



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 11 november 2022

Intervacc

Strangvac till försäljning på de viktigaste europeiska marknaderna

Försäljningen i gång på de viktigaste europeiska marknaderna

Allt fokus är på lanseringen av hästvaccinet Strangvac, som bolaget successivt rullar ut till försäljning under året och där man precis är i startgrupparna. Nettoomsättningen blev 2 mkr i Q3, vilket visar på en, om än blygsam, start av försäljningen i Sverige, Danmark och Storbritannien. Sedan oktober finns Strangvac till försäljning på de viktigaste europeiska marknaderna, vilket är bra inför Q4 som också bör vara säsongsmässigt starkt för vaccination generellt. I samband med lansering på nya marknader görs kampanjer och intresset för Strangvac verkar vara stort, då ett kvarkavaccin är efterlängtat.

Tidig lanseringsfas

EBIT var -15 mkr och kostnaderna är i linje med vad som kan förväntas i denna tidiga lanseringsfas. 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.

Kortsiktiga försäljningsprognoser ner något men långsiktiga caset intakt

Vi hade räknat med att frisläppandet av Strangvac till de europeiska länderna skulle gå något fortare, vilket gör att vi skjuter något på våra prognoser för vaccinationsgrad på ett antal marknader. Det gör att våra försäljningsprognoser för 2022 och 2023 kommer ner något, men påverkar inte våra långsiktiga prognoser alls och vi behåller vårt motiverade värde på 92-102 kr per aktie.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk				
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	92 - 102 kr		
Totala intäkter	23	-36,7	109	-12,6	Totala intäkter	11	23	109	364	Aktiekurs	30,8 kr	
EBIT, just.	-55	3,5	-50	5,4	Intäktstillväxt	17%	99%	379%	234%	Riskenivå		
EPS, just.	-1,1	3,7	-1,0	5,6	EBITDA, just.	-23	-34	-26	34			
					EBIT, just.	-29	-55	-50	16			
					EPS, just.	-0,6	-1,1	-1,0	0,2			
					EPS-tillväxt	N.m.	N.m.	9%	125%			
					EK/aktie	6,1	5,0	4,0	4,3			
					EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	4,4%			
					ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	6,0%			
					ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	1,9%			
					EV/Sales	224,3x	71,5x	15,3x	4,6x			
					EV/EBITDA	-110,4x	-48,0x	-64,5x	48,6x			
					EV/EBIT	-87,3x	-29,7x	-33,4x	103,8x			
					P/E, just.	-91,3x	-30,5x	-33,5x	134,3x			
					P/EK	8,7x	6,6x	8,3x	7,8x			
					FCF yield	-2%	-4%	-2%	0%			
					Nettoskuld/EBITDA	5,0x	1,5x	0,5x	-0,4x			
Kommande händelser												
Q4 - rapport				17 februari 2023								
Bolagsfakta (mkr)												
Antal aktier				50m								
Börsvärde				1 679								
Nettoskuld				-50								
EV				1 630								
Free float				96%								
Daglig handelsvolym, snitt				74k								
Bloomberg Ticker				IVACC SS EQUITY								
Analytiker												
Henrik Holmer												
henrik.holmer@penser.se												

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Intervacc är ett bolag som precis gått in i en ny fas i och med att deras första vaccin finns till försäljning och successivt börjar rulla ut i Europa under 2022. Vaccinet Strangvac, ger efter tre doser ett 94% skydd mot kvarka – en smittsam sjukdom som ger upphov till ett stort lidande hos hästar och som utgör ett stort problem i hela hästvärlden. Än så länge är Strangvac godkänt för försäljning i Europa och har ansökt om försäljning i USA och Kanada – en process som vi räknar med är klar under 2023. Med tanke på hur allvarlig sjukdom kvarka är, med förödande konsekvenser för både häst och hästägare, bedömer vi att intresset för Strangvac kommer att vara stort och vi räknar med att drygt 9 miljoner hästar kommer att vara vaccinerade 2030, vilket skulle motsvara ca 2 mdkr i intäkter.

Utöver Strangvac har bolaget två intressanta prototypvacciner för gris och mjölkko i utvecklingsportföljen som, om de lyckas, har betydande potential och skulle göra Intervacc till ett helt nytt bolag. Det finns ca en miljard grisar och 265 miljoner mjölkkor i världen, jämfört med ca 60 miljoner hästar. Trots den stora potentialen och att projekten löper på enligt plan har vi i denna analys inte räknat med några intäkter från dessa, utan de ses som en optionsmöjlighet utöver vår nuvarande värdering.

Intervacc har en skalbar affärsmodell för en global marknad. Bolaget utvecklar vaccinen i Sverige och går igenom de regulatoriska processerna för att få rättigheterna att sälja dem. Produktionen läggs ut hos produktionspartners och Intervacc tecknar distributionsavtal med stora globala aktörer som sköter marknadsföring och försäljning. Det är även höga barriärer, så när man väl tagit fram ett vaccin och kontrollerar en nischad marknad finns det goda möjligheter att behålla den positionen med återkommande intäkter, då djur som är i ett vaccinprogram ofta är det livet ut. Den skalbara modellen, tillsammans med att Strangvac är en nischad premiumprodukt, gör att vi räknar med att Intervacc kan nå en EBIT-marginal på 60% vid höga volymer. Den starka kassan bedömer vi kommer att räcka fram till de första positiva kassaflödena, som vi räknar med är från och med början av 2024.

Bolagsprofil

Intervacc är en koncern inom djurhälsa – en stor marknad med starka drivkrafter – och är ett av de ledande företagen i att ta fram moderna vaccin mot bakteriella infektionssjukdomar orsakade av streptokock- eller stafylokockbakterier. Bolagets teknikplattform, som bygger på fusionerade rekombinanta proteiner, är i framkant, har väsentlig potential och ger breda immunsvår mot komplexa bakteriella patogener. En viktig fördel med Intervaccs vaccin är också att de har så kallad DIVA-egenskap vilket innebär att det går att särskilja vaccinerade djur från de som tidigare haft infektionen, vilket är ovärderligt under pågående utbrott.

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 om 101 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 högt 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. Detta ger multiplar som inte sticker ut i en jämförelse med de stora aktörerna inom djurhälsa.

Vårt motiverade värde enligt ovan landar på 92-102 kr.

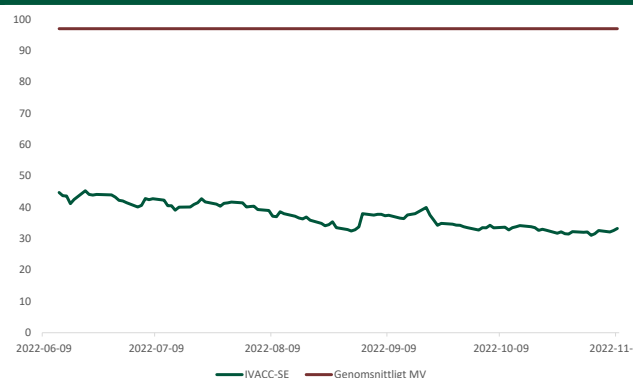
Aktieägare

Största aktieägare	Röster	Aktie
Handelsbanken Fonder	9,34%	9,34%
Swedbank Robur Fonder	6,77%	6,77%
Avanza Pension	6,22%	6,22%
Fjärde AP-fonden	4,95%	4,95%
Övriga	72,72%	72,72%

Ordförande	Björn Sjöstran
Verkställande direktör	Andreas Andersso
Finansdirektör	Jan Persso
Investerarkontakt	Andreas Andersso
Hemsida	www.intervacc.se

Källa: Holdings

Diagram 1: Motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

Kvartalet i korthet

Allt fokus är på lanseringen av hästvaccinet Strangvac, som bolaget successivt rullar ut till försäljning under året och där man precis är i startgroparna. Försäljningen startade i Sverige i slutet av mars, i Danmark i slutet av maj och i Storbritannien i mitten av augusti, vilket innebär att det än så länge är begränsad försäljning och omsättningen var 2 mkr. Bolaget särredovisar inte hur mycket av detta som är Strangvac, men vi bedömer att det är ungefär hälften. Efter periodens slut har Strangvac frisläppts till försäljning i Tyskland, Frankrike, Österrike, Belgien, Nederländerna och Luxemburg, vilket innebär att vaccinet kan säljas på de viktigaste marknaderna i Europa inför Q4 som dessutom borde vara en stark säsong för vaccinering generellt. I Q3 har Intervacc sålt vaccindoser för 2 mkr som levererats och betalats och ligger i kassan, men som redovisas som intäkt först i Q4, då det hör till marknader som frisläpptes först efter kvartalets slut.

EBIT var -15 mkr och kostnaderna är i linje med vad som kan förväntas i denna tidiga lanseringsfas. De senaste tre kvartalen har Intervacc byggt upp varulagren inför lanseringen vilket får en negativ effekt på kassaflödets som var -12 mkr, men vi ser den effekten som tillfällig. I en lanseringsfas är detta naturligt och även om det kan bli aktuellt med viss fortsatt lageruppbyggnad något kvartal till tror vi att detta kommer att reverseras när försäljningen kommer i gång. VD och andra nyckelpersoner har via teckningsoptioner köpt aktier vilket tillfört 6 mkr i likvida medel. Kassan är 65 mkr och bör räcka tills att Intervacc är kassaflödespositiva, vilket vi bedömer är 2024.

Intresset för Strangvac är stort

I samband med att Strangvac görs tillgängligt på ett flertal marknader gör Intervacc en hel del "awareness"-kampanjer kring kvarka och vaccinet. Intresset har varit stort från veterinärer, hästägare och viktiga opinionsbildare. Eftersom kvarka är en så allvarlig sjukdom med potentiellt enorma konsekvenser, både i form av lidande för hästarna och även ekonomiskt, är ett vaccin verkligen efterlängtat. Kvarka är också den vanligaste anledningen till att avbrottsförsäkringar betalas ut för stall vilket gör att även försäkringsbolag bör ha intresse av att uppmuntra till vaccinering. Samtidigt kan det finnas en tröghet i starten då en del vill avvakta och inte vara först ut med att vaccinera, vilket gör det svårt att estimerar försäljning i den tidiga lanseringsfasen.

Estimatförändringar

Vi uppskattar att en vaccinationsgrad på i snitt 50% för Intervaccs målmarknader är rimligt att nå när Strangvac närmar sig sin peak, med variation mellan de olika länderna. Etableringen av ett nytt vaccin följer vanligtvis en traditionell S-kurva, med en introduktionsfas, en expansionsfas och en mognadsfas där mognadsfasen innebär en etablerad position med en fortsatt tillväxt i långsammare takt. Vi har valt att inledningsvis vara konservativa och räknar med att vaccinationsgraden hamnar i mognadsfas efter 6-7år och når peak-försäljning år 8.

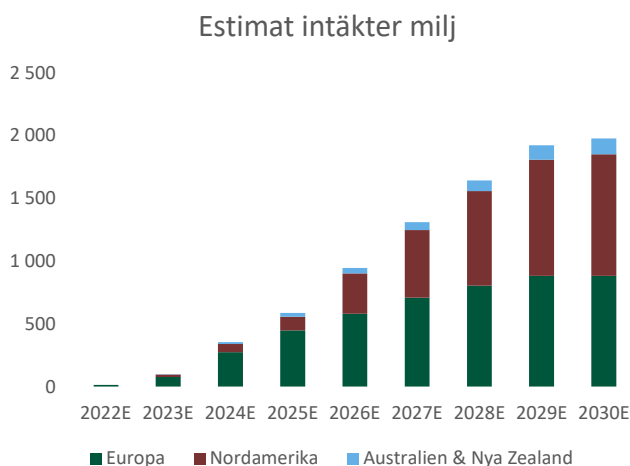
Strangvac befinner sig precis i startgrupparna för att börja säljas och är i väldigt tidig lanseringsfas. Hur snabbt försäljningen kommer i gång i denna fas är svårt att estimerar men vi känner oss konfidenta i våra långsiktiga prognoser. Det är mycket positivt att Strangvac nu är frisläppt på de viktigaste europeiska marknaderna. Vi hade dock räknat med att detta skulle ske något tidigare än i oktober, samtidigt som hade vi inte räknat med försäljning i Nederländerna, Österrike eller Benelux förrän nästa år. Sammantaget leder detta till nya antaganden för vaccinationsgrad för 2022 och 2023 och förskjuter S-kurvan något framåt. Nedan syns våra nya antaganden för vaccinationsgrad. Även om detta tar ner försäljningsprognoserna för 2022 och 2023 förändrar detta inget i caset, som bygger på en långsiktig vaccinationsgrad på i snitt 50% på Intervaccs målmarknader.

Estimerad vaccinationsgrad per marknad

Marknad	Antal hästar est (1 000-tal)	Peak vaccingrad	Peak antal (1000-tal)	Estimerad vaccinationsgrad %									
				2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Sverige	355	70%	249	5%	10%	25%	40%	50%	60%	67%	70%	70%	
Tyskland	1 247	70%	873	1%	4%	20%	35%	45%	55%	65%	70%	70%	
Storbritannien	847	70%	593	2%	4%	20%	35%	45%	55%	65%	70%	70%	
Frankrike	840	70%	588	1%	4%	20%	35%	45%	55%	65%	70%	70%	
Spanien	681	50%	341	0%	4%	15%	25%	30%	35%	40%	50%	50%	
Belgien	536	60%	322	1%	4%	15%	25%	35%	45%	50%	60%	60%	
Italien	469	50%	234	0%	4%	15%	25%	30%	35%	40%	50%	50%	
Nederländerna	294	60%	176	1%	4%	15%	25%	35%	45%	50%	60%	60%	
Övriga Norden & Baltikum	354	63%	223	3%	8%	25%	33%	45%	55%	60%	63%	63%	
Övriga Europa	1 365	25%	341	0%	4%	10%	15%	20%	25%	25%	25%	25%	
Nordamerika	10 760	45%	4 842	0%	1%	3%	5%	15%	25%	35%	43%	45%	
Australien & Nya Zealand	1 052	60%	631	0%	1%	7%	15%	20%	30%	40%	55%	60%	
Totalt	18 800	50%	9 413	0,4%	2%	8%	14%	23%	33%	41%	49%	50%	

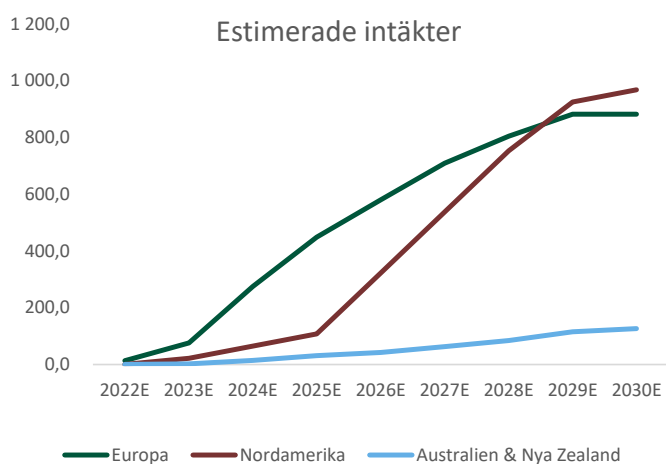
Källa: FAOSTAT 2014, EU report "Removing the Blinkers" 2015, EPB

Diagram 2: Intäkterna når 2 mdkr 2030



Källa: EPB

Diagram 3: Och följer "S-kurvan"



Källa: EPB

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 101 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 134 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)	2 553		Risk free nominal rate	2.5%	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="6">Long-term growth rate</th> </tr> <tr> <th></th> <th>2.0%</th> <th>2.5%</th> <th>3.0%</th> <th>3.5%</th> <th>4.0%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>12.0%</td> <td>124</td> <td>129</td> <td>134</td> <td>139</td> <td>146</td> </tr> <tr> <td>13.0%</td> <td>108</td> <td>112</td> <td>115</td> <td>120</td> <td>124</td> </tr> <tr> <td>14.0%</td> <td>95</td> <td>98</td> <td>101</td> <td>104</td> <td>107</td> </tr> <tr> <td>15.0%</td> <td>84</td> <td>86</td> <td>89</td> <td>91</td> <td>94</td> </tr> <tr> <td>16.0%</td> <td>75</td> <td>77</td> <td>79</td> <td>81</td> <td>83</td> </tr> </tbody> </table>						Long-term growth rate							2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	12.0%	124	129	134	139	146	13.0%	108	112	115	120	124	14.0%	95	98	101	104	107	15.0%	84	86	89	91	94	16.0%	75	77	79	81	83
Long-term growth rate																																																				
	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%																																															
12.0%	124	129	134	139	146																																															
13.0%	108	112	115	120	124																																															
14.0%	95	98	101	104	107																																															
15.0%	84	86	89	91	94																																															
16.0%	75	77	79	81	83																																															
PV of terminal value (perpetuity formula)	2 487		Risk premium	5.5%																																																
Enterprise value	5 040		Small cap premium	4%																																																
Latest net debt (inc. Acquisition)	-65		Extra risk premium	2.0%																																																
Minority interests & other	0		WACC	14.0%																																																
Equity value	5 105																																																			
No. of shares outstanding (millions)	50																																																			
Equity value per share (SEK)	101																																																			

Implicit multipl.			Terminal value assumptions	
EV/Sales	275.3	48.2	14.0	
EV/EBITDA	-148.3	-195.1	147.2	
EV/EBIT	-91.7	-100.9	314.2	
EV/NOPLAT	-117.6	-129.4	402.8	
P/E				
ROIC/WACC				
Current Share price		32.10		

		2022	2023	2024
Long term growth rate				3.0%
Long term EBIT margin				60.0%
Depreciation (% of sales)				2.0%
Capex (% of sales)				2.0%
Working cap. (% of sales)				10.3%
Tax rate				22%

	2022-11-10	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	18	105	360	593	945	1 310	1 642	1 923	1 977	2 222	2 446	2 634	2 775	2 859
EBITDA		-20	-23	-34	-26	34	164	400	720	986	1 163	1 190	1 343	1 485	1 606	1 699	1 772
- Depreciation		-6	-6	-21	-24	-18	-18	-17	-17	-17	-17	-17	-23	-30	-37	-45	-57
= EBIT		-26	-29	-55	-50	16	146	382	703	969	1 146	1 173	1 320	1 454	1 568	1 654	1 715
- Tax on EBIT		6	6	12	11	-4	-32	-84	-155	-213	-252	-258	-290	-320	-345	-364	-377
= NOPLAT		-20	-23	-43	-39	13	114	298	548	756	894	915	1 029	1 134	1 223	1 290	1 338
+ Depreciation		6	6	21	24	18	18	17	17	17	17	17	23	30	37	45	57
= Gross cash flow		-14	-17	-22	-15	31	132	315	566	773	911	932	1 053	1 165	1 261	1 335	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	-22	-16	-28	-5	-36	-38	-34	-29	-6	-25	-23	-19	-15	-9
= Free cash flow from operations		-26	-42	-46	-33	1	124	271	516	721	858	900	995	1 102	1 196	1 269	1 329
PV of cash flow				-46	-29	1	83	159	266	326	340	313	303	295	280	261	2 487
% of Enterprise value				-1%	-1%	0%	2%	3%	5%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	4%	49%
Accumulated % of Enterprise value				-1%	-1%	-1%	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%	249.3%	471.5%	243.6%	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%	-186%	-25%	10%	27.6%	42.3%	55.0%	60.0%	60.5%	60.2%	60.4%	60.7%	61.0%	61.2%	62.0%
EBITDA growth		19%	46%	-24%	-233%	378.5%	143.9%	80.3%	36.9%	17.9%	2.3%	12.9%	10.5%	8.2%	5.8%	4.3%
EBIT margin		-561%	-300%	-48%	4%	25%	40%	54%	59%	60%	59%	59.4%	59.5%	59.5%	59.6%	60.0%
Depreciation (% of sales)		117.4%	114.4%	23.0%	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%	10.9%	1.9%	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%	65%	27%	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%

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	48	36	12	5	5	18	105	360	593
Övriga rörelseintäkter	3	3	5	5	6	4	4	4	4
Totala intäkter	51	39	18	10	11	23	109	364	598
Kostnad sålda varor	-35	-30	-12	-2	-3	-14	-88	-274	-371
Bruttoresultat	16	9	6	7	9	9	21	90	226
Totala rörelsekostnader	-23	-25	-28	-27	-32	-43	-47	-55	-63
EBITDA	-7	-16	-22	-20	-23	-34	-26	34	164
EBITDA, justerad	-7	-16	-22	-20	-23	-34	-26	34	164
Totala avskrivningar	-6	-15	-6	-6	-6	-21	-24	-18	-18
EBIT	-14	-31	-28	-26	-29	-55	-50	16	146
EBIT, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-55	-50	16	146
Resultat före skatt	-14	-31	-28	-26	-29	-55	-50	16	146
Resultat före skatt, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-55	-50	16	146
Total skatt	1	4	0	0	0	0	0	-3	-31
Nettoresultat	-13	-27	-28	-26	-29	-55	-50	13	114
Nettoresultat, justerad	-13	-27	-28	-26	-29	-55	-50	13	114

Källa: Intervacc, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	-14	-31	-28	-26	-29	-55	-50	16	146
Förändringar i rörelsekapital	-10	11	20	-1	-2	-30	-9	-28	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-20	-5	-2	-20	-25	-64	-35	3	127
Investeringar	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Övriga poster	-12	-23	-39	-10	-22	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-32	-28	-41	-31	-49	-66	-37	1	125
Nyemission / återköp	46	50	58	143	0	0	0	0	0
Förändringar av lån	-6	-7	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	8	14	17	112	-49	-66	-37	1	125
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-50	-13	-14	-139

Källa: Intervacc, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Goodwill	35	29	24	18	12	6	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	6	6	7	8	8	9	10	11	12
Materiella anläggningstillgångar	2	1	1	0	1	1	1	1	1
Finansiella anläggningstillgångar	6	11	11	11	11	11	11	11	11
Övriga anläggningstillgångar	86	100	139	149	171	157	140	123	105
Summa anläggningstillgångar	135	149	181	186	203	184	162	146	130
Varulager	17	11	1	2	7	18	31	72	89
Kundfordringar	3	3	1	0	0	2	10	36	59
Övriga omsättningstillgångar	2	2	0	0	1	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	21	37	53	164	116	50	13	14	139
Summa omsättningstillgångar	45	54	56	169	126	73	58	125	291
SUMMA TILLGÅNGAR	180	203	237	355	329	258	221	271	421
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	165	190	220	338	308	253	203	216	330
Summa eget kapital	165	190	220	338	308	253	203	216	330
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2	1	0	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga räntebärande skulder	7	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	7	5	10	10	2	10	36	59
Övriga kortfristiga skulder	2	3	11	6	10	1	5	18	30
Summa kortfristiga skulder	13	12	17	17	21	4	17	56	91
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	180	203	237	355	329	258	221	271	421

Källa: Intervacc, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	N.m.	N.m.	N.m.	17%	99%	379%	234%	64%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	10%	N.m.	N.m.	24%	233%	378%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	10%	8%	N.m.	N.m.	9%	132%	808%
EPS-tillväxt, justerad	-	8%	12%	21%	N.m.	N.m.	9%	125%	814%
Bruttomarginal	31,0%	22,0%	34,3%	75,8%	76,6%	39,6%	19,5%	24,6%	37,9%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4%	27,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4%	27,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,4%	24,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,4%	24,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,4%	19,1%

Källa: Intervacc, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6%	42%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	13%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	74%

Källa: Intervacc, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	34%	28%	7%	16%	58%	80%	29%	20%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	6%	8%	3%	4%	4%	8%	10%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	8%	24%	42%	>100%	>100%	13%	12%	13%	16%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	57%	47%	61%	65%	65%	10%	37%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	17%	-76%	-129%	-91%	84%	26%	15%	10%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,5x	1,7x	1,8x

Källa: Intervacc, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-50	-13	-14	-139
Soliditet	92%	94%	93%	95%	94%	98%	92%	79%	78%
Nettoskulsättningsgrad	-0,1x	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,2x	-0,1x	-0,1x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	1,8x	2,2x	2,4x	8,4x	5,0x	1,5x	0,5x	-0,4x	-0,8x

Källa: Intervacc, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,09	-0,99	0,25	2,27
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,09	-0,99	0,25	2,27
FCF per aktie	-2,00	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,30	-0,73	0,02	2,48
Eget kapital per aktie	10,2	5,06	5,05	6,70	6,12	5,01	4,02	4,27	6,54
Antal aktier vid årets slut, m	16,1	37,7	43,5	50,4	50,4	50,5	50,5	50,5	50,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,1	37,7	43,5	50,4	50,4	50,5	50,5	50,5	50,5

Källa: Intervacc, EPB

Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	-9,3x	-9,2x	-28,2x	-103,9x	-91,3x	-30,5x	-33,5x	134,3x	14,7x
P/EK	0,7x	1,3x	3,6x	7,9x	8,7x	6,6x	8,3x	7,8x	5,1x
P/FCF	-3,7x	-8,9x	-19,2x	-84,8x	-55,2x	-25,6x	-45,7x	1 791,5x	13,4x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	7%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	2,1x	5,6x	41,7x	254,9x	224,3x	71,5x	15,3x	4,6x	2,6x
EV/EBITDA, justerad	-14,7x	-13,4x	-33,8x	-127,9x	-110,4x	-48,0x	-64,5x	48,6x	9,4x
EV/EBIT, justerad	-7,7x	-7,0x	-26,4x	-97,2x	-87,3x	-29,7x	-33,4x	103,8x	10,6x
EV	105	217	734	2 495	2 566	1 630	1 666	1 665	1 540
Aktiekurs	7,3	6,7	18,1	52,8	53,2	33,3	33,3	33,3	33,3

Källa: Intervacc, 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 frånsäger 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 fondhandlarföreningens 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 Instru-ment 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