



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 27 april 2023

Medivir

Bra fart i patientrekryteringen

Förlängd finansiering

Vi överraskades av bolagets fina kostnadskontroll i Q1'23 och att rörelsekostnaderna minskade ordentligt till 20,3 mkr (32,9). Det är framför allt de projektrelaterade kostnaderna som minskat. För perioden rapporterades en modest nettoomsättning om 0,4 mkr (0,5). Även om bolaget har vissa licensintäkter från Xerclear, är det fortsatt engångsintäkter som kommer vara de främsta intjäningsmöjligheten. Närmast är milstolpsbetalningar från partners som ligger inom räckhåll under H2 i år. De lägre kostnaderna innebär att den finansiella uthålligheten kan förlängas in i Q2 2024 (tidigare slutet av 2023).

Projekten i rätt riktning

I mars doserades den första patienten i fas 2a-delen i fostrox-kombinationsstudien. Inkluderingen av patienter verkar gå bra. Fem patienter är redan under behandling. Ytterligare sex genomgår screening för att få komma med i studien. Så här långt ser tidsplanen ut att hålla eller rent av kunna överträffas. Övriga projekt avancerar planenligt med bra utveckling för birinapant. Den positiva utvecklingen ökar vår konfidens att birinapant kommer att avancera till nästa steg i år, vilket kommer innebära en milstolpsbetalning till Medivir.

Aktien och värdering

Baserat på utfallet i Q1'23 har vi justerat ned prognoserna något. I övrigt gör vi inga förändringar och upprepar vårt motiverade värde om 15-16 kr. Vi ser ett intressant nyhetsflöde framför oss under resten av året, dels från partnerprojekten, dels för fostrox. Den främsta triggern för aktien är nyheter kring fostrox och här förväntar vi oss att kliniska data kommer presenteras på kongresser från den pågående studien under H2 2023.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk																
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	15 - 16 kr														
Totala intäkter	-25,8%	-0,8%	0,0%	Totala intäkter	6	20	69	9	Aktiekurs	7,5 kr														
EBITDA, just.	5,3%	3,9%	3,7%	Tillväxt	-83%	>100%	>100%	-87%	Riskenivå	High														
EPS, just.	6,5%	3,8%	3,6%	EBITDA, just.	-85	-78	-67	-171	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>															
Kommande händelser				EBIT, just.	-87	-80	-70	-174																
				Q2 - rapport	18 augusti 2023			EPS, just.			-1,6	-1,4	-1,2	-3,1										
Q3 - rapport	27 oktober 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Intressekonflikter</div> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																						
Likviditetsgarant		✓																						
Certified adviser		✓																						
Transaktioner 12m		✓																						
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	3,5	3,8	2,5	2,1																
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0																
Antal aktier	56m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.																
Börsvärde	416			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.																
Nettoskuld	-101			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.																
EV	315			EV/Sales	70,1x	15,8x	4,6x	35,9x																
Free float	87%			P/EK	2,9x	2,0x	3,0x	3,5x																
Daglig handelsvolym, snitt	35k			Nettoskuld/EBITDA	1,4x	1,8x	1,1x	0,3x																
Bloomberg Ticker	MVIRB SS EQUITY																							
Analytiker																								
Klas Palin																								
klas.palin@penser.se																								

Investment case

Fostroxacitabine bralpamide (fostrox) utvecklas inom primär levercancer (HCC) och är bolagets mest avancerade projekt och det mest betydelsefulla för aktien. Därtill har Medivir en växande portfölj av lovande projekt licensierade till partners 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 1bn. 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 för att licensiera fostrox genom att via kombinationsbehandling med fostrox kunna differentiera sin behandling mot konkurrenter. 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 H1 2024. Därmed är finns finansiering för att syna korten i fas 1b/2a-studien. Vi bedömer att marknaden underskattar potentialen i fostrox, överskattar riskerna och därtill 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 tumörsektiv oral cancerbehandling. HCC är en elakartad cancerform där överlevnadsutsikterna för patienterna fortsatt är mycket dåliga och behovet av nya alternativ är stort.

Under 2021 slöts ett omfattande avtal för birinapant med IGM Biosciences för de exklusiva globala rättigheterna 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.

Organisationen leds sedan slutet av januari 2022 av Jens Lindberg. Han har ett förflutet med 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.

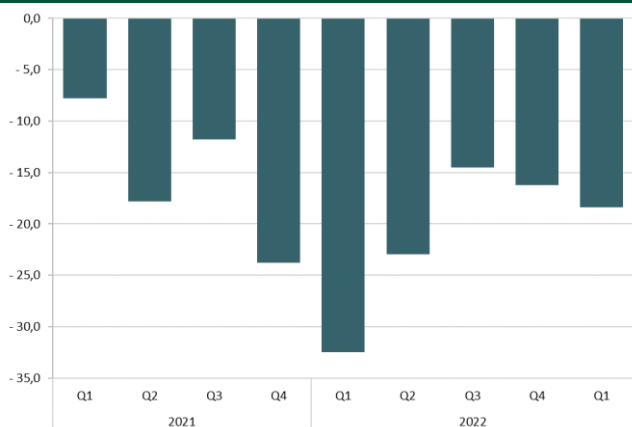
Värdering

Vår värderingsansats av Medivir utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell, där vi värderar varje projekt var för sig som sedan läggs samman i en sum-of-the-parts (SOTP)-modell. Vårt motiverade värde uppgår till 15-16 kr (oförändrat), när vi använder en WACC på 18 procent.

Bra första kvartal nyhetsmässigt och finansiellt

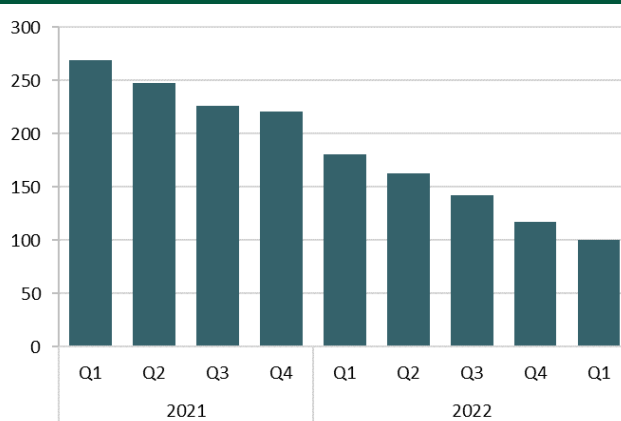
Bolaget har lyckats krympa kostnaderna ordentligt under Q1'23 och rörelsekostnaderna minskade till 20,3 mkr (32,9). Vi har inga publika kvartalsestimat, men trenden för helåret är att lägre kostnader kan siktas jämfört med vår tidigare prognos. Det är framför allt de lägre kostnaderna för att driva projekten som ligger bakom minskningen. Återhållsamheten kring kostnaderna innebär att uthålligheten med nuvarande kassa på 100,8 mkr (180,8) kan förlängs in i Q2 2024, att jämföra med vår tidigare bedömning genom 2023. Att enbart köra en av de två kombinations-armarna kan säkert vara en del av förklaringen bakom det förhållandevis låga negativa rörelseresultatet på -19,6 mkr (-32,0). Att fortsätta med en fokuserad strategi på en av de två tilltänkta studiearmarna kan kanske sträcka ut finansieringen en bit ytterligare.

Kassaflöde före rörelsekapitalförändringar (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

Likvida medel (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

På nyhetsfronten är det framför allt positionsförflyttningen framåt för fostrox i kombination med Lenvima (lenvatinib) som varit den viktigaste, där nu dosering påbörjats i fas 2a-delen. Att det funnits ett stort intresse bland patienter har bolaget tidigare signalerat, men i samband med rapporten konkretiserades detta med att fem patienter redan kommit in i studien. Det är snabbt mot bakgrund av att första patient doserades i mitten av mars. Därtill verkar det även finnas en strid ström av patienter som vill komma in i studien, med sex patienter som är i en screeningprocess. Vi uppfattar att studien i nuläget ligger före utsatt tidsplan, vilket signalerar intresse och tilltro för konceptet.

En förklaring till att rekryteringen av patienter löper snabbt och smidigt är de lovande resultat som setts hos tidigare behandlade patienter. Under rapportpresentationen för Q1'23 delade bolaget information om två patienter i andra linjen (2L) som stått på behandling med fostrox under sex respektive åtta månader utan att uppvisa tumörprogression. Det är riktigt lovande resultat mot bakgrund av hur dystra utsikterna är för dessa patienter och hur resultaten ser ut för alternativa behandlingar. Vi uppfattar att det är representativa exempel på patienter och det handlar inte om någon cherry-picking.

Urval av patienter från behandling

1

Female
Caucasian
56 years
Hepatitis C

- Progressed on 1L Tecentriq + Avastin after 5 months
- **Still on treatment for ~8 months** without disease progression
- Fostrox dose cohort – 20 mg

2

Male
Asian
71 years
Non-viral

- Progressed on 1L Tecentriq + Avastin after 1.5 months
- **Still on treatment for ~6 months** (fostrox mono) without disease progression
- Fostrox dose cohort – 30 mg

Källa: Bolaget

Vi förväntar oss att bolaget kommer släppa mer data från pågående studie under året vid branschkongresser.

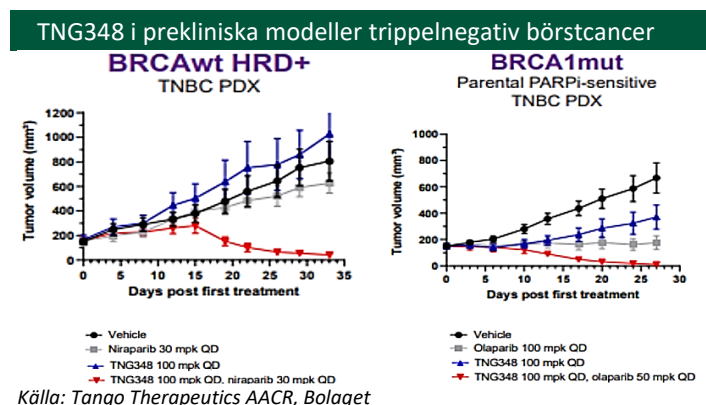
Utifrån den svaga marknadssituation som råder på kapitalmarknaden, så förväntar vi oss att bolaget kommer att fortsätta hålla hårt i slantarna. De lovande resultat som framför allt noterats hos 2L-patienter ger oss anledning att spekulera om ett tänkbart scenario där prio läggs på lenvatinib-armen. I ett sådant scenario förskjuts starten för pembrolizumab-kombinationsarmen (PD-1) in i 2024, vilket potentiellt kan förlänga bolaget finansiering.

Som vi tidigare tagit upp har bolaget även presenterat lovande data i en trippelkombination med fostrox, immunterapi (PD-1) och tyrosinkinashämmare (lenvatinib). Data visar på synergistisk effekt för trippeln, med potential att förlänga patienters överlevnad ordentligt. Som vi tidigare påpekat så anser vi att trippelkombinationsdata stärker attraktionskraften och bör väsentligt öka intresset från industriella aktörer, speciellt från de som redan är aktiva inom HCC-fältet. Fostrox har en unik profil jämfört med dagens behandlingar och vi ser en stor potential för projektet vid en lansering.

Övriga projekt på frammarsch

Licenspartner IGM Bioscience fortsätter utvecklingen av birinapant. Dosnivå nummer fyra har nu klarats av utan några noterade dosbegränsande biverkningar. Det har fått IGM att gå vidare till nivå fem, vilket vi uppfattar är högre än vad som var ursprungsplanen. Utvecklingen är lovande och ökar vår konfidens att projektet kommer att avancera till nästa steg, vilket kommer innebära en milstolpsbetalning till Medivir.

Tango Therapeutics presenterade nya prekliniska resultat på AACR häromveckan för TNG348. I djurmodeller för trippelnegativ bröstcancer (BRCA positiva) visades starka resultat med väletablerad PARP-hämmare, se nedan. Det gällde både i modeller för och utan resistens mot PARP. Planen att gå vidare in i klinik i år verkar fortsatt vara nåbar.



För Infex Therapeutics är planen fortsatt att kunna starta kliniska studier under 2023.

Prognosändringar

Baserat på utfallet i det första kvartalet så har vi justerat ned förväntningarna på kostnadsutvecklingen, se nedan.

Övergripande prognosförändringar (mkr)		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Nya	18,5	66,5	5,6
	Tidigare	25,6	67,1	5,6
	Diff	-28%	-1%	0%
EBIT	Nya	-80,3	-69,5	-174,4
	Tidigare	-84,7	-72,3	-180,9
	Diff	5%	4%	4%
EPS	Nya	-1,4	-1,2	-3,1
	Tidigare	-1,5	-1,3	-3,2
	Diff	6%	4%	2%

Källa:

I vår prognos har vi räknat med milstolpesersättningar från partners på 17 mkr för 2023 och för 2024 på 65 mkr. Vi har i vår modell lagt med en finansiering om 100 mkr i slutet av 2023 och 150 mkr under 2025, för att täcka framtida underskott i verksamheten. Det finns givetvis andra möjliga alternativ för att finansiera verksamheten, men det har vi i nuläget ingen insyn i.

Värdering

Vår värderingsansats av Medivir utgår från en sannolikhetsjusterad kassaflödesmodell där vi värderar varje projekt var för sig 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 Xerclear (munsår). Sammantaget får vi ett NPV om 15,4 kr per aktie och upprepar vårt motiverade värde på 15-16 kr, vid en WACC på 18 procent.

SOTP-värdering (mkr)						
Projekt	Indikation	Sannolikhet för godkännade	Peak sales (MUSD)	Lansering	NPV*	NPV per aktie
Birinapant	Solida tumörer	10%	1 000	2027	207	3,7
Fostroxacitabine	HCC	13%	1 400	2027	595	10,7
Teknologivärde					802	14,4
Xerclear (Munsår)					24	0,4
Nettokassa					101	1,8
Gemensamma kostnader admin					-67	-1,2
NPV					861	
Antal aktier					56	
NPV per aktie					15,4	

*MSEK, USD=10,3 kr

Källa: EPB, Bolaget

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 som är de projekt som kommer ha störst betydelse för vår värdering

Känslighetsanalys fostrox						Känslighetsanalys birinapant					
Fostroxacitabine - LOA / WACC - värde per aktie						Birinapant - LOA / WACC - värde per aktie					
	16%	17%	18%	19%	20%		16%	17%	18%	19%	20%
7%	6,7	6,2	5,7	5,3	4,9	4%	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0
10%	9,7	9,0	8,3	7,7	7,1	7%	3,0	2,8	2,6	2,4	2,3
13%	12,5	11,5	10,7	9,9	9,2	10%	4,2	4,0	3,7	3,5	3,3
16%	16,3	15,1	14,0	13,0	12,1	13%	5,5	5,2	4,8	4,5	4,2
19%	19,4	17,9	16,6	15,4	14,3	16%	6,8	6,3	5,9	5,6	5,2

Källa: EPB

Källa: EPB

Scenarioanalys

Nyhetsflöde är den främsta drivkraften för aktien och vi räknar med att bolaget kommer kunna leverera flera signifikanta besked under det kommande året, där studieresultat för fostrox har potential att bli det som har störst genomslag på värderingen. Vi räknar med att bolaget under 2023 kommer att kunna ge de första indikationerna kring utvecklingen i doseskaleringsfasen för fostrox. Därtill förväntar vi oss den första datan från birinapant-studien, som genomförs av IGM Biosciences. I ett scenario där fas 1b/2a-studien för fostrox är framgångsrik, som ger stöd för vidareutveckling, ser vi en potentiell uppsida i värderingen mot 40 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 som kan begränsa tillgången till relevanta patienter.

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 in i H1 2024.

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	24	9	14	26	4	18	66	6
Övriga rörelseintäkter	6	3	27	10	2	2	2	3
Totala intäkter	29	11	41	36	6	20	69	9
Bruttoresultat	29	11	41	36	6	20	69	9
Övriga rörelsekostnader	-356	-130	-80	-95	-91	-98	-135	-180
EBITDA	-326	-119	-38	-59	-85	-78	-67	-171
EBITDA, justerad	-326	-119	-38	-59	-85	-78	-67	-171
Avskrivningar	-25	-7	-4	-3	-3	-3	-3	-3
EBITA, justerad	-351	-126	-43	-62	-87	-80	-70	-174
EBIT	-351	-126	-43	-62	-87	-80	-70	-174
EBIT, justerad	-351	-126	-43	-62	-87	-80	-70	-174
Finansnetto	1	3	0	0	-2	2	0	0
Resultat före skatt	-350	-123	-43	-63	-89	-79	-70	-174
Resultat före skatt, justerad	-350	-123	-43	-63	-89	-79	-70	-174
Total skatt	0	0	0	-1	0	0	0	0
Nettoresultat	-350	-123	-43	-63	-89	-79	-70	-174
Nettoresultat, justerad	-350	-123	-43	-63	-89	-79	-70	-174
Intäktstillväxt	-	-61%	>100%	-13%	-83%	>100%	>100%	-87%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-14,4	-5,08	-1,75	-1,13	-1,59	-1,41	-1,25	-3,13
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Medivir, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-351	-126	-43	-62	-87	-80	-70	-174
Övriga kassaflödesposter	59	-7	-13	1	1	2	3	3
Förändringar i rörelsekapital	-28	-16	-2	12	-16	3	2	2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-321	-148	-58	-49	-102	-75	-65	-170
Investeringar i anläggningstillgångar	-5	4	5	0	0	0	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-5	4	5	0	0	0	-1	-1
Fritt kassaflöde	-326	-144	-53	-49	-102	-75	-66	-170
Nyemission / återköp	144	-7	-12	199	-2	94	0	150
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	144	-7	-12	199	-2	94	0	150
Kassaflöde	-181	-150	-65	151	-104	19	-66	-20
Nettoskuld	-286	-135	-70	-221	-117	-137	-70	-50

Källa: Medivir, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	97	96	96	96	96	96	96	96
Materiella anläggningstillgångar	11	23	16	14	15	13	13	14
Övriga anläggningstillgångar	0	21	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	108	141	113	110	111	109	109	110
Övriga omsättningstillgångar	25	18	9	5	6	5	6	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	286	135	70	221	117	137	70	50
Summa omsättningstillgångar	312	153	79	226	123	141	76	57
SUMMA TILLGÅNGAR	419	293	191	336	234	251	186	167
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	308	184	142	281	193	209	140	118
Summa eget kapital	308	184	142	281	193	209	140	118
Övriga långfristiga skulder	15	54	15	13	13	11	13	14
Summa långfristiga skulder	15	54	15	13	13	11	13	14
Övriga kortfristiga skulder	97	55	35	42	28	30	33	36
Summa kortfristiga skulder	97	55	35	42	28	30	33	36
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	419	293	192	336	234	251	186	167

Källa: Medivir, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	-61%	>100%	-13%	-83%	>100%	>100%	-87%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	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.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Medivir, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Medivir, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	27%	42%	44%	44%	31%	31%	24%	20%
Rörelsekapital / totala intäkter	-243%	-322%	-62%	-104%	-361%	-127%	-39%	-326%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,1x	0,3x	0,1x	0,0x	0,1x	0,5x	0,1x

Källa: Medivir, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-286	-135	-70	-221	-117	-137	-70	-50
Soliditet	73%	63%	74%	84%	82%	83%	75%	70%
Nettoskulsättningsgrad	-0,9x	-0,7x	-0,5x	-0,8x	-0,6x	-0,7x	-0,5x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	0,9x	1,1x	1,8x	3,7x	1,4x	1,8x	1,1x	0,3x

Källa: Medivir, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-14,4	-5,08	-1,75	-1,13	-1,59	-1,41	-1,25	-3,13
EPS, justerad	-14,4	-5,08	-1,75	-1,13	-1,59	-1,41	-1,25	-3,13
FCF per aktie	-13,4	-5,92	-2,17	-0,88	-1,83	-1,35	-1,19	-3,05
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	12,7	7,59	5,84	5,04	3,46	3,75	2,50	2,11
Antal aktier vid årets slut, m	24,3	24,3	24,3	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	24,3	24,3	24,3	55,7	55,7	55,7	55,7	55,7

Källa: Medivir, EPB

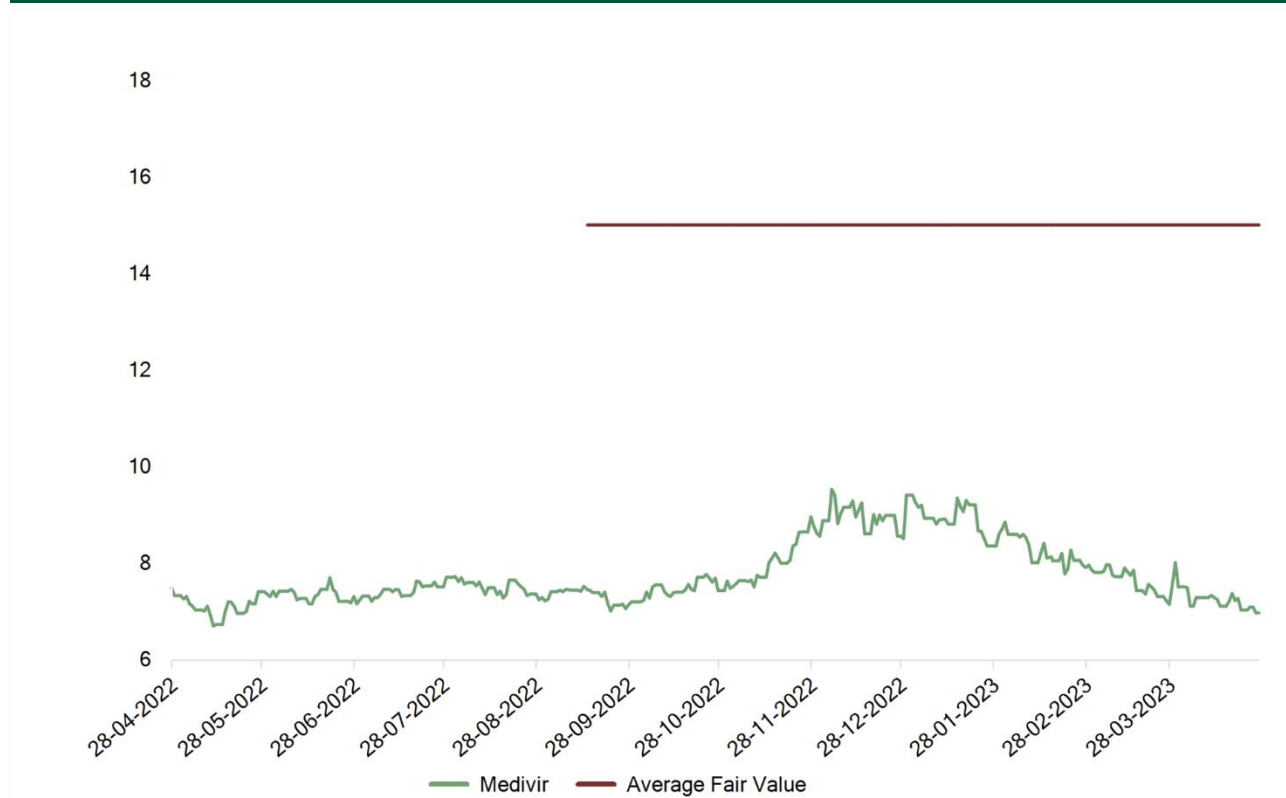
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	1,4x	2,6x	1,7x	1,4x	2,9x	2,0x	3,0x	3,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	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%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	5,3x	30,2x	4,3x	4,5x	70,1x	15,8x	4,6x	35,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	156	343	177	159	434	315	315	315
Aktiekurs	18,2	19,7	10,2	6,8	9,9	7,5	7,5	7,5

Källa: Medivir, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Medivir (MVIRB 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