

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 senare delen av 2025. 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 räknar med att drygt 9 miljoner hästar kommer att vara vaccinerade 2030, vilket skulle motsvara ca 1,5 mdkr i intäkter.

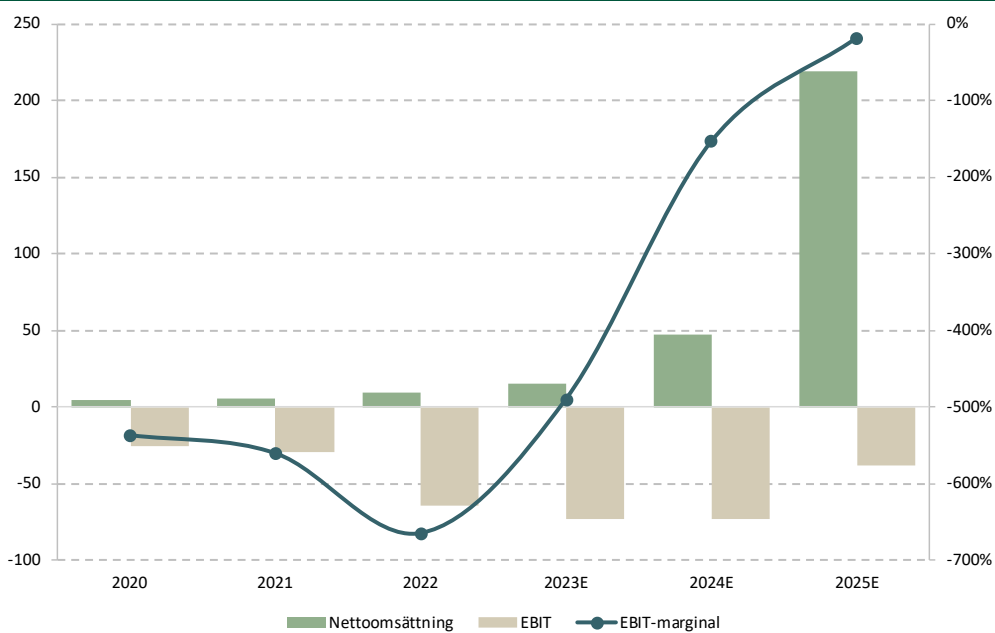
Utöver Strangvac har bolaget två intressanta prototypvacciner för gris och mjölkko i utvecklingsportföljen som, om de lyckas, har betydande potential, och skulle göra Intervacc till ett helt nytt bolag. Det finns ca en miljard grisar och 265 miljoner mjölkkor i världen, jämfört med ca 60 miljoner hästar. 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 inträdesbarriärer med återkommande intäkter. 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. Den skalbara modellen, tillsammans med att Strangvac är en nischad premiumprodukt, gör att vi räknar med att Intervacc kan nå en EBIT-marginal på 42% vid höga volymer.

Bolagsprofil

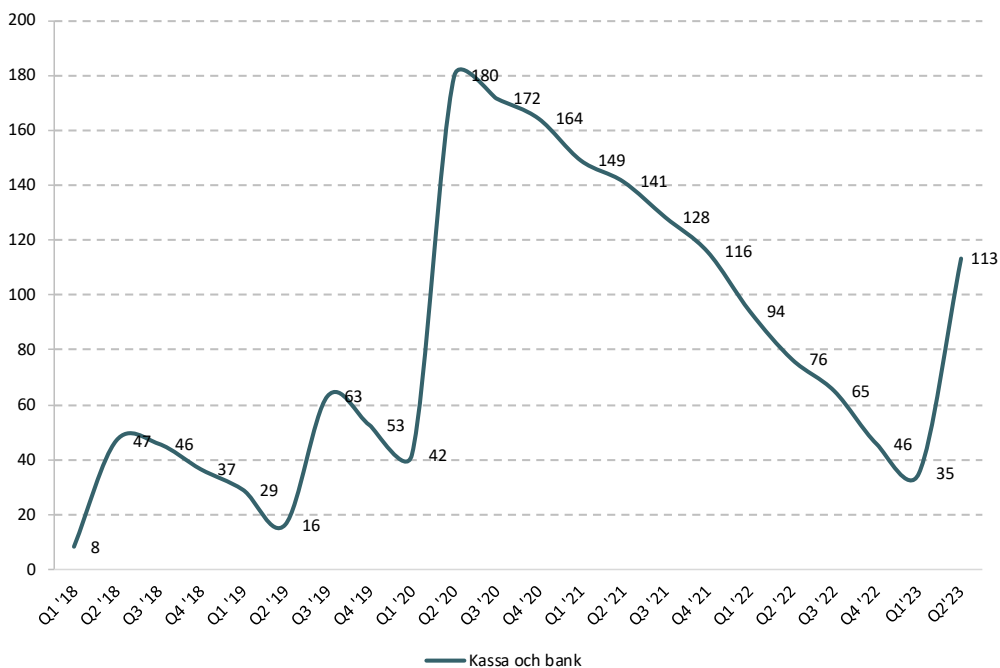
Intervacc är en koncern inom djurhälsa – en stor marknad med starka drivkrafter – och är ett av de ledande företagen i att ta fram moderna vaccin mot bakteriella infektionssjukdomar orsakade av streptokock- eller stafylokockbakterier. Bolagets teknikplattform, som bygger på fusionerade rekombinanta proteiner,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

Intervacc – Försäljning och resultat



Källa: Intervacc, EPB

Intervacc – Kassa och bank



Källa: Intervacc, EPB

Intervacc - Värdering

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	953
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 097
Enterprise value	2 050
Latest net debt (inc. Acquisition)	-113
Minority interests & other	92
Equity value	2 071
No. of shares outstanding (millions)	76
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	4,5%
WACC	16,5%

Implicit multipl.

	2023	2024	2025
EV/Sales	136,9	43,1	9,4
EV/EBITDA	-41,9	-38,7	-156,5
EV/EBIT	-28,0	-28,8	-65,5
EV/NOPLAT	-35,9	-37,0	-84,0
P/E			
ROIC/WACC			

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)	9,4%
Tax rate	22%

Källa: EPB.

DCF känslighetsanalys

Long-term growth rate

		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	8,5%	89	96	104	113	124
	12,5%	44	46	48	50	53
	16,5%	26	27	27	28	29
	20,5%	16	17	17	17	18
	24,5%	11	11	11	11	12

Long-term EBIT margin

		35,0%	40,0%	45,0%	50,0%	55,0%
WACC	8,5%	84	94	104	113	123
	12,5%	40	44	48	52	56
	16,5%	23	25	27	29	31
	20,5%	15	16	17	18	19
	24,5%	10	11	11	12	13

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	48	36	12	5	5	10	15	48	219
Övriga rörelseintäkter	3	3	5	5	6	3	1	1	1
Totala intäkter	51	39	18	10	11	13	16	49	220
Kostnad sålda varor	-35	-30	-12	-2	-3	-9	-12	-39	-162
Bruttoresultat	16	9	6	7	9	4	4	9	58
Övriga rörelsekostnader	-23	-25	-28	-27	-32	-48	-53	-62	-71
EBITDA	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-49	-53	-13
EBITDA, justerad	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-49	-53	-13
EBITA, justerad	-7	-16	-22	-20	-23	-44	-49	-53	-13
EBIT	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-73	-71	-31
EBIT, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-73	-71	-31
Finansnetto	0	0	0	0	0	0	1	2	2
Resultat före skatt	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-72	-69	-30
Resultat före skatt, justerad	-14	-31	-28	-26	-29	-64	-72	-69	-30
Total skatt	1	4	0	0	0	0	0	15	6
Nettoresultat	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-72	-55	-23
Nettoresultat, justerad	-13	-27	-28	-26	-29	-64	-72	-55	-23
Intäkstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	23%	>100%	>100%
Bruttomarginal	32,9%	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	25,6%	19,8%	26,5%
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	-1,14	-0,72	-0,31
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	-73	-71	-31
Övriga kassaflödesposter	4	15	6	6	6	21	26	35	26
Förändringar i rörelsekapital	-10	11	20	-1	-2	-27	12	-3	-13
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-20	-5	-2	-20	-25	-70	-36	-40	-18
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	-38	-42	-20
Nyemission / återköp	46	50	58	143	0	6	92	0	0
Förändring av skulder	-6	-7	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	40	42	58	143	0	6	92	0	0
Kassaflöde	8	14	17	112	-49	-70	54	-42	-20
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-99	-58	-38

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	4	10	33
Kundfordringar	3	3	1	0	0	1	1	5	22
Övriga omsättningstillgångar	3	4	1	3	3	2	2	2	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	21	37	53	164	116	46	100	58	38
Summa omsättningstillgångar	45	54	56	169	126	76	108	74	95
SUMMA TILLGÅNGAR	180	203	237	355	329	265	274	224	229
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	165	190	220	338	308	250	270	216	192
Summa eget kapital	165	190	220	338	308	250	270	216	192
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	2	1	0	0	0	0	0	0	0
Kortfristiga räntebärande skulder	7	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	7	5	10	10	6	1	5	24
Övriga kortfristiga skulder	3	4	12	8	11	9	2	4	12
Summa kortfristiga skulder	13	12	17	17	21	15	3	8	36
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	180	203	237	355	329	265	274	224	229

Källa: Intervacc, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-24%	-55%	-44%	17%	14%	23%	>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%	25,6%	19,8%	26,5%
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%	20%	15%
Kundfordringar / totala intäkter	6%	8%	3%	4%	4%	10%	9%	10%	10%
Leverantörsskulder / KSV	8%	24%	42%	>100%	>100%	62%	12%	12%	15%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	21%	43%	60%	60%	26%	5%	8%	16%
Rörelsekapital / totala intäkter	35%	17%	-76%	-129%	-91%	>100%	28%	16%	9%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,2x	1,1x

Källa: Intervacc, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-13	-35	-52	-164	-115	-46	-99	-58	-38
Soliditet	92%	94%	93%	95%	94%	94%	99%	96%	84%
Nettoskultsättningsgrad	-0,1x	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,2x	-0,4x	-0,3x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,8x	2,2x	2,4x	8,4x	5,0x	1,0x	2,0x	1,1x	2,9x

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	-1,14	-0,72	-0,31
EPS, justerad	-0,79	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,14	-0,72	-0,31
FCF per aktie	-2,00	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,50	-0,60	-0,55	-0,26
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	2,85	2,54
Antal aktier vid årets slut, m	16,1	37,7	43,5	50,4	50,4	50,5	75,7	75,7	75,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	16,1	37,7	43,5	50,4	50,4	50,5	63,1	75,7	75,7

Källa: Intervacc, EPB

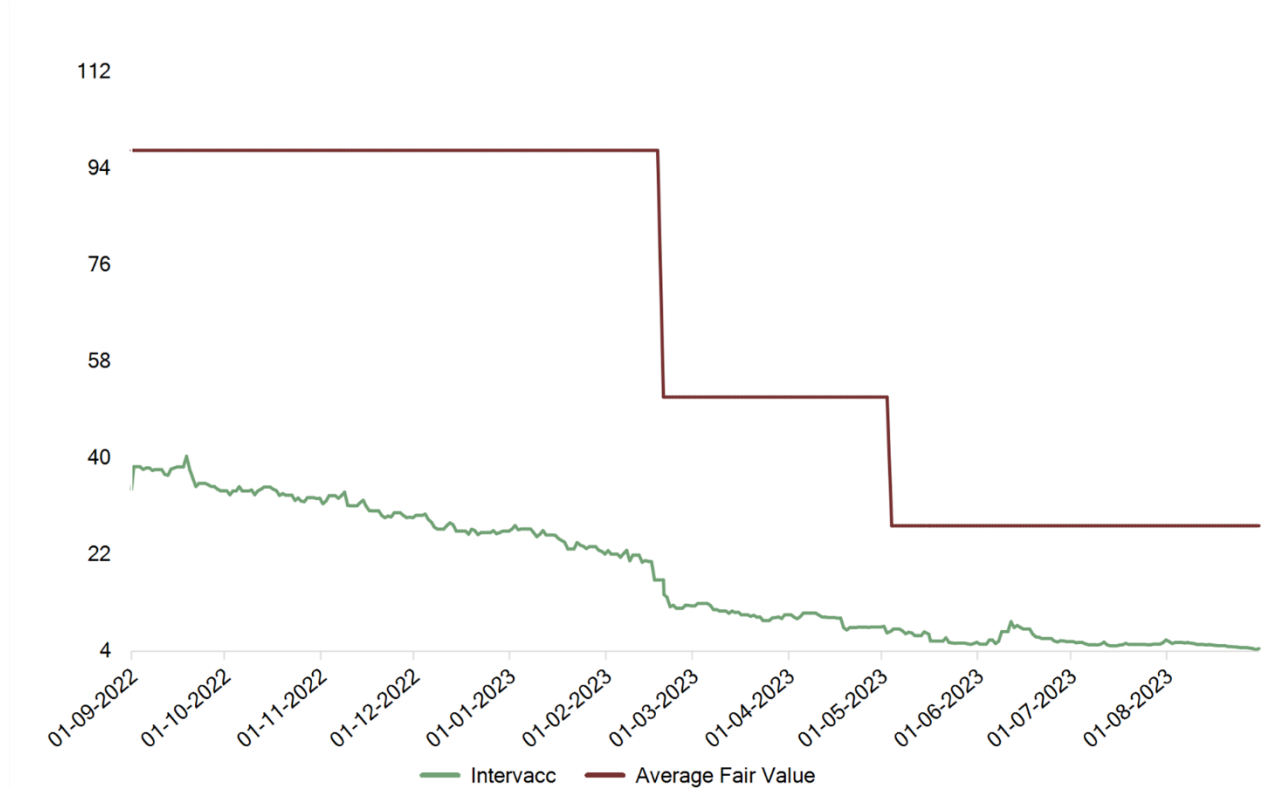
Värdering

	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	1,1x	1,4x	1,6x
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	12,3x	4,1x	0,9x
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	197	197	197
Aktiekurs	7,3	6,7	18,1	52,8	53,2	26,0	4,1	4,1	4,1

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 (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka på <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se