



## Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 21 februari 2024

# Intervacc

## Behöver visa tillväxt

### Låg försäljning i Q4

Fjollåret avslutades svagare än vad vi hade räknat med och nettoomsättningen minskade till 1,6 mkr (3,9) mot förväntade 8,3 mkr. Bolaget var dock bra på att hålla ned kostnaderna som sjönk till 23,5 mkr (27,3) mot vår förväntan om 29,7 mkr. Våra avvikelser summerar till att EBIT i slutändan var relativt väl i linje med vår prognos, där EBIT i Q4(23) förbättrades till -20,8 mkr (-23,4). Finanserna fortsätter vara under kontroll med en kassa på 88 mkr vid årsskiftet 2023/24, men bolaget låter meddela att de påbörjat ett arbete för att förstärka finanserna för att kunna accelerera kommersialiseringen av Strangvac.

### Vi tar ned våra förväntningar

Bolaget genomförde under slutet av förra året ett möte med ledande opinionsbildare inom fältet för att diskutera erfarenheter av vaccination mot kvarka. Därtill har ett antal andra aktiviteter genomförts i Sverige med samma mål, att stärka kunskapen om kvarka och kännedomen om fördelarna med Strangvac. Vi har dock i nuläget svårt att bedöma om och när dessa satsningar kan tänkas ge önskvärda effekter i form av ökad efterfrågan av vaccinet hos hästägare i Sverige och på andra marknader. Mot bakgrund av detta väljer vi att bli mer försiktiga i våra förväntningar på Strangvac och har tagit ned våra prognoser både på kort och lång sikt. Vår nya bedömning är att bolaget kan nå positivt kassaflöde under 2026 (tidigare 2025), men för att nå dit inkluderar vi en kapitalanskaffning om 100 mkr.

### Nytt värdeintervall

Vår värdering av Intervacc bygger på en DCF-modell med fokus på Strangvac. Vi fortsätter att ha en positiv syn på Strangvac men intar en något mer konservativ hållning till potentialen och räknar nu med att försäljningen kan uppgå till 0,9 mdkr 2030 (tidigare 1,5 mdkr). De nya lägre prognoserna och höjt avkastningskrav är anledning till att vi även tar ned vårt motiverade värderingsintervall till 6-10 kr (26-28).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	6,0 - 10,0 kr
Totala intäkter	-56,8%	-75,1%	-	10	21	55	139	Aktiekurs	3,9 kr
EBITDA, just.	-37,0%	N.m.	-	Tillväxt	-25%	>100%	>100%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-79,0%	N.m.	-	EBITDA, just.	-69	-54	-41	-4	
				EBIT, just.	-94	-80	-68	-32	
				EPS, just.	-1,6	-1,0	-0,9	-0,4	
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	
				EK/aktie	3,1	3,4	2,6	2,2	
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	
				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	
				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	
				ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	
				EV/Sales	40,0x	9,2x	3,5x	1,4x	
				P/E, just.	-3,9x	-3,8x	-4,4x	-9,1x	
				P/EK	2,0x	1,1x	1,5x	1,7x	
				FCF yield	-17%	-21%	-21%	-6%	
				Nettoskuld/EBITDA	1,3x	2,1x	1,3x	9,6x	
<b>Kommande händelser</b>								<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
Q1 - rapport		23 maj 2024							
Q2 - rapport		30 augusti 2024							
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>								<b>Intressekonflikter</b>	
Antal aktier		76m							Yes No
Börsvärde		292						Likviditetsgarant	✓
Nettoskuld		-88						Certified adviser	✓
EV		204						Transaktioner 12m	✓
Free float		96%							
Daglig handelsvolym, snitt		335k							
Bloomberg Ticker		IVACC SS EQUITY							
<b>Analytiker</b>									
Klas Palin									
klas.palin@carnegie.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. 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 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 omkring 6 miljoner hästar kommer att vara vaccinerade 2030, vilket skulle motsvara försäljningspotential på ca 0,9 mdkr.

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 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.

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.

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

## Prognosförändringar

Rapporten för Q4(23) blev ingen konfidenshöjare som vi hade hoppats på. Istället har vår osäkerhet ökat kring hur snabbt upptaget av Strangvac i Europa kan bli i år och under de närmast kommande åren, vilket är anledningen till att vi justerar ned våra prognoser. Därtill fortsätter processen att få Strangvac godkänt på den stora amerikanska marknaden att vara svåröversäglig. I väntan på tydligare besked väljer vi att flytta fram en marknadsintroduktion i USA till 2026 (tidigare 2025). Som vi redan nämnt så har vi på längre sikt en bibehållen positiv syn på den nytta som Strangvac kan innebära för hästägare och när väl snöbollen kommer i rullning tror vi att upptaget kan bli omfattande. Vi intar dock en mer konservativ hållning till potentialen än tidigare och räknar i vårt huvudscenario med en försäljning på 0,9 mdkr under 2030 (tidigare 1,5 mdkr).

Nedan följer våra övergripande prognosförändringar för de kommande tre åren.

Övergripande prognosförändringar (mkr)		2024	2025	2026
Nettoomsättning	Ny	19,2	53,1	137,2
	Tidigare	47,6	219,2	524,9
	Diff	-60%	-76%	-74%
EBITDA	Ny	-54,3	-41,4	-3,8
	Tidigare	-39,5	2,0	74,9
	Diff	-37%	N.m.	N.m.

Källa: Penser by Carnegie

En annan större förändring som vi gör i vår modellering är att ta ned förväntningarna på den långsiktiga och uthålliga lönsamheten. För att bedöma lönsamhetspotentialen har vi tittat på några av de större listade aktörerna inom fältet och hur deras marginaler utvecklats. Utifrån den analysen har vi uppdaterat vår uppfattning och räknar nu med att bolaget kan nå en uthållig EBIT-marginal på upp mot 30 % (tidigare 40%).

	EBITDA			EBIT		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Elanco Animal Health	21,9%	22,6%	24,2%	18,9%	19,8%	20,7%
IDEXX Laboratories	34,2%	34,8%	34,2%	29,9%	31,4%	32,3%
Vimian	29,5%	31,1%	32,3%	20,8%	22,8%	24,6%
Zoetis	43,9%	44,6%	44,4%	39,0%	39,9%	40,9%
Medel	32,4%	33,3%	33,8%	27,2%	28,5%	29,6%
Median	31,9%	33,0%	33,2%	25,3%	27,1%	28,5%

Källa: FactSet, Penser by Carnegie

## Värdering

Vår DCF-modell baseras på explicita prognoser till och med 2035, samt nedanstående beskrivna terminala antaganden. Kassaflödena diskonterar vi med en WACC om 18,0% (16,5%). Våra nya prognoser och höjt avkastningskrav ger ett DCF-värde på 10 kr (27). Utifrån det sätter vi vårt motiverade värderingsintervall till 6-10 kr (26-28), där den nedre delen av intervallet bygger på ett svagare upptag av Strangvac som i det scenariot når en försäljning på ca 600 mkr 2030.

Antaganden DCF-modell					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	300	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	367	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>667</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-88	Extra risk-premie	4,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>18,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	1,5%
<b>Eget kapital</b>	<b>756</b>			Skattesats	21,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	76				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>10,0</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal					
	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
10,0%	21,6	25,5	29,5	33,4	37,4
14,0%	12,2	14,1	16,0	17,9	19,9
18,0%	7,9	8,9	<b>10,0</b>	11,0	12,1
22,0%	5,5	6,1	6,7	7,4	8,0
26,0%	4,0	4,4	4,8	5,2	5,6

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxttakt					
	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
10,0%	24,4	26,7	29,5	33,1	38,0
14,0%	14,2	15,1	16,0	17,5	18,6
18,0%	9,2	9,5	<b>10,0</b>	10,5	11,0
22,0%	6,3	6,5	6,7	7,0	7,2
26,0%	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1

Källa: Penser by Carnegie

Från och med Q4(23)-rapporten har det skett ett analytikerbyte för Intervacc.

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	36	12	5	5	10	8	19	53	137
Övriga rörelseintäkter	3	5	5	6	3	2	2	2	2
<b>Totala intäkter</b>	<b>39</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>21</b>	<b>55</b>	<b>139</b>
Kostnad sålda varor	-30	-12	-2	-3	-9	-22	-10	-23	-56
<b>Bruttoresultat</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>-12</b>	<b>11</b>	<b>32</b>	<b>83</b>
Övriga rörelsekostnader	-25	-28	-27	-32	-48	-57	-65	-73	-87
<b>EBITDA</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-44</b>	<b>-69</b>	<b>-54</b>	<b>-41</b>	<b>-4</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-44</b>	<b>-69</b>	<b>-54</b>	<b>-41</b>	<b>-4</b>
Avskrivningar	-15	-6	-6	-6	-21	-25	-25	-27	-28
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>-20</b>	<b>-23</b>	<b>-44</b>	<b>-69</b>	<b>-54</b>	<b>-41</b>	<b>-4</b>
<b>EBIT</b>	<b>-31</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-64</b>	<b>-94</b>	<b>-80</b>	<b>-68</b>	<b>-32</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-31</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-64</b>	<b>-94</b>	<b>-80</b>	<b>-68</b>	<b>-32</b>
Finansnetto	0	0	0	0	0	2	3	2	1
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-31</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-64</b>	<b>-91</b>	<b>-77</b>	<b>-66</b>	<b>-31</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-31</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-64</b>	<b>-91</b>	<b>-77</b>	<b>-66</b>	<b>-31</b>
Total skatt	4	0	0	0	0	-11	0	0	-2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-27</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-64</b>	<b>-103</b>	<b>-77</b>	<b>-66</b>	<b>-32</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-27</b>	<b>-28</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-64</b>	<b>-103</b>	<b>-77</b>	<b>-66</b>	<b>-32</b>
Intäkstillväxt	-	-55%	-44%	17%	14%	-25%	>100%	>100%	>100%
Bruttomarginal	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	Neg.	56,9%	59,7%	60,5%
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	-1,02	-0,87	-0,43
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Intervacc, Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-31	-28	-26	-29	-64	-94	-80	-68	-32
Övriga kassaflödesposter	15	6	6	6	21	25	26	28	29
Förändringar i rörelsekapital	11	20	-1	-2	-27	4	-7	-17	-12
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-5</b>	<b>-2</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>	<b>-70</b>	<b>-65</b>	<b>-60</b>	<b>-58</b>	<b>-14</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	0	-1	-1	0	0	-1	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-1	-1	0	0	0	-1	-1	-2
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-23	-39	-10	-22	-5	-2	-1	-1	-1
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-23</b>	<b>-39</b>	<b>-11</b>	<b>-23</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-28</b>	<b>-41</b>	<b>-31</b>	<b>-49</b>	<b>-76</b>	<b>-67</b>	<b>-62</b>	<b>-61</b>	<b>-19</b>
Nyemission / återköp	50	58	143	0	6	91	90	0	0
Förändring av skulder	-7	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>42</b>	<b>58</b>	<b>143</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>91</b>	<b>90</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>14</b>	<b>17</b>	<b>112</b>	<b>-49</b>	<b>-70</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>-61</b>	<b>-19</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-35</b>	<b>-52</b>	<b>-164</b>	<b>-115</b>	<b>-46</b>	<b>-88</b>	<b>-116</b>	<b>-55</b>	<b>-36</b>

Källa: Intervacc, Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Goodwill	29	24	18	12	6	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	6	7	8	8	9	9	10	11	12
Materiella anläggningstillgångar	1	1	0	1	1	1	1	3	3
Finansiella anläggningstillgångar	11	11	11	11	11	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	100	139	149	171	161	144	128	112	95
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>149</b>	<b>181</b>	<b>186</b>	<b>203</b>	<b>189</b>	<b>155</b>	<b>140</b>	<b>126</b>	<b>110</b>
Varulager	11	1	2	7	27	10	15	35	55
Kundfordringar	3	1	0	0	1	6	12	22	38
Övriga omsättningstillgångar	4	1	3	3	2	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	37	53	164	116	46	88	116	55	36
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>169</b>	<b>126</b>	<b>76</b>	<b>105</b>	<b>143</b>	<b>112</b>	<b>129</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>355</b>	<b>329</b>	<b>265</b>	<b>260</b>	<b>283</b>	<b>238</b>	<b>239</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	190	220	338	308	250	238	257	196	169
<b>Summa eget kapital</b>	<b>190</b>	<b>220</b>	<b>338</b>	<b>308</b>	<b>250</b>	<b>238</b>	<b>257</b>	<b>196</b>	<b>169</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	0	5	8
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>8</b>
Leverantörsskulder	7	5	10	10	6	22	24	35	48
Övriga kortfristiga skulder	4	12	8	11	9	0	1	3	14
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>25</b>	<b>38</b>	<b>62</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>355</b>	<b>329</b>	<b>265</b>	<b>260</b>	<b>283</b>	<b>238</b>	<b>239</b>

Källa: Intervacc, Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	-55%	-44%	17%	14%	-25%	>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	24,0%	49,7%	>100%	>100%	42,3%	Neg.	56,9%	59,7%	60,5%
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, 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, Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	28%	7%	16%	58%	>100%	>100%	72%	64%	40%
Kundfordringar / totala intäkter	8%	3%	4%	4%	10%	62%	57%	40%	27%
Leverantörsskulder / KSV	24%	42%	>100%	>100%	62%	99%	>100%	>100%	85%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	21%	43%	60%	60%	26%	27%	33%	39%	43%
Rörelsekapital / totala intäkter	17%	-76%	-129%	-91%	>100%	-51%	10%	35%	22%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,0x	0,1x	0,3x	0,8x

Källa: Intervacc, Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-35	-52	-164	-115	-46	-88	-116	-55	-36
Soliditet	94%	93%	95%	94%	94%	92%	91%	82%	71%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,2x	-0,4x	-0,5x	-0,3x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	2,2x	2,4x	8,4x	5,0x	1,0x	1,3x	2,1x	1,3x	9,6x

Källa: Intervacc, Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,63	-1,02	-0,87	-0,43
EPS, justerad	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,63	-1,02	-0,87	-0,43
FCF per aktie	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,50	-1,06	-0,82	-0,80	-0,25
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	3,40	2,58	2,23
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, Carnegie

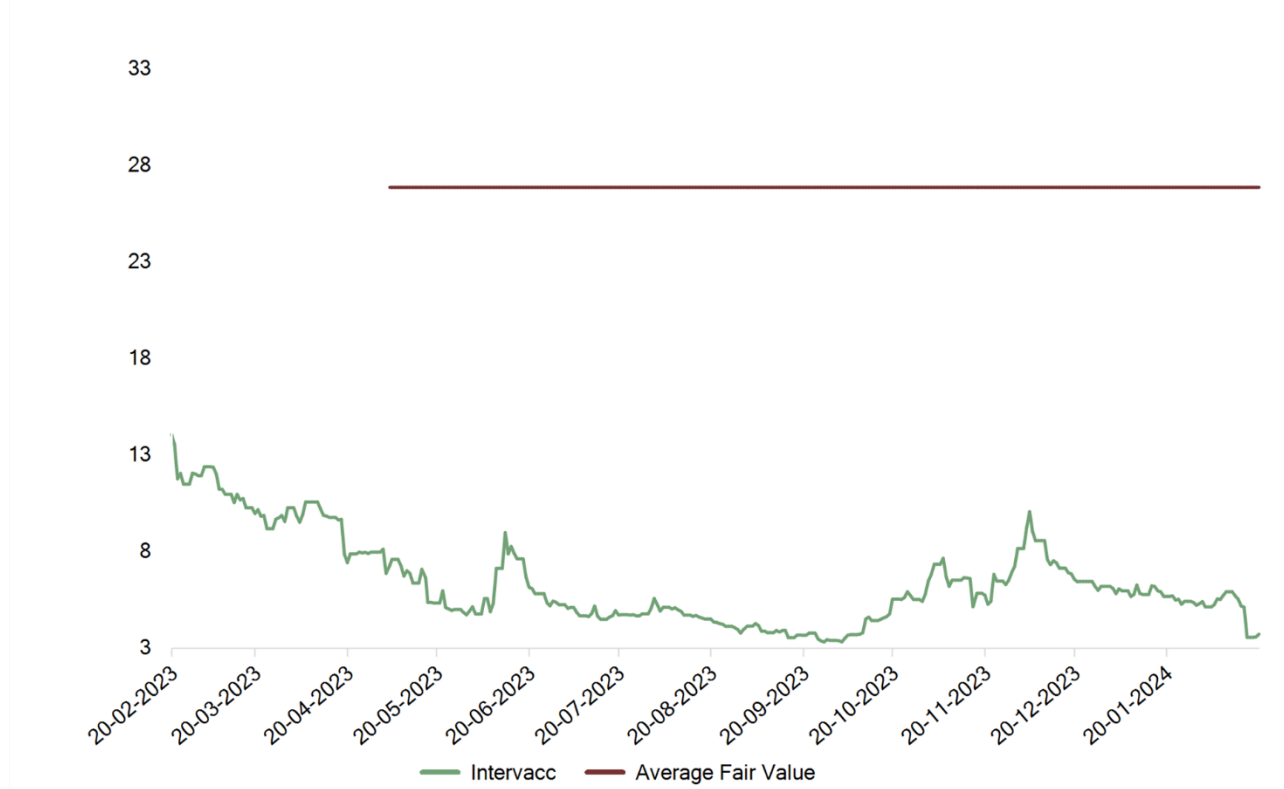
## Värdering

	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	1,5x	1,7x
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	254,9x	224,3x	96,9x	40,0x	9,7x	3,7x	1,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-3,8x	-4,9x	-54,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-2,6x	-3,0x	-6,4x
EV	217	734	2 495	2 566	1 267	391	204	204	204
Aktiekurs	6,7	18,1	52,8	53,2	26,0	3,9	3,9	3,9	3,9

Källa: Intervacc, 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 företagens 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, analytikers rapporteringslinjer och analytikers 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 analytikers 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 ansvarar 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. Värdepapperen 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