det innebär att vi förväntar oss slutliga resultat från studien under H1 2023. Utifrån den uppdaterade utvecklingsplanen bedömer vi att docetaxel micellar kan nå kommersiell fas under 2027, mot tidigare 2026. I övrigt gör vi inga ändringar och räknar med en potential på upp mot USD 400 m i försäljning. Vi noterar dock att en ny formulering kan vara det som bolaget vill ta vidare, som baseras på XR-18. För att väga in detta scenario har vi valt att justera ned sannolikheten till 15 procent från tidigare 20 procent.

## Resultaträkning (MSEK)

	2017/18	2018/19	2019/20	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,2	2,0	201,8	0,5	26,2	0,0	6,7	13,5
Övriga intäkter	0,4	-4,4	21,3	24,2	35,0	1,8	3,0	3,6
Kostnad sålda varor	-3,0	-5,0	-11,3	-4,1	-36,7	0,0	0,0	0,0
<b>Bruttovinst</b>	<b>0,6</b>	<b>-7,4</b>	<b>211,9</b>	<b>20,6</b>	<b>24,6</b>	<b>1,8</b>	<b>9,7</b>	<b>17,1</b>
Aktiverat för egen räkning	-3,0	-5,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalkostnader	-48,4	-52,1	-63,8	-45,5	-44,9	-41,2	-43,2	-45,4
Övriga externa kostnader	-60,3	-68,2	-162,5	-77,6	-79,4	-64,1	-82,0	-98,4
Extraordinära kostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>-111,0</b>	<b>-132,7</b>	<b>-10,1</b>	<b>-102,6</b>	<b>-99,8</b>	<b>-103,5</b>	<b>-115,5</b>	<b>-126,7</b>
Avskrivningar	-4,8	-31,0	-20,0	-28,9	-28,9	-29,1	-29,8	-30,7
Goodwillnedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-115,8</b>	<b>-163,7</b>	<b>-30,0</b>	<b>-131,5</b>	<b>-128,6</b>	<b>-132,6</b>	<b>-145,3</b>	<b>-157,4</b>
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-115,8</b>	<b>-163,7</b>	<b>-30,0</b>	<b>-131,5</b>	<b>-128,6</b>	<b>-132,6</b>	<b>-145,3</b>	<b>-157,4</b>
Finansnetto	-13,3	-18,2	-13,3	-8,8	-4,1	-2,1	0,2	-0,5
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-129,1</b>	<b>-181,9</b>	<b>-43,3</b>	<b>-140,3</b>	<b>-132,7</b>	<b>-134,7</b>	<b>-145,1</b>	<b>-157,9</b>
Skatter	0,0	-32,8	32,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-129,1</b>	<b>-214,7</b>	<b>-10,5</b>	<b>-140,3</b>	<b>-132,7</b>	<b>-134,7</b>	<b>-145,1</b>	<b>-157,9</b>

## Balansräkning (MSEK)

	2017/18	2018/19	2019/20	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	472,0	453,3	443,1	429,5	440,4	420,3	404,8	390,0
Övriga immateriella tillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiella anläggningstillgångar	15,5	14,7	28,0	17,6	17,1	13,8	13,0	15,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	2,0	2,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>487,6</b>	<b>470,0</b>	<b>473,1</b>	<b>447,5</b>	<b>457,8</b>	<b>434,4</b>	<b>418,1</b>	<b>405,3</b>
Varulager	9,7	7,4	28,8	51,5	9,9	8,0	5,0	3,0
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar	55,2	21,0	68,3	77,2	29,3	11,4	15,1	18,8
Likvida medel	15,6	116,3	435,1	287,4	97,3	130,4	137,4	14,2
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>80,5</b>	<b>144,7</b>	<b>532,2</b>	<b>416,1</b>	<b>136,5</b>	<b>149,8</b>	<b>157,5</b>	<b>36,0</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>568,1</b>	<b>614,7</b>	<b>1005,3</b>	<b>863,5</b>	<b>594,3</b>	<b>584,3</b>	<b>575,6</b>	<b>441,3</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
Eget Kapital	345,0	393,2	819,3	680,2	549,7	550,8	537,9	396,9
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>345,0</b>	<b>393,2</b>	<b>819,3</b>	<b>680,2</b>	<b>549,7</b>	<b>550,8</b>	<b>537,9</b>	<b>396,9</b>
Långfristiga finansiella skulder	0,0	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	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	32,8	8,8	6,5	5,1	3,6	4,0	5,6
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>32,8</b>	<b>8,8</b>	<b>6,5</b>	<b>5,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>	<b>5,6</b>
Kortfristiga finansiella skulder	187,3	139,6	80,0	80,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga icke-räntebärande skulder	35,8	49,2	97,1	96,8	39,5	29,9	33,7	38,8
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>223,0</b>	<b>188,7</b>	<b>177,1</b>	<b>176,8</b>	<b>39,5</b>	<b>29,9</b>	<b>33,7</b>	<b>38,8</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>568,1</b>	<b>614,7</b>	<b>1005,3</b>	<b>863,5</b>	<b>594,3</b>	<b>584,3</b>	<b>575,6</b>	<b>441,3</b>

## Kassaflödesanalys (MSEK)

	2017/18	2018/19	2019/20	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoresultat	-107,3	-115,2	-7,9	-102,8	-99,8	-103,8	-115,5	-126,7
Förändringar i rörelsekapital	-16,3	-3,7	1,1	-33,8	-45,2	11,0	3,5	5,0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-123,6</b>	<b>-118,8</b>	<b>-6,9</b>	<b>-136,6</b>	<b>-145,1</b>	<b>-92,7</b>	<b>-112,0</b>	<b>-121,7</b>
Investeringar	-21,5	-14,0	-288,1	-14,4	118,7	20,0	-1,0	-1,5
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>-145,1</b>	<b>-132,9</b>	<b>-295,0</b>	<b>-150,9</b>	<b>-26,4</b>	<b>-72,8</b>	<b>-113,0</b>	<b>-123,2</b>
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde finansieringsverksamhet</b>	<b>132,7</b>	<b>233,5</b>	<b>379,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>9,5</b>	<b>120,0</b>	<b>0,0</b>
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Länefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-12,4</b>	<b>100,6</b>	<b>84,7</b>	<b>-155,0</b>	<b>-32,2</b>	<b>-63,3</b>	<b>7,0</b>	<b>-123,2</b>

Källa: EPB, Bolaget

## Tillväxt och marginaler

	2017/18	2018/19	2019/20	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättningstillväxt	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	101%
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

## Lönsamhet

	2017/18	2018/19	2019/20	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROE	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
ROCE	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

## Aktiedata

	2017/18	2018/19	2019/20	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,7	-0,7	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF per aktie	-0,8	-0,5	-0,7	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
Antal aktier efter utspädning	176,4	294,6	448,4	448,4	448,4	538,0	538,0	538,0

## Värdering

	2017/18	2018/19	2019/20	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Aktiekurs (SEK)				4,1	2,6	0,8	0,8	0,8
EV, årets slut (MSEK)				1646,6	1081,9	310,8	303,8	427,0

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 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](http://www.penser.se)