



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Läkemedel | Sverige | 04 maj 2023

Intervacc

Försäljningsstarten tar längre tid än väntat

Försäljningsstarten tar längre tid än väntat

Försäljningen blev 1,5 mkr, vilket är en minskning q/q på grund av att försäljningen av Strangvac inte har tagit fart. Det är tidig lanseringsfas och förväntningarna borde vara låga, men försäljningen bör öka varje kvartal för att nå våra prognoser. EBIT blev -17,4 mkr, vilket var en försämring y/y (10,7) på grund av ökade avskrivningar av balanserade utvecklingskostnader, samt att kostnaderna är högre. Resultatet kommer att fortsätta vara negativt tills att försäljningen kommer i gång och skalbarheten kan ge effekt.

Kapitalanskaffning om cirka 100 mkr

I april annonserades att styrelsen beslutat om en fullt säkerställd företrädesemission om 100 mkr, för att finansiera accelererad kommersialisering av Strangvac, regulatoriska processer för marknadsgodkännande i Nordamerika, Australien och Nya Zeeland samt vidareutveckling av produktportföljen. Det var väntat med en kapitalanskaffning och ger bolaget resurser att snabba på ovanstående, framför allt försäljningsarbetet av Strangvac. Villkoren för emissionen förväntas komma omkring den 9 maj, vilket gör att vi ännu inte kan bedöma utspädningseffekten och därmed inte vad effekten blir på värde per aktie. Vi återkommer därför med en uppdaterad analys efter villkoren blivit kända.

Skjuter på försäljningsprognoser och höjer avkastningskrav

Vi känner oss fortsatt trygga med den långsiktiga potentialen för Strangvac, men i och med att introduktionsfasen tar längre tid än vi tidigare trott förskjuter vi våra prognoser för den europeiska marknaden något. Detta får effekter på prognoserna för såväl försäljning som resultat. Vi har dessutom höjt WACC från 15% till 20%, för att reflektera att försäljningen tar längre tid än väntat att komma i gång, samt att bolaget är mitt inne i en kapitalanskaffning. Sammantaget gör detta att vi sänker vårt motiverade värde till 26-28 kr (48-54).

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	26 - 28 kr												
Totala intäkter	-54,7%	-69,6%	-35,4%	13	30	66	241	Aktiekurs	7,0 kr												
EBITDA, just.	-11,6%	-320,4%	-128,7%	14%	>100%	>100%	>100%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-10,1%	-139,1%	-203,4%	-44	-46	-51	-14	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser			EBITDA, just.	-64	-70	-69	-32														
Q2 - rapport	31 augusti 2023		EBIT, just.	-64	-70	-69	-32														
Q3 - rapport	16 november 2023		EPS, just.	-1,3	-1,4	-1,1	-0,5														
Bolagsfakta (mkr)			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Antal aktier	50m		EK/aktie	5,0	3,6	2,5	2,0														
Börsvärde	353		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Nettoskuld	-35		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV	319		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Free float	96%		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Daglig handelsvolym, snitt	352k		EV/Sales	96,9x	10,8x	4,8x	1,3x	Intressekonflikter <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		✓																			
Bloomberg Ticker	IVACC SS EQUITY		P/EK	5,2x	2,0x	2,8x	3,5x														
Analytiker			Nettoskuld/EBITDA	1,0x	0,1x	-0,7x	-4,0x														
Henrik Holmer																					
henrik.holmer@penser.se																					

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 bolaget 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.

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 20%, en långsiktig tillväxt på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 45% vilket ger ett värde om 27 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 20%. 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 26-28 kr.

Kvartalet i korthet

Försäljningen blev 1,5 mkr, vilket är en minskning q/q på grund av att försäljningen av Strangvac inte tagit fart. Det är tidig lanseringsfas och förväntningarna borde vara låga, men försäljningen bör öka varje kvartal för att nå våra prognoser. Bolaget påpekar att man befinner sig i en lanserings- och uppstartsfas och att Strangvac ännu är relativt okänt som vaccin. Dessutom väntar många hästägare och veterinärer med att vaccinera till dess att det finns mer erfarenhet från fält. Bolaget bedömer att 4-5 tusen hästar har vaccinerats hittills med en till tre doser. Samtidigt har uppmärksamheten kring kvarka ökat och tongivande veterinärer och hästägare talar positivt om vaccinet. Ingen ny försäljning av Strangvac har skett till distributionspartnern Dechra under kvartalet, vilket betyder att Dechra fortfarande säljer av det lager man köpte av Intervacc i höstas. Intervacc har som policy att annonsera ordrar som bedöms vara viktiga för aktiemarknaden, vilket gör att vi i nuvarande fas förväntar oss att det kommer skickas ut en pressrelease när Dechra gör en större beställning.

EBIT blev -17,4 mkr, vilket var en försämring y/y (10,7) på grund av ökade avskrivningar av balanserade utvecklingskostnader samt att kostnaderna är högre. Resultatet kommer att fortsätta vara negativt tills att försäljningen kommer i gång och skalbarheten kan ge effekt. Kassaflödet var -10,8 mkr, vilket var en förbättring y/y (-21,7). Den lageruppbyggnad som Intervacc gjorde 2022 kommer att kunna betas av i år och därmed ha en positiv effekt på kassaflödet i år.

Vaccinteknologin och den långsiktiga potentialen finns där, men försäljningen har ännu inte kommit i gång tillräckligt. Detta adresseras i och med den företrädesemission som annonserades den 19 april på 100 mkr, där pengarna bl.a. ska användas för att accelerera försäljningsarbetet. Emissionen är fullt säkerställd, men vi får villkoren först den 9 maj.

Värt att notera är EQT i april lade ett bud på distributionspartnern Dechra, vilket visar på ett fortsatt starkt intresse för sektorn. Med tanke på att Intervacc sitter på en vaccinteknologi och produkt med hög potential, ser vi det som en risk/chans att bolaget på dagens nivåer kan bli föremål för uppköp av någon av de större spelarna inom djurhälsa.

Kapitalanskaffning om cirka 100 mkr

Den 19 april annonserades att styrelsen i Intervacc avser att besluta om en fullt säkerställd företrädesemission om cirka 100 mkr. Syftet med företrädesemissionen är att finansiera accelererad kommersialisering av Strangvac, regulatoriska processer för Strangvac i Nordamerika, Australien och Nya Zeeland i syfte att erhålla marknadsgodkännande, samt vidareutveckling av produktkandidater i bolagets projektportfölj. Emissionen är garanterad av större aktieägare, ledning och styrelseledamöter samt nya ägare.

Som vi skrev i vår förra analysuppdatering var det väntat med en kapitalanskaffning innan bolaget blir kassaflödespositiva. Vi uppfattar det som att styrelsen adresserar marknadens oro för en kapitalanskaffning och att det går för långsamt med försäljningsarbetet och de regulatoriska processerna. Kapitalanskaffningen ger resurser till att accelerera dessa frågor och vi ser det som viktigt att bolaget har kapital att kunna agera.

Villkoren för emissionen förväntas komma omkring den 9 maj, vilket gör att vi ännu inte kan bedöma utspädningseffekten och därmed inte vad effekten blir på värde per aktie. Vi återkommer därför med en uppdaterad analys efter att villkoren blivit kända.

Prognosförändringar

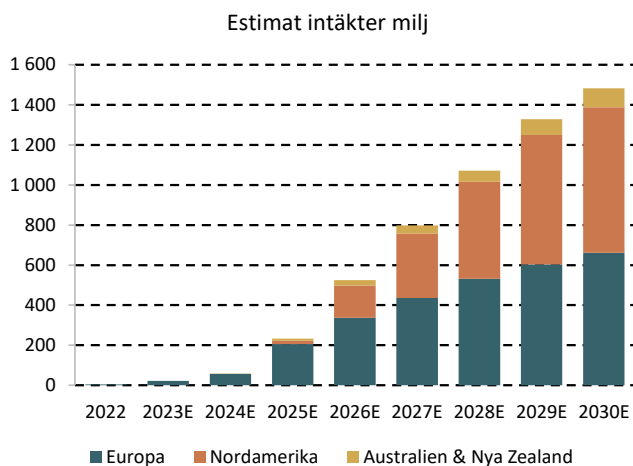
Vi uppskattar att en vaccinationsgrad på i snitt 50% för Intervaccs målmarknader är rimligt att nå när Strangvac närmar sig sin peak, med variation mellan de olika länderna. Vi känner oss fortsatt trygga med denna långsiktiga potential för Strangvac. Det som är svårt att prognosticera är vägen dit. Etableringen 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. I och med att introduktionsfasen tar längre tid än vi tidigare trott förskjuter vi våra prognoser för den europeiska marknaden framåt något. Nedan syns våra nya antaganden för vaccinationsgrad.

Estimerad vaccinationsgrad per marknad

Marknad	Antal hästar est (1 000-tal)	Peak vaccingrad	Peak antal (1000-tal)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Sverige	355	70%	249	4%	10%	25%	40%	50%	60%	67%	70%
Tyskland	1 247	70%	873	2%	4%	20%	35%	45%	55%	65%	70%
Storbritannien	847	70%	593	3%	4%	20%	35%	45%	55%	65%	70%
Frankrike	840	70%	588	2%	4%	20%	35%	45%	55%	65%	70%
Spanien	681	50%	341	1%	4%	15%	25%	30%	35%	40%	50%
Belgien	536	60%	322	1%	4%	15%	25%	35%	45%	50%	60%
Italien	469	50%	234	1%	4%	15%	25%	30%	35%	40%	50%
Nederländerna	294	60%	176	2%	4%	15%	25%	35%	45%	50%	60%
Övriga Norden & Baltikum	354	63%	223	2%	8%	25%	33%	45%	55%	60%	63%
Övriga Europa	1 365	25%	341	1%	4%	10%	15%	20%	25%	25%	25%
Nordamerika	10 760	45%	4 842	0%	0%	1%	10%	20%	30%	40%	45%
Australien & Nya Zealand	1 052	60%	631	0%	1%	7%	17%	25%	35%	50%	60%
Totalt	18 800	50%	9 413	0,7%	1,7%	7%	17%	26%	36%	45%	50%

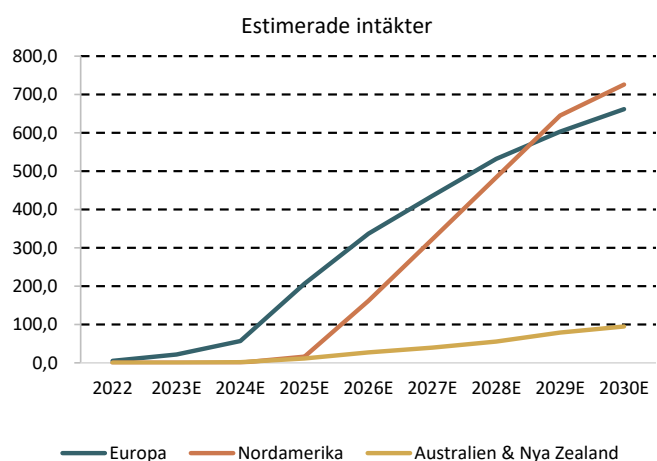
Källa: FAOSTAT 2014, EU report "Removing the Blinkers, EPB

Diagram 1: Intäkterna 1,5 mdkr 2030



Källa: EPB

Diagram 2: 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 20%, en långsiktig tillväxt på 3% och långsiktiga EBIT-marginaler på 45%, vilket ger ett värde på 27 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 15% till 20%, för att reflektera att försäljningen tar längre tid än väntat att komma i gång samt att bolaget är mitt inne i en kapitalanskaffning. 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.

Våra prognoser är endast 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.

Vi poängterar återigen att villkoren för emissionen förväntas komma omkring den 9 maj, vilket gör att vi ännu inte kan bedöma utspädningseffekten och därmed inte vad effekten blir på värde per aktie. I denna analys tas inte hänsyn till effekterna av emissionen och vi återkommer därför med en uppdaterad analys efter att villkoren blivit kända.

DCF						
Valuation output						
Sum of PV of FCF (explicit period)			721			
PV of terminal value (perpetuity formula)			588			
Enterprise value			1 309			
Latest net debt (inc. Acquisition)			-35			
Minority interests & other			0			
Equity value			1 344			
No. of shares outstanding (millions)			50			
Equity value per share (SEK)			27			
WACC assumptions						
Risk free nominal rate			2,5%			
Risk premium			5,5%			
Small cap premium			4%			
Extra risk premium			8,0%			
WACC			20,0%			
Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	16,0%	41	42	43	44	46
	18,0%	32	33	34	34	35
	20,0%	26	26	27	27	28
	22,0%	21	21	21	22	22
	24,0%	17	17	18	18	18
		Long-term EBIT margin				
		35,0%	40,0%	45,0%	50,0%	55,0%
WACC	16,0%	37	40	43	46	49
	18,0%	29	31	34	36	38
	20,0%	23	25	27	28	30
	22,0%	19	20	21	23	24
	24,0%	16	17	18	19	20
Terminal value assumptions						
Long term growth rate			3,0%			
Long term EBIT margin			45,0%			
Depreciation (% of sales)			2,0%			
Capex (% of sales)			2,0%			
Working cap. (% of sales)			9,3%			
Tax rate			22%			
Implicit multipl.						
	2023	2024	2025			
EV/Sales	47,6	20,6	5,5			
EV/EBITDA	-28,6	-25,9	-95,3			
EV/EBIT	-18,7	-19,0	-41,0			
EV/NOPLAT	-24,0	-24,4	-52,6			
P/E						
ROIC/WACC						
Current Share price			7,3			

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	48	36	12	5	5	10	28	64	239
Övriga rörelseintäkter	3	3	5	5	6	3	2	2	2
Totala intäkter	51	39	18	10	11	13	30	66	241
Kostnad sålda varor	-35	-30	-12	-2	-3	-9	-24	-56	-186
Bruttoresultat	16	9	6	7	9	4	5	10	55
Övriga rörelsekostnader	-23	-25	-28	-27	-32	-48	-51	-60	-69
EBITDA	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-46	-51	-14
EBITDA, justerad	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-46	-51	-14
EBITA, justerad	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-46	-51	-14
EBIT	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-70	-69	-32
EBIT, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-70	-69	-32
Resultat före skatt	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-70	-69	-32
Resultat före skatt, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-70	-69	-32
Total skatt	1	4	0	0	0	0	0	15	7
Nettoresultat	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-70	-54	-25
Nettoresultat, justerad	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-70	-54	-25
Intäktsstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	>100%	>100%	>100%
Bruttomarginal	32,9%	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	19,9%	15,2%	23,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,39	-1,07	-0,50
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	-70	-69	-32
Övriga kassaflödesposter	4	15	6	6	6	21	24	33	25
Förändringar i rörelsekapital	-10	11	20	-1	-2	-27	8	-3	-12
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-20	-5	-2	-20	-25	-70	-37	-39	-19
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
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-13	-23	-39	-11	-23	-6	-2	-2	-2
Fritt kassaflöde	-32	-28	-41	-31	-49	-76	-39	-41	-21
Nyemission / återköp	46	50	58	143	0	6	0	0	0
Förändring av skulder	-6	-7	0	0	0	0	94	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	40	42	58	143	0	6	94	0	0
Kassaflöde	8	14	17	112	-49	-70	54	-41	-21
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-6	35	55

Källa: Intervacc, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	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	161	144	127	109
Summa anläggningstillgångar	135	149	181	186	203	189	166	150	134
Varulager	17	11	1	2	7	27	8	13	36
Kundfordringar	3	3	1	0	0	1	3	6	24
Övriga omsättningstillgångar	3	4	1	3	3	2	2	2	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	21	37	53	164	116	46	100	59	38
Summa omsättningstillgångar	45	54	56	169	126	76	113	80	100
SUMMA TILLGÅNGAR	180	203	237	355	329	265	279	230	234
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	165	190	220	338	308	250	180	126	101
Summa eget kapital	165	190	220	338	308	250	180	126	101
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	94	94	94
Leverantörsskulder	3	7	5	10	10	6	3	6	26
Övriga kortfristiga skulder	3	4	12	8	11	9	3	4	13
Summa kortfristiga skulder	13	12	17	17	21	15	99	104	133
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	180	203	237	355	329	265	279	230	234

Källa: Intervacc, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	>100%	>100%	>100%
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%	19,9%	15,2%	23,1%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Intervacc, EPB

Avkastning

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

Källa: Intervacc, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	34%	28%	7%	16%	58%	>100%	28%	19%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	6%	8%	3%	4%	4%	10%	9%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	8%	24%	42%	>100%	>100%	62%	11%	11%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	21%	43%	60%	60%	26%	>100%	90%	52%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	17%	-76%	-129%	-91%	>100%	26%	16%	9%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,3x	1,2x

Källa: Intervacc, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-6	35	55
Soliditet	92%	94%	93%	95%	94%	94%	64%	55%	43%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,2x	0,0x	0,3x	0,6x
Nettoskuld / EBITDA	1,8x	2,2x	2,4x	8,4x	5,0x	1,0x	0,1x	-0,7x	-4,0x

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	-1,39	-1,07	-0,50
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,39	-1,07	-0,50
FCF per aktie	-2,00	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,50	-0,78	-0,81	-0,41
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	10,2	5,06	5,05	6,70	6,12	4,95	3,57	2,49	1,99
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

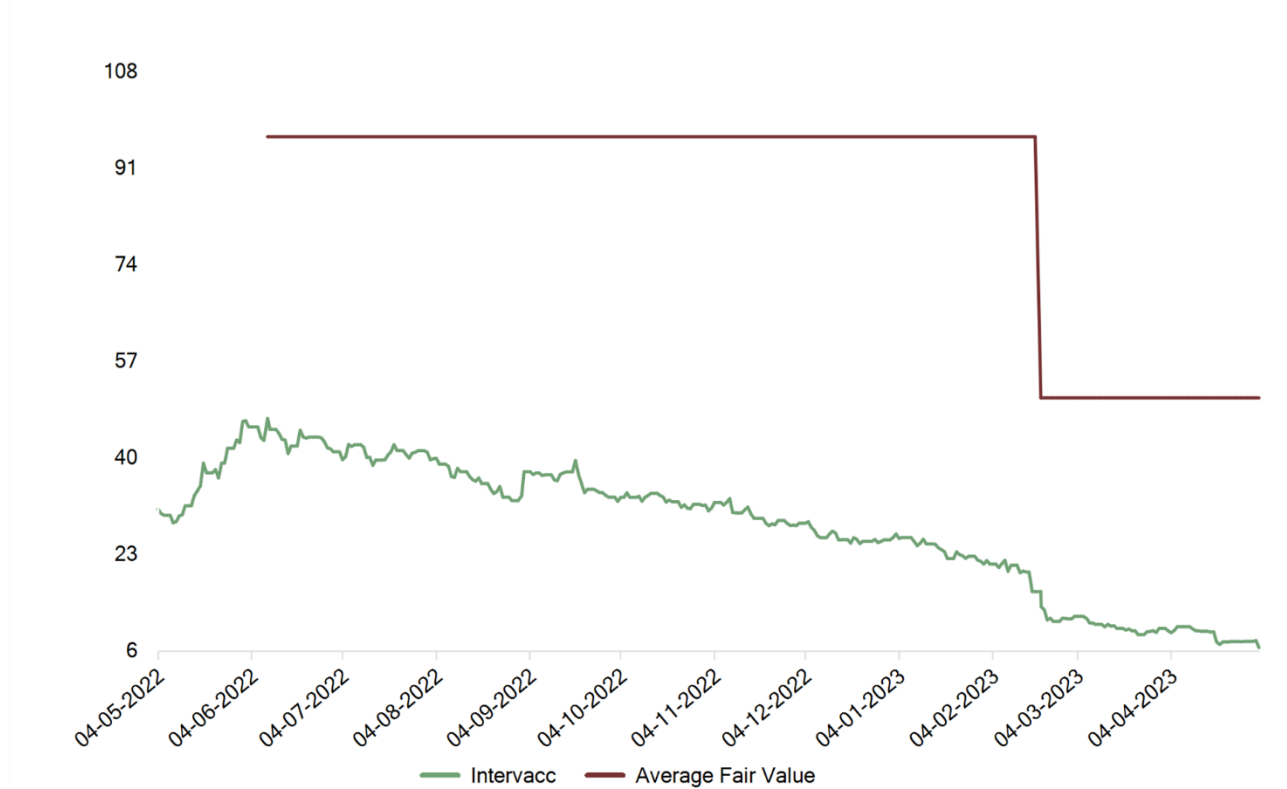
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	0,7x	1,3x	3,6x	7,9x	8,7x	5,2x	2,0x	2,8x	3,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	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%	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	10,8x	4,8x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	105	217	734	2 495	2 566	1 267	319	319	319
Aktiekurs	7,3	6,7	18,1	52,8	53,2	26,0	7,0	7,0	7,0

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 informations spridning, 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