



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 28 november 2022

## Corline Biomedical

## Nytt omsättningsrekord

## Rapportkommentar


Corline presenterade under fredagen sin Q3-rapport. Nettoomsättningen kom in på 7,0 mkr (1,0), vilket motsvarar en tillväxt om >600% y/y. Utvecklingen är klart imponerande och vi tror på ytterligare tillväxt framöver. Den höga omsättningen under kvartalet medförde ett positivt rörelseresultat (EBIT) på 2,0 mkr (-2,1), vilket fortsatt indikerar att den medicintekniska delen av verksamheten är kassaflödespositiv. Kassen i slutet av kvartalet var på cirka 29 mkr.

## Fas II-studie stundar

Under föregående vecka meddelade Corline att Storbritanniens hälsovårdsmyndighet MHRA godkänt ansökan att starta en fas II-studie med Renaparin för patienter som genomgår en njurtransplantation. Totalt kommer 80 patienter att ingå i studien, där 40 kommer att få Renaparin och 40 kommer att få placebo. Bolaget har själva ännu inte guidat för någon tidslinje för studien. Vår bästa gissning är att en första interimutläsning kan komma att ske under H2 2023, givet att patientrekryteringen startar tidigt nästa år.

## Höjer motiverat värde något

Vi ser fortsatt en mycket bra långsiktig uppsida i aktien och bedömer att delårsrapporter + nya avtal med kunder kommer att vara de viktigaste händelserna för aktien framöver. Vårt nya motiverade värde är 31–33 kronor per aktie (29–31).

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)					Värde och risk													
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	31 - 33 kr												
Totala intäkter	21	-	45	-	Totala intäkter	17	21	45	188	Aktiekurs	10,5 kr												
EBIT, just.	-8	-	-1	-	Intäktstillväxt	14%	23%	>100%	>100%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-0,4	-	0,0	-	EBITDA, just.	-7	-8	-1	139	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
					EBIT, just.	-7	-8	-1	139														
					EPS, just.	-0,3	-0,4	0,0	5,1														
					EPS-tillväxt	18%	N.m.	91%	>100%														
Kommande händelser					EK/aktie	4,3	3,9	3,9	9,0	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
						Yes	No																
Likviditetsgarant		✓																					
Certified adviser		✓																					
Transaktioner 12m		✓																					
Q4 - rapport	24 februari 2023				EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	74,1%														
Q1 - rapport	12 maj 2023				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	79,7%														
Bolagsfakta (mkr)					ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%														
					EV/Sales	15,8x	9,5x	4,6x	0,4x														
Antal aktier	22m				EV/EBITDA	-	-	-	0,6x														
Börsvärde	225				EV/EBIT	-	-	-	0,6x														
Nettoskuld (slutet Q3)	-29				P/E, just.	-	-	-	2,0x														
EV	196				P/EK	3,4x	2,7x	2,7x	1,2x														
Free float	70%				FCF yield	-	-	-	56%														
Daglig handelsvolym, snitt	15k				Nettoskuld/EBITDA	5,9x	2,9x	24,7x	-1,0x														
Bloomberg Ticker	CLBIO SS EQUITY																						
Analytiker																							

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@penser.se

## Investment case

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.

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 befinner sig även i diskussioner med fler kunder - vilket kan ge ytterligare uppsida i våra estimat.

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

## 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 (SOTP) vid vår värdering av Corline. Med ett avkastningskrav om 15% landar vi på en värdering om ~680 miljoner kronor, eller 32 kronor per aktie. Vi anser att en SOTP-värdering är att föredra då det tydliggör värdena i bolagets olika verksamhetsområden.

### Q3-kommentar

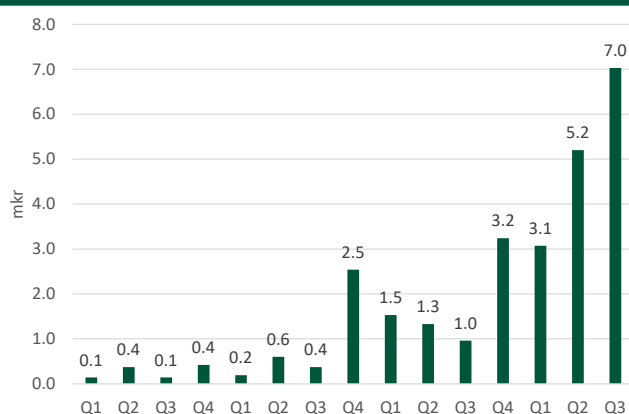
Corlines rapport för det tredje kvartalet var enligt vår mening mycket bra. Nettoomsättningen kom in på 7,0 mkr (1,0), vilket motsvarar en tillväxt om >600%. Den kraftigt ökade omsättningen är framför allt en konsekvens av en intensifierad aktivitet i bolagets medicintekniska verksamhet, där produkt- och reagensleveranser var den största drivaren jämfört med Q3 2021. Utvecklingen är givetvis klart positiv och vi tror på ytterligare tillväxt framöver.

Den höga omsättningen under kvartalet medförde ett positivt rörelseresultat (EBIT) på 2,0 mkr (-2,1). Det här indikerar också fortsatt att den medicintekniska delen av verksamheten är kassaflödespositiv. Vi förväntar oss dock att rörelseresultatet under kommande kvartal kommer att tyngas av kostnader relaterade till fas II-studien med Renaparin.

Corline meddelade under föregående vecka att Storbritanniens hälsovårdsmyndighet MHRA har godkänt ansökan att starta en fas II-studie med Renaparin för patienter som genomgår en njurtransplantation. Totalt kommer 80 patienter att ingå i studien, där 40 kommer få Renaparin och 40 kommer få placebo. Det primära effektmåttet i studien kommer vara njurfunktion (mätt som eGFR) tre månader efter transplantation. Corline ger i nuläget ingen guidning kring när första interimresultat kan förväntas i studien. Vår bästa gissning är att den kan komma att ske under H2 2023, givet att patientrekryteringen startar tidigt nästa år.

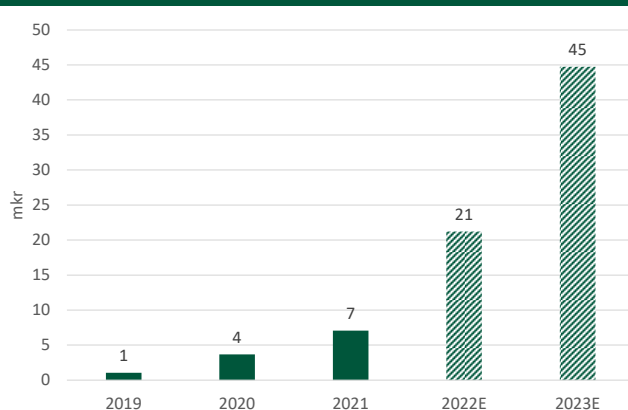
Vi genomför endast mindre estimatjusteringar efter rapporten. Som vi kan se i grafen över utvecklingen i nettoomsättning nedan så har det börjat ta fart ordentligt de senaste kvartalen (dock från låga nivåer).

Nettoomsättning, kvartal (2019-2022)



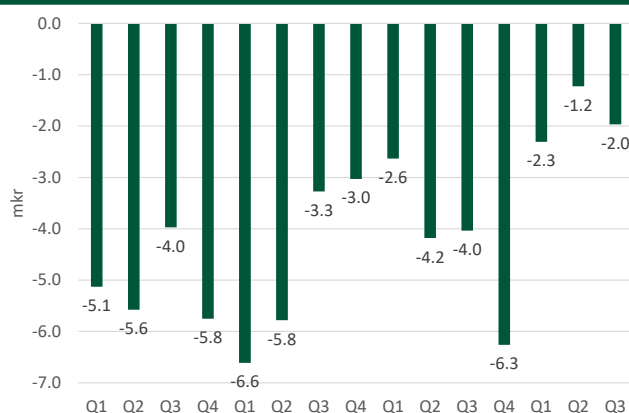
Källa: EPB

Nettoomsättning, helår (2019-2022)



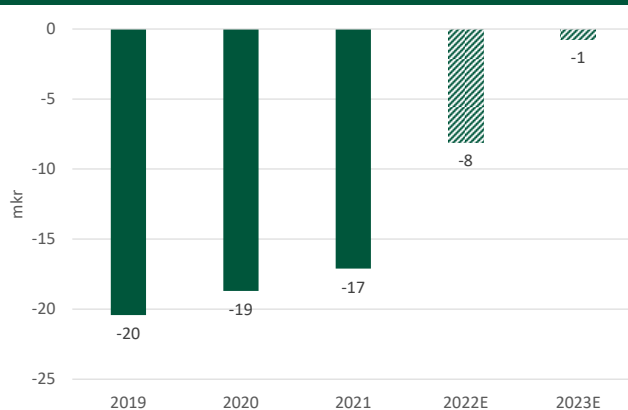
Källa: EPB

Rörelseresultat, ex aktiveringar, kvartal (2019-2022)



Källa: EPB

Rörelseresultat, ex aktiveringar, helår (2019-2023)



Källa: EPB

## DCF

### Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	653
PV of terminal value (perpetuity formula)	0
<b>Enterprise value</b>	<b>653</b>
Latest net debt	-29
<b>Equity value</b>	<b>682</b>
No. of shares outstanding (millions)	21.5
<b>Equity value per share (SEK)</b>	<b>32</b>

### WACC assumptions

Risk free nominal rate	2.5%
Market risk premium	5.5%
Small cap premium	6.0%
Extra risk premium	1.0%
WACC	15.0%

### Sensitivity analysis

WACC	13%	14%	<b>15%</b>	16%	17%
NPV	777	727	<b>682</b>	641	604
NPV/share	36	34	<b>32</b>	30	28

### Implicit multipl.

2022e

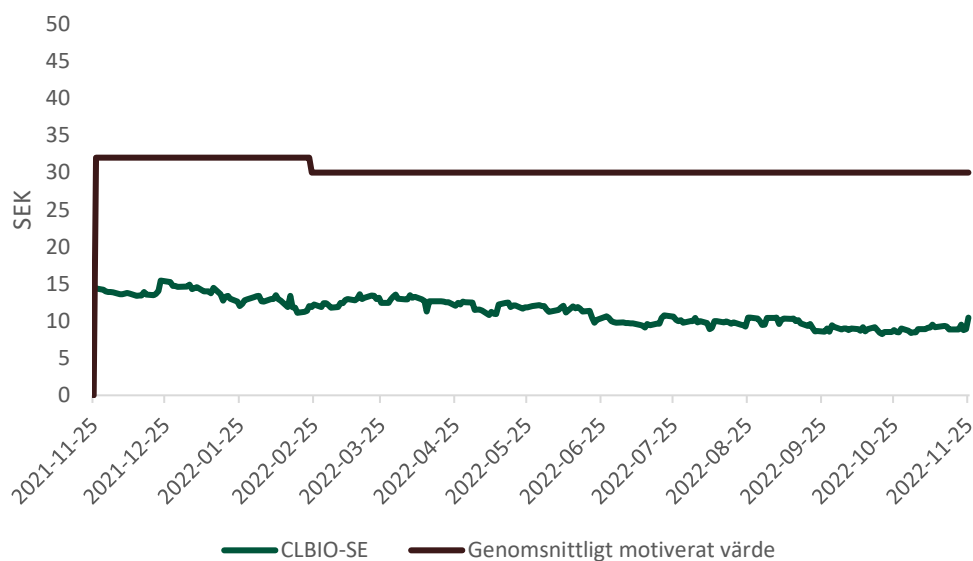
EV/Sales	9.5
EV/EBITDA	nm.
EV/EBIT	nm.
EV/NOPLAT	nm.
P/E	nm.
ROIC/WACC	nm.
Current Share price	10.5

### Terminal value assumptions

Long term growth rate	nm.
Long term EBIT margin	nm.
Depreciation (% of sales)	nm.
Capex (% of sales)	nm.
Working cap. (% of sales)	nm.
Tax rate	nm.

Källa: Bolaget, EPB

## Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: EPB, Factset

## Resultaträkning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	4	7	21	45	188
Övriga rörelseintäkter	11	10	0	0	0
<b>Totala intäkter</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>188</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>188</b>
Totala rörelsekostnader	-22	-24	-29	-46	-49
<b>EBITDA</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>139</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>139</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>(7)</b>	<b>(7)</b>	<b>(8)</b>	<b>(1)</b>	<b>139</b>
<b>EBIT</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>139</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>139</b>
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>139</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>139</b>
Total skatt	0	0	0	0	-29
<b>Nettoresultat</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>111</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>111</b>

Källa: Corline Biomedical, EPB

## Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-7	-7	-8	-1	139
Förändringar i rörelsekapital	2	2	-7	0	-10
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-15</b>	<b>-1</b>	<b>129</b>
Övriga poster	-9	-10	-3	-4	-4
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>	<b>-18</b>	<b>-5</b>	<b>125</b>
Nyemission / återköp	0	47	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-14</b>	<b>33</b>	<b>-18</b>	<b>-5</b>	<b>125</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-9</b>	<b>-42</b>	<b>-23</b>	<b>-18</b>	<b>-144</b>

Källa: Corline Biomedical, EPB

Balansräkning					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Övriga immateriella tillgångar	47	57	60	63	67
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>48</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>67</b>
Kundfordringar	1	2	4	2	26
Övriga omsättningstillgångar	0	0	2	2	11
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	42	23	18	144
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>11</b>	<b>45</b>	<b>29</b>	<b>24</b>	<b>187</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>89</b>	<b>87</b>	<b>255</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	52	92	84	83	194
<b>Summa eget kapital</b>	<b>52</b>	<b>92</b>	<b>84</b>	<b>83</b>	<b>194</b>
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	29
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>29</b>
Leverantörsskulder	1	2	2	2	19
Övriga kortfristiga skulder	3	3	0	0	0
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>32</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>58</b>	<b>102</b>	<b>89</b>	<b>87</b>	<b>255</b>

Källa: Corline Biomedical, EPB

Tillväxt och marginaler					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäktstillväxt	-	14%	23%	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	4%	N.m.	91%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	3%	N.m.	91%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	18%	N.m.	91%	>100%
Bruttomarginal	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	74,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	74,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	74,1%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	74,1%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	58,8%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Avkastning					
	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	80%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	>100%

Källa: Corline Biomedical, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Kundfordringar / totala intäkter	6%	13%	18%	5%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	39%	18%	9%	66%
Rörelsekapital / totala intäkter	-30%	-36%	4%	3%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,3x	0,5x	1,0x

Källa: Corline Biomedical, EPB

## Finansiell ställning

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-9	-42	-23	-18	-144
Soliditet	89%	91%	94%	95%	76%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,2x	-0,5x	-0,3x	-0,2x	-0,7x
Nettoskuld / EBITDA	1,2x	5,9x	2,9x	24,7x	-1,0x

Källa: Corline Biomedical, EPB

## Aktiedata

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-0,40	-0,33	-0,38	-0,03	5,14
EPS, justerad	-0,40	-0,33	-0,38	-0,03	5,14
FCF per aktie	-0,76	-0,68	-0,85	-0,22	5,84
Eget kapital per aktie	2,86	4,29	3,91	3,88	9,02
Antal aktier vid årets slut, m	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5

Källa: Corline Biomedical, EPB

## Värdering

	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,0x
P/EK	5,1x	3,4x	2,7x	2,7x	1,2x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	56%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	16,9x	15,8x	9,5x	4,6x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,6x
EV	256	272	201	206	81
Aktiekurs	14,5	14,6	10,5	10,5	10,5

Källa: Corline Biomedical, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

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](http://www.penser.se)