



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 19 februari 2023

# Intervacc

## Långsiktiga finansiella mål kommunicerade

### Försäljningen i gång på de viktigaste europeiska marknaderna

Q4 var det första kvartalet där Strangvac var tillgängligt på de viktigaste europeiska marknaderna. Lanseringen är i väldigt tidig fas och nettoomsättningen blev blyga 4 mkr. EBIT blev -23 mkr, tyngt av kostnader kopplade till kostnader i samband med lanseringen. Mottagandet från veterinärer tycks vara fortsatt positivt och det finns hästar som redan vaccinerats med flera doser.

### Långsiktiga finansiella mål kommunicerade

För första gången kommunicerade bolaget finansiella mål för den långsiktiga potentialen, där Strangvac sägs ha potential att nå en årlig global försäljning överstigande 1 mdkr med en bruttomarginal på ca 65%. Detta är försiktigare än våra tidigare prognoser om långsiktiga årliga intäkter om ca 2 mdkr och en bruttomarginal på 80% vid höga volymer. Godkännandeprocessen för den amerikanska lanseringen tar längre tid än väntat och beräknas nu ligga 24 månader fram i tiden, medan vi hade räknat med godkännande i år.

### Justerar ner prognoser och motiverat värde

Ovanstående gör att vi justerar ner våra prognoser, där de stora förändringarna är att vi räknar med att en häst i snitt vaccinerats med 1,5 dos per år från tidigare 2 doser samt att vi antar 65% långsiktig bruttomarginal. Prognosförändringarna gör att vårt motiverade värde ändras till 48-54 kr (från 92-102 kr). Dessa förändringar gör också att vi räknar med att Intervacc är kassaflödespositiva 2025, från tidigare 2024.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	48 - 54 kr
Totala intäkter	-40,0%	-40,5%	-37,7%	13	65	216	372	Aktiekurs	16,9 kr
EBITDA, just.	-58,6%	-135,2%	-70,8%	14%	>100%	>100%	72%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-27,2%	-281,3%	-78,7%	-44	-41	-12	48	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	-64	-65	-30	30		
Q1 - rapport	25 maj 2023		EPS, just.	-1,3	-1,3	-0,4	0,5		
Q2 - rapport	31 augusti 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	5,0	3,7	3,2	3,7		
Antal aktier	50m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Börsvärde	853		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%		
Nettoskuld	(46)		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	13,9%		
EV	807		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	17,6%		
Free float	96%		EV/Sales	96,9x	12,3x	3,7x	2,2x		
Daglig handelsvolym, snitt	316k		EV/EBITDA	-	-	-	16,9x		
Bloomberg Ticker	IVACC SS EQUITY		EV/EBIT	-	-	-	27,2x		
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	-	-	-	35,0x	<b>Intressekonflikter</b>	
Henrik Holmer	henrik.holmer@penser.se		P/EK	5,2x	4,6x	5,2x	4,5x	Yes	No
			FCF yield	-	-	-	4%	Likviditetsgarant	✓
			Nettoskuld/EBITDA	1,0x	0,1x	-1,5x	-0,4x	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 2025. 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 1,5 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 45% vid höga volymer. Vi räknar med att Intervacc är kassaflödespositiva 2025.

## 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 immunsvaret 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 15%, en långsiktig tillväxt på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 45% vilket ger ett värde om 51 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 15%. 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.

Vårt motiverade värde enligt ovan landar på 48-54 kr.

## Kvartalet i korthet och prognosförändringar

Q4 var det första kvartalet där hästvaccinet Strangvac varit tillgängligt på de viktigaste europeiska marknaderna och fokus inför rapporten var på försäljningssiffran. Nettoomsättningen i Q4 blev 4 mkr, vilket var lägre än våra prognoser på 12 mkr. Det är alldeles för tidigt för att titta på försäljning i detta kvartal och extrapolera utvecklingen. Det viktiga är att mottagandet hos veterinärer tycks vara positivt. Vårt case bygger på en långsiktig vaccinationsgrad på i snitt 50% på Intervaccs marknader. Den bedömningen påverkas inte av kvartalets försäljning.

Däremot kommunicerades för första gången finansiella mål avseende Strangvac, där potentialen, enligt bolaget, för en global försäljning *överstiger* 1 mdkr. I våra tidigare långsiktiga prognoser har vi kommit fram till en långsiktig potential på ca 2 mdkr. Vår uppfattning är att skillnaden mellan bolagets mål och våra prognoser i intäktspotentialen främst ligger i hur många doser som i snitt säljs per häst och år. I våra prognoser har vi tidigare räknat med att en häst, i snitt vaccineras 2 gånger per år. Detta baserar vi på att det vid två doser uppnås ett betydande skydd och att det vid en tredje dos uppnås ett mycket starkt skydd. Vi justerar vårt antagande till ett snitt på 1,5 doser per häst och år för att närma oss den mer konservativa vy som bolagets mål antyder. Förmodligen kommer det att finnas hästar som bara vaccineras en gång per år, samtidigt som vi vet att det redan idag finns hästar som hunnit vaccinerats med tre, och i vissa fall fyra doser. I rapporten skriver Intervacc också att godkännandeprocessen för den amerikanska lanseringen tagit längre tid än väntat och beräknas ligga 24 månader fram i tiden samt att godkännandeprocessen för Australien och Nya Zealand beräknas vara klar 2024. Baserat på tidigare information hade vi räknat med försäljningsstart redan 2023 och har nu fått förskjuta den till 2025 för Nordamerika och 2024 för Australien och Nya Zealand.

Framför allt förändringen av antal doser får stora konsekvenser på våra långsiktiga estimat av intäkter. Nedan syns våra nya prognoser för antal doser och intäkter.

### Prognoser antal doser av respektive intäkter från Strangvac

Marknad	Estimat antal doser, tusen								
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Europa	472	1 796	2 978	3 849	4 708	5 361	5 910	5 910	
Nordamerika	0	0	161	1 614	3 228	4 842	6 456	7 263	
Australien & Nya Zealand	0	16	110	268	394	552	789	946	
<b>Totalt</b>	<b>472</b>	<b>1 812</b>	<b>3 250</b>	<b>5 731</b>	<b>8 330</b>	<b>10 755</b>	<b>13 154</b>	<b>14 119</b>	

  

Marknad	Estimat intäkter, milj								
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
Europa	57	206	337	435	532	604	662	662	
Nordamerika	0	0	16	161	323	484	646	726	
Australien & Nya Zealand	0	2	11	27	39	55	79	95	
<b>Totalt</b>	<b>57</b>	<b>208</b>	<b>364</b>	<b>624</b>	<b>894</b>	<b>1 143</b>	<b>1 386</b>	<b>1 483</b>	

Källa: EPB

Vidare kommuniceras i rapporten att en långsiktig potentiell bruttomarginal för Strangvac ligger på ca 65%. I våra tidigare prognoser har vi argumenterat för att en nischad premiumprodukt som Strangvac har potential att nå en bruttomarginal på 80% när volymerna närmar sig 20 miljoner doser om året. Eftersom vi nu antar lägre antal doser och, för att bättre harmonisera med bolagets kommunicerade potential, sänker vi våra långsiktiga antaganden för bruttomarginal till 65%, där vi dock ser uppsida vid högre volymer. Detta får också effekten att vi även sänker EBIT-marginalen från 60% till 45% i våra långsiktiga prognoser.

Det senaste halvåret har präglats av lageruppbyggnad och kostnader koppade till lansering på nya marknader, vilket är väntat i denna fas. I takt med att försäljningen nu börjar ta fart och lanseringen är gjord på de största marknaderna bör kassaflödet förbättras successivt.

Vi har tidigare räknat med att Intervacc skulle bli kassaflödespositiva i början av 2024, men efter de prognosförändringar vi gjort förskjuts detta nu till första halvan av 2025. Kassan är idag runt 46 mkr och vi delar bolagets bedömning om att den bör räcka i ca 12 månader. Därefter kan behov av finansiering komma att uppstå.

## Värdering

För att komma fram till vårt motiverade värde har vi använt oss av en DCF-värdering med en WACC på 15%, en långsiktig tillväxt på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 45%, vilket ger ett värde på 51 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. Vi har dessutom höjt WACC från 14% till 15% baserat på att vi nu bedömer att det tar längre tid för Intervacc att bli kassaflödespositiva. I takt med att vi kan följa att försäljningen utvecklas i den takt vi förutser kommer vi att kunna sänka avkastningskravet vilket då får en stor effekt på motiverat värde, vilket framgår av känslighetsanalysen nedan.

Vi noterar att på våra nya prognoser värderas aktien, med dagens kurs, på en implicit WACC om ca 25% innebärande en väsentligt mer konservativ värderingsansats än den vi använder.

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

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis	
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 235			Risk free nominal rate	2.5%	Long-term growth rate	
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 274			Risk premium	5.5%	2.0% 2.5% 3.0% 3.5% 4.0%	
Enterprise value	2 509			Small cap premium	4%	13.0% 14.0% 15.0% 16.0% 17.0%	
Latest net debt (inc. Acquisition)	-46			Extra risk premium	3.0%	62 64 67 69 72	
Minority interests & other	0			WACC	15.0%	54 56 58 60 62	
Equity value	2 554					48 49 51 52 54	
No. of shares outstanding (millions)	50					42 43 45 46 47	
Equity value per share (SEK)	51					38 39 40 41 42	
						Long-term EBIT margin	
						35.0% 40.0% 45.0% 50.0% 55.0%	
						13.0% 14.0% 15.0% 16.0% 17.0%	
						57 62 67 72 76	
						50 54 58 62 66	
						44 47 51 54 57	
						39 42 45 47 50	
						35 37 40 42 45	

  

Implicit multipl.	2022	2023	2024	Terminal value assumptions
EV/Sales	259.1	40.4	11.8	Long term growth rate
EV/EBITDA	-57.6	-61.2	-208.2	45.0%
EV/EBIT	-38.9	-38.6	-82.9	Depreciation (% of sales)
EV/NOPLAT	-49.9	-49.4	-106.3	2.0%
P/E				Capex (% of sales)
ROIC/WACC				2.0%
Current Share price	32.10			Working cap. (% of sales)
				10.0%
				Tax rate
				22%

  

	2023-02-19	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	10	62	213	369	624	894	1 143	1 386	1 483	1 708	1 915	2 089	2 215	2 282
EBITDA		-20	-23	-44	-41	-12	48	172	335	502	607	680	793	899	992	1 064	1 072
- Depreciation		-6	-6	-21	-24	-18	-18	-17	-17	-17	-17	-17	-22	-27	-32	-37	-46
= EBIT		-26	-29	-64	-65	-30	30	155	318	485	590	663	771	872	960	1 027	1 027
- Tax on EBIT		6	6	14	14	7	-7	-34	-70	-107	-130	-146	-170	-192	-211	-226	-226
= NOPLAT		-20	-23	-50	-51	-24	23	121	248	378	460	517	601	680	749	801	801
+ Depreciation		6	6	21	24	18	18	17	17	17	17	17	22	27	32	37	46
= Gross cash flow		-14	-17	-29	-27	-5	41	138	265	396	477	534	623	707	781	838	847
- Capex		-11	-23	-6	-2	-2	-2	-7	-11	-15	-20	-23	-28	-33	-38	-42	-46
- Increase (+decrease) in WC		-1	-2	-27	0	-16	-5	-25	-27	-25	-24	-10	-23	-21	-17	-13	-7
= Free cash flow from operations		-26	-42	-62	-28	-24	34	105	227	356	433	502	573	654	726	783	794
PV of cash flow				-64	-25	-19	23	62	116	158	168	169	168	166	161	151	1 274
% of Enterprise value				-3%	-1%	-1%	1%	2%	5%	6%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	51%
Accumulated % of Enterprise value				-3%	-4%	-4%	-3%	-1%	4%	10%	17%	23%	30%	37%	43%	49%	100%

  

Key figures	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Sales growth		9.6%	84.8%	541.0%	243.3%	73.2%	69.0%	43.4%	27.6%	21.3%	18.2%	15.2%	12.1%	9.1%	6.0%	3.0%
EBITDA margin		-44.3%	-45.0%	-66%	-6%	13.0%	27.6%	37.5%	43.9%	43.8%	45.9%	46.4%	47.0%	47.5%	48.0%	47.0%
EBITDA growth		19%	87%	-6%	-71%	-497.0%	259.2%	95.0%	49.9%	20.8%	12.1%	16.5%	13.4%	10.3%	7.2%	0.8%
EBIT margin		-561%	-665%	-105%	-14%	8%	25%	36%	42%	43%	45%	45.1%	45.5%	46.0%	46.4%	45.0%
Depreciation (% of sales)		117.4%	215.4%	38.8%	8.5%	4.9%	2.8%	1.9%	1.5%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	2.0%
Capex (% of sales)		441.3%	63.3%	3.2%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
Capex (% of depreciation)		376%	29%	8%	11%	11%	41%	64%	88%	115%	131%	125%	121%	117%	114%	100%
Working capital (% of sales)		-198%	165%	25%	15%	10%	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%	22%

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	48	36	12	5	5	10	62	213	369
Övriga rörelseintäkter	3	3	5	5	6	3	3	3	3
<b>Totala intäkter</b>	51	39	18	10	11	13	65	216	372
Kostnad sålda varor	-35	-30	-12	-2	-3	-9	-55	-170	-258
<b>Bruttoresultat</b>	16	9	6	7	9	4	10	47	114
Övriga rörelsekostnader	-23	-25	-28	-27	-32	-48	-51	-59	-66
<b>EBITDA</b>	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-41	-12	48
<b>EBITDA, justerad</b>	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-41	-12	48
<b>EBITA, justerad</b>	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-41	-12	48
<b>EBIT</b>	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-65	-30	30
<b>EBIT, justerad</b>	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-65	-30	30
Finansnetto	0	0	0	0	0	0	1	1	1
<b>Resultat före skatt</b>	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-64	-29	31
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-64	-29	31
Total skatt	1	4	0	0	0	0	0	6	-7
<b>Nettoresultat</b>	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-64	-23	24
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-64	-23	24
Intäkstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	>100%	>100%	72%
Bruttomarginal	32,9%	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	16,4%	21,9%	31,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,26	-0,45	0,48
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Intervacc, EPB

## Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-65	-30	30
Övriga kassaflödesposter	4	15	6	6	6	21	25	26	13
Förändringar i rörelsekapital	-10	11	20	-1	-2	-27	0	-16	-5
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	-20	-5	-2	-20	-25	-70	-39	-21	38
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	0	0	-1	-1	-1
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-12	-23	-39	-10	-22	-5	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	-13	-23	-39	-11	-23	-6	-2	-2	-2
<b>Fritt kassaflöde</b>	-32	-28	-41	-31	-49	-76	-41	-23	36
Nyemission / återköp	46	50	58	143	0	6	0	0	0
Förändring av skulder	-6	-7	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	40	42	58	143	0	6	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	8	14	17	112	-49	-70	-41	-23	36
<b>Nettoskuld</b>	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-5	18	-17

Källa: Intervacc, EPB

## Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
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	161	144	127	109
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>135</b>	<b>149</b>	<b>181</b>	<b>186</b>	<b>203</b>	<b>189</b>	<b>167</b>	<b>150</b>	<b>134</b>
Varulager	17	11	1	2	7	27	19	43	55
Kundfordringar	3	3	1	0	0	3	6	21	37
Övriga omsättningstillgångar	3	4	1	3	3	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	21	37	53	164	116	46	5	-18	17
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>45</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>169</b>	<b>126</b>	<b>76</b>	<b>29</b>	<b>46</b>	<b>110</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>180</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>355</b>	<b>329</b>	<b>265</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>244</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	165	190	220	338	308	250	186	164	188
<b>Summa eget kapital</b>	<b>165</b>	<b>190</b>	<b>220</b>	<b>338</b>	<b>308</b>	<b>250</b>	<b>186</b>	<b>164</b>	<b>188</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	7	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	7	5	10	10	15	6	21	37
Övriga kortfristiga skulder	3	4	12	8	11	0	3	11	18
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>9</b>	<b>32</b>	<b>55</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>180</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>355</b>	<b>329</b>	<b>265</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>244</b>

Källa: Intervacc, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	>100%	>100%	72%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	32,9%	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	16,4%	21,9%	31,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	6,6%

Källa: Intervacc, EPB

## Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17%

Källa: Intervacc, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	34%	28%	7%	16%	58%	>100%	28%	20%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	6%	8%	3%	4%	4%	25%	9%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	8%	24%	42%	>100%	>100%	>100%	11%	13%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	21%	43%	60%	60%	26%	9%	14%	17%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	17%	-76%	-129%	-91%	>100%	24%	15%	10%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,4x	1,3x	2,0x

Källa: Intervacc, EPB

## Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-5	18	-17
Soliditet	92%	94%	93%	95%	94%	94%	95%	84%	77%
Nettoskuld / EBITDA	1,8x	2,2x	2,4x	8,4x	5,0x	1,0x	0,1x	-1,5x	-0,4x

Källa: Intervacc, EPB

## Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,26	-0,45	0,48
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,26	-0,45	0,48
FCF per aktie	-2,00	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,50	-0,81	-0,45	0,71
Eget kapital per aktie	10,2	5,06	5,05	6,70	6,12	4,95	3,69	3,24	3,73
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	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	35,0x
P/EK	0,7x	1,3x	3,6x	7,9x	8,7x	5,2x	4,6x	5,2x	4,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,9x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4%
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	96,9x	12,3x	3,7x	2,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,2x
EV	105	217	734	2 495	2 566	1 267	807	807	807
Aktiekurs	7,3	6,7	18,1	52,8	53,2	26,0	16,9	16,9	16,9

Källa: Intervacc, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Intervacc (IVACC SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC



## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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)