



Penser Access by Carnegie

Läkemedel | Sverige | 15 november 2024

Intervacc

Svag försäljning i Q3(24), men bra underliggande efterfrågan

Tillväxttakten accelererar i Sverige

Försäljningen under Q3(24) var lägre än våra förväntningar och minskade till 2,5 mkr (3,0 mkr). Ledningen rapporterar dock en positiv utveckling i den underliggande efterfrågan på Strangvac, med en särskilt stark tillväxt i Sverige. Leveranser till distributörer sker dock oregelbundet, med betydande variationer mellan kvartalen, vilket innebär att intäkterna för Q3 inte fullt ut speglar den positiva underliggande trenden. Rörelsekostnaderna, exklusive kostnader för handelsvaror, var lägre än förväntat och uppgick till 17,2 mkr jämfört med vår prognos på 19,2 mkr. Lönsamheten påverkades av en icke kassaflödespåverkande nedskrivning av insatsvarulagret på 6,1 mkr. Finansiellt är bolagets situation stabil, men ledningen indikerar att en väsentligt stärkt kapitalstruktur väntas kunna presenteras inom kort.

Estimatrevideringar

Vi känner oss fortsatt osäkra på försäljningsutvecklingen på kort sikt, även om den positiva utvecklingen i Sverige och den accelererande tillväxttakten är uppmuntrande. Trots detta väljer vi att justera ned vår intäktsprognos för både innevarande år och nästa år. På kostnadssidan gör vi också vissa justeringar och sänker vår uppskattning av hur mycket dessa kommer att öka de närmaste åren. Sammantaget medför dessa förändringar en relativt begränsad påverkan på resultatet och EPS.

Ser med spänning på 2025

Aktien har haft en svag utveckling under året och har tappat över 60 %. Vi bedömer att nedgången huvudsakligen drivs av osäkerhet kring när försäljningen kan ta fart på allvar samt av frågetecken kring hur bolagets finanser kommer att stärkas. Som nämnt ovan ger dock utvecklingen i Sverige positiva signaler och vi ser fram emot ett betydande försäljningslyft under 2025. För närvarande gör vi inga justeringar av vårt värderingsintervall, som fortsatt ligger på 6,0–10,0 kr per aktie.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	6,0 - 10,0 kr	
Totala intäkter	-23,4%	-21,9%	0,0%	10	13	35	113	Aktiekurs	2,3 kr	
EBITDA, just.	-8,5%	-4,9%	-4,0%	Tillväxt	-25%	36%	163%	224%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	-6,4%	-2,3%	0,3%	EBITDA, just.	-69	-57	-47	-18	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	-94	-75	-65	-38		
Q4 - rapport	13 februari 2025			EPS, just.	-1,6	-1,0	-0,8	-0,5		
Bolagsfakta (mkr)				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Antal aktier	76m			EK/aktie	3,1	2,2	2,5	2,0		
Börsvärde	177			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Nettoskuld	-49			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
EV	128			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Free float	96%			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Daglig handelsvolym, snitt	156k			EV/Sales	40,0x	10,4x	3,8x	1,2x		
Bloomberg Ticker	IVACC SS EQUITY			EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Analytiker				EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Intressekonflikter	
Klas Palin				P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Yes	No
klas.palin@carnegie.se				P/EK	2,0x	1,1x	0,9x	1,1x	Likviditetsgarant	✓
				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Certified adviser	✓
				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	Transaktioner 12m	✓

Investment case

Intervacc befinner sig nu i en ny fas där fokus har skiftat från utveckling till att driva försäljning av sitt första egenutvecklade vaccin. Vaccinet Strangvac erbjuder, efter tre doser, ett 94-procentigt skydd mot kvarka – en mycket smittsam sjukdom som orsakar stort lidande hos hästar och utgör ett betydande problem inom hästvärlden globalt. Strangvac är för närvarande godkänt för försäljning i Europa och bolaget har lämnat in ansökningar för försäljningsgodkännande i USA och Kanada. Vi förväntar oss att dessa processer kommer att vara slutförda senast 2027.

Med tanke på hur allvarlig sjukdomen kvarka är, med omfattande negativa konsekvenser för både hästar och deras ägare, bedömer vi att intresset för Strangvac kommer att vara stort. Vi uppskattar en försäljningspotential på cirka 0,9 mdkr år 2030. Vaccinmarknaden präglas av höga inträdesbarriärer, vilket skapar konkurrensfördelar för etablerade aktörer. När ett vaccin väl har tagits fram och positionerats på en nischad marknad finns goda möjligheter att behålla den positionen, särskilt eftersom djur som påbörjar ett vaccinprogram ofta fortsätter med det under hela sin livstid.

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 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 6,0-10,0 kr.

Prognosförändringar

Nedan följer en sammanställning av våra övergripande prognosförändringar efter Q3(24)-rapporten.

Prognosförändringar (mkr)		2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	Ny	12,4	33,4	111,3
	Tidigare	15,0	41,4	111,3
	Diff	-2,6	-8,0	0,0
	Diff (%)	-18%	-19%	0%
EBITDA	Ny	-56,7	-46,6	-18,2
	Tidigare	-52,3	-44,5	-17,5
	Diff	-4,4	-2,2	-0,7
	Diff (%)	-8%	-5%	-4%
EBIT	Ny	-75,4	-65,3	-37,8
	Tidigare	-71,0	-63,9	-37,9
	Diff	-4,4	-1,4	0,1
	Diff (%)	-6%	-2%	0%
EPS (SEK)	Ny	-0,98	-0,84	-0,51
	Tidigare	-0,92	-0,82	-0,51
	Diff	-0,1	0,0	0,0
	Diff (%)	-6%	-2%	0%

Källa: Penser by Carnegie

I tabellen återges våra uppdaterade kvartalsprognoser för Intervacc.

Uppdaterade kvartalsprognoser (mkr) 2023-2025E												
	2023				2024				2025			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E
<u>Rörelseintäkter</u>												
Nettoomsättning	1,5	1,9	3,0	1,6	2,4	2,7	2,5	4,7	4,1	6,4	10,8	12,1
Övrigt	0,1	0,1	0,6	1,0	0,1	0,5	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5
Summa rörelseintäkter	1,6	1,9	3,6	2,6	2,5	3,3	2,6	5,0	4,4	6,8	11,2	12,6
<u>Rörelsekostnader</u>												
Handelsvaror, råvaror och förnödenheter	-0,7	-1,1	-18,8	-1,2	-2,0	-2,2	-7,9	-3,2	-2,7	-4,1	-6,3	-6,1
Övriga externa kostnader	-6,8	-7,9	-10,7	-11,2	-8,6	-8,9	-7,4	-7,9	-8,5	-9,8	-8,8	-10,2
Personalkostnader	-5,1	-4,9	-4,9	-4,8	-4,9	-5,8	-5,1	-5,8	-5,9	-6,1	-5,8	-7,3
Avskrivningar och nedskrivningar	-6,2	-6,1	-6,2	-6,1	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7	-4,7
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	-25,1	-21,6	-21,8	-24,7	-25,6	-28,2
Summa rörelsekostnader exkl. handelsvaror	-18,3	-19,2	-21,8	-22,2	-18,5	-19,4	-17,2	-18,4	-19,0	-20,6	-19,3	-22,2
<u>Rörelseresultat</u>												
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	-22,2	-16,4	-16,9	-17,4	-14,0	-15,3
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	-22,2	-16,4	-16,9	-17,4	-14,0	-15,3
EPS (SEK)	-0,35	-0,36	-0,63	-0,26	-0,23	-0,24	-0,29	-0,22	-0,22	-0,23	-0,18	-0,20

Källa: Penser by Carnegie, Bolagsrapporter

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 10 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.

Figur 1:

Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	282	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	425	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
Företagsvärde (EV)	707	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-49	Extra risk-premie	4,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	18,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	1,5%
Eget kapital	756			Skattesats	21,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	76				
Eget kapital per aktie (kr)	10,0				

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxttakt

	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
14,0%	14,8	15,6	16,6	17,8	19,1
16,0%	11,6	12,1	12,8	13,5	14,3
18,0%	9,2	9,6	10,0	10,5	11,0
20,0%	7,4	7,7	8,0	8,3	8,7
22,0%	6,0	6,2	6,4	6,7	6,9

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal

	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
14,0%	12,3	14,5	16,6	18,8	21,0
16,0%	9,5	11,2	12,8	14,4	16,0
18,0%	7,6	8,8	10,0	11,2	12,4
20,0%	6,1	7,0	8,0	8,9	9,9
22,0%	4,9	5,7	6,4	7,2	7,9

Källa: Penser by Carnegie

Risker

Nedan presenterar vi en sammanställning av risker som kan påverka våra modellantaganden och därmed vår värderingssyn. Notera att riskerna inte är rangordnade efter deras betydelse eller sannolikhet att inträffa:

Regulatoriska risker: Fördröjningar eller avslag i godkännandeprocesser för försäljning av Strangvac på nya marknader, exempelvis i USA och Kanada.

Konkurrens: Potentiell utveckling av nya vacciner eller behandlingsmetoder som kan minska Strangvacs potential.

Lanseringstakt: Långsammare försäljningsutveckling än förväntat.

Finansiering: Osäkerhet kring bolagets kapitalstruktur och förmåga att säkra finansiering för fortsatt verksamhet och marknadsutveckling.

Marknadsacceptans: Strangvac är en ny och oetablerad produkt. Lägre efterfrågan än förväntat på grund av veterinärers eller hästägares tveksamhet att ta till sig detta nya vaccin ska inte underskattas.

Dessa risker, om de materialiseras, kan få betydande påverkan på våra antaganden och bolagets långsiktiga värdering.

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	36	12	5	5	10	8	12	33	111
Övriga rörelseintäkter	3	5	5	6	3	2	1	2	2
Totala intäkter	39	18	10	11	13	10	13	35	113
Kostnad sålda varor	-30	-12	-2	-3	-9	-22	-15	-19	-45
Bruttoresultat	9	6	7	9	4	-12	-2	16	69
Övriga rörelsekostnader	-25	-28	-27	-32	-48	-57	-55	-62	-87
EBITDA	-16	-22	-20	-23	-44	-69	-57	-47	-18
EBITDA, justerad	-16	-22	-20	-23	-44	-69	-57	-47	-18
Avskrivningar	-15	-6	-6	-6	-21	-25	-19	-19	-20
EBITA, justerad	-16	-22	-20	-23	-44	-69	-57	-47	-18
EBIT	-31	-28	-26	-29	-64	-94	-75	-65	-38
EBIT, justerad	-31	-28	-26	-29	-64	-94	-75	-65	-38
Finansnetto	0	0	0	0	0	2	2	2	1
Resultat före skatt	-31	-28	-26	-29	-64	-91	-74	-64	-37
Resultat före skatt, justerad	-31	-28	-26	-29	-64	-91	-74	-64	-37
Total skatt	4	0	0	0	0	-11	0	0	-2
Nettoresultat	-27	-28	-26	-29	-64	-103	-74	-64	-38
Nettoresultat, justerad	-27	-28	-26	-29	-64	-103	-74	-64	-38
<i>Omsättningsstillväxt</i>	<i>Neg.</i>	<i>-55%</i>	<i>-44%</i>	<i>17%</i>	<i>14%</i>	<i>-25%</i>	<i>36%</i>	<i>163%</i>	<i>224%</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>Neg.</i>	<i>47,4%</i>	<i>61,8%</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>-0,98</i>	<i>-0,84</i>	<i>-0,51</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	-75	-65	-38
Övriga kassaflödesposter	15	6	6	6	21	25	19	19	20
Förändringar i rörelsekapital	11	20	-1	-2	-27	4	-2	-18	-19
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-2	-20	-25	-70	-65	-58	-65	-38
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	-59	-67	-40
Nyemission / återköp	50	58	143	0	6	91	0	90	0
Förändring av skulder	-7	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	42	58	143	0	6	91	0	90	0
Kassaflöde	14	17	112	-49	-70	23	-59	23	-40
Nettoskuld	-35	-52	-164	-115	-46	-88	-31	-56	-16

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	10	10
Materiella anläggningstillgångar	1	1	0	1	1	1	1	1	2
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	121	105
Varulager	11	1	2	7	27	10	11	22	38
Kundfordringar	3	1	0	0	1	6	7	14	22
Övriga omsättningstillgångar	4	1	3	3	2	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	37	53	164	116	46	88	31	56	16
Summa omsättningstillgångar	54	56	169	126	76	105	49	91	76
SUMMA TILLGÅNGAR	203	237	355	329	265	260	186	212	181
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	190	220	338	308	250	238	164	191	155
Summa eget kapital	190	220	338	308	250	238	164	191	155
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	22	21	26
Övriga kortfristiga skulder	4	12	8	11	9	0	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	12	17	17	21	15	22	22	21	26
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	203	237	355	329	265	260	186	212	181

Källa: Intervacc, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-55%	-44%	17%	14%	-25%	36%	163%	224%
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.	Neg.	47,4%	61,8%
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%	85%	61%	34%
Kundfordringar / totala intäkter	8%	3%	4%	4%	10%	62%	54%	40%	19%
Leverantörsskulder / KSV	24%	42%	>100%	>100%	62%	99%	>100%	>100%	59%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	21%	43%	60%	60%	26%	27%	31%	26%	20%
Rörelsekapital / totala intäkter	17%	-76%	-129%	-91%	>100%	-51%	-26%	41%	30%
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	-31	-56	-16
Soliditet	94%	93%	95%	94%	94%	92%	88%	90%	85%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,2x	-0,5x	-0,4x	-0,2x	-0,4x	-0,2x	-0,3x	-0,1x
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	-0,98	-0,84	-0,51
EPS, justerad	-0,73	-0,64	-0,51	-0,58	-1,27	-1,63	-0,98	-0,84	-0,51
FCF per aktie	-0,75	-0,94	-0,62	-0,96	-1,50	-1,06	-0,78	-0,88	-0,53
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	2,17	2,52	2,05
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

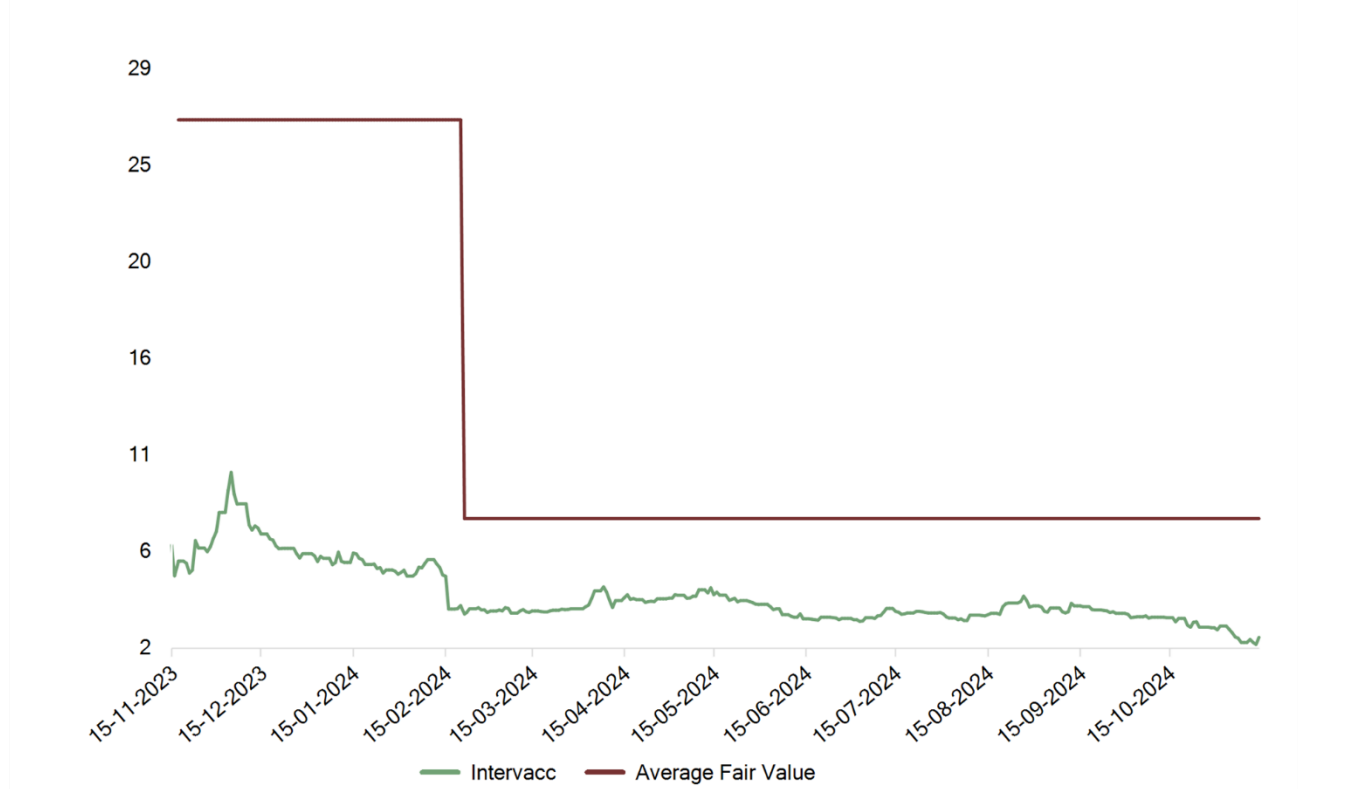
Värdering

	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	0,9x	1,1x
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	10,4x	3,8x	1,2x
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	128	128	128
Aktiekurs	6,7	18,1	52,8	53,2	26,0	6,3	2,3	2,3	2,3

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, 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. 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