

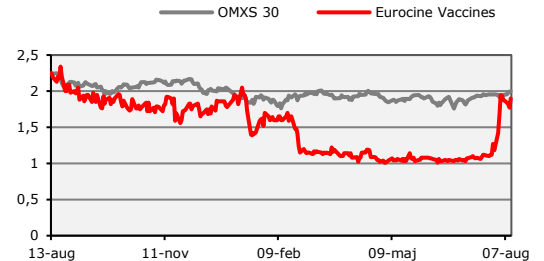
**Sammanfattning**

## Eurocine Vaccines (EUCI.ST)

### Full fart mot klinik

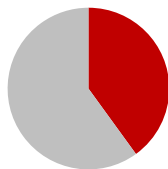
- Eurocine Vaccines utvecklar nasala vaccin. Bolagets kandidat Immunose™ FLU är ett influensavaccin baserat på det egna adjuvanset Endocine™. Bolaget prioriterar sedan en tid tillbaka barnmarknaden, ett segment som väntas ha den högsta tillväxten på marknaden för influensavaccin.
- Bolagets fokus ligger nu på den kliniska fas I/II-studien som planeras till influensasäsongen strax före årsskiftet, en studie vi anser har låg risk då utformningen är lik den tidigare kliniska studien med Immunose™ FLU. Aktiens negativa sentiment har börjat vända och vi tror att den kommer fortsätta vara stark desto närmare studieresultatet vi kommer.
- I vårt basscenario uppgår vårt motiverade värde till 2,6 kronor per aktie, medan vårt optimistiska (Bull case) och pessimistiska scenario (Bear case) uppgår till 6,4 respektive 0,7 kronor per aktie.

Lista: Aktietorget  
 Börsvärde: 79 MSEK  
 Bransch: Biotech  
 VD: Hans Arwidsson  
 Styrelseordf: Michael Wolff Jensen



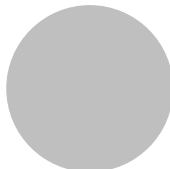
### Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



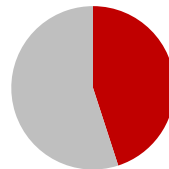
4,0 poäng

Ägarskap



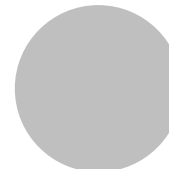
0,0 poäng

Vinstutsikter



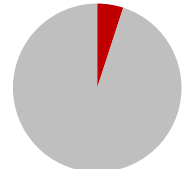
4,5 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



0,5 poäng

### Nyckeltal

	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1	0	0	0	15	Aktiekurs (SEK)	2,1
Tillväxt	14 900%	-99%	0%	0%	374 900%	Antal aktier (milj)	38,1
EBITDA	-11	-10	-13	-16	7	Börsvärde (MSEK)	79
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	47%	Nettoskuld (MSEK)	-20
EBIT	-11	-10	-13	-16	7	Free float (%)	78 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	47%	Dagl oms. ('000)	0
Resultat före skatt	-11	-10	-13	-16	8		
Nettoresultat	-11	-10	-13	-16	8		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	53%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,83	-0,45	-0,35	-0,42	0,21	Andreas Kvist	
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	9,9	andreas.kvist@redeye.se	
EV/S	240,0	3959,8	14829,2	17929,2	4,3	Klas Palin	
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	9,2	klas.palin@redeye.se	

**Viktig information:** All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Investerings­ssammanfattning

---

Eurocine Vaccines utvecklar nasala vaccin. Huvudkandidaten för bolaget är influensavaccinet Immunose™ FLU. Bolaget använder sig av den egna teknologin Endocine™, som är ett adjuvans på kroppsegna fetter. På senare år har Eurocines prioriterade marknad blivit barnmarknaden (6 månader till 17 år), där bolaget vill göra Immunose™ FLU till det första nasala influensavaccinet för barn under 2 år. Befintliga vaccin har inte kunnat visa tillräcklig effektdata inom denna ålderskategori vilket gör att det idag finns ett stort behov av nya vaccin på marknaden. Immunose™ FLU har tidigare utvärderats i prekliniska studier samt en klinisk fas I/II-studie med helvirus, där vaccinet har visat på en bra säkerhet och positiv immunologisk effekt. Eurocine planerar under hösten att starta en klinisk fas I/II studie med ett inaktiverat split antigen i syfte att stärka befintlig dokumentation inför kommande partnerförhandlingar.

Det som främst skiljer Eurocine Vaccines från konkurrenterna är den egna teknologin som är ett adjuvans under namnet Endocine™. Adjuvans är ett ämne i vaccinet som ökar effekten av antigenet för att stärka immunresponsen genom att stimulera antikropps­bildningen i kroppen och därmed förbättra skyddet mot sjukdomen. Endocine™ har använts i tre kliniska studier och har där inte visat på några oroväckande biverkningar.

### Investerings Case

Marknaden för influensavacciner är koncentrerad till ett fåtal globala aktörer som dominerar nästintill hela marknaden. Befintliga vaccinbolag, liksom de som befinner sig i utvecklingsstadiet, har främst fokuserat på det breda segmentet och senare även äldre personer (65+). Det finns två huvudsakliga riskgrupper när en influensasäsong utlöser, barn under 5 år och personer över 65 år. När GlobalData intervjuat ledande opinionsbildare tror dessa personer att barnsegmentet kommer vara det framtida fokusområdet på influensamarknaden. Barn är nämligen mer sannolika att smittas under influensasäsongen och därmed sprida sjukdomen vidare till den övriga populationen. Datamonitor väntar sig att barnsegmentet (6 månader till 17 år) kommer vara den största tillväxt­drivaren på influensamarknaden och stå för 30 procent av alla vaccinationer 2023/24. Denna ökning väntas ske genom att de stora EU-länderna följer efter det amerikanska smittskydds­institutet (CDC) genom att rekommendera årliga vaccinationer för barn och ungdomar från 6 månaders ålder.

*Barnsegmentet väntas vara den största tillväxt­drivaren kommande år*

Immunose™ FLU är inriktat mot att bli det första nasala influensavaccinet för barn under två år. Barn under två år är enligt CDC extra känsliga för komplikationer från influensa och har en högre smittorisk. Därför finns det ett stort behov av förbättrade influensavacciner då dagens injicerade inaktiverade vaccin för barn under 2 år inte har visat på en signifikant bättre effekt än placebo enligt en studie från Cochrane (Jefferson T, 2011). Det har även visats att barn fram till den tidiga puberteten har en lymfatisk

*Barn under två år är extra känsliga för komplikationer*

vävnad i nässvalget vid namn adenoiden. Denna körtel har en viktig roll i uppbyggandet av immunförsvaret. Nasal vaccinering ökar mängden sekretoriskt IgA (antikroppar som produceras i slemhinnan). Detta leder till en ökad lokal immunitet i mukosan (slemhinnan), där den stora delen av alla virus och bakterier tar sig in i kroppen, i jämförelse med injicerade vaccin som ger svagt eller inget skydd i mukosan. Samtidigt visar djurförsök att Immunose™ FLU ger en skyddande immunitet även systemiskt (i blodet).

*Ett partneravtal kan validera teknologiplattformen*

Strategin är att utveckla Immunose™ FLU fram till proof of concept för att sedan licensiera ut projektet till en partner. Eurocine har under H1 2016 säkrat det kapitalbehov som krävs för den kliniska fas I/II studien, genom en nyemission och medföljande optionsinlösen som sker i oktober. Efter att Eurocine under 2015 säkrat leverans av split antigen blir antalet potentiella partners fler än tidigare, även om det sannolika värdet på ett initialt avtal minskar. Då vi väntar oss att en partner initialt kommer finnas bland någon av de regionala aktörerna på marknaden och som vill ha en skraddarsydd produkt mot barnsegmentet. Ett partneravtal tror vi först kan bli aktuellt under 2018. Lyckas Eurocine nå ett partneravtal behöver det inte vara positivt enbart för Immunose™ FLU. Med rätt partner och avtal kan ett avtal validera hela teknologiplattformen och därigenom möjliggöra satsningar på vilande och nya projekt, vilket skapar värde i bolaget.

*Vi förväntar oss ett positivt nyhetsflöde kommande 6-12 mån*

Som en följd av att Eurocine inte lyckades leverera ett partneravtal efter den tidigare framgångsrikt utförda kliniska studien har bolaget fått ett svagt förtroende på marknaden, vilket återspeglas i de låga förväntningar som finns på bolaget. Den planerade kliniska fas I/II-studiens utformning är förmodligen mycket lik den tidigare studien i människa. Detta gör sannolikheten för ett positivt utfall i den planerade studien i höst mycket hög. Vi förväntar oss att nyhetsflödet blir något positivare kommande 6-12 månaderna, där den stora katalysatorn är studieresultatet som väntas kunna presenteras under sommaren 2017. Därför ser vi goda möjligheter för att sentimentet i aktien förbättras desto närmare studieresultatet vi kommer.

### SWOT-analys för att komplettera investeringssammanfattning

SWOT-analys	
<b>Styrka</b> Stark preklinisk och klinisk dokumentation. Immunose™ FLU har visat korsimmunitet i tidigare studie i människa. Självadministrering av Immunose™ FLU.	<b>Svagheter</b> Huvudpatenten går ut 2017. Historik av att inte nå uppsatta mål. Svag ägarbas.
<b>Möjligheter</b> Stort behov av nya effektivare vacciner för barn under 2 år. Endocrine™ kan appliceras på fler indikationer än influensa. Premiëprissättning på Immunose™ FLU.	<b>Hot</b> Bolaget är en utmanare i en koncentrerad bransch som domineras av ett fåtal aktörer. Bolagets patent är ännu inte godkända på större marknader. Övåntade biverkningar kan stoppa utvecklingen av Immunose™ FLU.

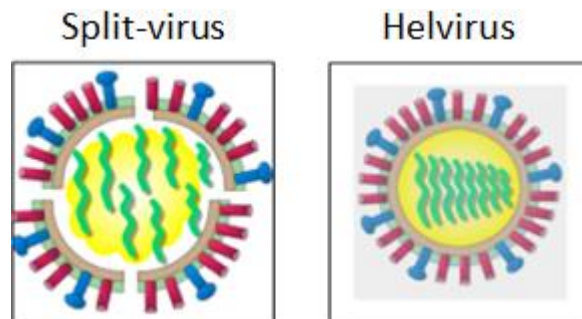
## Från helvirus till split antigen

*Läkemedelsbolagen  
efterfrågar split antigen*

Efter att den tidigare kliniska fas I/II-studien i helvirus slutfördes under 2009/10, har partnerförhandlingar förts med diverse bolag. Under H1 2015 gick bolaget ut med att ett partneravtal inte uppnåtts och att man valde att byta strategi. Den nya strategin innebar ett byte från helvirus till split antigen och kommer enligt Eurocine från att läkemedelsbolagen i partnerdiskussioner efterfrågat just detta. Eurocine Vaccines har sedan dess tecknat avtal för leverans av antigen med en befintlig leverantör. Därmed är bolaget inte längre i behov av att en partner måste bidra med ett eget antigen. Det är bakgrunden till att Eurocine Vaccines nu valt att göra en klinisk studie på egen hand i syfte att stärka dokumentationen för Immunose™ FLU och sedan återuppta diskussionen med potentiella partners för att nå ett licensavtal.

Antigen är ett ämne, en främmande substans, som ska efterlikna en infektion och framkalla en reaktion hos immunförsvaret för att stimulera antikroppar till att skydda kroppen mot virus och bakterier.

Split antigen är ett inaktiverat helvirus som har behandlats med detergent (ytaktivt ämne) för att avlägsna ytglykoproteiner och därmed minska vaccinetts reaktogenicitet, det vill säga antigenets förmåga att orsaka biverkningar. Efter att ett virus har behandlats med detergent sönderdelas viruspartikeln samtidigt som alla proteiner från viruset finns kvar i antigenet.



Källa: Saranya Sridhar et al. *Vaccines* 2015; 3(2), 373-389

*Split antigen och subunit virus är vanligast för inaktiverade influensavaccin*

Idag är det främst split antigen och subunit virus som används i inaktiverade influensavaccin. Split antigen var enligt Eurocine det som potentiella partners efterfrågade och var den stora anledningen till att bolaget valt att byta ut helvirus.

På dagens marknad använder sig GSK och Sanofi Pasteur av inaktiverat split antigen, medan CSL har inaktiverat subunit virus. Astrazeneca, med det enda nasala vaccinet på de större marknaderna, använder sig av levande virus (Laiv).

## Fokus på kliniken

Effekten av influensavaccin mäts genom att studera nivåer av antikroppar eller T-celler i serum (blodet). Då ett vaccin mot influensa ges till friska individer i förebyggande syfte, jämfört med läkemedel för patienter som redan lider av en sjukdom, går det att få en bra bild av vacciners effekt redan i en tidig fas. Dock sker tidiga kliniska studier på en grupp som inte befinner sig i en riskzon vad gäller biverkningsprofil, vanligtvis friska män. Annars är det främst storleken på patientgruppen som skiljer tidiga tester i människa från den senare utvecklingsfasen och att vaccinet behöver jämföra sig med befintliga vaccin och placebo i senare studier. Skulle några specifika biverkningar dyka upp sker det främst i den sena fasen, i detta fall en fas III-studie. Det beror på att antalet individer som vaccineras är betydligt fler och att det testas på blandade patientgrupper, exempelvis barnsegmentet.

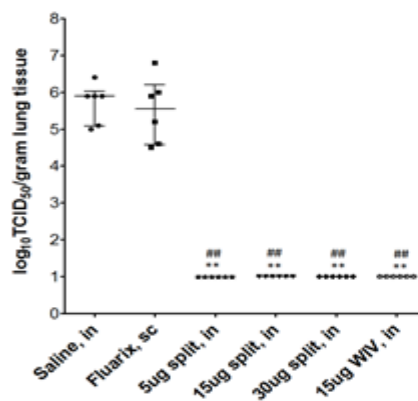
*Studien har en låg risk eftersom det finns tidigare studier i både preklinisk och klinisk fas*

Eurocine planerar att starta en fas I/II-studie när influensasäsongen startar under hösten 2016. Vi anser att studien har en låg risk eftersom det finns tidigare studier i både preklinisk och klinisk (helvirus) fas att luta sig mot, där säkerhet och positiva immunologiska resultat visats, även om det nu sker med några mindre förändringar i upplägget. En av dessa skillnader gentemot tidigare studier är att helvirus är utbytt mot split antigen. Eurocine har i prekliniska studier i naiva illrar visat att Immunose™ FLU med split antigen ger ca 10 gånger större effekt än med helvirus.

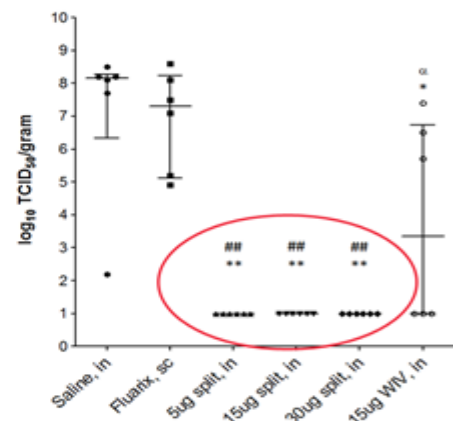
## Preklinisk studie i djurmodellen iller

När det gäller prekliniska studier är iller den djurmodell som är mest erkänd för influensavaccin. Immunose™ FLU visade i den prekliniska studien som gjordes i iller på ett komplett skydd mot influensa med signifikant bättre effekt än injicerade vaccin.

Influenza A i lungan efter stimulering (Virusbelastning TCID<sub>50</sub>, 4 dpi)



Immunose™ FLU (split) – Inget virus i näsmusslan

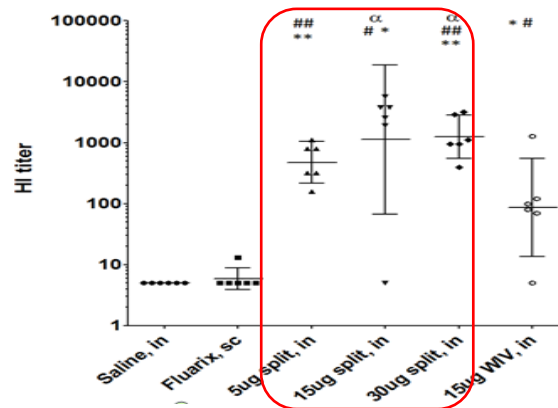


Källa: Eurocine Vaccines

Uppfyllda EMAs HAI-krav på naiva illrar efter en dos

Immunose™ FLU uppfyllde EMAs HAI-krav (haemagglutination) på naiva illrar efter en dos. En annan positiv aspekt är att Immunose™ FLU uppfyllt kraven med så lite som 5 ug antigen. Det kan sättas i relation till att EMA rekommenderar 15 ug antigen i ett influensavaccin.

### HAI i serum efter en dos



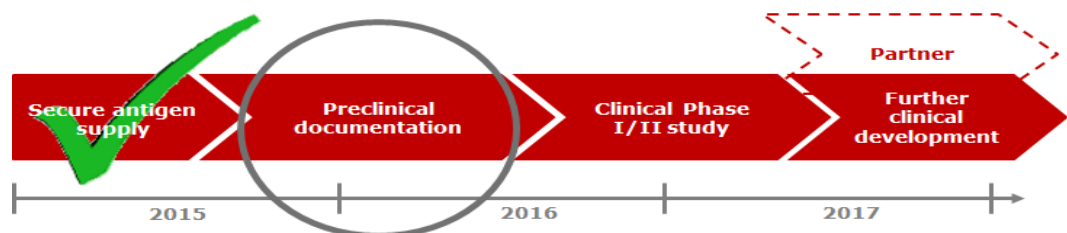
Källa: Eurocine Vaccines

### Arbetet inför studiestart

Jämförelsestudier bedömer vi skulle stärka möjligheterna för att nå ett partneravtal

Upplägget kring den humana studiens utformning är idag inte kommunicerat. Ett intressant scenario vore att redan i detta skede göra en jämförelsestudie med ett befintligt nasalt vaccin, vilket skulle vara FluMist. En jämförelsestudie bedömer vi skulle stärka möjligheterna att nå ett partneravtal redan efter den planerade fas I/II studien, som startar i höst.

Eurocine har lämnat in ansökan för den kliniska fas I/II-studien till läkemedelsverket och etikprövningsnämnden. Detta efter att Eurocine slutfört de toxikologiska studier och stabilitetsstudier som pågått under våren och sommaren. Nu ska studiens upplägg förankras hos läkemedelsverket. Vi anser att risken är minimal för att bolaget inte skulle nå ett godkännande att starta studien, då Endocine™ har testats på människa i flera tidigare studier. Det som i så fall kan skapa lite oro är det pressade tidsschemat.



Källa: Eurocine Vaccines

## Marknaden för influensavaccin

*5-10 % av världens befolkning drabbas av den årliga influensasäsongen*

Influensa är en stor ekonomisk börda världen över. WHO räknar med att 5-10 procent av världens befolkning påverkas av den årliga influensasäsongen och att 250 000 – 500 000 människor dör till följd av sjukdomen varje år. Mätt till hur många personer som blir inlagda på sjukhus med en direkt eller indirekt påverkan av influensa kan vi se att sjukdomen är väldigt kostsam. Influensavaccin anses vara det bästa och mest kostnadseffektiva sättet för att bekämpa sjukdomen.

Säsongen 2014/15 uppgick försäljningen av influensavaccin till 3,1 miljarder dollar. Enligt Datamonitor väntas försäljningen stiga till 4,1 miljarder dollar under influensasäsong 2023/24.

*Marknaden kan jämföras med en oligopolmarknad*

Det finns fyra stora aktörer på marknaden för influensavaccin. De bolag som innehar nästan hela marknaden i Europa och USA är Sanofi Pasteur, GSK (GlaxoSmithKline), CSL (förvärvade Novartis influensavaccinsportfölj) och AstraZeneca. Marknaden kan därför jämföras med en oligopolmarknad, vilket gör det svårt för nya aktörer att ta sig in på marknaden utan att para ihop sig med en befintlig aktör.

### Marknadsledarnas försäljning 2015

MUSD	Total försäljning	Försäljning influensavaccin	Andel
Sanofi Pasteur	38696	1467	3,8%
CSL	5488	519*	12,3%
GSK	36563	410	1,1%
AstraZeneca	24708	288	1,2%

\* Försäljning under H1

Källa: Bloomberg & Redeye Research

Det har varit en låg avtalsfrekvens för bolag inom influensavaccin. Det tror vi har att göra med att befintliga aktörer fram till idag haft en nästintill ohotad ställning och att influensamarknaden står för en relativt liten andel av deras totala försäljning, förutom storsatsande CSL. Avtal och förvärv har framförallt riktats mot utveckling av universella vaccin och cell-baserad produktion.

*ACIP gick ut med en rekommendation om att inte använda LAIV för influensasäsongen 2016/17*

AstraZeneca har det enda nasala vaccinet på marknaden med FluMist (exklusive Nasovac i Indien). FluMist var från början tänkt att marknadsföras för barn från 6 månader och uppåt, men efter att i sena studier sett biverkningar för barn mellan 6-12 månader, främst väsande andning, ändrades åldersintervallet som idag är från 2-49 år. FluMist är det vaccin som har visat den bästa dokumenterade effekten för vaccinering av barn och ungdomar. I juni gick ACIP (CDC) ut med att myndigheten rekommenderar att inte använda LAIV (levande virus) för influensasäsongen 2016/17. Beslutet baseras på den effektivitets data CDC har tagit fram från de tre senaste influensasäsongerna i USA, där FluMist inte lyckades uppvisa en statistisk signifikant effektivitet i barn och ungdomar 2-17 år. Vi tror inte att det sista ordet är sagt från AstraZenecas



sida och inväntar mer information i ärendet. AstraZenecas initiala svar var att bolaget kommer göra en nedskrivning på 80 miljoner USD efter att den förväntade efterfrågan i USA kommer vara begränsad under andra halvan av 2016.

CSL har blivit den näst största producenten på influensavaccinmarknaden efter att förvärvet av Novartis enhet för influensavaccin genomfördes under sommaren 2015. CSL köpte den på senare tid förlustbringande enheten under bokfört värde. Novartis skäl till försäljningen var att bolaget valt att fokusera på de kärnområden som stod för den största andelen av försäljningen.

Seqirus (CSL:s influensavaccinenhet) har fått ett influensavaccin med adjuvans godkänt för personer från 65 år i USA. Seqirus Fluad är det första influensavaccin med adjuvans som har blivit godkänt av FDA. Detta tror vi kommer vara en viktig faktor för en ökad acceptans för vaccin innehållande adjuvans. Seqirus har kommunicerat att de även kommer att göra studier för att nå ett godkännande för att marknadsföra Fluad på barn från 6 månader. Enligt Datamonitor kan ett sådant godkännande bli aktuellt till influensasäsongen 2018/19 inom EU. Seqirus Fluad är ett inaktiverat subunit antigen kombinerat med deras adjuvans MF59 och vaccinet ges intramuskulärt.

## Varför barnsegmentet?

Eurocine har valt att först och främst fokusera Immunose™ FLU mot barnmarknaden och att därmed bli det första nasala influensavaccinet tillgängligt för barn under 2 år. Enligt CDC är barn den grupp där allvarliga komplikationer är vanligast att inträffa samtidigt som nuvarande vacciner inte lyckats uppvisa tillräckligt bra effekt. Cochrane publicerade under 2011 en studie om influensavaccinernas skydd hos barn och ungdomar som kom fram till att dagens vacciner för barn under två år inte visade på en signifikant bättre effekt än placebo, även om antalet studier inom området var begränsat. Med tanke på att influensa är en mycket smittsam sjukdom och att barn är extra känsliga för att drabbas, på grund av det svagare immunförsvaret, är behovet för vacciner med en förbättrad effekt stor. Barn har även en längre smittsamhet än övriga grupper vilket gör barnens skydd till en av de viktigaste frågorna för att minska spridningen av influensan.

WHO och den amerikanska smittskyddsmyndigheten (CDC) rekommenderar alla barn från 6 månaders ålder att vaccinera sig årligen. Datamonitor (2016) estimerar att barn från 6 månader till 17 år kommer att stå för ca 30 procent av alla vaccinationer inom EU år 2023/24 och anser att det inom denna kategori finns intressanta möjligheter på marknaden för influensavaccin framöver. De tror att den stora drivkraften kommer vara att de större europeiska länderna följer efter USA och rekommenderar åldersgrupperna i tabellen nedan att vaccinera sig årligen inför influensasäsongen. Storbritannien har redan påbörjat arbetet genom att ge rekommendationer till specifika grupper även om det har skett inom ett

betydligt snävare åldersintervall än i USA. Fler rekommendationer i större europeiska länder skulle leda till en högre vaccinationsgrad inom barnsegmentet och är åtgärder som skulle innebära att tillväxten i barnsegmentet kommer vara högre än för den totala marknaden som helhet.

Rekommendationer						
Åldersgrupp	USA	Frankrike	Tyskland	Italien	Spanien	Storbritannien
Barn 6-59 månader	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja (24-59 månader)
Barn 5-17 år	Ja	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja (5-7 år)

Källa: Datamonitor

När barn drabbas av influensa får det en negativ påverkan på den breda ekonomin då närstående dels behöver vara hemma från arbetet och dels löper större risk att smittas själva. Detta är något som har undersökts i EU och USA och var enligt GlobalData en av anledningarna till att CDC valt att rekommendera alla barn över 6 månaders ålder att årligen vaccineras mot influensa, i syfte att förstärka immunförsvaret hos barn. Ledande opinionsbildare på marknaden ser att det finns potential för vaccin med adjuvans och VLP (virus-like-particles) framöver enligt intervjuer av GlobalData. Just för att kunna visa en förbättrad dokumentation för influensavaccin mot barn och därigenom kunna öka antalet barn och ungdomar som vaccineras årligen.

AstraZenecas FluMist består av levande försvagade virus, till skillnad från sönderdelade virus som Immunose™ FLU. Därför behöver FluMists levande virus föröka sig i slemhinnan för att uppnå immunologisk effekt. Detta medför en viss typ av biverkningar vilket har begränsat användningen till barn från 2 år. I åldersgruppen 6 månader till två års ålder finns inget nasalt vaccin på marknaden idag.

Ett argument för att Eurocine Vaccines Immunose™ FLU lämpar sig bättre för just barn är för att denna grupp har en lymfatisk vävnad som finns vid nässvalget, adenoiden. Adenoiden är en viktig pusselbit i att bygga upp immunförsvaret för barn. Adenoiden är en körtel som är störst i barnåren och börjar sedan avta vid puberteten då immunförsvaret har stärkts, antikroppsbildningen är förbättrad och kroppen inte är lika utsatt för infektioner. Det har visats att nasal vaccinering ger en ökad mängd sekretorisk IgA i mukosan och därmed stärker det lokala skyddet mot infektioner.

## Marknadens drivkrafter

En av de större trenderna på marknaden är att standarden för influensavaccin går mot kvadrivalenta vacciner istället för trivalenta, som tidigare varit standard. Den utvecklingen väntas fortsätta även framöver. Antalet influensastammar som behandlas går därmed från tre till fyra vilket ökar skyddet men som även medför att priset och lönsamheten stiger. Detta har varit en viktig åtgärd för att förbättra den tidigare pressade lönsamheten som fanns på influensavaccinen. Immunose™ FLU är ett kvadrivalent vaccin.

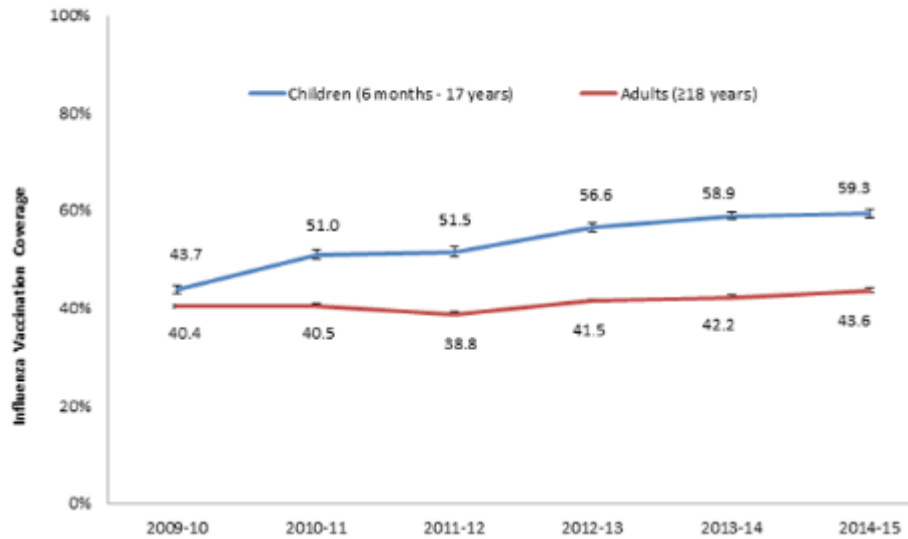
Det nasala vaccinet FluMist är prissatt med en premie jämfört med injicerade vacciner, vilket är intressant ur Eurocine Vaccines perspektiv. Dels för att Immunose™ FLU är ett nasalt vaccin och dels för att det riktar sig mot en nischmarknad där det finns ett stort behov av nya effektivare vacciner.

Enligt Datamonitor väntas även antalet vaccin innehållande adjuvans att öka mot de yngsta barnen och för äldre. Detta är en följd av effekten i dessa riskgrupper har visat sig vara väldigt låg och att adjuvans, liksom VLP (virus-like-particles), kan hjälpa till att förbättra immunogeniteten. CSL och GSK har kommunicerat att de även kommer arbeta mot att bli godkända inom barnsegmentet från 6 månaders ålder med vaccin innehållande adjuvans. Det är en positiv signal för Eurocine att större aktörer ser barnmarknaden som intressant trots att det ökar konkurrensen.

Det pågår även ett gediget arbete för att ta fram universella vacciner på marknaden. Här har exempelvis den statliga amerikanska myndigheten BARDA (biomedical advanced research development authority) varit med och slutit avtal med ett antal aktörer för att stötta arbetet. I tidigare studier har Eurocine visat att Immunose™ FLU ger korsimmunitet mot influensastammar som inte ingår i vaccinet och kan därmed räknas som ett mellanting av ett universellt vaccin och säsongsbetonat influensavaccin.

Följer de större länderna i Europa efter USA:s spår gällande rekommendation om årliga vaccinationer för alla barn och ungdomar från 6 månader skulle det vara en stark drivkraft för att öka antalet personer som vaccineras. En viktig drivkraft till detta är skolvaccinationer. Det är en åtgärd som skulle göra vaccinationsgraden högre bland barn och ungdomar. En hög vaccinationsgrad är viktigt för att potentiella partners ska vilja satsa på det tidiga barnsegmentet. Bilden på nästa sida visar CDC:s beräkning på vaccinationsgraden i USA för personer 6 månader till 17 år jämfört med personer äldre än 18 år under perioden 2009-2015.

**Figure 1. Seasonal Flu Vaccination Coverage, by Age Group and Season, United States, 2009-2015**



Källa: CDC

## Intranasala vacciner

Majoriteten av alla virus och bakterier som tar sig in i kroppen kommer via slemhinnan. Nasal vaccinering stimulerar kroppen att producera antikroppar i mukosan och kan därmed skapa ett bättre lokalt skydd för att stoppa infektionen redan vid inträdet till kroppen. Vid nasal vaccinering tar det betydligt kortare tid efter att virus eller bakterier tagit in sig i kroppen innan antikropparna aktiveras, medan det för vaccin som injiceras kan ta dagar innan de börjar skydda kroppen. En annan viktig skillnad är att intramuskulära vaccin ger ett svagt eller inget immunsvaret i slemhinnorna, utan enbart i blodet, medan intranasala vacciner ger skydd i båda.

Nasala influensavaccin fick ingen bra start när Berna Biotech introducerade sitt intranasala vaccin på marknaden. Vaccinet innehållande adjuvans baserat på enterotoxin visade en oönskad biverkning av Bell's Palsy, en partiell ansiktsförlamning. Biverkningen upptäcktes kort efter att vaccinet blivit godkänd på marknaden och studier efteråt visade att vaccinet medförde 19 gånger så hög risk att utveckla Bell's Palsy jämfört med referensvaccin som gavs intramuskulärt. Kort efter att biverkningen blivit känd tog bolaget bort vaccinet från marknaden. Det adjuvans Berna Biotech använde sig av skiljer sig dock mycket från Eurocines adjuvans på kroppsegna fetter, vars innehåll vi får i oss så gott som dagligen, via mat.

Eurocine har inte uppvisat några oroväckande biverkningar i de studier som utförts på människa. I den kliniska fas I/II-studien som genomfördes 2009/10 med Immunose™ FLU var det vissa patienter som kände stickningar i näsan bland annat. Dessa var dock inte så allvarliga att någon patient valde att avbryta studien, utan alla deltagare var med från start till mål. Dock behöver det testas i betydligt större studier för att kunna säkerställas framöver.

Det finns flera fördelar med nasala vaccin som inte är kopplat till effekt utan istället gäller komfortabla och ekonomiska aspekter. Injicerade vaccin behöver utföras av legitimerad personal eftersom det kräver en korrekt precision och kan vid eventuella fel leda till komplikationer för patienten. När det gäller näsdroppar som Eurocine använder sig av finns det inte sådana regulatoriska krav, vilket gör att det exempelvis skulle kunna användas för självadministrering i hemmet. Förpackningen som Immunose™ FLU har är kostnadseffektiv i jämförelse med en spruta och nässpray vars produkter har högre regulatoriska krav vid tillverkning.

FluMist har inte nått upp till de försäljningsprognoser MedImmune hade vid lanseringen på 500 MUSD inom 3 år. Förra året hade FluMist en försäljning på 268 MUSD vilket är en bit över hälften av den kommunicerade målsättning som fanns vid start. En av anledningarna till detta är att FluMist, har haft en del problem i produktionsledet och lett till förseningar vid flera influensasäsonger. FluMist fick redan 2007 en varning från FDA som krävde en lösning innan vaccinet kunde säljas till barn under 5 år. Förseningar är något som blir väldigt kostsamt med tanke på att försäljningen är så koncentrerad till ett visst tillfälle på året och påverkar lönsamheten negativt.

## Möjligheter för partneravtal

Efter att Eurocine slutförde sin tidigare studie i människa 2009/10 gav sig bolaget ut i diskussioner med potentiella partners för att nå ett avtal. Vi kan förstå att det i några fall var långt gångna diskussioner, där en av dessa var ett japanskt läkemedelsbolag, där Immunose™ FLU testades tillsammans med deras antigen i djurstudier. Eurocine lyckades till slut inte utlicensera Immunose™ FLU till en partner.

Vi ser att ett partneravtal efter den planerade studien tidigast skulle kunna slutas under 2018. Det leder till att bolaget kan komma att ha behov av att ta in nytt kapital efter att studiens resultat har presenterats.

En viktig aspekt vid en investering i Eurocine är huruvida den planerade studien är tillräcklig för att lyckas attrahera en partner. Där tror vi att det blir avgörande hur studien kommer att utformas och vilka resultatet som uppnås. Framförallt med tanke på att studien är väldigt lik den tidigare humana studien bolaget gjort med helvirus. Ett scenario skulle kunna vara att en potentiell partner vill se säkerhetsdata från vaccinering av barn innan ett avtal blir aktuellt. Skulle ett partnerskap utebli kommer Eurocine behöva göra ytterligare studier på en större patientgrupp för att öka den insamlade dokumentationen för Immunose™ FLU.

Vi ser framförallt tre alternativ för partneravtal:

1. En större aktör på marknaden väljer att ingå ett avtal med Eurocine. I detta fall tror vi att partnern kommer att få exklusivitet på Eurocines

teknologi globalt. I detta scenario ser vi en nästan lika stor möjlighet för att det skulle kunna leda till ett förvärv av hela bolaget istället.

2. En regional aktör som får exklusivitet för Immunose™ FLU på en eller ett fåtal marknader. Biodiem valde att via partner vända sig till Indien för att göra sena studier, där influensavaccinet är godkänt idag. Dealvärdet på ett sådant avtal, inklusive royalties blir betydligt lägre än för ett avtal omfattande större marknader som EU, USA och Japan. Om vaccinet når ett marknadsgodkännande på en marknad minskar utvecklingsrisken för övriga marknader. Det förbättrar även möjligheten för sökandet av en ny partner i områden som USA, EU och Japan.

3. En ny aktör som vill slå sig in på marknaden. Med tillräckligt starka finansiella muskler skulle det kunna vara en intressant strategi för att inrikta sig mot det heta barnsegmentet inom influensa. Utöver Immunose™ FLU finns även potentialen för att applicera Endocine™ på andra indikationer. Ett av de bolag som är mest likt Eurocine bland konkurrenterna är Nanobio, som i mars 2014 tecknade ett licensavtal med Merck för deras NE adjuvans teknologi. Tyvärr har inga siffror för avtalet kommunicerats och vi kan därför inte bedöma dealvärdet. Dock kan vi se att antalet projekt med nya indikationer har ökat sedan avtalet, medan det inte har hänt så mycket kring influensakandidaten.

Vi tycker att det är viktigt att Eurocine har en reservplan om ett avtal inte sluts. Om bolaget inte lyckas sluta ett avtal kan det innebära att det kommer krävas ytterligare studier med övertygande data, exempelvis i form av en mer omfattande fas IIb studie, innan ett avtal kan bli aktuellt igen.

Eurocines huvudpatent går ut under 2017. Nya patentansökningar skickades in under 2012 där godkännande har erhållits från Australien, Nya Zeeland och Ryssland för närvarande. Bolaget väntar fortfarande på svar från de stora och viktiga marknaderna i EU, USA och Japan. Bra och godkända patent på stora marknader är en förutsättning för att Eurocine ska nå ett avtal i partnerförhandlingarna.

## Influensaprojekt i klinisk utveckling

Utvalda produkter i klinik	Bolag	Intag	Adjuvans	Antigen	Status
GSK2186877A	GSK	Intramuskulärt	Ja	Split	Fas III
PreFluCel	Nanotherapeutics	Intramuskulärt	Nej	Split	Fas III
Fluad	CSL	Intramuskulärt	Ja	Subunit	Fas II
Flu Vaccine	Mymetics	Intranasalt	Nej	Subunit	Fas II
Flunisyn (FP-01)	Altimune	Intramuskulärt	Nej	Subunit	Fas II
Fluzone QIV	Sanofi	Intramuskulärt	Nej	Split	Fas II
H1N1 VLP Vaccine	Mitsubishi	Intramuskulärt	Nej	VLP	Fas II
LAIV (Biodiem)	Biodiem	Intranasalt	Nej	LAIV	Fas II
Quadrivalent Seasonal ..	Novavax	Intramuskulärt	Ja	Subunit	Fas II
VAX125	VaxInnate	Intramuskulärt	Nej	Subunit	Fas II
VAX2012Q	VaxInnate	Intramuskulärt	Nej	Subunit	Fas II
NB-1008	Nanobio	Intranasalt	Ja	Split	Fas I
FluGEM®	Mucosis	Intranasalt	Ja	Subunit	Fas I
Immunose™ FLU	Eurocine Vaccine	Intranasalt	Ja	Split	Fas II

VLP = Virus like particle, Laiv = Live Attenuated Influenza Vaccine

Källa: Datamonitor & Redeye Research

## Nyhetsflödet framöver

Vi förväntar oss ett positivt nyhetsflöde när Eurocine startar sin kliniska studie som vi bedömer har stor sannolikhet att uppvisa positiva resultat. En risk är det pressade tidsschemat som råder innan studien startar. Med tanke på hur influensasäsongen ser ut har Eurocine bara en chans per år att göra studien. Det sker strax före årsskiftet varje år, om den inte skulle göras under våren/sommaren på andra sidan jordklotet. I tabellen nedan beskriver vi hur ett möjligt nyhetsflöde kan se ut för Immunose™ FLU fram till marknad.

Kommande nyhetsflöde	Tid
Godkännande att starta fas I/II	Höst 2016
Start fas I/II studie	Höst/Vinter 2016/2017
Resultat fas I/II studie (säkerhets- och effektdata)	Vår/Sommar 2017
Start fas IIb blandad patientgrupp	Höst/Vinter 2018/19
Resultat fas IIb blandad patientgrupp	Vår/Sommar 2019
Start fas III studie blandad patientgrupp	Höst/Vinter 2020/21
Resultat fas III blandad patientgrupp	Vår/Sommar 2021
Godkännande för att marknadsföras	2022/2023

Källa: Redeye Research

## Värdering

Vi har använt oss av en sannolikhetsjusterad kassaflödesanalys för att räkna fram vårt basscenario där vi nuvärdesberäknar möjliga framtida försäljningsintäkter och milstolpesbetalningar. Detta ger ett motiverat värde på 2,6 kronor per aktie för Eurocine Vaccines. Det höga avkastningskrav vi använt oss av i modellen är 20,9 procent och beror på den höga risknivån i bolaget som avspeglas i poängsättningen på Redeye Rating. Vi har valt att enbart räkna med aktiva projekt, vilket i detta fall är Immunose™ FLU. I tabellen ”Projektvärdering SOTP” kan ni se vilka värden vi använt oss av.

Vårt Base case ger ett motiverat värde på 2,6 kr

Eurocine Vaccines - Projektvärdering SOTP						
Projekt	Indikation	Chans för lansering	Royaltysats	Föppförsäljn. (MUSD)	Lansering	Nuvärde (MSEK)*
Immunose FLU	Influensa	30%	7%	600	2022/23	92
<b>Motiverat teknologivärde (MSEK)</b>						<b>92</b>
Nettokassa (MSEK)						22,8
Admin. Kost						-16
<b>Motiverat börsvärde (MSEK)</b>						<b>98</b>
Antal aktier						38,1
<b>Motiverad aktiekurs (SEK)</b>						<b>2,6</b>

\* Nuvärdesberäkningen baseras på en SEK/USD-kurs på 8,4

Källa: Redeye Research

I vårt Base case räknar med följande nyckelfaktorer:

- Positiva resultat från den kliniska fas I/II-studien.
- Partneravtal tecknas under 2018 med en regional aktör samtidigt som förhandlingar för den globala täckningen sker löpande.
- Efter optionsinlösen i oktober klarar bolaget det rådande kapitalbehovet tills den första utbetalningen från partnern väntas, utan att en nyemission behöver genomföras.
- En utvärderingsprocess av nya och gamla projekt genomförs.

## Scenarioanalys

Förutom vårt huvudscenario har vi även beräknat ett optimistiskt scenario i Bull case och ett pessimistiskt scenario i Bear case. Den största differensen mellan de olika scenarierna är antaganden om det potentiella partneravtalet. Med tanke på att Eurocine Vaccines är ett binärt bolag är det viktigt att identifiera vilka händelser (katalysatorer) som har en stor påverkan på bolagsvärdet och vilka konsekvenser de kan komma att få på värderingen beroende på hur utfallet blir.

Det är viktigt att se över offensiva och defensiva scenarion i binära bolag

**Bull case:** I vårt optimistiska scenario hamnar vår värdering på 6,4 kronor per aktie.

- Eurocine tecknar ett globalt licensavtal med ett vaccinbolag på marknaden.



- Avtalet minimerar Eurocines behov för att göra fler nyemissioner.
- Avtalet validerar teknologin och möjliggör ett större intresse för nya eller vilande projekt.
- En kommersiell partner med erfarenhet och resurser ökar sannolikheten för att Immunose™ FLU når marknaden.

**Bear case:** I vårt pessimistiska scenario hamnar vår värdering på 0,7 kronor per aktie.

- Partneravtal uteblir efter den kliniska fas I/II-studien eller försenas så mycket att värdena i bolaget minskar med tiden.
- Bolaget har ett stort kapitalbehov för att finansiera den fortsatta utvecklingen.
- Inga nya utvecklingsprojekt är aktuella.

## Relativvärdering

*Eurocine värderas lägre än jämförande bolag*

Vi har även valt att göra en relativvärdering på Eurocine där vi har tagit ett mindre antal drug delivery-bolag. I tabellen nedan kan vi se att Eurocine värderas lägre än övriga bolag justerat för kassan. Vi tror att det främst beror på ett svagt förtroende för bolaget gällande att man inte levererat på tidigare uppsatta mål, att projekten dragit ut på tiden och en historik av återkommande nyemissioner.

Relativvärdering						
MSEK	Börsvärde	Börskurs	Nettokassa	Teknologivärde (EV)	Egna projekt	Utvecklingsfas
LIDDS	127	7,2	31,2	95,7	3	Fas II
Respiratorius	64	0,456	3,7	60,0	4	Fas II
Peptonic Medical	117	6,1	21,65	95,3	1	Fas II
Spago Nanomedical	131	15,2	30,5	100	2	Preklinik
Eurocine Vaccines	79	2,07	22,8	56,1	1	Fas I/II

Källa: Redeye Research

## Katalysatorer

### Fas I/II studien startar

Aktien har på senare år utvecklats svagt till följd av det svaga nyhetsflödet som har varit. Vi väntar oss att detta kommer att förbättras framöver och att intresset för Eurocine ökar när den kliniska studien drar igång.

### Resultat från fas I/II studien

Vi anser att det är en låg risk i den kommande studien då utformningen är lik den tidigare studien i människa som är genomförd med helvirus. Den initiala kommentaren från bolaget är att split antigenet som levererats av den nya leverantören uppfyller bolagets förväntningar.

**Partneravtal**

Ett partneravtal kommer vara avgörande för att Eurocine ska kunna fortsätta utvecklingen av Immunose™ FLU till att bli ett godkänt vaccin på marknaden. Därför anser vi att ett partneravtal blir upp till bevis för bolaget, även om det skulle krävas ytterligare studier innan det blir aktuellt.

**Nyemission**

Ytterligare finansiering kan komma att behövas i slutet av 2017 eller i H1 2018 om inte ett partneravtal skulle slutas innan dess.

**Nya indikationer**

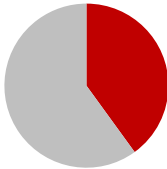
Framgångsrika resultat i kommande studier och ett möjligt partneravtal kan öka intresset för vilande alternativt nya projekt. Endocine™ kan appliceras på fler indikationer, vilket är något som skulle öka värdet i bolaget.

## Sammanfattning Redeye Rating

---

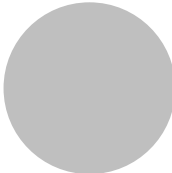
Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ledning 4,0p



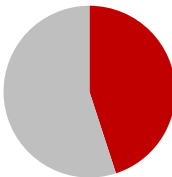
Både management och styrelse har bra erfarenhet från tidigare arbeten. De operativa personerna i bolaget har bra kompetens inom branschen. Historiken av att inte nå tidigare kommunicerade mål ger en negativ påverkan. Ledning och styrelse har lyckats vända den tuffa situationen som uppstod efter att bolaget inte lyckades nå ett partneravtal. Den nya strategin kan leda till att vi eventuellt kommer höja poängsättning framöver, om bolaget börjar leverera på sina mål.

Ägarskap 0,0p



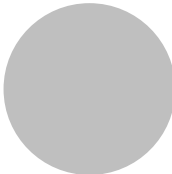
Det finns inga tydliga huvudägare i Eurocine. Vi hade gärna satt ett större ägande från styrelse och ledning. Vd äger inte aktier för tre årsarvoden vilket ger minus poäng, även om det har påverkats till stor del av den negativa kursutvecklingen i aktien.

Vinstutsikter 4,5p



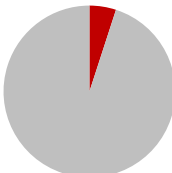
Eurocine riktar sig mot en intressant nisch på vaccinn marknaden. Nackdelen här, som kan vända sig till att bli positiv, är att marknaden är väldigt centrerad och har höga inträdesbarriärer. Möjliga vinster ligger flera år framåt i tiden och eftersom bolaget inte har något partneravtal finns det en osäkerhet kring framtida intäkter.

Lönsamhet 0,0p



Bolaget har ingen lönsamhet idag och Immunose™ FLU kommer inte att kunna säljas på marknaden förrän tidigast 2022/23 enligt vår bedömning. Vi räknar med att bolaget erhåller första intäkterna från ett partneravtal under 2018.

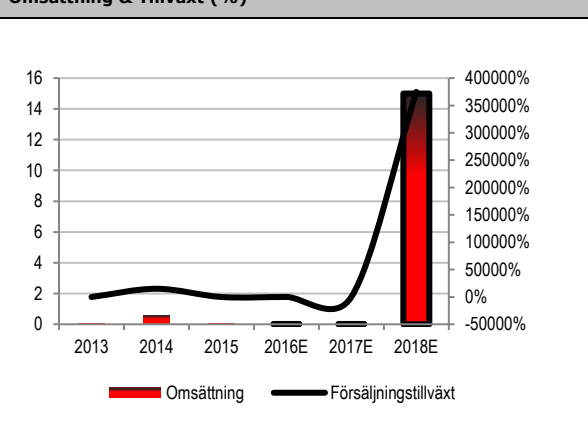
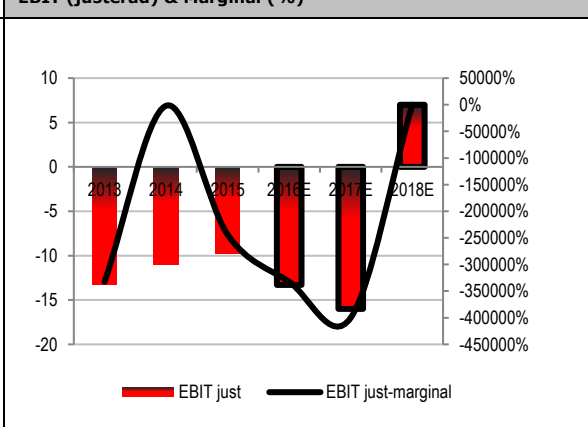
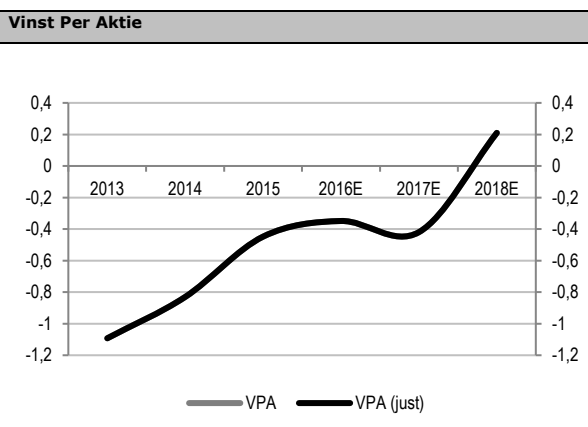
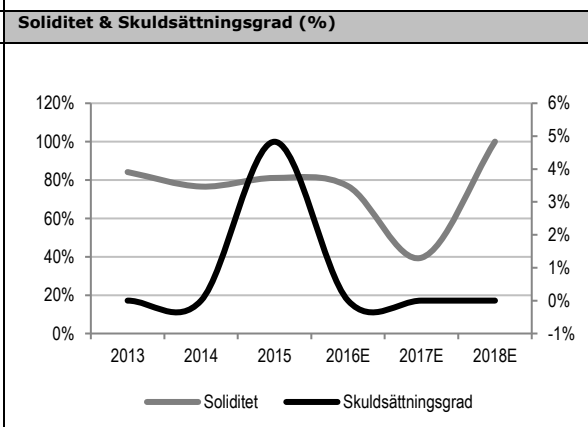
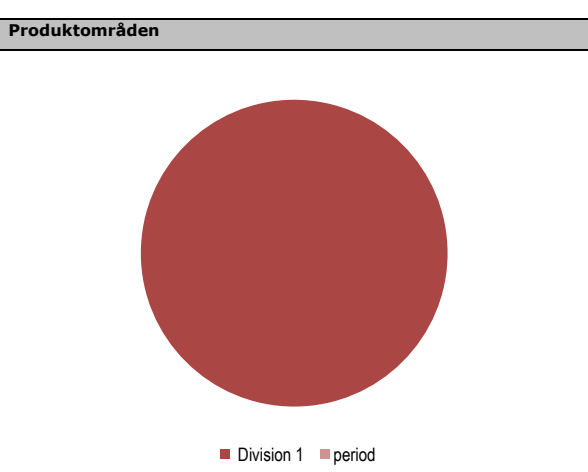
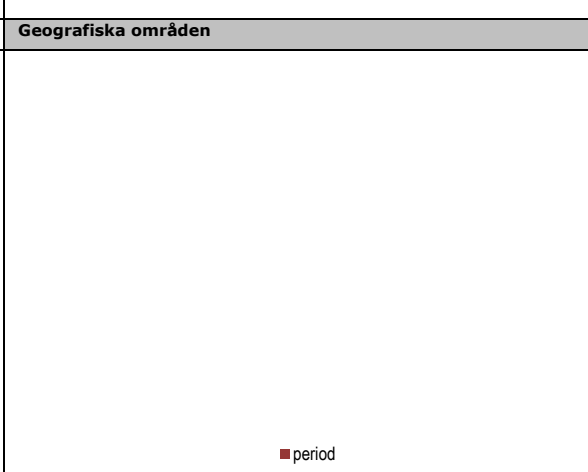
Finansiell styrka 0,5p



Finanserna räcker till slutet av 2017 eller början av 2018 enligt vår bedömning. Det finns inga återkommande intäkter i bolaget vilket gör Eurocine beroende av extern finansiering från tid till annan. Ett partneravtal skulle stärka Eurocines finansiella ställning genom vid milstolpsbetalningar och minska beroendet av nyemissioner.

Resultaträkning	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
Omsättning	1	0	0	0	15
Summa rörelsekostnader	-12	-10	-13	-16	-8
<b>EBITDA</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>7</b>
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>7</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>8</b>
Skatt	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>8</b>
Balansräkning	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	11	20	20	7	14
Kundfordringar	0	0	0	0	0
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	1	1	1	1	1
<b>Summa omsätt.</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>8</b>	<b>15</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	5
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	0	0	0	0	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
<b>Summa tillgångar</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>8</b>	<b>20</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	3	3	0	0	0
Kortfristiga skulder	0	1	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	0	0	5	5	0
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>0</b>
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>0</b>
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	9	17	15	3	20
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>3</b>	<b>20</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>8</b>	<b>20</b>
Fritt kassaflöde	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
Omsättning	1	0	0	0	15
Sum rörelsekost.	-12	-10	-13	-16	-8
Avskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>7</b>
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
<b>NOPLAT</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>7</b>
Avskrivningar	0	0	0	0	0
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>-11</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>7</b>
Föränd. i rörelsekap	1	0	2	0	-5
Investeringar	0	0	0	0	-5
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-10</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-3</b>
Kapitalstruktur	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
Soliditet	77%	81%	77%	40%	100%
Skuldsättningsgrad	0%	5%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-11	-19	-20	-7	-14
Sysselsatt kapital	-2	-3	-4	-4	6
Kapit. oms. hastighet	0.1	0.0	0.0	0.0	0.7
Tillväxt	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
Försäljningstillväxt	14 900%	-99%	0%	0%	374 900%
VPA-tillväxt (just)	-24%	-46%	-22%	20%	-150%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
WACC	20,9 %	NPV FCF (2016-2018)	-25		
		NPV FCF (2019-2025)	57		
		NPV FCF (2026-)	48		
		Rörelsefrämjade tillgångar	20		
		Räntebärande skulder	-1		
		Motiverat värde MSEK	99		
Antaganden 2016-2022					
Genomsn. förs. tillv.	441,5 %	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>2,6</b>		
FRIT-marginal	-	Rörskurs SEK	2 1		
Lönsamhet	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
ROE	-105%	-77%	-83%	-173%	69%
ROCE	-97%	-75%	-81%	-173%	69%
ROIC	786%	465%	521%	383%	-168%
EBITDA-marginal	-1833%	-	-	-	47%
EBIT-marginal	-1833%	244000%	332500%	400000%	47%
Data per aktie	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
VPA	-0,83	-0,45	-0,35	-0,42	0,21
VPA just	-0,83	-0,45	-0,35	-0,42	0,21
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,81	-0,88	-0,51	-0,19	-0,38
Antal aktier	13,10	21,79	38,14	38,14	38,14
Värdering	13/14	14/15	15/16E	16/17E	17/18E
Enterprise Value	144,0	15,8	59,3	71,7	64,5
P/E	-14,2	-3,6	-5,9	-4,9	9,9
P/S	257,6	8 771,8	19 736,5	19 736,5	5,3
EV/S	240,0	3 959,8	14 829,2	17 929,2	4,3
EV/EBITDA	-13,1	-1,6	-4,5	-4,5	9,2
EV/EBIT	-13,1	-1,6	-4,5	-4,5	9,2
P/BV	18,2	2,1	5,1	25,9	3,9
Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e		
1 mån	91,7 %	Omsättning	-91,8 %		
3 mån	95,3 %	Rörelseresultat, just	9,96 %		
12 mån	-8,0 %	V/A, just	-35,2 %		
Årets Början	16,3 %	EK	34,8 %		
Aktiestructur %		Röster	Kapital		
Avanza Pension Försäkring AB		14,6 %	14,6 %		
Nordnet Pensionsförsäkring AB		7,8 %	7,8 %		
Thuresson Pär		4,0 %	4,0 %		
Nilsson Jon		3,1 %	3,1 %		
Christensen S & B AB		2,2 %	2,2 %		
SHB Livförsäkring AB		2,2 %	2,2 %		
Arwidsson Hans		1,8 %	1,8 %		
Sawann AB		1,8 %	1,8 %		
Skandia Försäkring AB		1,5 %	1,5 %		
Swedbank Försäkring AB		1,5 %	1,5 %		
Aktien					
Reuterskod			EUCLST		
Lista			Aktietorget		
Kurs, SEK			2,1		
Antal aktier, milj			38,1		
Börsvärde, MSEK			78,9		
Bolagsledning & styrelse					
VD			Hans Arwidsson		
CFO					
IR			Hans Arwidsson		
Ordf			Michael Wolff Jensen		
Nästkommende rapportdatum					
Analytiker			Redeye AB		
Andreas Kvist			Mäster Samuelsgatan 42, 10tr		
andreas.kvist@redeye.se			114 35 Stockholm		
Klas Palin					
klas.palin@redeye.se					

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> Omsättning <span style="color: black;">—</span> Försäljningstillväxt</p>	 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> EBIT just <span style="color: black;">—</span> EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: <span style="color: grey;">—</span> VPA <span style="color: black;">—</span> VPA (just)</p>	 <p>Legend: <span style="color: grey;">—</span> Soliditet <span style="color: black;">—</span> Skuldsättningsgrad</p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> Division 1 <span style="color: grey;">■</span> period</p>	 <p>Legend: <span style="color: red;">■</span> period</p>
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p><b>Andreas Kvist äger aktier i bolaget Eurocine Vaccines AB: Nej</b>  <b>Klas Palin äger aktier i bolaget Eurocine Vaccines AB: Nej</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Eurocine Vaccines utvecklar nasala vacciner baserade på bolagets patenterade adjuvansteknologi. Bolagets huvudprojekt är det nasala influensavaccinet Immunose™ FLU som har visat god säkerhet och positiva immunologiska resultat både i kliniska studier på människa och i djurstudier. Framöver finns potential för vacciner inom fler indikationer baserade på samma teknologi. Eurocine är noterat på AktieTorget sedan 2006.</p>

**DISCLAIMER****Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

**Ansvarsbegränsning**

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

**Potentiella intressekonflikter**

Redeys analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeys analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

**Angående Redeys analysbevakning**

Redeys analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

**Rating/Rekommendationsstruktur**

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

**Redeye Rating (2016-08-15)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	42	19	7	17
3,5p - 7,0p	69	61	91	35	44
0,0p - 3,0p	6	14	7	75	56
Antal bolag	117	117	117	117	117

\*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

**Mångfaldigande och spridning**

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.