



## Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 20 maj 2024

# Intervacc

## Positiva signaler i Sverige

### Ett steg i rätt riktning

Året har inletts i en mer positiv anda än det förra avslutades i. Nettoomsättningen i Q1(24) var visserligen fortsatt blygsam men den utvecklades i rätt riktning och steg till 2,4 mkr (1,5), en tillväxt på 61% Y/Y. Intervacc har kommit längst på den svenska marknaden och antalet sålda doser visade en tillväxt på 30% Y/Y. Flera aktiviteter har genomförts och planeras i syfte att öka kännedomen om Strangvac. Även om efterfrågan ännu är på låga nivåer uppfattar vi en gryende optimism från ledningen som ser ett tilltagande intresse för vaccinet. På kostnadssidan var det inga stora överraskningar; dessa var ned något Q/Q men ökade med 1,1 mkr Y/Y. Kassaflödet uppgick till -16,5 mkr (-10,8 mkr) och likvida medel var 71,9 mkr vid slutet av kvartalet. I rapporten upprepas budskapet från förra rapporten att det pågår arbete för att stärka finanserna.

### Processen i USA vaknar till liv

Med glädje noterar vi att det har börjat hända saker i den amerikanska ansökningsprocessen och nyligen träffade bolaget ansvariga på Center for Veterinary Biologics (del av USDA). Efter mötet står det klart att i ett nästa steg i processen avser myndigheten att genomföra egna kontrolltester på Strangvac. Det kan bidra till att ansökningsprocessen drar ut på tiden, men viktigare är att den nu är igång. Vi kalibrerar våra antaganden kring tidsramarna om ett potentiellt godkännande i USA, vilket innebär en mer försiktig syn på tidpunkten för en marknadsintroduktion, som vi flyttar till 2027 (tidigare 2026).

### Upprepar vår värderingssyn

Rapporten levde upp till våra förväntningar och ger oss en viss konfidenshöjning kring våra estimat i det korta perspektivet. I absoluta tal gör vi därför endast mindre justeringar av våra prognoser för i år och nästa. Nedjusterade förväntningar på 2026 är kopplade till vår förändrade syn på tidsramarna i USA. Vår långsiktiga syn på potentialen för Strangvac är dock intakt, varför effekten på värderingen blir begränsad. Det är anledning till att vårt värderingsintervall hålls oförändrat. Viktigast för aktien i närtid är nyheter som kan bidra till att ingjuta förtroende kring lanseringen och upptaget av Strangvac, medan de främsta riskerna på kort sikt kan kopplas till hur väl bolagets lyckas i arbetet med att stärka finanserna.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	6,0 - 10,0 kr	
Totala intäkter	1,3%	0,0%	-15,5%	10	21	55	118	Aktiekurs	4,4 kr	
EBITDA, just.	9,4%	14,6%	-305,7%	Tillväxt	-25%	117%	159%	115%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	9,0%	8,7%	-35,8%	EBITDA, just.	-69	-49	-35	-15	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	-94	-72	-62	-43			
Q2 - rapport	30 augusti 2024		EPS, just.	-1,6	-0,9	-0,8	-0,6			
Q2 - rapport	14 november 2024		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	3,1	3,5	2,8	2,3			
Antal aktier	76m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0			
Börsvärde	329		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Nettoskuld	-72		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
EV	258		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Free float	96%		EV/Sales	40,0x	13,2x	4,9x	2,2x			
Daglig handelsvolym, snitt	117k		EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
Bloomberg Ticker	IVACC SS EQUITY		EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.			
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	<b>Intressekonflikter</b>		
Klas Palin			P/EK	2,0x	1,3x	1,6x	1,9x	Yes	No	
klas.palin@carnegie.se			FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Likviditetsgarant	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Certified adviser	✓	
								Transaktioner 12m	✓	

## Investment case

Intervacc är i en ny fas där fokus flyttats till att driva försäljning av sitt första egenutvecklade vaccin mot att tidigare varit ett utvecklingsbolag. 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.

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 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.

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 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.

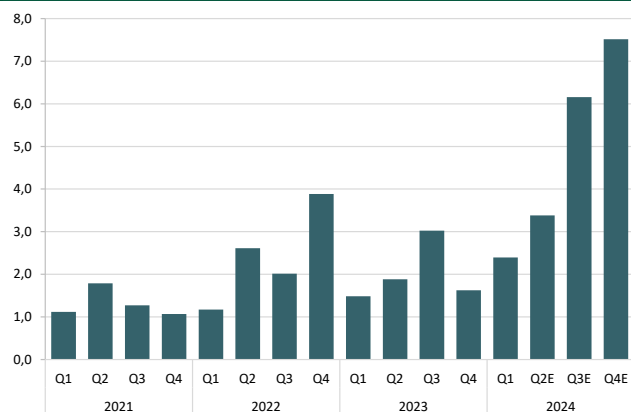
## Värdering

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.

## Prognoser och prognosförändringar

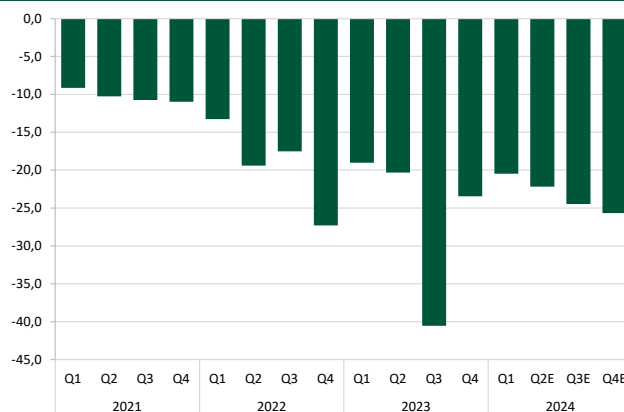
Rapporten för Q1(24) levde upp till våra förväntningar och de signaler vi hör från ledningen ger oss en viss konfidenshöjning i våra prognoser samt att vi kommer fortsätta att få se verksamheten utvecklas positivt under året. Nedan visas utfall per kvartal och hur vi satt våra prognoser för nettoomsättning och rörelsekostnader för resten av 2024.

Prognos nettoomsättning per kvartal 2021-2024 (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Prognos rörelsekostnade per kvartal 2021-2024 (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

## Prognosförändringar

Nedan presenteras de övergripande förändringarna av våra prognoser. Vi intar en något mer positiv syn på kostnaderna, men framflyttad tidpunkt för lansering i USA är anledning till nedjusterad prognos för 2026.

Prognosförändringar 2024-2026 (mkr)

		2024	2025	2026
Nettoomsättning	Ny	19,5	53,1	115,7
	Tidigare	19,2	53,1	137,2
	Diff (Abs.)	0,3	0,0	-21,5
	Diff (%)	1%	0%	-16%
EBITDA	Ny	-49,1	-35,4	-15,3
	Tidigare	-54,3	-41,4	-3,8
	Diff (Abs.)	5,1	6,1	-11,5
	Diff (%)	9%	15%	-306%
EBIT	Ny	-71,6	-62,0	-43,2
	Tidigare	-79,6	-68,0	-31,7
	Diff (Abs.)	7,9	6,1	-11,5
	Diff (%)	10%	9%	-36%
EPS (SEK)	Ny	-0,92	-0,80	-0,58
	Tidigare	-1,02	-0,87	-0,43
	Diff (Abs.)	0,1	0,1	-0,2
	Diff (%)	9%	9%	-36%

Källa: Penser by Carnegie

## Värdering

Vår värdering av Intervacc utgår från en DCF-modell som baseras på explicita prognoser till och med 2035, samt nedanstående beskrivna terminala antaganden. Kassaflödena diskonterar vi med en WACC om 18,0% vilket ger ett DCF-värde på 10 kr (10). Utifrån vårt fundamentala värde sätter vi vårt motiverade värderingsintervall till 6-10 kr, där den nedre delen av intervallet bygger på ett scenario med svagare upptag av Strangvac – här har vi räknat med 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	271	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	414	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>685</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-72	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

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	36	12	5	5	10	8	19	53	116
Övriga rörelseintäkter	3	5	5	6	3	2	2	2	2
<b>Totala intäkter</b>	39	18	10	11	13	10	21	55	118
Kostnad sålda varor	-30	-12	-2	-3	-9	-22	-13	-23	-47
<b>Bruttoresultat</b>	9	6	7	9	4	-12	8	32	70
Övriga rörelsekostnader	-25	-28	-27	-32	-48	-57	-57	-67	-86
<b>EBITDA</b>	-16	-22	-20	-23	-44	-69	-49	-35	-15
<b>EBITDA, justerad</b>	-16	-22	-20	-23	-44	-69	-49	-35	-15
Avskrivningar	-15	-6	-6	-6	-21	-25	-22	-27	-28
<b>EBITA, justerad</b>	-16	-22	-20	-23	-44	-69	-49	-35	-15
<b>EBIT</b>	-31	-28	-26	-29	-64	-94	-72	-62	-43
<b>EBIT, justerad</b>	-31	-28	-26	-29	-64	-94	-72	-62	-43
Finansnetto	0	0	0	0	0	2	2	2	1
<b>Resultat före skatt</b>	-31	-28	-26	-29	-64	-91	-70	-60	-42
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-31	-28	-26	-29	-64	-91	-70	-60	-42
Total skatt	4	0	0	0	0	-11	0	0	-2
<b>Nettoresultat</b>	-27	-28	-26	-29	-64	-103	-70	-60	-44
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-27	-28	-26	-29	-64	-103	-70	-60	-44
<i>Omsättningsstillväxt</i>	<i>Neg.</i>	<i>-55%</i>	<i>-44%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>	<i>-25%</i>	<i>117%</i>	<i>159%</i>	<i>115%</i>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>24,0%</i>	<i>49,7%</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>42,3%</i>	<i>Neg.</i>	<i>42,8%</i>	<i>59,7%</i>	<i>60,7%</i>
<i>EBIT-marginal, justerad</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>	<i>Neg.</i>
<i>EPS, justerad</i>	<i>-0,73</i>	<i>-0,64</i>	<i>-0,51</i>	<i>-0,58</i>	<i>-1,27</i>	<i>-1,63</i>	<i>-0,92</i>	<i>-0,80</i>	<i>-0,58</i>
<i>EPS-tillväxt, justerad</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>	<i>N.m.</i>

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-31	-28	-26	-29	-64	-94	-72	-62	-43
Övriga kassaflödesposter	15	6	6	6	21	25	22	27	28
Förändringar i rörelsekapital	11	20	-1	-2	-27	4	-9	-10	-14
<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>-59</b>	<b>-46</b>	<b>-30</b>
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	-1	-2
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-23</b>	<b>-39</b>	<b>-11</b>	<b>-23</b>	<b>-6</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-28</b>	<b>-41</b>	<b>-31</b>	<b>-49</b>	<b>-76</b>	<b>-67</b>	<b>-60</b>	<b>-47</b>	<b>-32</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>30</b>	<b>-47</b>	<b>-32</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-35</b>	<b>-52</b>	<b>-164</b>	<b>-115</b>	<b>-46</b>	<b>-88</b>	<b>-120</b>	<b>-75</b>	<b>-44</b>

Källa: Intervacc, Penser by 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	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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>149</b>	<b>181</b>	<b>186</b>	<b>203</b>	<b>189</b>	<b>155</b>	<b>137</b>	<b>120</b>	<b>103</b>
Varulager	11	1	2	7	27	10	13	22	33
Kundfordringar	3	1	0	0	1	6	9	14	22
Övriga omsättningstillgångar	4	1	3	3	2	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	37	53	164	116	46	88	121	75	44
<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>111</b>	<b>99</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>203</b>	<b>237</b>	<b>355</b>	<b>329</b>	<b>265</b>	<b>260</b>	<b>280</b>	<b>231</b>	<b>202</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	190	220	338	308	250	238	262	210	176
<b>Summa eget kapital</b>	<b>190</b>	<b>220</b>	<b>338</b>	<b>308</b>	<b>250</b>	<b>238</b>	<b>262</b>	<b>210</b>	<b>176</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1	0	0	0	0	0	0	0	0
<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>0</b>	<b>0</b>
Leverantörsskulder	7	5	10	10	6	22	18	21	26
Övriga kortfristiga skulder	4	12	8	11	9	0	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>22</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>26</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>280</b>	<b>231</b>	<b>202</b>

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-55%	-44%	17%	14%	-25%	117%	159%	115%
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.	42,8%	59,7%	60,7%
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%	61%	39%	28%
Kundfordringar / totala intäkter	8%	3%	4%	4%	10%	62%	42%	26%	19%
Leverantörsskulder / KSV	24%	42%	>100%	>100%	62%	99%	>100%	91%	55%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	21%	43%	60%	60%	26%	27%	25%	23%	20%
Rörelsekapital / totala intäkter	17%	-76%	-129%	-91%	>100%	-51%	20%	26%	24%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,1x	0,0x	0,0x	0,1x	0,0x	0,1x	0,3x	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	-120	-75	-44
Soliditet	94%	93%	95%	94%	94%	92%	94%	91%	87%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,2x	-0,4x	-0,5x	-0,4x	-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	-0,80	-0,58
EPS, justerad	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,63	-0,92	-0,80	-0,58
FCF per aktie	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,50	-1,06	-0,79	-0,62	-0,43
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	3,46	2,77	2,32
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

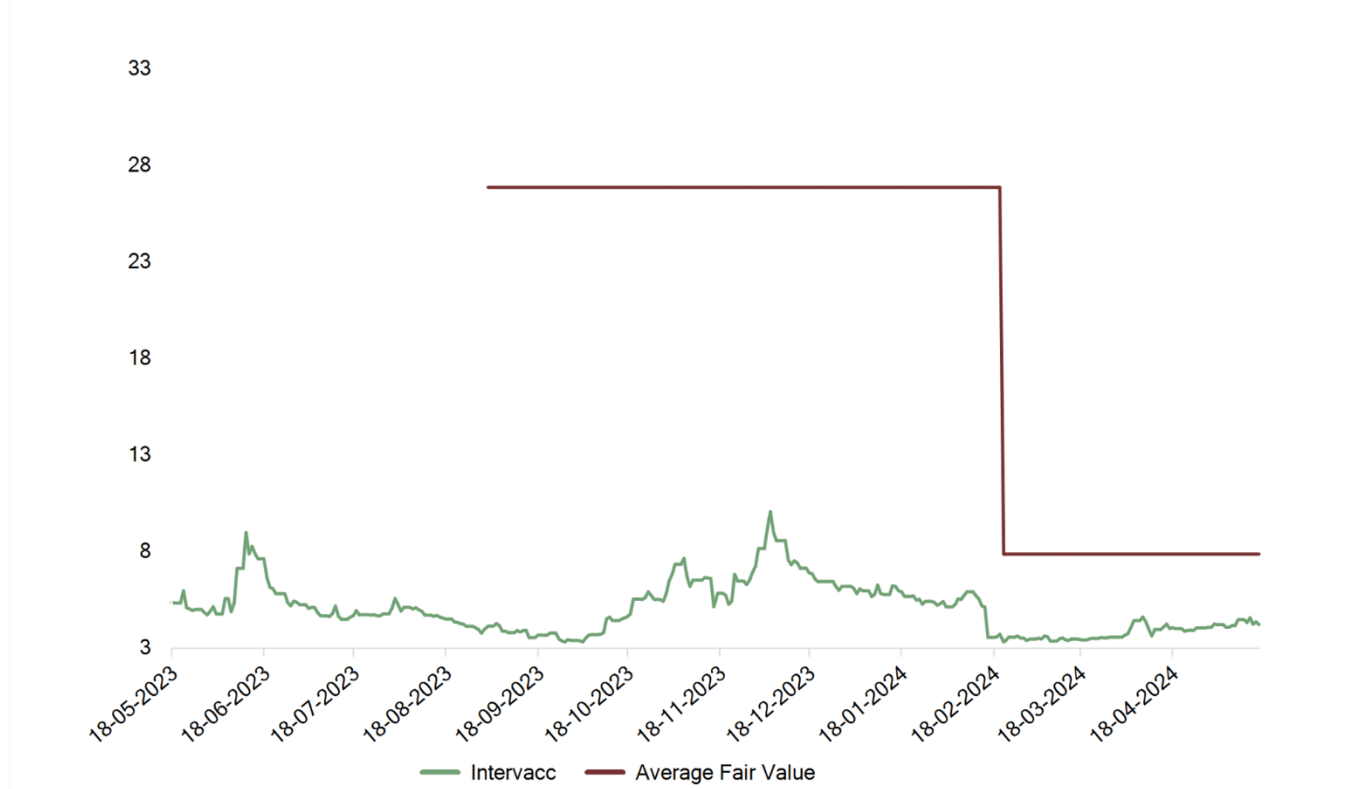
## Värdering

	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	1,3x	1,6x	1,9x
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	13,2x	4,9x	2,2x
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	258	258	258
Aktiekurs	6,7	18,1	52,8	53,2	26,0	6,3	4,4	4,4	4,4

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 intygges 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, 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