



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 26 Augusti 2022

Corline Biomedical

Solid utveckling

Rapportkommentar Q2

Corline presenterade igår en positiv Q2-rapport som visade på en stabil försäljningstillväxt och god kostnadskontroll. Försäljningen kom in på 5,2 mkr (1,3), vilket representerar en tillväxt om 293% Y/Y. Rörelseresultatet kom in på 0,9 mkr (-2,1), vilket är första gången bolaget visar positivt rörelseresultat på kvartalsbasis som noterat bolag.

Samarbetet med kunderna intensifieras

Extra spännande är intäkterna ökade som en konsekvens av att Corlines kunder flyttat fram positionerna och intensifierat samarbeten. Vi bedömer att kvartalets intäkter kan utgöra någon form av bottennivå framöver, givet att kundernas produkter fortsätter att avanceras mot regulatoriska godkännanden. Väl i kommersiell fas förväntar vi oss, i linje med bolaget, betydligt högre försäljningsvolym.

Behåller motiverat värde

Vi genomför endast mindre estimatjusteringar efter rapporten och behåller vårt motiverade värde om 29-31 kr/aktie.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	29.0 - 31.0
EPS, justerad 22e	-1	-1	0.0%	Omsättning, mkr	7	19	45	188	Aktiekurs	SEK10.4
EPS, justerad 23e	5	5	0.0%	Tillväxt	91%	172%	133%	320%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	2.1	2.1	0.0%	EBITDA, mkr	(7.0)	(7.7)	(0.8)	139	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q3-rapport, 202225 nov</div> <div>Q4-rapport, 202324 feb</div>				EBIT, mkr	(7)	(8)	(1)	139		
				EPS, justerad	(0.3)	(1.0)	5.0	2.1		
				EPS tillväxt	nm	nm	nm	nm		
				EK/aktie	4.3	3.9	3.9	9.0		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier21m</div> <div>Börsvärde224</div> <div>Nettoskuld(32)</div> <div>EV191</div> <div>Free float70%</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt400(k)</div> <div>Reuters/BloombergCLBIO.ST/CLBIO.SS</div>				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	<div>Analytiker</div> <div>Ludvig.svensson@penser.se</div>	
				EBIT-marginal	nm	nm	nm	74.1%		
				ROE (%)	nm	nm	nm	nm		
				ROCE	nm	nm	nm	nm		
				EV/Sales	27.1x	10.0x	4.3x	1.0x		
				EV/EBITDA	(27.3)x	(24.9)x	(254.9)x	1.4x		
				EV/EBIT	(27.2)x	(24.9)x	(254.9)x	1.4x		
				P/E, justerad	(34.7)x	(10.4)x	2.1x	5.0x		
				P/EK	2.4x	2.6x	2.7x	1.1x		
				Direktavkastning	nm	nm	nm	nm		
				FCF yield	nm	nm	nm	nm		
				Nettosk./EBITDA	5.9g	3.1g	25.2g	(1.0)g		



Sammanfattning

Solid utveckling

Investment Case

Ett bolag med två ben att stå på

Corline har byggt ett bolag baserat på sin unika plattformsteknologi Corline Heparin Surface (CHS). Heparin är en blodförtunnare som använts i klinisk praxis i över 50 år. Genom att ytbelägga objekt med ett egenutvecklat heparinkonjugat har Corline möjlighet att lindra de trombos- och immunreaktioner som kan uppstå när medicinska implantat och organ sätts in i mottagarens kropp.

Bolaget har två konkreta ben: medicinteknik och bioteknik

- Medicinteknik – ytbeläggning av medicinska implantat för att förbättra blodkompatibilitet och minska inflammation
- Bioteknik – utvecklar Renaparin, ett läkemedel som ska förbättra utfallet vid njurtransplantation

Inom medicinteknik bedriver Corline en partnerstrategi och har hittills knutit avtal med tre olika kunder, med en sammanlagd potential att inom några år generera 135 miljoner kronor i årliga intäkter (60–80% EBIT-marginal).

Inom bioteknik har ledande projektet Renaparin visat på goda säkerhetsdata i en fas I-studie, och beräknas av ledningen att under H2 2022 gå in i en fas II-studie för att för första gången studera effekt.

Missuppfattat case

I vår mening är Corline ett missförstått case. Vi bedömer att aktiemarknaden har svårt att värdera bolaget för att det upplevs som spretigt. I vår värld kan det hjälpa att se bolaget som två separata verksamheter i en: medicinteknik och bioteknik.

Inom medicinteknikdelen kan investerare förvänta sig återkommande intäkter om upp till 135 mkr (80–110 mkr EBIT) per år med nuvarande avtal - som samtidigt också signifikant kommer att minska bolagets beroende av att behöva ta in nytt kapital från aktiemarknaden. Corline är även i diskussioner med ytterligare 5+ bolag - vilket kan ge ytterligare uppsida i våra estimat.

Vi ser en tydlig uppsida från dagens värdering endast baserat på medicinteknikdelen av verksamheten. Därtill får investerare Renaparin som en ytterligare värde drivare i caset.

Inte långt ifrån lönsamhet

Givet den kostnadseffektiva organisationen och de förväntade intäkterna från avtalen inom medicinteknik bedömer vi att Corline inte är långt ifrån att bli kassaflödespositiva – vilket vi ser som ett intressant läge för investerare att titta närmare på bolaget. Vi bedömer dock att det kommer att krävas någon form av kapitaltillskott under 2022–2023 (beroende på hur snabbt intäkterna från avtalen rampar upp) för att ta bolaget till lönsamhet.



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 26 Augusti 2022

Sammanfattning

Solid utveckling

Bolagsprofil

Corline Biomedical arbetar med den kroppsegna substansen heparin och har utvecklat en portfölj med läkemedelskandidater för användning inom medicinteknik och bioteknik. Genom att ytbelägga medicinska implantat och organ med heparin är ambitionen att dessa ska leda till en högre acceptans i kroppen och på så sätt leda till bättre utfall för patienter.

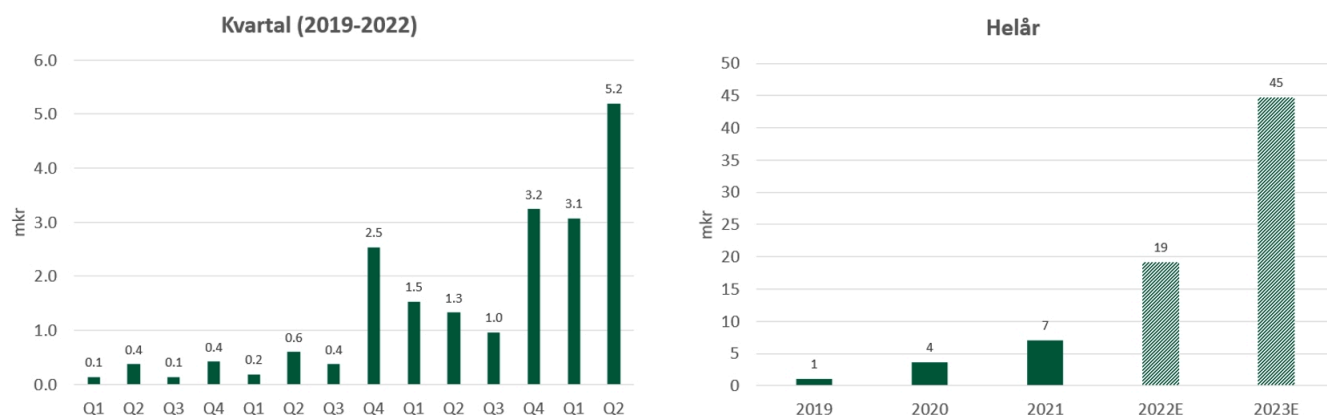
Värdering

Vi använder en sum-of-the-parts-modell vid vår värdering av Corline. Med ett avkastningskrav om 15% landar vi på en värdering om ~660 miljoner kronor, eller 31 kronor per aktie. Vi anser att en sum-of-the-partsvärdering är att föredra då det tydliggör värdena i bolagets olika verksamhetsområden.

WACC					
	17%	16%	15%	14%	13%
	35	33	31	29	27

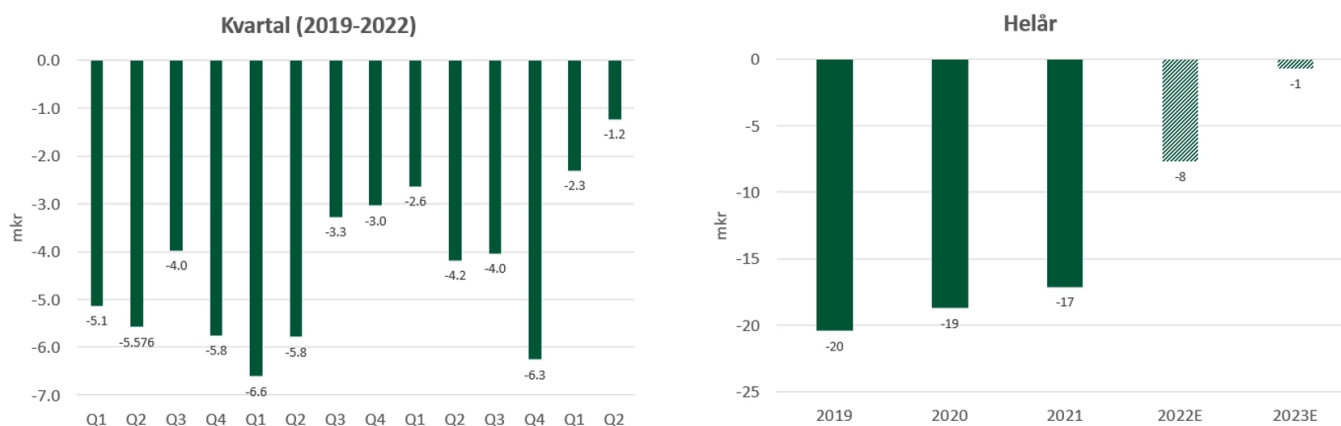
Källa: EPB

Omsättningsutveckling



Källa: EPB, Bolaget

Utveckling rörelseresultat (ex aktiveringar)



Källa: EPB, Bolaget

Resultaträkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	4	7	19	45	188
OPEX	-22	-24	-27	-46	-49
Avskrivningar	0	0	0	0	0
EBITDA	-7	-7	-8	-1	139
EBIT	-7	-7	-8	-1	139
Finansiella poster	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-7	-7	-8	-1	139
Skatter	0	0	0	0	-29
Nettoresultat Rapporterat	-7	-7	-8	-1	111

Källa: EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR					
Immateriella tillgångar	47	57	60	63	67
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	1
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	48	57	60	64	67
Kundfordringar	1	2	3	2	26
Övriga kortfristiga fordringar	0	0	2	2	11
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0	0	1	1	6
Likvida medel	9	42	24	19	144
Summa omsättningstillgångar	11	45	29	24	188
SUMMA TILLGÅNGAR	58	102	89	88	255
Eget Kapital och skulder					
Eget Kapital	52	92	85	84	194
Summa Eget Kapital					
Långfristiga skulder	0	0	0	0	29
Summa Långfristiga skulder	0	0	0	0	29
Leverantörsskulder	1	2	2	2	19
Övriga kortfristiga skulder	3	3	0	0	0
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	2	5	3	2	13
Summa kortfristiga skulder	6	9	5	4	32
Summa Eget Kapital och skulder	58	102	89	88	255

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat (EBIT)	-7	-7	-8	-1	139
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0
Betald/erhållen ränta	0	0	0	0	0
Betald skatt	0	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten, före rörelsekapital	-7	-7	-8	-1	139
Förändring i rörelsekapital	2	2	-7	-1	-10
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-5	-15	-1	129
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-9	-10	-3	-4	-4
Fritt Kassaflöde	-14	-15	-18	-5	125
Kassaflöde från finansiella verksamheten	0	47	0	0	0
Kassaflöde	-14	33	-18	-5	125

Källa: EPB

Nyckeltalstabell

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	247%	91%	172%	133%	320%
EBITDA-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
EBIT-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
EPS-tillväxt, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
Bruttomarginal	nm	nm	nm	nm	nm
EBITDA-marginal (justerad)	nm	nm	nm	-2%	74%
EBIT-marginal (justerad)	nm	nm	nm	-2%	74%
Skattesats	0%	0%	0%	0%	21%
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
ROCE, justerad	nm	nm	nm	nm	nm
ROIC	nm	nm	nm	nm	nm
Investeringar/omsättning	nm	nm	nm	nm	nm
Rörelsekapital/omsättning	nm	nm	nm	nm	nm
Kapitalomsättningshastighet	nm	nm	nm	nm	nm
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-9	-42	-24	-19	-144
Soliditet	89%	91%	95%	95%	76%
Nettoskuldsättningsgrad	nm	nm	nm	nm	nm
Nettoskuld / EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0.4	-0.3	-0.4	0.0	5.1
FCF per aktie	-0.8	-0.7	-0.8	-0.2	5.8
Utdelning per aktie	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Eget kapital per aktie	2.9	4.3	3.9	3.9	9.0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	18.2	21.5	21.5	21.5	21.5

Källa: EPB

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