



Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 29 augusti 2024

Intervacc

Ännu ett steg i rätt riktning

Låg försäljning, men med vissa ljuspunkter

Nettoomsättningen i det andra kvartalet var som förväntat låg, men vi ser en positiv trend och den steg till 2,7 mkr (1,9 mkr), en tillväxt på 45%. Det är framför allt i Sverige som det går framåt, där efterfrågan av Strangvac under perioden varit upp med 50% Y/Y och därmed en acceleration jämfört med den 30%-iga ökningstakten som rapporterades i Q1(24). Trots ökade försäljningsaktiviteter var rörelsekostnaderna (exkluderat direkta produktkostnader) endast svagt upp till 19,4 mkr (19,2 mkr) jämfört med Q1(24) och i nivå med Q2(23). Det operativa kassaflödet förbättrades till -9,0 mkr (-11,9 mkr), positivt påverkat av 4,4 mkr i lägre rörelsekapitalbindning. Bolaget upppepar sin avsikt att vilja stärka finanserna, men behovet är inte akut och vid utgången av Q2(24) uppgick likvida medel till 62,7 mkr.

Höjdpunkter från Carnegies Småbolagsdag 2024

VD Jonas Sohlman presenterade bolaget på Carnegie Småbolagsdag: https://youtu.be/c5Tcy_awiEI

Vårt intryck är att bolaget blivit mer positivt kring potentialen och att utvecklingen vänt. Ett antal vetenskapliga artiklar har under året publicerats om kvarkavaccinering och erfarenheter med Strangvac, vilket är viktiga pusselbitar för att bygga förtroende kring produkten och kunskap om sjukdomen. Vi ser fram emot att få se fler publikationer kring Strangvac och kvarkavaccinering närmaste månaderna. Framgångarna för Dechra verkar dröja, men vi uppfattar att bolaget även här blivit lite mer optimistiskt om att den ökade dokumentationen kring vaccinet ska hjälpa till att stärka intresset utanför Norden.

Fortsatt hög osäkerhet om när det tar fart

Rapporten bekräftar att trenden har vänt och att försäljningen går i rätt riktning. Vi hade dock hoppats på att få se ett något tydligare avtryck i försäljningen för att känna oss stärkta i våra prognoser över de kommande kvartalen. Utifrån en fortsatt hög osäkerhet om när försäljningen tar fart ordentligt väljer vi att skruva ned våra förväntningar något för i år och nästa. Den långsiktiga synen som vi har på potentialen för Strangvac förblir dock intakt och därmed blir effekten på vår värdering begränsad.

| Estimatändring | | | | Prognos (mkr) | | | | Värde och risk | | |
|----------------------------|------------------|--------|--------|---------------------|-------|-------|-------|------------------------------|---------------|--|
| | 24e | 25e | 26e | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 6,0 - 10,0 kr | |
| Totala intäkter | -17,9% | -18,2% | -3,8% | 10 | 17 | 45 | 113 | Aktiekurs | 3,8 kr | |
| EBITDA, just. | -6,4% | -25,7% | -14,5% | | | | | Riskenivå | Hög | |
| EPS, just. | 0,9% | -3,2% | 12,1% | | | | | Kursutveckling 12 mån | | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | -94 | -71 | -64 | -38 | | |
| Q3 - rapport | 14 november 2024 | | | EPS, just. | -1,6 | -0,9 | -0,8 | -0,5 | | |
| Q4 - rapport | 13 februari 2025 | | | EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | EK/aktie | 3,1 | 3,4 | 2,6 | 2,1 | | |
| Antal aktier | 76m | | | Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | | |
| Börsvärde | 286 | | | EBIT-marginal | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Nettoskuld | -63 | | | ROE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| EV | 224 | | | ROCE, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Free float | 96% | | | EV/Sales | 40,0x | 14,9x | 5,4x | 2,0x | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 137k | | | EV/EBITDA | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Bloomberg Ticker | IVACC SS EQUITY | | | EV/EBIT | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Analytiker | | | | P/E, just. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| Klas Palin | | | | P/EK | 2,0x | 1,1x | 1,4x | 1,8x | | |
| klas.palin@carnegie.se | | | | FCF yield | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | | |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | | |
| | | | | | | | | Intressekonflikter | | |
| | | | | | | | | Yes | No | |
| | | | | | | | | Likviditetsgarant | ✓ | |
| | | | | | | | | Certified adviser | ✓ | |
| | | | | | | | | Transaktioner 12m | ✓ | |

Investment case

Intervacc är i en ny fas där fokus flyttats till att driva försäljning av det första egenutvecklade vaccinet. Tidigare har inriktningen varit utveckling. Vaccinet Strangvac ger efter tre doser ett 94% skydd mot kvarka – en smittsam sjukdom som ger upphov till 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 2027. Med tanke på hur allvarlig sjukdom kvarka är, med långtgående negativa konsekvenser för både häst och hästägare, bedömer vi att intresset för Strangvac kommer att vara stort och vi ser en försäljningspotential på ca 0,9 mdkr för 2030. Vaccinmarknaden kännetecknas av höga inträdesbarriärer. När man väl tagit fram ett vaccin och kontrollerar en nischad marknad finns det goda möjligheter att behålla den positionen, då djur som är i ett vaccinprogram ofta är det livet ut.

Värderingen på marknaden idag, anser vi, återspeglar inte potentialen i Strangvac. Aktien hålls tillbaka av trögheten i lanseringen och osäkerhet om när vi får se en ordentligt ökad efterfrågan.

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 vacciner 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 det har så kallade DIVA-egenskaper, vilket innebär att det går att särskilja vaccinerade djur från dem som tidigare haft infektionen, vilket är ovärderligt under pågående utbrott.

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 dem, utan de är 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 produktionspartner och Intervacc tecknar distributionsavtal med stora globala aktörer som sköter marknadsföring och försäljning.

Värdering

Vår värdering av Intervacc utgår från en DCF-modell som baseras på explicita prognoser till och med 2035. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC om 18,0%. Utifrån vår fundamentala värdering sätts motiverat värderingsintervall till 6-10 kr.

Prognosförändringar

Vi väljer att ta ned våra förväntningar på försäljningen för i år och nästa i väntan på tydligare signaler om att försäljningen lyfter. Vår syn på kostnaderna framåt är mer begränsad och vi gör endast små förändringar i absoluta tal.

| Övergripande prognosjusteringar (mkr) | | 2024 | 2025 | 2026 |
|---------------------------------------|-------------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | Ny | 15,0 | 41,4 | 111,2 |
| | Tidigare | 19,5 | 53,1 | 115,7 |
| | Diff (Abs.) | -4,5 | -11,6 | -4,4 |
| | Diff (%) | -23% | -22% | -4% |
| EBITDA | Ny | -52,3 | -44,5 | -17,5 |
| | Tidigare | -49,1 | -35,4 | -15,3 |
| | Diff (Abs.) | -3,1 | -9,1 | -2,2 |
| | Diff (%) | -6% | -26% | -14% |
| EBIT | Ny | -71,0 | -63,9 | -37,9 |
| | Tidigare | -71,6 | -62,0 | -43,2 |
| | Diff (Abs.) | 0,7 | -1,9 | 5,3 |
| | Diff (%) | 1% | -3% | 12% |

Källa: Penser by Carnegie

Uppdaterade kvartalsestimat

Nedan följer våra uppdaterade kvartalsprognoser.

| Kvartalsprognoser 2023-2025 (mkr) | 2023 | | | 2024 | | | | 2025 | | | | |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3E | Q4E | Q1E | Q2E | Q3E | Q4E |
| Rörelseintäkter | | | | | | | | | | | | |
| Nettoomsättning | 1,5 | 1,9 | 3,0 | 1,6 | 2,4 | 2,7 | 5,2 | 4,7 | 6,3 | 7,9 | 11,5 | 15,8 |
| Övrigt | 0,1 | 0,1 | 0,6 | 1,0 | 0,1 | 0,5 | 0,7 | 1,1 | 0,3 | 0,7 | 1,0 | 1,4 |
| Summa rörelseintäkter | 1,6 | 1,9 | 3,6 | 2,6 | 2,5 | 3,3 | 5,9 | 5,8 | 6,6 | 8,6 | 12,5 | 17,2 |
| Rörelsekostnader | | | | | | | | | | | | |
| Handelsvaror, råvaror och förnödenheter | -0,7 | -1,1 | -18,8 | -1,2 | -2,0 | -2,2 | -3,7 | -3,2 | -4,2 | -4,9 | -6,0 | -7,4 |
| Övriga externa kostnader | -6,8 | -7,9 | -10,7 | -11,2 | -8,6 | -8,9 | -9,3 | -9,7 | -9,2 | -10,1 | -11,1 | -12,8 |
| Personalkostnader | -5,1 | -4,9 | -4,9 | -4,8 | -4,9 | -5,8 | -5,3 | -5,9 | -5,4 | -6,0 | -5,7 | -6,5 |
| Avskrivningar och nedskrivningar | -6,2 | -6,1 | -6,2 | -6,1 | -4,7 | -4,7 | -4,7 | -4,7 | -4,7 | -4,7 | -5,0 | -5,1 |
| Övriga rörelsekostnader | -0,2 | -0,3 | 0,0 | -0,1 | -0,3 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Summa rörelsekostnader | -19,0 | -20,3 | -40,6 | -23,5 | -20,5 | -21,5 | -22,9 | -23,5 | -23,4 | -25,7 | -27,8 | -31,8 |
| Summa rörelsekostnader exkl. handelsvaror | -18,3 | -19,2 | -21,8 | -22,2 | -18,5 | -19,4 | -19,2 | -20,3 | -19,3 | -20,8 | -21,8 | -24,4 |
| Rörelseresultat | | | | | | | | | | | | |
| Finansnetto | 0,0 | 0,4 | 0,8 | 0,9 | 0,6 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,3 |
| Resultat före skatt | -17,5 | -18,0 | -36,2 | -19,9 | -17,4 | -17,8 | -16,7 | -17,5 | -16,3 | -16,6 | -14,9 | -14,4 |
| Skatt på periodens resultat | 0,0 | 0,0 | -11,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Periodens resultat | -17,5 | -18,0 | -47,5 | -19,9 | -17,4 | -17,8 | -16,7 | -17,5 | -16,3 | -16,6 | -14,9 | -14,4 |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Värdering

Vår värdering av Intervacc utgår ifrån en DCF-modell som baseras på explicita prognoser till och med 2035, samt nedanstående terminala antaganden. Kassaflödena diskonterar vi med en WACC om 18,0% och det ger ett DCF-värde på 9,6 kr (10). Utifrån det fundamentala värdet sätter vi vårt motiverade värderingsintervall till 6-10 kr, där den nedre delen av intervallet bygger på ett scenario med svagare upptag av Strangvac och här har vi räknat med att en försäljning på ca 700 mkr 2030 mot 900 mkr i vårt huvudscenario.

Övergripande antaganden DCF-värdering

| Värdering (mkr) | | WACC-antaganden | | Antaganden terminalvärde | |
|---|------------|-------------------|--------------|---------------------------------|-------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden | 265 | Riskfri ränta | 2,5% | Långsiktig tillväxt | 2,0% |
| Nuvärdet av terminalvärde | 398 | Riskpremie | 5,5% | Långsiktig EBITDA-marginal | 30,0% |
| Företagsvärde (EV) | 663 | Småbolagspremie | 6,0% | Avskrivningar, % av omsättning | 3,0% |
| Nettoskuld, senast rapporterad | -63 | Extra risk-premie | 4,0% | Capex, % av omsättning | 3,0% |
| Minoritetsintressen och övrigt | 0 | WACC | 18,0% | Rörelsekapital, % av omsättning | 1,5% |
| Eget kapital | 726 | | | Skattesats | 21,0% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 76 | | | | |
| Eget kapital per aktie (kr) | 9,6 | | | | |

Källa: Pensar by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxttakt

| | 0,0% | 1,0% | 2,0% | 3,0% | 4,0% |
|-------|------|------|------------|------|------|
| 10,0% | 24,6 | 26,7 | 29,3 | 32,7 | 37,2 |
| 14,0% | 14,1 | 14,8 | 15,7 | 16,7 | 18,0 |
| 18,0% | 8,9 | 9,2 | 9,6 | 10,0 | 10,5 |
| 22,0% | 6,0 | 6,1 | 6,3 | 6,5 | 6,7 |
| 26,0% | 4,2 | 4,3 | 4,4 | 4,5 | 4,6 |

Källa: Pensar by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal

| | 20,0% | 25,0% | 30,0% | 35,0% | 40,0% |
|-------|-------|-------|------------|-------|-------|
| 10,0% | 20,9 | 25,1 | 29,3 | 33,5 | 37,7 |
| 14,0% | 11,6 | 13,6 | 15,7 | 17,8 | 19,8 |
| 18,0% | 7,3 | 8,4 | 9,6 | 10,7 | 11,9 |
| 22,0% | 4,9 | 5,6 | 6,3 | 7,0 | 7,7 |
| 26,0% | 3,5 | 3,9 | 4,4 | 4,8 | 5,2 |

Källa: Pensar by Carnegie

| Resultaträkning | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoomsättning | 36 | 12 | 5 | 5 | 10 | 8 | 15 | 41 | 111 |
| Övriga rörelseintäkter | 3 | 5 | 5 | 6 | 3 | 2 | 2 | 3 | 2 |
| Totala intäkter | 39 | 18 | 10 | 11 | 13 | 10 | 17 | 45 | 113 |
| Kostnad sålda varor | -30 | -12 | -2 | -3 | -9 | -22 | -11 | -22 | -46 |
| Bruttoresultat | 9 | 6 | 7 | 9 | 4 | -12 | 6 | 22 | 68 |
| Övriga rörelsekostnader | -25 | -28 | -27 | -32 | -48 | -57 | -59 | -67 | -85 |
| EBITDA | -16 | -22 | -20 | -23 | -44 | -69 | -52 | -44 | -18 |
| EBITDA, justerad | -16 | -22 | -20 | -23 | -44 | -69 | -52 | -44 | -18 |
| Avskrivningar | -15 | -6 | -6 | -6 | -21 | -25 | -19 | -19 | -20 |
| EBITA, justerad | -16 | -22 | -20 | -23 | -44 | -69 | -52 | -44 | -18 |
| EBIT | -31 | -28 | -26 | -29 | -64 | -94 | -71 | -64 | -38 |
| EBIT, justerad | -31 | -28 | -26 | -29 | -64 | -94 | -71 | -64 | -38 |
| Finansnetto | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| Resultat före skatt | -31 | -28 | -26 | -29 | -64 | -91 | -69 | -62 | -37 |
| Resultat före skatt, justerad | -31 | -28 | -26 | -29 | -64 | -91 | -69 | -62 | -37 |
| Total skatt | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | -11 | 0 | 0 | -2 |
| Nettoresultat | -27 | -28 | -26 | -29 | -64 | -103 | -69 | -62 | -38 |
| Nettoresultat, justerad | -27 | -28 | -26 | -29 | -64 | -103 | -69 | -62 | -38 |
| Omsättningsstillväxt | Neg. | -55% | -44% | 17% | 14% | -25% | 78% | 158% | 153% |
| Bruttomarginal | 24,0% | 49,7% | N.m. | N.m. | 42,3% | Neg. | 42,4% | 54,1% | 60,8% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EPS, justerad | -0,73 | -0,64 | -0,51 | -0,58 | -1,27 | -1,63 | -0,92 | -0,82 | -0,51 |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys | | | | | | | | | |
|---|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EBIT | -31 | -28 | -26 | -29 | -64 | -94 | -71 | -64 | -38 |
| Övriga kassaflödesposter | 15 | 6 | 6 | 6 | 21 | 25 | 19 | 19 | 20 |
| Förändringar i rörelsekapital | 11 | 20 | -1 | -2 | -27 | 4 | -8 | -11 | -14 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -5 | -2 | -20 | -25 | -70 | -65 | -61 | -56 | -32 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 | -1 | -1 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | -23 | -39 | -10 | -22 | -5 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -23 | -39 | -11 | -23 | -6 | -2 | -1 | -2 | -3 |
| Fritt kassaflöde | -28 | -41 | -31 | -49 | -76 | -67 | -62 | -58 | -35 |
| Nyemission / återköp | 50 | 58 | 143 | 0 | 6 | 91 | 91 | 0 | 0 |
| Förändring av skulder | -7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 42 | 58 | 143 | 0 | 6 | 91 | 91 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 14 | 17 | 112 | -49 | -70 | 23 | 29 | -58 | -35 |
| Nettoskuld | -35 | -52 | -164 | -115 | -46 | -88 | -119 | -63 | -30 |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | |
| Goodwill | 29 | 24 | 18 | 12 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga immateriella tillgångar | 6 | 7 | 8 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| Materiella anläggningstillgångar | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Finansiella anläggningstillgångar | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga anläggningstillgångar | 100 | 139 | 149 | 171 | 161 | 144 | 127 | 110 | 93 |
| Summa anläggningstillgångar | 149 | 181 | 186 | 203 | 189 | 155 | 137 | 120 | 103 |
| Varulager | 11 | 1 | 2 | 7 | 27 | 10 | 13 | 22 | 33 |
| Kundfordringar | 3 | 1 | 0 | 0 | 1 | 6 | 8 | 14 | 22 |
| Övriga omsättningstillgångar | 4 | 1 | 3 | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 37 | 53 | 164 | 116 | 46 | 88 | 119 | 63 | 30 |
| Summa omsättningstillgångar | 54 | 56 | 169 | 126 | 76 | 105 | 140 | 99 | 85 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 203 | 237 | 355 | 329 | 265 | 260 | 278 | 219 | 188 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 190 | 220 | 338 | 308 | 250 | 238 | 260 | 198 | 162 |
| Summa eget kapital | 190 | 220 | 338 | 308 | 250 | 238 | 260 | 198 | 162 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa långfristiga skulder | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | 7 | 5 | 10 | 10 | 6 | 22 | 18 | 21 | 26 |
| Övriga kortfristiga skulder | 4 | 12 | 8 | 11 | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa kortfristiga skulder | 12 | 17 | 17 | 21 | 15 | 22 | 18 | 21 | 26 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 203 | 237 | 355 | 329 | 265 | 260 | 278 | 219 | 188 |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|-------|-------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| Intäktstillväxt | Neg. | -55% | -44% | 17% | 14% | -25% | 78% | 158% | 153% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |
| Bruttomarginal | 24,0% | 49,7% | N.m. | N.m. | 42,3% | Neg. | 42,4% | 54,1% | 60,8% |
| 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. |
| Vinstmarginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Avkastning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 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, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter | 28% | 7% | 16% | 58% | >100% | >100% | 75% | 48% | 29% |
| Kundfordringar / totala intäkter | 8% | 3% | 4% | 4% | 10% | 62% | 46% | 31% | 19% |
| Leverantörsskulder / KSV | 24% | 42% | >100% | >100% | 62% | 99% | >100% | 94% | 57% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 21% | 43% | 60% | 60% | 26% | 27% | 26% | 24% | 20% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | 17% | -76% | -129% | -91% | >100% | -51% | 18% | 32% | 25% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,2x | 0,1x | 0,0x | 0,0x | 0,1x | 0,0x | 0,1x | 0,2x | 0,7x |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -35 | -52 | -164 | -115 | -46 | -88 | -119 | -63 | -30 |
| Soliditet | 94% | 93% | 95% | 94% | 94% | 92% | 94% | 90% | 86% |
| Nettoskulsättningsgrad | -0,2x | -0,2x | -0,5x | -0,4x | -0,2x | -0,4x | -0,5x | -0,3x | -0,2x |
| Nettoskuld / EBITDA | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. | N.m. |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Aktiedata

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | -0,73 | -0,64 | -0,51 | -0,58 | -1,27 | -1,63 | -0,92 | -0,82 | -0,51 |
| EPS, justerad | -0,73 | -0,64 | -0,51 | -0,58 | -1,27 | -1,63 | -0,92 | -0,82 | -0,51 |
| FCF per aktie | -0,75 | -0,94 | -0,62 | -0,96 | -1,50 | -1,06 | -0,82 | -0,76 | -0,46 |
| 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 | 5,06 | 5,05 | 6,70 | 6,12 | 4,95 | 3,14 | 3,43 | 2,62 | 2,14 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 37,7 | 43,5 | 50,4 | 50,4 | 50,5 | 75,7 | 75,7 | 75,7 | 75,7 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 37,7 | 43,5 | 50,4 | 50,4 | 50,5 | 63,1 | 75,7 | 75,7 | 75,7 |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

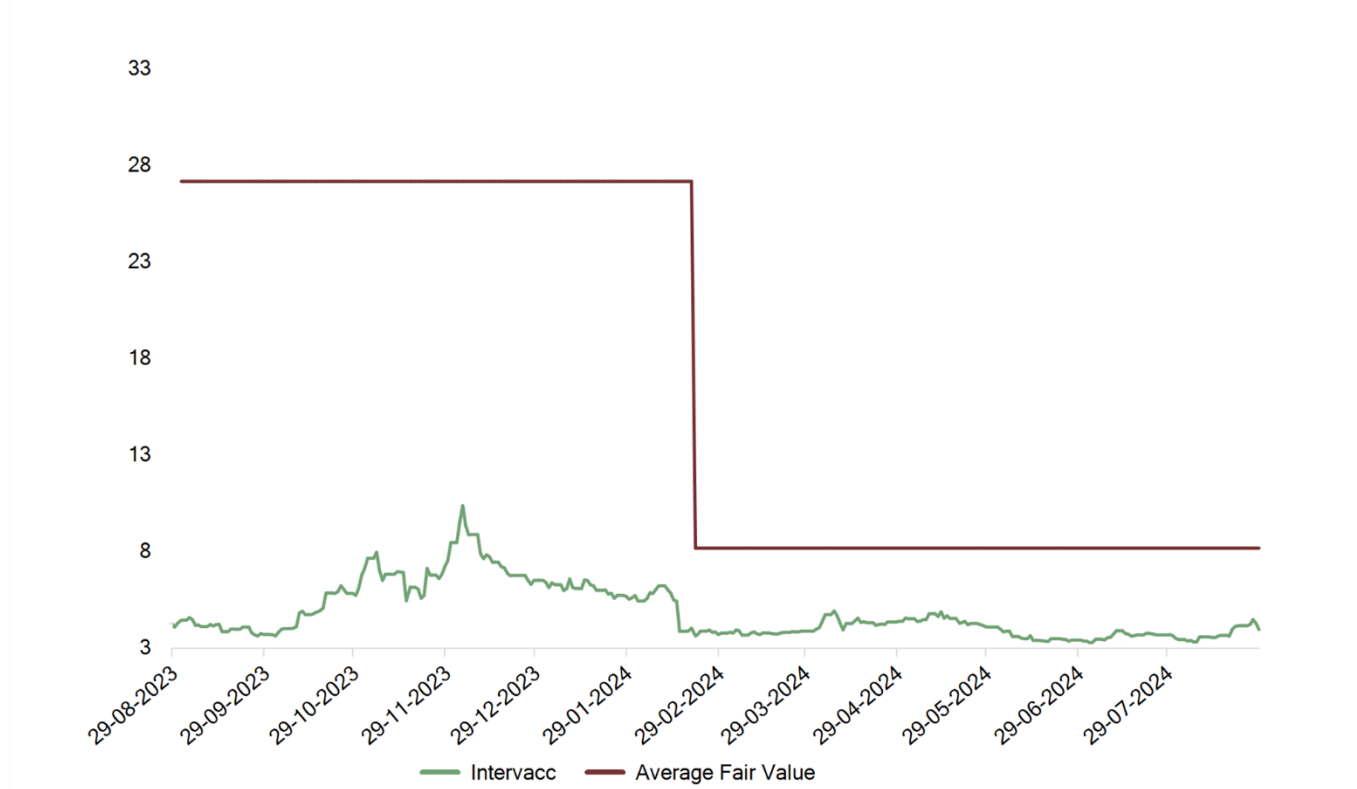
Värdering

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. | Neg. |
| P/EK | 1,3x | 3,6x | 7,9x | 8,7x | 5,2x | 2,0x | 1,1x | 1,4x | 1,8x |
| 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 | 5,6x | 41,7x | 100x | 100x | 96,9x | 40,0x | 14,9x | 5,4x | 2,0x |
| 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 | 217 | 734 | 2 495 | 2 566 | 1 267 | 391 | 224 | 224 | 224 |
| Aktiekurs | 6,7 | 18,1 | 52,8 | 53,2 | 26,0 | 6,3 | 3,8 | 3,8 | 3,8 |

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Intervacc (IVACC SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95