ERIK PENSER BANK

Penser Access | Life Science | Sverige | 21 november 2023

Karolinska Development

Ett kvartal utan överraskningar

Kvartalet i korthet & genomförda investeringar

Karolinska Development redovisade ett totalt verkligt värde om 1 392 mkr (1 364) och netto verkligt värde om 1 052 mkr (1 026) i slutet av det tredje kvartalet 2023. Likvida medel inklusive kortfristiga placeringar uppgick till 130 mkr (207). Bolaget investerade drygt 16 mkr i portföljbolagen under kvartalet, varav 14,5 mkr var kontanta investeringar.

Händelser under det tredje kvartalet

Portföljbolaget Umecrine Cognition presenterade resultat från en preklinisk studie inom Parkinsons sjukdom vid World Parkinson Congress i Barcelona. Resultaten visade att bolagets läkemedelskandidat golexanolon hade effekt på trötthet, ångest, depression och vissa kognitiva och motoriska förändringar i sjukdomsmodellen. Portföljbolaget OssDsign erhöll ett utökat godkännande från FDA för användning av bengraftet Catalyst. OssDsign genomförde även en riktad nyemission om ca 150 mkr och annonserade ett strategiskifte. OssDsign kommer nu att fokusera enbart på kommersialiseringen av OssDsign Catalyst i USA, som utgör mer än 70% av den globala marknaden för spinala bengraft och kännetecknas av stora volymer och mycket attraktiv prissättning. Den nya strategin innebär att OssDsign kommer att bli ett renodlat ortobiologiföretag med fokus på det nanosyntetiska bengraftet Catalyst. Alla aktiviteter som rör bolagets patientspecifika kranialimplantat kommer att avvecklas på ett ansvarsfullt sätt vid utgången av december 2023. Portföljbolaget PharmNovo presenterade resultat från en preklinisk studie med läkemedelskandidaten PN6047. Studienpåvisade inga beroendeframkallande effekter och lindrande av abstinenssymtom noterades. Efter kvartalets utgång redovisade PharmNovo resultat från den kliniska fas I-studien med PN6047 som visade att kandidaten var säker och tolererades väl.

Vi behåller vårt motiverade värde

I väntan på fler potentiellt värdehöjande milstolpar under 2024 genomför vi endast mindre justeringar i vår modell nu – framför allt tidslinjen för golexanolon inom PBC för Umecrine Cognition. Vi behåller vårt motiverade värde som uppgår till 4,6–4,8 kr per aktie.

Estimatändring

	23e	24e	25e
Totala intäkter	-7,4%	-9,2%	-9,5%
EBITDA, just.	76,3%	14,8%	15,3%
EPS, just.	>100%	29,1%	30,1%

Kommande händelser

Q4 - rapport	16 februari 2024
Q1 - rapport	22 mars 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier	270m
Börsvärde	446
Nettoskuld	-130
EV	316
Free float	41%
Daglig handelsvolym, snitt	153k
Bloomberg Ticker	KDEV SS EQUITY

Analytiker

Maria Karlsson Osipova
maria.karlssonosipova@penser.se

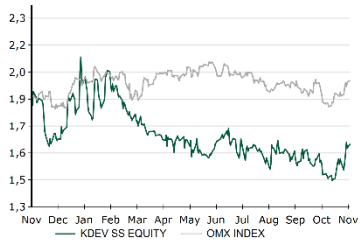
Prognos (mSEK)

	2022	2023e	2024e	2025e
Totala intäkter	2	2	2	2
Tillväxt	6%	-13%	-2%	0%
EBITDA, just.	-87	-5	-25	-25
EBIT, just.	-87	-6	-25	-25
EPS, just.	-0,3	0,0	-0,1	-0,1
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	4,6	4,6	4,6	4,5
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROE, just.	Neg.	0,2%	Neg.	Neg.
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/Sales	146,2x	155,8x	158,9x	159,3x
P/E, just.	-5,3x	152,1x	-28,7x	-29,2x
P/EK	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
FCF yield	-10%	-3%	-7%	-6%
Nettoskuld/EBITDA	1,5x	19,1x	3,2x	2,6x

Värde och risk

Motiverat värde	4,6 - 4,8 SEK
Aktiekurs	1,7 SEK
Risknivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Karolinska Development är ett investmentbolag som investerar i nordiska life science-bolag. Bolaget besitter kompetens inom forskning och utveckling, men även de viktiga aspekterna som relaterar till finansiering och kommersialisering av läkemedels- och medicintekniska projekt. Vi anser att bolaget de senaste åren har konkretiserat sin strategi, renodlat portföljen och förbättrat den finansiella positionen. Bolaget står därmed positionerat för att generera flera värdeskapande transaktioner som involverar bolagen i portföljen. Vi ser flera attraktiva operationella och finansiella aspekter av Karolinska Development:

• Mogen portfölj. Under 2023–2024 förväntas fyra portföljbolag presentera data från fas 1-studier och tre portföljbolag presentera data från fas 2-studier.

• 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.

• Stark finansiell position med möjlighet att fortsätta driva utvecklingen av portföljen.

Bolaget handlas idag till en omotiverat stor rabatt mot substansvärdet. Flera portföljbolag är idag inom eller nära den fas där Karolinska Development typiskt ska se över möjligheterna för en börsnotering, avyttring eller licensaffär. Vi anser att portföljen är i en lukrativ fas. Förutom att vara kassaflödesgenererande, anser vi att transaktioner kan bidra till att etablera en historik av exekveringar, vilket kan bidra till att reducera substansrabatten.

Bolagsbeskrivning

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 åtta års verksamhet börsnoterades 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 fortsatt framgångsrik 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, SVF Vaccines, Promimic, OssDsign, Modus Therapeutics, Aprea, AnaCardio, PharmNovo, Biosergen och Henlez.

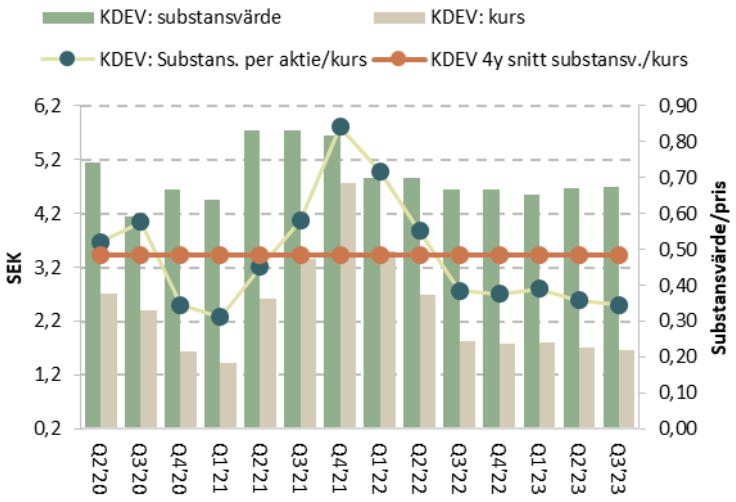
Värdering

Vi värderar Karolinska Development med en sum-of-the-parts-värdering. Dilafor och Umecrine Cognition värderas i separata värderingsmodeller med individuella antaganden. 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 för tillfället befäster bolaget. Vårt summerade motiverade värde av Karolinska Developments andelar i portföljbolagen justeras därefter med utdelning till samägandebolag, nettoskuldsättning samt diskonterade framtida rörelsekostnader för att generera ett motiverat värde. Vi ser ett motiverat värde om 4,60–4,80 kr per aktie.

Substansvärde

Portföljen fortsätter att mogna och vi anser fortfarande att den alltmer mogna portföljen inte reflekteras i aktiekursen. Diagram 1 sammanfattar hur substansrabatten utvecklats sedan 2020. Vi bedömer att rabatten förklaras av ett antal faktorer, bland annat Karolinska Developments historik sett till antalet exits. Om bolaget skulle exekvera på den mogna portföljen och etablera en historik av värdeskapande transaktioner, kan värderingsrabatten enligt vår bedömning reduceras. Nedan sammanfattas även värdet av Karolinska Developments portfölj vid utgången av Q3'2023 samt förändringen relativt Q2'2023 (se Tabell 1).

Diagram 1: Substansvärde och pris



Källa: FactSet, EPB, Bolagsrapporter

Tabell 1: Substansvärde

Bolag	Q3'23	Q2'23	Förändring	Kommentar
Modus Therapeutics	31 965	34 391	-7%	Noterat innehav
OssDsign	53 843	37 043	45%	Noterat innehav
Promimic	8 375	7 406	13%	Noterat innehav
AnaCardio	45 140	45 139	0%	
Dilafor	40 220	34 123	18%	
Henlez	5 753	5 884	-2%	
PharmNovo	30 339	30 083	1%	
SVF Vaccines	18 301	17 123	7%	
Umecrine	585 097	584 723	0%	
KCIF Co-Investment Fund	7 897	8 878	-11%	
Kdev Investments	225 258	221 358	2%	
Summa bolag	**1 052 188**	**1 026 151**	**3%**	
Övriga tillgångar och skulder	201 036	216 704	-7%	
Summa substansvärde	**1 253 224**	**1 242 855**	**0,8%**	
Per aktie	4,6	4,6	0,8%	

Källa: Bolaget

Umecrine Cognition

Tidigare under föregående veckan annonserade Karolinska Development om att portföljbolaget Umecrine Cognition säkrade ytterligare finansiering for den kliniska utvecklingen av den ledande läkemedelskandidaten golexanolon. Kapitalanskaffningen var i form av ett konvertibellån med tillhörande optioner och ger Umecrine ett kapitaltillskott om 30 mkr.

Karolinska Development ingick i det investerarkonsortium som deltog i finansieringsrundan, som består av Karolinska Development, AB Ility, Ribbskottet AB samt andra långsiktiga aktieägare i Umecrine Cognition. Till följd av utspädningseffekten kommer transaktionen att leda till en negativ resultateffekt om 12 mkr för Karolinska Development i det fjärde kvartalet 2023. Kapitaltillskottet ska finansiera den pågående kliniska fas 2-studien av golexanolon inom primär billiär kolangit (PBC) samt användas som rörelsekapital. Fas 2-studien inkluderade sin första patient i april i år och kommer att omfatta totalt 92 patienter på 35 platser i åtta länder och förväntas slutföras under H1'2025. Karolinska Developments ägarandel minskar från 73% till 62%, om full konvertering sker, inklusive att optionerna löses in.

Vi uppdaterar därmed vår tidslinje för golexanolon inom PBC i Umecrine-modellen, med eventuell försäljningsstart 2029.

Värdering

Nedan sammanfattas vår värderingsjustering efter Q3-rapporten. Vi värderar bolaget med en SOTP- och en DCF-modell vilka presenteras nedan.

Tabell 2: Värderingstabell

Bolag	Q3'23	Q2'23	Förändring	Värderingsmodell
Modus Therapeutics	11 644	14 133	-18%	Senast betalt
OssDsign	112 520	114 407	-2%	EPB motiverat värde
Promimic	11 219	8 969	25%	Senast betalt
AnaCardio	45 140	54 167	-17%	Bokfört + premie/rabatt
Dilafor (direkt)	38 982	36 911	6%	Modell
Henlez	5 753	7 061	-19%	Bokfört värde
PharmNovo	20 000	20 000	0%	Bokfört värde
SVF	18 301	20 548	-11%	Bokfört + premie/rabatt
Umecrine	642 338	739 812	-13%	Modell
KCIF Co-Investment Fund	7 897	10 654	-26%	Bokfört + premie/rabatt
KDev Inv. ex Dilafor	29 284	28 777	2%	Bokfört + premie/rabatt
Dilafor (indirekt)	779 647	738 227	6%	Modell
KDev Investments tot	808 931	767 004	5%	N/A
Forendo tilläggsköpeskillingar	84 279	84 279	0%	Disk. Earn-outs
Summa bolag	**1 817 344**	**1 861 116**	**-2,4%**	

Summa	1 817 344
Utbetalning Rosetta	-435 876
Skulder etc	-129 992
Kostnader KDEV	-100 000
Motiverat värde	1 411 460
Aktier	269 833
Per aktie	**5,2**

Källa: EPB

DCF-modell

Nedan sammanfattas vår DCF-modell. Vi baserar DCF-modellen på antaganden kring diskonteringsränta, avyttringshorisont för portföljbolagen, samt tillväxt bortom prognosperioden. DCF-modellens huvudsakliga antagande är en innehavsperiod om i genomsnitt 4 år för portföljbolagen bortom prognosperioden.

Sammantaget ser vi ett motiverat värde om 4,6–4,8 kr per aktie.

DCF-värdering

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	1 035
Nuvärdet av terminalvärde	0
Företagsvärde (EV)	**1 035**
Nettoskuld, senast rapporterad	-130
Minoritetsintressen och övrigt	0
Eget kapital	**1 165**
Antal utstående aktier, full utspädning	270
Eget kapital per aktie	**4,3**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremium	5,5%
Small cap-premie	6,0%
Extra riskpremie	0,0%
WACC	14,0%

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	3,0%
Långsiktig EBIT-marginal	1,0%
Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Capex, % av omsättning	2,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	-2,6%
Skattesats	20,2%

Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
	13,0%	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
	13,5%	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
WACC	14,0%	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
	14,5%	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
	15,0%	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2

		Långsiktig EBIT-marginal				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	13,0%	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
	13,5%	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
WACC	14,0%	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
	14,5%	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3
	15,0%	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2

Källa: EPB

Resultaträkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	**2**	**3**	**3**	**3**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
Totala intäkter	**2**	**3**	**3**	**3**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
Bruttoresultat	**2**	**3**	**3**	**3**	**2**	**2**	**2**	**2**	**2**
Försäljningskostnader	-24	-15	-23	-24	-23	-27	-22	-21	-21
Övriga rörelsekostnader	242	86	369	-181	182	-62	14	-6	-6
EBITDA	**221**	**74**	**349**	**-202**	**161**	**-87**	**-5**	**-25**	**-25**
EBITDA, justerad	**221**	**74**	**349**	**-202**	**161**	**-87**	**-5**	**-25**	**-25**
EBITA, justerad	**221**	**74**	**349**	**-202**	**161**	**-87**	**-5**	**-25**	**-25**
EBIT	**221**	**74**	**348**	**-202**	**161**	**-87**	**-6**	**-25**	**-25**
EBIT, justerad	**221**	**74**	**348**	**-202**	**161**	**-87**	**-6**	**-25**	**-25**
Finansnetto	-80	-86	-75	-10	10	-1	9	10	10
Resultat före skatt	**141**	**-12**	**273**	**-212**	**171**	**-88**	**3**	**-16**	**-15**
Resultat före skatt, justerad	**141**	**-12**	**273**	**-212**	**171**	**-88**	**3**	**-16**	**-15**
Nettoresultat	**141**	**-12**	**273**	**-212**	**171**	**-88**	**3**	**-16**	**-15**
Nettoresultat, justerad	**141**	**-12**	**273**	**-212**	**171**	**-88**	**3**	**-16**	**-15**
Intäktstillväxt	*-*	*25%*	*10%*	*-22%*	*-18%*	*6%*	*-13%*	*-2%*	*0%*
Bruttomarginal	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*
EBIT-marginal, justerad	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*Neg.*	*>100%*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*	*Neg.*
EPS, justerad	*2,29*	*-0,18*	*3,69*	*-1,21*	*0,63*	*-0,33*	*0,01*	*-0,06*	*-0,06*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*

Källa: Karolinska Development, EPB

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	221	74	348	-202	161	-87	-6	-25	-25
Övriga kassaflödesposter	-255	-103	-386	173	-189	56	-20	0	0
Förändringar i rörelsekapital	3	42	33	-4	45	-18	14	-6	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-31**	**13**	**-6**	**-33**	**17**	**-50**	**-12**	**-32**	**-25**
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	9	12	-5	-3	2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**0**	**9**	**12**	**-5**	**-3**	**2**	**0**	**0**	**0**
Fritt kassaflöde	**-31**	**22**	**6**	**-38**	**14**	**-48**	**-12**	**-32**	**-25**
Förvärv och avyttringar	-44	-105	-24	63	4	-94	-25	0	0
Nyemission / återköp	0	0	0	0	0	236	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	0	-1	-1	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-44**	**-105**	**-24**	**63**	**3**	**141**	**-25**	**0**	**0**
Kassaflöde	**-75**	**-83**	**-18**	**24**	**17**	**94**	**-37**	**-32**	**-25**
Nettoskuld	**360**	**412**	**-32**	**-76**	**-42**	**-131**	**-103**	**-81**	**-66**

Källa: Karolinska Development, EPB

Balansräkning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	41	27	0	0	62	60	60	60	60
Andelar i intresseföretag	448	619	1 048	770	950	984	1 030	1 030	1 030
Övriga anläggningstillgångar	3	5	2	1	1	1	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	**492**	**651**	**1 050**	**771**	**1 013**	**1 044**	**1 089**	**1 089**	**1 089**
Övriga omsättningstillgångar	152	128	65	43	54	76	61	59	59
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	16	52	76	42	131	103	81	66
Summa omsättningstillgångar	**171**	**143**	**117**	**119**	**97**	**207**	**163**	**140**	**124**
SUMMA TILLGÅNGAR	**663**	**794**	**1 167**	**890**	**1 109**	**1 252**	**1 253**	**1 229**	**1 214**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	267	296	1 008	800	971	1 241	1 244	1 229	1 214
Summa eget kapital	**267**	**296**	**1 008**	**800**	**971**	**1 241**	**1 244**	**1 229**	**1 214**
Långfristiga räntebärande skulder	379	428	20	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	5	11	0	79	1	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	**384**	**440**	**20**	**79**	**1**	**0**	**0**	**0**	**0**
Övriga kortfristiga skulder	12	59	139	11	137	10	8	0	0
Summa kortfristiga skulder	**12**	**59**	**139**	**11**	**137**	**10**	**8**	**0**	**0**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**663**	**794**	**1 167**	**890**	**1 109**	**1 252**	**1 253**	**1 229**	**1 214**

Källa: Karolinska Development, EPB

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	25%	10%	-22%	-18%	6%	-13%	-2%	0%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	-66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	-66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBITDA-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	>100%	>100%	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	>100%	Neg.	>100%	Neg.	>100%	Neg.	>100%	Neg.	Neg.

Källa: Karolinska Development, EPB

Avkastning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	42%	Neg.	19%	Neg.	0%	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	12%	40%	Neg.	18%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	11%	41%	Neg.	19%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Karolinska Development, EPB

Kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	-6%	-83%	-40%	5%	-86%	11%	>100%	-	-
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	-2202%	>100%	-3836%	>100%	>100%	>100%	>100%

Källa: Karolinska Development, EPB

Finansiell ställning

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	360	412	-32	-76	-42	-131	-103	-81	-66
Soliditet	40%	37%	86%	90%	88%	99%	99%	100%	100%
Nettoskuldsättningsgrad	1,3x	1,4x	0,0x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,1x	-0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	1,6x	5,6x	-0,1x	0,4x	-0,3x	1,5x	19,1x	3,2x	2,6x

Källa: Karolinska Development, EPB

Aktiedata

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	0,01	-0,06	-0,06
EPS, justerad	2,29	-0,18	3,69	-1,21	0,63	-0,33	0,01	-0,06	-0,06
FCF per aktie	-0,51	0,35	0,08	-0,22	0,05	-0,18	-0,05	-0,12	-0,09
Utdelning per aktie	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	4,36	4,62	13,6	4,56	3,60	4,60	4,61	4,55	4,49
Antal aktier vid årets slut, m	61,3	64,1	73,9	175	270	270	270	270	270
Antal aktier efter utspädning, snitt	61,3	64,1	73,9	175	270	270	270	270	270

Källa: Karolinska Development, EPB

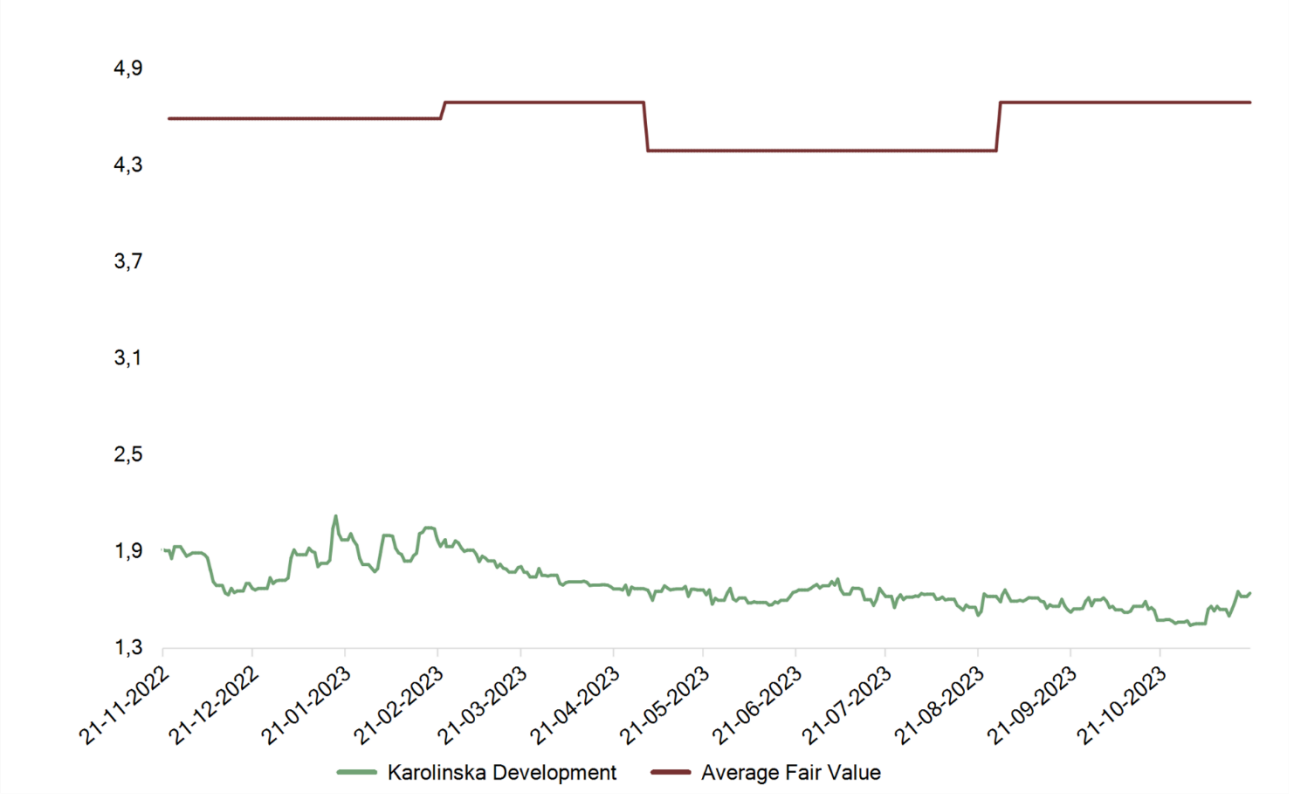
Värdering

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	2,2x	Neg.	0,8x	Neg.	7,4x	Neg.	152,1x	Neg.	Neg.
P/EK	1,2x	1,2x	0,2x	0,3x	1,3x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
P/FCF	Neg.	15,9x	38,7x	Neg.	93,6x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	6%	3%	Neg.	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	273,3x	249,6x	63,1x	77,0x	566,3x	146,2x	158,5x	161,7x	162,1x
EV/EBITDA, justerad	3,1x	10,4x	0,6x	Neg.	7,6x	Neg.	-58,5x	-12,5x	-12,5x
EV/EBIT, justerad	3,1x	10,4x	0,6x	Neg.	7,6x	Neg.	-51,9x	-12,5x	-12,5x
EV	673	767	213	204	1 229	336	316	316	316
Aktiekurs	5,1	5,5	3,1	1,6	4,7	1,7	1,7	1,7	1,7

Källa: Karolinska Development, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Karolinska Development (KDEV 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 frånsäger 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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