



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Biotech | Sverige | 04 maj 2023

Corline Biomedical

Imponerande avtal

Framsteg med Imperative Care

Corline meddelade under torsdagen att de ingått ett avtal med Imperative Care avseende licensrättigheter till bolagets ytbeläggningsteknologi (CHS). Avtalet har potential att generera 150 mkr till Corline årligen inom ett antal år. Det här är betydligt mer än de 35 mkr som tidigare estimerats inom ramen för samarbetet. Totalt beräknas detta avtal i sin helhet bidra med intäkter om >1mdkr, varav drygt 20 mkr förväntas bokas under 2023. Avtalet är mycket positivt för Corline och ett kvitto på den goda erfarenhet Imperative Care haft med CHS.

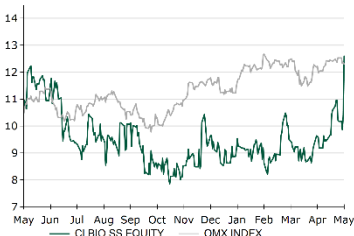
Vi värderar avtalet till 18kr/aktie

Vi värderar avtalet med Imperative Care till 380 mkr, motsvarande cirka 18 kr/aktie. Efter en framgångsrik utvecklingsfas och lanseringsfas för produkten (riskjust. 90%) gör vi ett antagande om att den årliga potentialen om 150 mkr uppnås under 2029 och att EBIT-marginalen på affären kommer att vara omkring 60%.

Endast detta avtal utgör i vår modell ett högre värde än Corlines nuvarande börsvärde och vi anser att aktiemarknaden misslyckas med att diskontera den fulla potentialen i bolaget. Vi bedömer att investerare kan behöva se att avtalen översätter till högre försäljningssiffror innan aktien kan ta fart på riktigt. För den långsiktige investeraren ser vi nuvarande nivå som ett fint tillfälle att ta position i aktien.

Höjer motiverat värde

Vi väljer att hålla våra estimat under 2023–2025 rätt konstanta då vi fortsatt har låg visibilitet i vad övriga avtal kan leverera i intäkter under dessa år. Däremot anser vi att risken i våra estimat, i och med Imperative-avtalet, har sjunkit väsentligt. Vi har även valt att flytta fram tidslinjen för avtalen med Kadium och kund#3 då vi bedömer att vår tidigare tidslinje kan varit lite i det aggressivaste laget. Vårt nya motiverade värde är 38–40 kronor (31–33) per aktie och reflekterar framför allt den högre estimerade potentialen för avtalet med Imperative Care.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	38 - 40 kr
Totala intäkter	0,6%	3,7%	2,2%	Totala intäkter	33	45	195	125	Aktiekurs	12,9 kr
EBITDA, just.	>100%	5,0%	1,6%	Tillväxt	93%	35%	>100%	-36%	Riskenivå	High
EPS, just.	>100%	5,0%	1,6%	EBITDA, just.	2	1	146	77	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, just.	2	1	146	77		
				EPS, just.	0,1	0,0	5,4	2,9		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	-57%	>100%	-47%		
				EK/aktie	4,4	4,4	9,8	12,7		
Kommande händelser				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Intressekonflikter	
				EBIT-marginal	9,9%	2,2%	75,0%	61,9%		
Q2 - rapport	25 augusti 2023			ROE, just.	2,5%	1,1%	75,5%	25,3%	<div>Yes</div> <div>No</div>	
Q3 - rapport	10 november 2023			ROCE, just.	2,5%	1,1%	95,1%	31,9%		
Bolagsfakta (mkr)				EV/Sales	5,2x	6,1x	1,4x	2,2x		
Antal aktier	22m			EV/EBITDA	72,1x	276,3x	1,9x	3,6x		
Börsvärde	276			EV/EBIT	73,9x	276,3x	1,9x	3,6x		
Nettoskuld	-20			P/E, just.	85,1x	276,3x	2,4x	4,5x	Likviditetsgarant	✓
EV	256			P/EK	2,1x	2,9x	1,3x	1,0x	Certified adviser	✓
Free float	70%			FCF yield	-	-	48%	28%	Transaktioner 12m	✓
Daglig handelsvolym, snitt	18k			Nettoskuld/EBITDA	-11,0x	-21,6x	-1,1x	-3,0x		
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 250 mkr i årliga intäkter (60–80% EBIT-marginal). Inom bioteknik har det ledande projektet Renaparin visat på goda säkerhetsdata i en fas I-studie, och beräknas av ledningen att under 2023 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 då det kan upplevas 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 250 mkr 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 ~840 mkr, eller 39 kr per aktie. Vi anser att en SOTP-värdering är att föredra då det tydliggör värdena i bolagets olika verksamhetsområden.

Corline Biomedical: Sum-of-the-parts-värdering (SOTP)



Källa: EPB

DCF

Valuation output		WACC assumptions		Sensitivity analysis					
Sum of PV of FCF (explicit period)	819	Risk free nominal rate	2.5%	WACC	13%	14%	15%	16%	17%
PV of terminal value (perpetuity formula)	0	Market risk premium	5.5%	NPV	949	891	838	790	746
Enterprise value	819	Small cap premium	6.0%	NPV/share	44	41	39	37	35
Latest net debt	-20	Extra risk premium	1.0%						
Equity value	838	WACC	15.0%						
No. of shares outstanding (millions)	21.5								
Equity value per share (SEK)	39								

Implicit multipl.	2023e	Terminal value assumptions	
EV/Sales	6.1	Long term growth rate	nm.
EV/EBITDA	nm.	Long term EBIT margin	nm.
EV/EBIT	nm.	Depreciation (% of sales)	nm.
EV/NOPLAT	nm.	Capex (% of sales)	nm.
P/E	nm.	Working cap. (% of sales)	nm.
ROIC/WACC	nm.	Tax rate	nm.
Current Share price	12.9		

Källa: Bolaget, EPB

Resultaträkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	4	7	24	45	195	125
Övriga rörelseintäkter	11	10	10	0	0	0
Totala intäkter	15	17	33	45	195	125
Bruttoresultat	15	17	33	45	195	125
Övriga rörelsekostnader	-22	-24	-31	-44	-49	-48
EBITDA	-7	-7	2	1	146	77
EBITDA, justerad	-7	-7	2	1	146	77
EBITA, justerad	-7	-7	2	1	146	77
EBIT	-7	-7	2	1	146	77
EBIT, justerad	-7	-7	2	1	146	77
Resultat före skatt	-7	-7	2	1	146	77
Resultat före skatt, justerad	-7	-7	2	1	146	77
Total skatt	0	0	0	0	-30	-16
Nettoresultat	-7	-7	2	1	116	61
Nettoresultat, justerad	-7	-7	2	1	116	61
Intäkstillväxt	-	14%	93%	35%	>100%	-36%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	2,2%	75,0%	61,9%
EPS, justerad	-0,40	-0,33	0,11	0,05	5,40	2,86
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-57%	>100%	-47%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Kassaflödesanalys						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-7	-7	2	1	146	77
Förändringar i rörelsekapital	2	2	-9	3	-6	7
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-5	-5	-6	4	140	85
Övrigt Kassaflöde från investeringar	-9	-10	-9	-8	-8	-8
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-9	-10	-9	-8	-8	-8
Fritt kassaflöde	-14	-15	-15	-5	132	76
Nyemission / återköp	0	47	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	0	47	0	0	0	0
Kassaflöde	-14	33	-15	-5	132	76
Nettoskuld	-9	-42	-26	-22	-154	-230

Källa: Corline Biomedical, EPB

Balansräkning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Övriga immateriella tillgångar	47	57	66	74	82	90
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	1	1
Summa anläggningstillgångar	48	57	66	74	82	90
Kundfordringar	1	2	2	2	27	15
Övriga omsättningstillgångar	1	1	8	2	12	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	42	26	22	154	230
Summa omsättningstillgångar	11	45	36	26	193	251
SUMMA TILLGÅNGAR	58	102	102	100	275	342
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	52	92	95	96	212	273
Summa eget kapital	52	92	95	96	212	273
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	30	46
Summa långfristiga skulder	0	0	0	0	30	46
Leverantörsskulder	1	2	4	2	20	13
Övriga kortfristiga skulder	5	7	3	2	14	10
Summa kortfristiga skulder	6	9	7	4	33	23
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	58	102	102	100	275	342

Källa: Corline Biomedical, EPB

Tillväxt och marginaler						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	14%	93%	35%	>100%	-36%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-58%	>100%	-47%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-57%	>100%	-47%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	-57%	>100%	-47%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	10,1%	2,2%	75,0%	61,9%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	10,1%	2,2%	75,0%	61,9%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	9,9%	2,2%	75,0%	61,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	2,2%	75,0%	61,9%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	9,9%	2,2%	59,5%	49,1%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Avkastning						
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	2%	1%	76%	25%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	2%	1%	95%	32%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	4%	1%	>100%	>100%

Källa: Corline Biomedical, EPB

Kapitaleffektivitet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	6%	13%	5%	5%	14%	12%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	39%	23%	9%	68%	47%
Rörelsekapital / totala intäkter	-30%	-36%	8%	-	3%	-1%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,2x	0,4x	0,5x	0,9x	0,5x

Källa: Corline Biomedical, EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-9	-42	-26	-22	-154	-230
Soliditet	89%	91%	93%	96%	77%	80%
Nettoskulsättningsgrad	-0,2x	-0,5x	-0,3x	-0,2x	-0,7x	-0,8x
Nettoskuld / EBITDA	1,2x	5,9x	-11,0x	-21,6x	-1,1x	-3,0x

Källa: Corline Biomedical, EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,40	-0,33	0,11	0,05	5,40	2,86
EPS, justerad	-0,40	-0,33	0,11	0,05	5,40	2,86
FCF per aktie	-0,76	-0,68	-0,72	-0,21	6,15	3,55
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,86	4,29	4,40	4,45	9,85	12,7
Antal aktier vid årets slut, m	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	18,2	21,5	21,5	21,5	21,5	21,5

Källa: Corline Biomedical, EPB

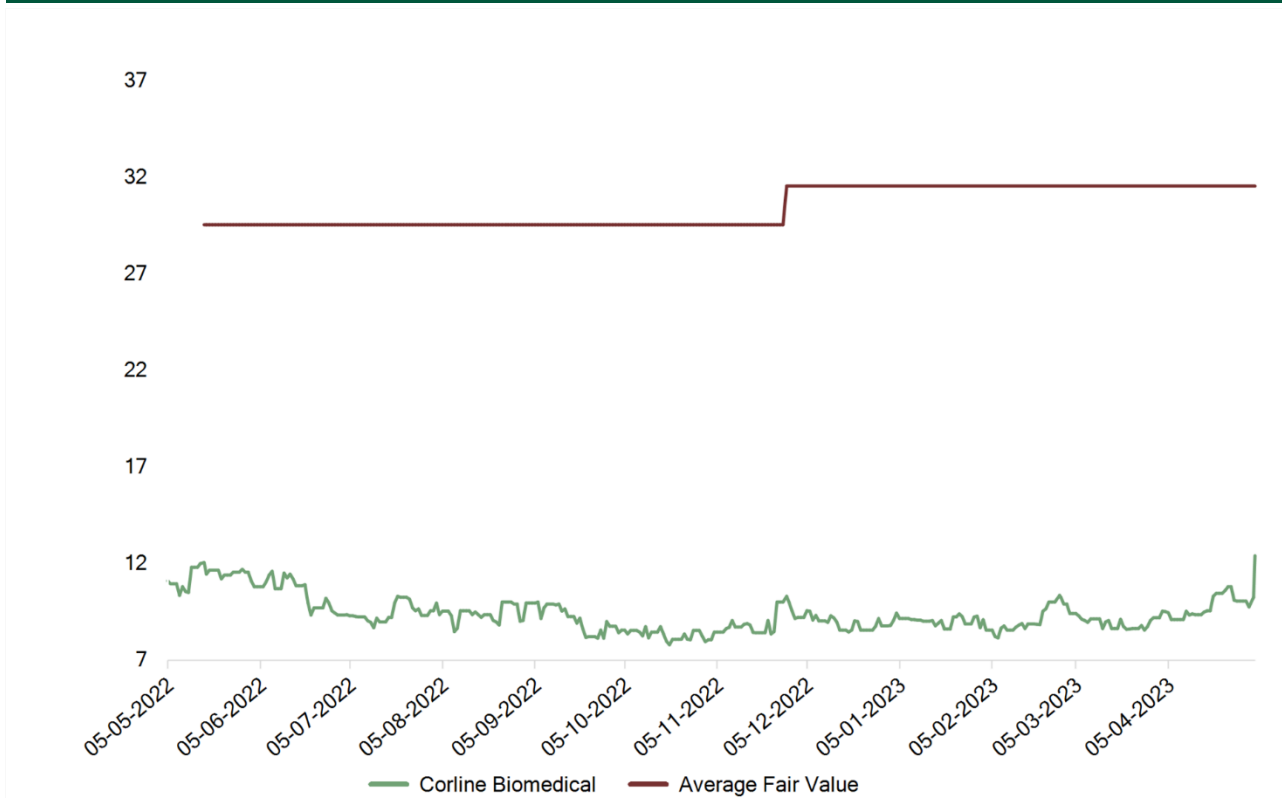
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	85,1x	276,3x	2,4x	4,5x
P/EK	5,1x	3,4x	2,1x	2,9x	1,3x	1,0x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,1x	3,6x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	48%	28%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	16,9x	15,8x	5,2x	6,1x	1,4x	2,2x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	72,1x	276,3x	1,9x	3,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	73,9x	276,3x	1,9x	3,6x
EV	256	272	172	276	276	276
Aktiekurs	14,5	14,6	9,2	12,9	12,9	12,9

Källa: Corline Biomedical, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Corline Biomedical (CLBIO SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

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