



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Sverige | 01 Mars 2022

Karolinska Development

Går stärkt in i 2022

In i 2022 med stärkt position

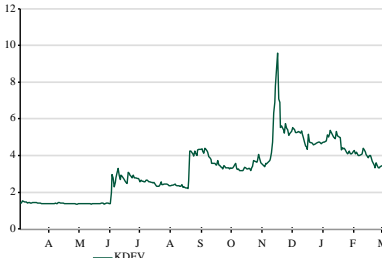
Karolinska Development redovisar ett substansvärde om 978 mkr vid utgången av Q4 eller 5,6 kr per aktie, vilket dock inte inkluderar emissionen som registrerades i februari 2022. Resultatet för helåret uppgick till 171 mkr och totala investeringar uppgick till 69 mkr för helåret. Avyttringar av portföljbolag bidrog med 56 mkr.

Emission säkerställer investeringsstyrka

I februari registrerades bolagets emission och Karolinska Development tillfördes 378 mkr före transaktionskostnader, och motsvarande 77 procent av emissionen tecknades. Tillsammans med tillskottet från Forendo under Q4'21 bedömer vi att Karolinska Development är välpositionerat för att fortsätta investeringsresan.

Värdejusteringar

Vi justerar vårt motiverade portföljvärde, för att reflektera nya bokförda värden samt nya värderingar av portföljbolagen, se detaljer i värderingsavsnittet. Vi adderar även likviden för emissionen och nytt antal aktier. Vi värderar fortsatt bolaget med en SotP-värdering. Vi ser ett nytt motiverat värde om 5,70 - 5,90 per aktie. Givet den förstärkta kassan ser vi medelhög risk (hög risk).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	5.7 - 5.9
				Omsättning, mkr	2	2	2	2	Aktiekurs	SEK3.4
				Tillväxt	(18)%	2%	(0)%	(0)%	Riskenivå	Medium
				EBITDA, mkr	161	(27.2)	(27.5)	(27.5)	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, mkr	161	(28)	(28)	(28)		
				EPS, justerad	1.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)		
				EPS tillväxt	(182)%	(109)%	(2)%	3%		
				EK/aktie	3.6	4.9	4.8	4.7		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				ROE (%)	17.6%	(1.8)%	(1.9)%	(1.9)%		
				ROCE	14.5%	(2.1)%	(2.1)%	(2.2)%		
				EV/EBITDA	3.9x	(22.8)x	(22.6)x	(22.6)x		
				EV/EBIT	3.9x	(22.3)x	(22.1)x	(22.1)x		
				P/E, justerad	3.5x	(37.6)x	(38.5)x	(37.5)x		
				P/EK	0.9x	0.7x	0.7x	0.7x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				Nettosk./EBITDA	(0.3)g	11.6g	10.5g	9.4g		
Kommande händelser										
Q1-rapport				2022-04-29						
Bolagsfakta (mkr)										
Antal aktier				270m						
Börsvärde				918						
Nettoskuld				(296)						
EV				622						
Free float				40%						
Daglig handelsvolym, snitt				413(k)						
Reuters/Bloomberg				KDEV.STf/KDEV:SS						
				hjalmar.jernstrom@penser.se						



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Finans | Sverige | 01 Mars 2022

Sammanfattning

Går stärkt in i 2022

Investment Case

Från att ha varit ett bolag med en bred portfölj, få exits och en ogynnsam finansieringsstruktur har Karolinska Development sedan 2016 drivit igenom omfattande omstruktureringar på flera fronter. Bolaget har nu ställt om till ett investmentbolag med en tydligt definierad strategi och ett nytt team med lång och relevant erfarenhet, samtidigt som bland annat finansieringslösningarna avsevärt förbättrats. Vi ser flera attraktiva operationella och finansiella aspekter av Karolinska Development:

- Tillgång till olistade bolag med ursprung i den nordiska forskarvärlden, där direktinvesteringar endast är tillgängliga för utvalda investerare.
- En naturlig diversifiering i portföljen genom att Karolinska Development har en stor portfölj av noterade och onoterade life science-bolag.

Bolagsprofil

Karolinska Development är ett investmentbolag som investerar i nordiska life science-bolag. Bolagets strategi är att vara aktiv ägare i medicinbolag med läkemedelsprojekt eller medicintekniska produkter med stor kommersiell potential. Karolinska Developments investeringsstrategi underlättas av närheten till den nordiska forskningsvärlden, tillgången till ett omfattande nätverk av personer som kan tillsättas i portföljbolagen och kombinationen av medicinsk och finansiell expertis.

Karolinska Development grundades 2003 och hade tidigt en tydlig anknytning till den nordiska forskarvärlden. Efter 8 års verksamhet börjades bolaget 2011. Sedan 2016 har bolaget en uppdaterad investeringsstrategi, en ny företagsledning och en mer fördelaktig ägar- och finansieringsstruktur i portföljbolagen. Vi bedömer att Karolinska Development har goda förutsättningar för en framgångsrik fortsatt investeringsresa.

Historiskt har Karolinska Development investerat i bland annat Oncopeptides, Aprea, Xspray och Bioarctic. I dagsläget består portföljen av de direkt eller indirekt ägda innehaven Dilafor, UmeCrine Cognition, Svenska Vaccinfabriken SVF, Promimic, OssDsign, Modus Therapeutics, Forendo Pharma, Aprea, och AnaCardio.

Värdering

Vi värderar Karolinska Development med en SotP-värdering. Dilafor och Umecrine Cognition värderas i separata värderingsmodeller med individuella antaganden, se detaljer under värderingssegmentet. Vi värderar övriga bolag antingen till bokfört värde (justerad för en uppskattad skälig premie), eller via senast betalt för noterade bolag. Den skäliga premien uppskattas relativt andra noterade investmentbolag inom sektorn samt andra investmentbolag generellt. OssDsign värderar vi till det motiverade värde som EPB angett för bolaget. Vårt summerade motiverade värde av Karolinska Developments andelar i portföljbolagen bolag justeras därefter med utdelning till samägandebolag, nettoskuldsättning samt diskonterade framtida rörelsekostnader för att generera ett motiverat värde. Vi ser ett motiverat värde om 5,70 - 5,90 kr per aktie (7,80 - 8,00 kr).

Kvartalet i detalj

Resultatet för fjärde kvartalet var -19,5 mkr. Verkligt värde för portföljen uppgick till 1 293 mkr (1 441 mkr) där förändringen primärt förklaras av Forendo-transaktionen från Q4. Transaktionen var att läkemedelsbolaget Organon förvärvade Karolinska Developments portföljbolag Forendo Pharma. Forendo utvecklar en ny behandling för att eliminera endometrios med bolagets främsta projekt FOR-6219. Prislappen uppgick initialt till USD 75m med villkorade tilläggsköpeskillingar om USD 870m. Tilläggsköpeskillingarna är fördelade så att USD 270 är kopplade till milstolpar i utveckling och registreringsprocessen för Forendos läkemedelskandidater, samt USD 600m som är kopplade till kommersiella milstolpar.

För helåret uppgick resultatet till 171 mkr (-208 mkr). Resultatet från förändring av verkligt värde uppgick till 223 mkr. Substansvärde i Q4 uppgick till 978 mkr. Karolinska Development investerade totalt under året 69 mkr i portföljbolagen.

Under Q4 meddelade även Karolinska Development en företrädesemission. I februari registrerades emissionen som tillförde ca 378 mkr. Delar av likviden förväntas användas initialt för att lösa ut lån, kredit och ränta från invoX Pharma Limited, bolagets största ägare som tidigare bistått med lånefinansiering. Resterande belopp ska fördelas för att täcka behov i befintliga investeringar, nya investeringar, och allmänna företagsändamål.

Värdering

Vi justerar våra värden i portföljbolagen för att reflektera nya bokförda värden. Utöver det justerar vi senast betalt i Modus Therapeutics. OSSDSIGN har oförändrat motiverat värde vilket baseras på EPBs motiverade värde. Vi väljer dock att justera ned värdet i Umecrine, mot bakgrund av att vi höjer WACC från 14 till 16%, på grund av ett högre riskläge i marknaden. Vi adderar våra diskonterade värden av framtida diskonterade tilläggsköpeskillingar (Forendo), som vi värderar till 123 mkr.

Vi ger dessutom bolag värderade till bokfört värde en premie om 40%, oförändrat från tidigare nivåer. Vi adderar samtliga bedömda bolagsvärden, och justerar för nettoskuld, utbetalning till Rosetta samt våra diskonterade framtida rörelsekostnader (ca 100 mkr). Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 5,70 - 5,90 per aktie (7,80 - 8,00 kr innan emission).

Bolag	Värderingsmodell	Substansvärde (per Q4'21)	Premie/rabatt	Värde EPB est (pre Rosetta, OPEX, Net debt)
AnaCardio	Bokfört + premie/rabatt	3 389	40%	4 745
Modus	Senast betalt	23 350		18 434
SVF	Bokfört + premie/rabatt	6 827	40%	9 558
UmeCrine	Modell	623 048		759 074
KCIF Co-Inv. Fund KB	Bokfört + premie/rabatt	7 099	40%	9 939
Dilafor	Modell	12 014		20 596
KDev Inv. ex Dilafor	Bokfört + premie/rabatt	31 342		31 342
Dilafor	Modell	192 531		617 889
KDev Investments tot	Bokfört + premie/rabatt	223 873		649 231
OSSDSIGN	EPB target price	50 570		107 534
Forendo	Diskonterade köpeskillingar	61 799		123 031,8
Summa:				1 702 143
Utbetalning Rosetta				-379 981
Skulder etc				-318 335
Kostnader KDEV				-100 000
Motiverat värde				1 540 497
Aktier				270 078
Per aktie				5,7

Källa: Erik Penser Bank

Dilafor

Vi baserar vår värdering på antaganden kring bl.a. lanseringsår, adresserbar marknad, prissättning, avkastningskrav och sannolikheter. Våra marknadsantaganden baseras på USA och Europa. Vi gör antaganden om ca 8 miljoner födslar årligen, där ca 25 % är i behov av behandling. Utöver det tar vi bort 5 % som inte behandlas. Utöver detta antar vi en marknadsandel om 35 % som mest. Dessa antaganden appliceras både på USA och Europa. Avvikelsen mellan områdena utgörs primärt av prissättningen där Europa antas ha en lägre prissättning om 665 USD per behandling (950 USD i USA). Vi antar att försäljningen gradvis börjar 2027 för att nå en maximal omfattning 2033.

Utöver detta antar vi att lanseringskostnader uppgår till ca USD 100 m. Marknadsföringskostnader bedöms uppgå till 15 % av omsättningen, distributions- och övriga rörelsekostnader antas vara ca 5 % av omsättningen. Värderingen baseras i övrigt på en diskonteringsränta om 14%.

Umecrine

Vår värdering av Umecrine baseras på antaganden kring bl.a. lanseringsår, adresserbar marknad, prissättning, avkastningskrav och sannolikheter. Umecrine-värderingen baseras på separata bedömningar av HE (hepatisk encefalopati) och PBC (primär biliär cholangit). För HE antar vi en förekomst av levercirros för USA, Europa och Japan om ca 630, 780 respektive 250 tusen fall, med en tillväxt om 1 % årligen. Förekomsten av HE bland dessa antar vi uppgår till 40 %. Vi antar vidare en marknadsandel om 25 %. Vi antar en prissättning om USD 20 000 i USA, och USD 10 000 i EU & Japan.

För PBC antar vi att 80 % av PBC-patienterna behandlas. Vi antar vidare att bolaget som mest uppnår en marknadsandel om 45 % med en prissättning om USD 20 000 i USA, och USD 10 000 i EU & Japan. Vi antar att bolaget uppnår en marknadsandel som uppgår till 45 % när den är som störst. Vi applicerar en WACC om 16% (14%).

Känslighetsanalyser

Nedan syns känslighetsanalyser för olika nivåer av premier applicerade på bokförda värden (substansvärde) för AnaCardio, SVF och KCIF Investment Fund. Vi visar även hur värderingen påverkas av antaganden kring rörelsekostnader för Karolinska Development. Vi antar 100 mkr vilket är 30 mkr per år, diskonterade för evighet med en diskonteringsränta om 30 %. För andra nivåer av diskonterade OPEX visas motiverat värde. I övrigt visar tabellerna hur värdet påverkas av WACC-antaganden för Dilafor och Umecrine.

Känslighetsanalys: Substanspremie bolag värderade till bokvärde

Premie	30%	40%	50%	60%	70%
Motiverat värde (SEK)	5,69	5,70	5,71	5,72	5,73

Källa: Erik Penser Bank

Känslighetsanalys: WACC Dilafor

WACC (%)					
	14%	15%	16%	17%	18%
Motiverat värde (SEK)	5,7	5,5	5,3	5,1	4,9

Källa: Erik Penser Bank

Känslighetsanalys: WACC Umecrine

WACC (%)					
	14%	15%	16%	17%	18%
Motiverat värde (SEK)	5,9	5,7	5,5	5,3	5,1

Källa: Erik Penser Bank

Känslighetsanalys: Kostnader (OPEX), KDEV

OPEX Karolinska Development					
Kostnader	60 000	80 000	100 000	120 000	140 000
Motiverat värde (SEK)	6,4	6,3	6,1	6,0	5,9

Källa: Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Intäkter	5	2	3	3	3	2	2	2	2
Förändring i verkligt värde av andelar i portföljbolag	-147	252	58	415	-215	223	0	0	0
Förändring i verkligt värde av övriga finansiella tillgångar och skulder	0	2	41	-28	43	-34	0	0	0
Övriga kostnader	-15	-13	-14	-18	-8	-7	-8	-8	-8
Personalkostnader	-17,3	-24	-15	-23	-24	-23	-22	-22	-22
Avskrivningar av nyttjanderättstillgångar	0	0	0	-1	-1	-1	-1	-1	-1
EBIT / Rörelseresultat	-174	221	74	348	-202	161	-28	-28	-28
Räntenetto	1	-2	-1	-15	0	10	4	4	4
Resultat före skatt	-217	180	31	303	-207	171	-24	-24	-24
Skatt	0	0	0	0	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Årets resultat	-217	180	31	303	-207	171	-24	-24	-24

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Balansräkning

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Nyttjanderättstillgångar	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Andelar i portföljbolag, till verkligt värde via resultatet	149	448	619	1 048	770	950	950	950	950
Lånefordringar portföljbolag	1	3	5	2	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillgångar	38	41	27	0	0	62	62	62	62
Summa anläggningstillgångar	188	492	651	1050	771	1 013	1 013	1 013	1 013
Kortfristiga fordringar	2	2	5	2	2	4	2	2	0
Övriga finansiella tillgångar	238	150	123	63	41	0	20	20	21
Likvida medel	11	19	16	52	76	42	317	289	259
Summa omsättningstillgångar	250	171	143	117	119	97	339	312	280
Summa tillgångar	438	663	794	1 167	890	1 109	1 352	1 324	1 292
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget Kapital	30	267	296	1 008	800	971	1 322	1 303	1 280
Summa Eget Kapital	30	267	296	1008	800	971	1322	1303	1280
Konvertibelt lån	394	379	428	20	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	5	5	11	0	0	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	399	384	440	20	0	1	1	1	1
Upplupna kostnader	7	9	6	7	6	7	25	16	11
Övriga Kortfristiga skulder	2	3	52	132	84	5,6	4,6	4,6	0,0
Summa kortfristiga skulder	9	12	59	139	90	137	29	20	11
Summa skulder	409	396	498	159	90	138	30	21	12
Summa Eget Kapital och skulder	438	663	794	1 167	890	1 109	1 352	1 324	1 292

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Kassaflödesanalys

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Rörelseresultat	-174	221	74	348	-202	161	-28	-28	-28
Avskrivningar	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Resultat från förändring verkligt värde	147	-255	-100	-387	172	-189	0	0	0
Övriga poster	-1	0	-2	-1	0	0	0	0	0
Realiserad avkastning kortfristiga placeringar	0	0	-1	1	0	0	0	0	0
Betalda räntor	0	0	0	-2	0	0	0	0	0
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	-29	-34	-29	-40	-29	-28	-27	-27	-27
Ökning/Minskningar av fordringar	8	0	-4	0	30	-1	32	0	2
Ökning/Minskningar av rörelseskulder	-3	3	47	33	-34	46	16	0	-5
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-23	-31	13	-7	-33	17	21	-28	-30
Delbetalning för/ från tilläggsköpeskilling	0	0	9	12	-5	-3	0	0	0
Försäljning av andelar i portföljbolag	0	46	12	23	102	56	0	0	0
Förvärv av andelar i portföljbolag, lån till portföljbolag	-27	-90	-117	-47	-39	-53	0	0	0
Försäljning av kortfristiga placeringar	41	87	80	69	0	-50	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	14	43	-17	57	58	-49	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	0	-3	0	-14	-1	-1	253	0	0
Årets kassaflöde	-9	9	-3	36	24	-33	275	-28	-30

Källa: EPB, Bolagsrapporter

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättnings tillväxt	-54%	25%	10%	-22%	-18%	2%	0%	0%
EBIT-tillväxt	N/A	-66%	370%	-158%	-179%	-117%	1%	0%
EPS-tillväxt	-171%	-83%	720%	-129%	-181%	-109%	0%	0%
Bruttomarginal	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA-marginal	86%	72%	89%	119%	84%	N/A	N/A	N/A
EBIT-marginal	86%	72%	89%	119%	84%	N/A	N/A	N/A

Källa: EPB, Bolagsrapporter

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

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

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

Motiverat värde och risk

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

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

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

Allmänt

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

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

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

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

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

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

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

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