

# Cardeon (CARDEO)



## Kurspress bjuder in till attraktiv Risk-Reward

Cardeon AB (publ) ("Cardeon" eller "Bolaget") är ett investmentbolag som investerar i innovativa företag och startups inom medicinteknik och life science. Genom att investera i bolag i ett tidigt skede, med förutsättningar för att förändra den globala marknaden inom målbolagens område, möjliggörs för Cardeon en stor uppsida genom värdetillväxt i portföljbolagen. Utifrån en Sum of the Parts-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett NAV om 109 MSEK och efter tillägg av en konservativt antagen substansrabatt om 37,5 % för Cardeon som helhet har ett justerat NAV om cirka 68 MSEK härletts, vilket motsvarar ett värde om 0,07 kr per aktie i ett Base scenario.

### Utdelning av TEQCool aktualiserar verkligt värde

Cardeon har som avsikt att genomföra en utdelning om cirka 107 miljoner aktier i dotterbolaget TEQCool, motsvarande cirka 46 % av Cardeons innehav i TEQCool. Det bokförda värdet för aktierna som avses att delas ut uppgår till cirka 17,8 MSEK, vilket följaktligen motsvarar en utdelning om cirka 0,03 kr per aktie i Cardeon, vilket kan sättas i relation till Cardeons Market Cap om cirka 11 MSEK eller 0,017 kr per aktie. Analyst Group anser att utdelning aktualiserar värdet i Cardeons onoterade portfölj och belyser diskrepansen mot marknadens värdering.

### Potentiella värde drivare i den noterade portföljen

Flera av Cardeons noterade portföljbolag står inför potentiella värde drivare, där flertalet portföljbolag under den senaste tiden uppnått betydande milstolpar avseende regulatoriska godkännande och marknads lanseringar. Bland annat, förväntas portföljbolaget Lumito få produkten Scizys CE-märkt under Q2-24. Samtidigt har Neola Medical uppnått framgångsrika resultat avseende portföljbolagets användbarhetsstudie, där resultaten kommer att användas som en del av kommande FDA-ansökan för marknadsgodkännande i USA.

### Investeringsstrategi med hög uppsida

Cardeon investeringsstrategi bygger på att investera i ett tidigt stadiet och stötta utvecklingsbolag genom erfarenhet och expertis inom medicinteknik och life science. Gemensamt för målbolagen är att bolagen bedöms ha potential att förändra den globala marknaden inom verksamt område, vilket möjliggör en hög värdetillväxt.

### Attraktiv värdering sett till substansvärde

Cardeon innehar totalt elva portföljbolag, varav värdet av den noterade portfölj uppgår till cirka 19 MSEK, vilket utgör cirka 17 % av Cardeons substansvärde. Värdet av den onoterade portföljen uppgår idag till cirka 86 MSEK och utgör 79 % av substansvärdet. Givet ett totalt verkligt värde av Cardeons portfölj om cirka 105 MSEK och en estimerad nettokassa om 4,0 MSEK, motiveras ett substansvärde om ca 109 MSEK. I relation till Cardeons Market Cap om 11 MSEK, uppgår Cardeons substansrabatt till 90 %, vilket bjuder in till en attraktiv investeringsmöjlighet till en god Risk-Reward.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**

0,03 kr

**Base**

0,07 kr

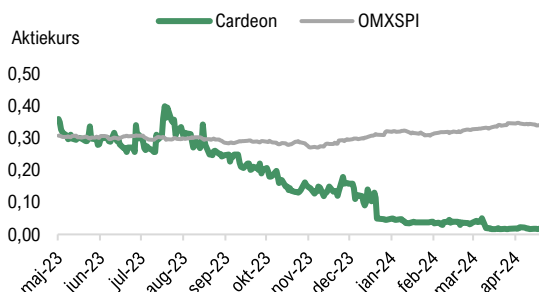
**Bull**

0,09 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-04-30)	0,017
Antal Aktier (st.)	640 285 804
Market Cap (MSEK)	10,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-1,4
Enterprise Value (MSEK)	9,5
Lista	NGM Nordic SME
Kvartalsrapport 1 2024	2024-05-31

### KURSENTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Masoud Khayyami	45,7 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2,6 %
Gerhard Dal	2,6 %
Exelity AB	2,6 %
Avanza Pension	1,9 %

### Cardeon substansvärde beräknas uppgå till 109 MSEK.

Den noterade portföljen, onoterade portföljen och substansvärdet

**CARDEON**  
FOR BETTER CARE

Den noterade portföljen	Den onoterade portföljen	Substansvärde
19,1	85,8	108,9
MSEK	MSEK	MSEK

## Innehållsförteckning

Introduktion	2
Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4
Portföljbolag	5-8
Marknadsanalys	9
Värdering	10-13
Bull & Bear	14
Ledning & Styrelse	15
Appendix	16-17
Disclaimer	18

### OM BOLAGET

Cardeon är ett investmentbolag som investerar i bolag i tidig fas inom medicinteknik och life science. Bolaget grundades år 2018 i Lund och genom ett omvänt förvärv samt fusion med Tectona Capital AB i november år 2022, är Bolaget noterat på NGM Nordic SME. Bolagets affärsidé är att identifiera tidiga utvecklingsbolag inom life science för att sedermera investera och bli en aktiv ägare som kan bistå i utvecklingen mot en kommersiell produkt. I dagsläget innehar Cardeon elva olika portföljbolag, varav fem portföljbolag är noterade och resterande verkar i en onoterad miljö.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Masoud Khayyami

Styrelseordförande Tomas Kramar

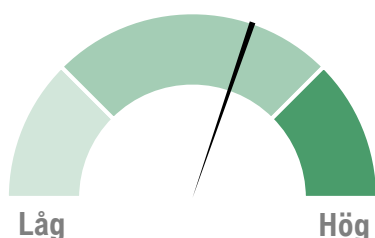
### ANALYTIKER

Namn David Rimbe

Telefon +46 703 36 33 84

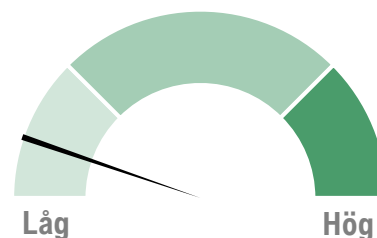
E-mail david.rimbe@analystgroup.se

### Värde drivare



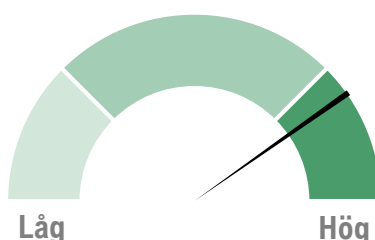
Cardeon investerar i bolag som befinner sig i en tidig fas, där Bolaget avser att bistå portföljbolag genom finansiering, utveckling, kommersialisering och eventuell börsnotering eller exit. Genom att vara med som investerare i tidigt skede skapas möjligheter för en stark värdetillväxt, där det gemensamma för Cardeons investeringar är att målbolagen bedöms ha potential att förändra den globala marknaden som de verkar inom.

### Lönsamhet



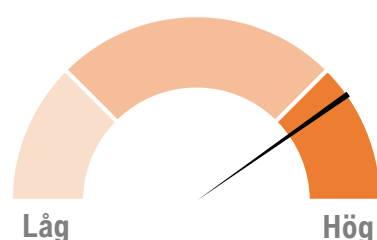
Cardeons målsättning är att verksamheten och investeringar finansieras genom intäkter i form av utdelningar, arvoden för rådgivning och konsulttjänster från portföljbolag, försäljning av aktier i portföljbolag samt eventuella avyttringar. Cardeon är dock ett förhållandevis ungt investmentbolag och har fram till idag inte uppnått ett positivt kassaflöde. Nuvarande betyg är främst baserat på historik, samtidigt som Analyst Group estimerar lönsamhet på medellång till lång sikt.

### Ledning & Styrelse



Bolagets ledning och styrelse bedöms ha rätt kompetens och har lång erfarenhet, samt branschexpertis inom life science, för att genomföra välgrundade och värde drivande investeringsbeslut. Insynsägandet i Cardeon uppgår till cirka 46 %, varpå Cardeon VD och styrelseledamot, Masoud Khayyami, samt styrelseordförande, Tomas Kramar, tecknade 30,5 % av företrädesemissionen, vilket ingjuter förtroende för att skapa aktieägarevärde framgent.

### Risk



Givet att investeringsstrategin är baserad på utvecklingsbolag i ett tidigt stadi, med behov av extern finansiering, motiveras en hög riskprofil. Trots en diversifiering i portföljbolagen, med totalt elva portföljbolag, utgör det största innehavet cirka 50 % av investerings-portföljen, vilket i kombination med en stor andel onoterade portföljbolag medför en ökad risk för att verkligt värde kan behövas skrivas ned.

## Hög substansrabatt skapar attraktiv Risk-Reward

Cardeon är ett av de investmentbolag som handlas till hög substansrabatt, där substansrabatten per 2024-04-30, samt givet en pre-money värderingen i samband med TO1, uppgår till 90 %. Flera av Cardeons innehav har under de senaste åren uppnått betydande milstolpar mot regulatoriska godkännande, kommersialisering och marknads lanseringar. Trots operationella framgångar i portföljbolagen, har de noterade innehav handlats ned 23 % sedan årsskiftet, varpå Cardeons värde av den noterade portföljen vid utgången av Q1-24 uppgick till ca 19,5 MSEK. Cardeons noterade portfölj kan jämföras mot Cardeons pre-money värdering om 12 MSEK i samband med TO1, vilket innebär, enkelt förklarat, exkluderat för Bolagets nettokassa, att om du köper ut Cardeon från börsen till en pre-money värdering för TO1, sedan säljer enbart Bolagets noterade innehav, så får du cirka 7 MSEK kontant samt en portfölj av onoterade tillgångar som Cardeon vid utgången av Q4-23 värderades till ca 89 MSEK givet de senaste genomförda transaktionerna i respektive bolag eller anskaffningsvärde. Analyst Group anser därför att TO1 bjuder in till en attraktiv Risk-Reward.

90 %

Substansrabatt

## Erfarenhet inom Life Science utgör en stark position för värdetillväxt

Cardeons styrelse utgörs av personer med en bred och lång erfarenhet inom life science, vilket är en komplex och kunskapskrävande sektor. Cardeons strategi baseras på att från tidig fas vara med och stötta företag och startups inom life science och medicinteknik för att skapa värdetillväxt genom att stödja portföljbolagen i utveckling, finansiering, kommersialisering och eventuella börsnoteringar eller exittillfällen. Bolagets expertis och bransch erfarenhet medför en stark grund för att skapa värde drivande investeringsbeslut för Cardeon och navigera i en komplex marknad. Därutöver tecknade Cardeons VD och styrelseledamot, Masoud Khayyami, och styrelseordförande, Tomas Kramar, units för totalt 8,2 MSEK i Bolagets företrädesemission under Q1-24. Det totala insynsägandet uppgår således till 46,5 %, vilket ingjuter förtroende för att skapa aktieägarvärde framgent.

Högt insynsägande  
ingjuter förtroende

## Utdelningspolicy validerar verkligt värde i investeringsportföljen

Cardeons investeringsstrategi är primärt inriktad mot att identifiera life science-bolag i tidig fas med stora möjligheter, främst inom medicinteknik, där målbolagen bedöms ha potential att förändra den globala marknaden. Givet att Cardeons investeringsstrategi är fokuserad på att investera i tidig fas, från forskningsresultat till en kommersiell produkt, finns inte förutsättningar att genomföra utdelning baserat på kassaflöde från investeringsverksamheten i närtid. Cardeons styrelse har därför beslutat att införa en alternativ utdelningspolicy, baserat på Cardeons innehav i noterade bolag kopplat till när vissa milstolpar uppnås i dessa bolag, vilket görs i syfte att skapa värde för Bolagets aktieägare och potentiella investerare. Utdelningspolicyn avser en sakutdelning, vilket i praktiken innebär att aktier i noterade portföljbolag delas ut istället för pengar och ger aktieägaren möjligheten att realisera utdelningen eller kvarstå som direkt ägare i de noterade bolagen, vilket aktualiserar det verkliga värdet i investeringsportföljen. Utdelning kan beslutas vid högst två tillfällen per räkenskapsår och till ett sammanlagt värde per år om högst 20 % av det bokförda värdet av de samlade innehaven vid tidpunkten för utdelning, vilket skapar aktieägarvärde och kan betraktas för en investerare som en avkastning om högst 20 % per år avseende sakutdelning.

Utdelningspolicy  
möjliggör  
avkastning om max  
20 %  
genom sakutdelning

## Base scenario

Market Cap

68  
MSEK

Aktiekurs

0,07  
SEK

## Substansvärdering av Cardeon

Utifrån en Sum of the Parts-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett NAV om 109 MSEK och efter tillägg av en konservativ substansrabatt om 37,5 % för Cardeon som helhet har ett justerat NAV om cirka 68 MSEK motiverats, vilket motsvarar ett värde om 0,07 kr per aktie i ett Base scenario. Substansvärdet påverkas av kursförändringar i de noterade bolagen och/eller om ny information avseende eventuella transaktioner i de onoterade bolagen tillkommer som kan utgöra grund för värdering.

## TO1 och TO2 möjliggör strategiska investeringar i portföljbolagen

Cardeon genomförde en företrädesemission under Q1-24 och tillfördes cirka 16,6 MSEK före emissionskostnader. Därutöver innefattade företrädesemission även teckningsoptioner avseende serie TO1 och TO2, vilket ytterligare kan stärka kassan med 12,5 MSEK avseende TO1 i maj månad 2024 och 12-42 MSEK beroende på teckningskurs i TO2 under Q3-24. Teckningskursen avseende TO1 har fastställts till 0,018 kr per aktie, vilket motsvarar en pre-money värdering om 12,5 MSEK och en utspädnings effekt om maximalt 52 % för de aktieägare som inte deltar, vilket kan sättas i relation till ett motiverat värde om 0,07 kr per aktie i Analyst Groups Base scenario. Teckningsperioden löper fram tills den 7 maj. Cardeon avser att använda emissionslividen till strategiska investering för att främja värdeutveckling i portföljbolag (~72%), löpande rörelsekostnader (~18%) och återbetalning av lån (~10%).

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

## CARDEON

FOR BETTER CARE

Tidiga  
investeringar  
medför hög  
potentiell  
avkastning



**Cardeon** är ett investmentbolag som investerar i bolag i tidig fas inom medicinteknik och life science. Bolagets affärsidé är att identifiera tidiga utvecklingsprojekt inom life science för att sedan investera och bli en aktiv ägare som kan bistå i utvecklingen av målbolaget och dess tjänste- och produktutbud. Vid en investering önskas portföljbolagen uppvisa potential, genom innovativa lösningar, för att kunna åstadkomma utveckling inom bolagens respektive marknad på global nivå där Cardeon har som målsättning att tillhandahålla en kraftfull plattform för att förädla nuvarande och framtida bolag inom life science. Genom att införlivas som portföljbolag inom Cardeon så erhåller bolagen tillgång till global erfarenhet inom marknadsetablering samt ett nätverk av teknisk expertis, internationella distributörer, rådgivning inom finans, patent och legala frågor. Med en erfaren styrelse tillsammans med rådgivande partners och ett välutvecklat kontaktnätverk ökar därmed sannolikheten för genomförandet av värde drivande investeringar. I dagsläget innehar Cardeon elva olika portföljbolag varav fem är noterade och resterande är onoterade.

### Investeringsstrategi

Bolagets investeringsstrategi är primärt inriktad mot att identifiera mindre life science-bolag, främst inom medicinteknik men även bioteknik, vilka tillsammans adresserar flertalet marknader. Genom Bolagets säte och ursprung i Lund innehar Cardeon bland annat långvarig och goda relationer med Lunds Universitet, där mycket praktiskt forskning sker. Då många forskningsbolag återfinns i regionen identifieras och presenteras investeringskandidater för Cardeon kontinuerligt genom kontakt med institutioner nationellt. Dessutom innehar Bolaget ett brett kontaktnätverk som presenterar olika investeringsmöjligheter globalt för Cardeon vilka är en värdefull tillgång som kan bistå med kapital och kompetens.

När Cardeon finner intresse för en potentiell investering påbörjas nästa fas utav investeringsprocessen i form av att due diligence påbörjas, vilket inkluderar analys kring bransch och affärsmässiga överväganden tillsammans med regulatoriska, kliniska och finansiella aspekter. En djupare analys av målbolagen genomförs och intervjuer hålls för att ge Cardeon en bättre förståelse för målbolagets verksamhet och investeringsmöjligheten, även den potentiella marknaden analyseras för att göra en välgrundad bedömning av målbolagets potential, samtidigt beaktas ESG-frågor. När analysen är färdigställd presenteras den potentiella investeringen inför Cardeons investeringskommitté, vilken består av VD, styrelse och affärsutvecklare inom Cardeon, vilka ger mandat för att genomföra investeringen.

Efter att en investering har genomförts tar Cardeon en aktiv roll i bolagens utveckling. Genom Bolagets styrelse samt rådgivande partners inom finansiell- samt legal rådgivning och IR/PR, besitter Cardeon spetskompetens, vilket skapar mervärde för portföljbolag. Cardeon kan exempelvis sköta portföljbolagets administration på konsultbasis eller tillsätta personal, då de mindre portföljbolagen sällan har kompetensen inhouse. Dessutom kan Cardeon tillsammans med Bolagets nätverk utarbeta en detaljerad plan för att få produkter CE-märkt samt FDA-godkänd. Portföljbolaget förbereds sedan, parallellt med utvecklingen av produkten, för kapitalisering och eventuell marknadsnotering.

För att portföljbolagens utveckling ska ske så effektivt som möjligt tillsätter Cardeon även egna ledamöter i portföljbolagens styrelser för att möjliggöra betydelsefullt inflytande i bolagens operationella verksamhet. Genom att bistå som en aktiv ägare ges Cardeon ökad insyn och medvetenhet, vilket möjliggör för en mer transparent och förutsägbar framtidsutveckling, vilket leder till kostnadseffektivitet och minimering av risk inom Cardeons portfölj. Genom det aktiva ägandet kan Cardeon identifiera behov som portföljbolagen har, utifrån gedigen erfarenhet, och finna en lämplig lösning och därefter exekvera.

### Finansiell målsättning

I dagsläget finansieras Cardeons verksamhet genom extern finansiering, Cardeon har som långsiktigt mål att verksamheten och investeringarnas finansiering sker genom intäkter i form av utdelningar, arvoden för rådgivning och konsulttjänster från portföljbolag, försäljning av aktier i portföljbolag samt eventuella avyttringar. Analyst Group anser att Cardeon har goda möjligheter att uppfylla Bolagets finansiella mål inom medellång sikt då många utav portföljbolagen nu genomgår studier, vilket framgent, förväntas realisera värden, samt påbörjade kommersiella lanseringar. I och med att Bolagets innehav utvecklar innovativa och lovande lösningar inom stora marknader, exempelvis diagnostisering samt behandling av cancer, finns det fördelaktiga förutsättningar till att studieresultaten och kommersiella lanseringarna visar på framgång, vilket kan realisera aktieägarvärde inom portföljbolagen samt generera avsevärda intäkter för Bolaget i form av värdeutveckling. Dessutom innehar Cardeons portfölj kandidater för eventuell börsnotering under kommande år vilket kan öka likviditeten av Bolagets nuvarande innehav samt bättre synliggöra värden i de onoterade innehaven, och på så vis minska substansrabatten som Cardeon i dagsläget handlas till.

## Noterade innehav: 18,2 % av det totala portföljvärdet

## SpectraCure

SpectraCure AB ("SpectraCure") är verksamma inom utveckling av sofistikerade, högteknologiska system för behandling av interna och solida tumörer. Bolagets behandlingsmetod, PDT-metoden, är specifikt utformat för att adressera interna tumörer innefattande bland annat prostata, bröst, bukspottkörteln, samt huvud- och hals-regionen och syftar till att eliminera cancertumörer, förbättra patienternas överlevnadschanser samt garantera en hög livskvalitet. I och med den nuvarande bristen på effektiva behandlingar med minimala biverkningar för återfall avseende prostatacancer, är detta bolagets främsta fokusområde med bolagets behandlingssystem Q-PRO®. För närvarande befinner sig behandlingen av återfall av prostatacancer efter strålbehandling i fas II. Bolaget har även blivit godkända för att påbörja en studie för primär lokaliserad prostatacancer, vilket förväntas påbörjas under första halvåret av år 2024. SpectraCure fokuserar initialt på att få marknadsgodkännande för behandlingssystemet Q-PRO® på den nordamerikanska och den europeiska marknaden. Ett produktgodkännande för marknads lansering kan erhållas först efter en framgångsrikt genomförd klinisk studie, där bolaget strävar efter att etablera PDT, som en framstående behandlingsmetod av lokaliserad prostatacancer.



Fas II

SPECTRACURE	Market Cap	Kapitalandel	Substansvärde	Portföljandel
	261 MSEK	3,2 %	8,3 MSEK	7,6 %

## Lumito

Lumito AB ("Lumito") utvecklar avbildningsteknik med en patenterad teknologi som avser förbättra vävnadsdiagnostik, vilket möjliggör individanpassad sjukvård. Tekniken avser erbjuda vårdgivare och forskare ett effektivt verktyg för att hantera kraven på noggrann och tillförlitlig vävnadsanalys. Med en åldrande befolkning och ett växande behov av precisa vävnadsanalyser kopplade till nya behandlingsmetoder, adresserar Lumito behovet av förbättrade analysmetoder genom att möjliggöra högre kvalitet på analyserna, kortare analyseringstider samt bättre kontrast på bilderna genom att filtrera bort irrelevant bakgrundsinformation. Lumito inväntar i dagsläget att bolagets avbildningsteknik erhåller CE-märkning vilket skulle möjliggöra försäljning av Lumitos produkter inom EES-marknaden. Lumitos system Scizys är nära kommersialisering, där de främsta och största delarna avseende CE-märkningen av Scizys skanner är färdiga. Det som återstår är att få produkten CE-märkt, vilket väntas under första delen av 2024, innan en lansering kan inledas. Därutöver erhöll Lumito den 29 februari bolagets första order av en akademisk forskningsenhet som kommer utföra provberedning med Lumitos nanopartiklar, vilket Analyst Group ser som lovande inför en CE-märkning.



Pre-klinisk studie

LUMITO	Market Cap	Kapitalandel	Substansvärde	Portföljandel
	259 MSEK	1,5 %	3,9 MSEK	3,6 %

## Neola Medical

Neola Medical AB ("Neola") är för närvarande i utvecklingsstadiet fas I avseende bolagets patenterade medicintekniska produkt NEOLA®, som erbjuder kontinuerlig lungövervakning samt realtidsvarningar för livshotande komplikationer. NEOLA® mäter förändringar i lungvolym och syrgaskoncentration och är utformad för att förbättra vården av prematurt födda barn samt minska deras tid på intensivvård. Bolagets primära fokus är att genomföra kliniska studier för validering av NEOLA® i syfte att beviljas ett marknadsgodkännande genom FDA-tillstånd inför en kommersiell lansering i USA, vilket även förväntas ligga till grund för vidare CE-märkning. Neola har under första kvartalet inlett en användbarhetsstudie i USA, samt intensifierat det regulatoriska arbetet, varför Analyst Group anser NEOLA® har goda möjligheter att nå ett marknadsgodkännande på medellångsikt och att vinna marknadsandelar därefter.



Fas I

Neola Medical	Market Cap	Kapitalandel	Substansvärde	Portföljandel
	146 MSEK	3,4 %	5,0 MSEK	4,6 %

## Noterade innehav: 18,2 % av det totala portföljvärdet

## Prolight Diagnostics

Prolight Diagnostics AB ("Prolight") är i ett pre-kliniskt stadiet och utvecklar ett nytt, flexibelt och patientnära testsystem, vilket har som mål att uppnå den precision och känslighet som finns i sjukhuslaboratorier så att läkare samt vårdpersonal kan ställa säkra och exakta diagnoser direkt på plats. Under år 2022 förvärvade Prolight det brittiska bolaget Psyros Diagnostics Ltd som utvecklat en teknik för att digitalt mäta enskilda molekyler från endast en droppe blod. I och med detta har Prolights teknologi potentialen att upptäcka biomarkörer på mycket låga nivåer genom bolagets digitala plattform Psyros, vilket möjliggör användning av POC-system för att identifiera existerande biomarkörer. Därutöver förväntas tekniken bidra till att utveckla nya POC-tester för kliniska tillämpningar som tidigare enbart kunde hanteras genom omfattande laboratorieanalyser. Under april månad meddelade Prolight att bolaget har slutfört testkortsdesign för plattformen som är tänkt att användas kommersiellt, därmed kan Prolight överföra designen till bolagets partner för pilottillverkningsprocesserna inför intern validering och även inför klinisk validering. Då bolagets produkter har potential att möjliggöra kortare diagnos-processer samt kan tillämpas på flertalet användningsområden, anser Analyst Group att bolaget har goda möjligheter att på sikt generera betydande intäkter.

## PROLIGHT

Pre-kliniskt stadiet

PROLIGHT <small>Diagnostics you can count on</small>	Market Cap	Kapitalandel	Substansvärde	Portföljandel
	81 MSEK	2,3 %	1,9 MSEK	1,7 %

## NeoDynamics

NeoDynamics AB ("NeoDynamics") är ett medicinteknisk bolag som är specialiserat på att förbättra diagnostik och behandling av cancer. Bolaget har utvecklat ett biopsisystem, NeoNavia, vilket nyttjar en patenterad pulsteknik för att tillhandahålla läkare och patienter en exakt samt pålitlig vävnadsprovtagning. Med tre olika nåltyper erbjuder NeoNavia ett alternativ till traditionella ultraljudsledda biopsimetoder som vanligtvis används vid diagnos av bröstcancer. Produkten är CE-godkänd för kommersialisering i Europa och bolaget har nu i sikte att expandera globalt genom att påbörja en klinisk studie i USA i marknadsföringssyfte då systemet blev FDA-godkänt år 2022. I och med att NeoDynamics har påbörjat kommersialisering inom EU samt USA, ser Analyst Group att bolaget har goda möjligheter att vinna marknadsandelar på den globala marknaden för biopsisystem.

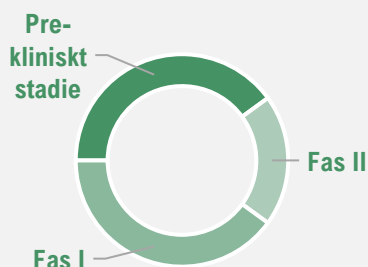


Fas I

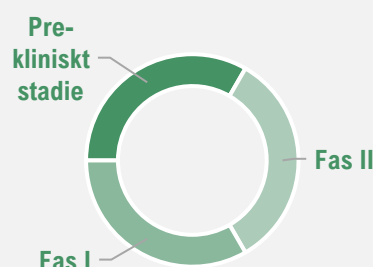
neodynamics	Market Cap	Kapitalandel	Substansvärde	Portföljandel
	31 MSEK	0,1 %	32 tSEK	0,0 %

## Portföljbolagens utvecklingsstadiet

Utvecklingsstadiet noterat



Utvecklingsstadiet onoterat



## Onoterade innehav: 81,8 % av det totala portföljvärdet

### TEQCool



Utgör **58,5 MSEK**  
av substansvärdet  
(Q4-23)

Cardeons största innehav är TEQCool AB ("TEQCool"), vilket är ett medicinteknikbolag specialiserat på att utveckla en patenterad teknik för selektiv kylning av hjärnan för patienter som lider av neurologisk feber till följd av hjärnskada. Då patienter med allvarliga hjärnskador frekvent utvecklar feber under behandling, vilket leder till högre dödlighet, avser bolagets system förbättra chanserna för överlevnad. Genom att systemet innehar kliniska fördelar gentemot konkurrenter ser Analyst Group att TEQCool har potential att vinna samt försvara marknadsandelar på den globala marknaden inom kylbehandling framgent. Cardeon inledde en process för att notera TEQCools aktier på en marknadsplats under våren 2023, förutsättningarna för att genomföra noteringsprocessen bedöms som goda och en notering förväntas kunna ske under år 2024. TEQCool är för närvarande i utvecklingsstadie fas I. Cardeon äger 55,8 % av utestående aktier, vilket utgör 58,5 MSEK av substansvärdet per den 31 december år 2023.

### RECCAN Diagnostics



Utgör **12,8 MSEK**  
av substansvärdet  
(Q4-23)

RECCAN AB ("RECCAN") har utvecklat en bioteknisk plattform för in-vitrodiagnostik, vilket möjliggör för tidig och mer specifik diagnos samt förbättrad prognos för solida cancer tumörer. Plattformen använder en patenterad kombination av proteinbiomarkörer som identifieras i blod- och cancer vävnadsprover. Bukspottkörtelcancer har i dagsläget högst mortalitetsgrad utav de större cancerdiagnoserna och förväntas inom kort bli den tredje största orsaken till cancerrelaterad dödlighet inom EU. Reccan har som ambition att få dess produkt Reccan Immunoassay CE-märkt för en marknads lansering under år 2025. RECCAN är i dagsläget i ett pre-kliniskt stadie men Analyst Group anser att bolaget har, genom sin plattform, goda möjligheter att vinna marknadsandelar vid kommersialisering genom att bolagets plattform kan avsevärt förbättra cancerdiagnostik vid godkännande. Cardeon äger 12,2 % av utestående aktier, vilket utgör 12,8 MSEK av substansvärdet.

### NanoEcho



Utgör **3,7 MSEK**  
av substansvärdet  
(Q4-23)

För närvarande saknas tillförlitliga metoder för att diagnostisera stadiet och spridningen utav rektalcancer. NanoEcho är i ett pre-kliniskt stadie och är specialiserade inom utvecklingen av en ny magnetomotorisk ultraljud, vilket är en bildgivande metod för diagnostik av främst rektalcancer. Teknologin kombinerar nanoteknologi med dagens ultraljudsteknologi där mängden samlade nanopartiklar möjliggör för en differentiering av frisk och sjuk vävnad, vilket Analyst Group anser har potential att revolutionera bekämpningen utav rektalcancer. Bolaget planerar för en registreringsstudie vilket behövs för att kunna lansera produkten. Målsättningen är att ha ett färdigt och godkänt system på marknaden år 2026. Cardeon äger 5,1 % av utestående aktier, vilket utgör 3,7 MSEK av substansvärdet.

### CarryGenes Therapeutics



Utgör **3 MSEK**  
av substansvärdet  
(Q4-23)

CarryGenes Therapeutics har tillsammans med SynPloid Biotek LLC skapat en ny kromosomteknik genom en innovativ genterapi, vilket riktar sig mot cancer som nått ett avancerat skede. CarryGenes har utvecklat en syntetisk människokromosom, kallad hSync, med förmågan att bära anpassad genetisk information vilket läggs till i människans naturliga uppsättning. CarryGenes använder teknologin för att utveckla effektiva genbaserade terapier, vilket potentiellt kan möjliggöra nya behandlingar av olika cancerformer på den globala marknaden. Cardeon, äger 1,7 % av kapitalandelen, vilket utgör 3 MSEK av substansvärdet. Bolaget är i dagsläget i utvecklingsstadiet fas 2.

### Cellestia Biotech



Utgör **1,8 MSEK**  
av substansvärdet  
(Q4-23)

Cellestia Biotech (Cellestia) är ett biofarmabolag som utvecklar terapier för att kontrollera och modulera patogent genuttryck inom flertalet sjukdomsområden, vilket görs genom selektiv hämning av transkriptionsfaktorer i cellkärnan. Substansen CB-103 har avancerat till fas II för behandling av patienter med multiresistenta cancerformer. Bolagets terapier kan leda till ett botemedel mot tidigare obotliga cancerformer, vilket, tillsammans med en omfattande FoU-pipeline inom onkologi, autoimmuna och inflammatorisk sjukdomar, öppnar upp för nya behandlingar på en stor marknad. Cardeon äger 1,7 % av utestående aktier i Cellestia, vilket 1,8 MSEK av substansvärdet.

### Deep Light Vision

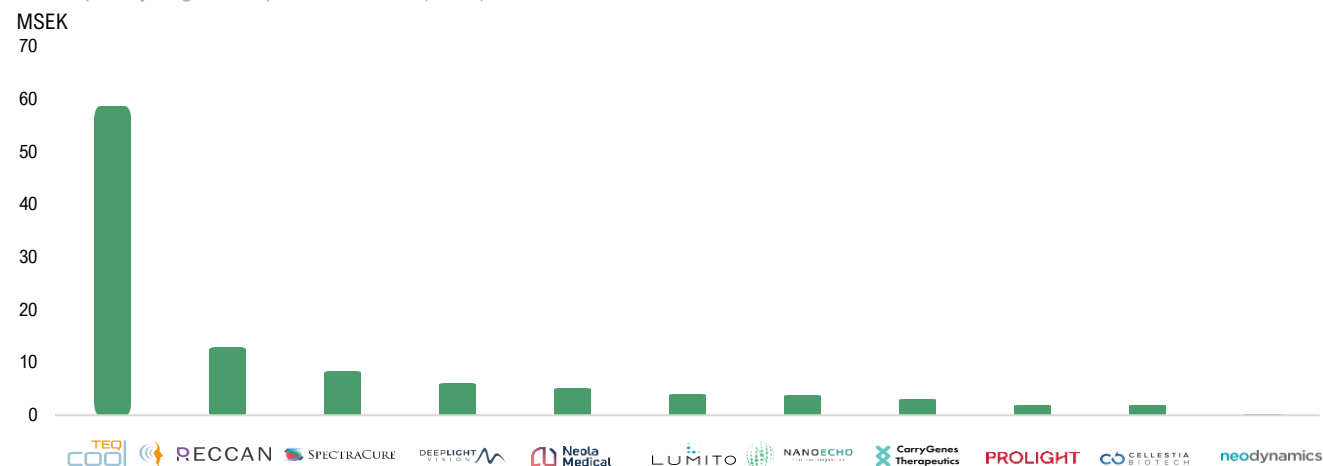


Utgör **6 MSEK**  
av substansvärdet  
(Februari år 2024)

I februari år 2024 förvärvade Cardeon 19 % utav Deep Light Vision ("DLV") för en köpeskilling om 6 MSEK och utgör därmed 6 MSEK av substansvärdet. Bolaget utvecklar en ny form av medicinsk bildgivande metod, Ultrasound Optical Tomograph, vilket kan ge möjlighet att avbilda syresättningen inuti organ såsom hjärna och hjärta. Metoden avser att ge en snabbare och icke-invasiv diagnos av sjukdomstillstånd såsom stroke, hjärtinfarkt och cancer tumörer. Bolaget är i dagsläget i ett projektfas men Analyst Group anser att DLV har god potential att skapa aktieägarvärde genom att, vid fortsatta framsteg, tillhandahålla sjukvården ett bättre alternativ till dagens diagnostikmetoder.

## Cardeon innehar per idag en investeringsportfölj om elva bolag.

Cardeon portföljbolag baserat på substansvärde (MSEK), 2024-04-30



## Cardeons portföljbolag har övergripande en god finansiell ställning och är välkapitaliserade.

Nyckel och finansiell överblick av Cardeons portföljbolag med publik information, avser LTM i MSEK eller %

Portföljbolag	Soliditet	Kassalikviditet	Balansomslutning	EBIT	Nettokassa (Q4-23)
SpectraCure	90%	555%	145	-21,4	57,0
Lumito	85%	142%	121	-26,5	22,5 <sup>1</sup>
Prolight Diagnostics	87%	851%	277	-22,5 <sup>5</sup>	13,3 <sup>2</sup>
NeoDynamics	64%	106%	64	-91,0	2,3 <sup>3</sup>
Neola Medical	92%	700%	86	-9,6	21,6
NanoEcho	64%	106%	64	-14,8	2,3 <sup>4</sup>

Källa: Portföljbolagens delårsrapporter och årsredovisningar

## Portföljallokering, 2024 (i % av substansvärde)



**CARDEON**  
FOR BETTER CARE

<sup>1</sup> Lumito har teckningsoptioner av serie T05 och T06 under år 2024, där Lumito kan totalt maximalt tillföras cirka 45 MSEK.

<sup>2</sup> Prolight har teckningsoptioner av serie T06 och T07 under år 2024, där Prolight kan maximalt tillföras cirka 94 MSEK via T06 och cirka 75 MSEK via T07.

<sup>3</sup> NeoDynamics har genomfört en företrädesemission om 25 MSEK under Q1-24, vilket ej inkluderat i nettokassan.

<sup>4</sup> NanoEcho har kommunicerat en avsikt om att genomföra en företrädesemission under Q2-24.

<sup>5</sup> Justerat för nedskrivning avseende MicroFlex om 113 MSEK.



Den globala Life science marknaden väntas växa med en CAGR om 8,6 % tills år 2032

## Life science

Life science innefattar samarbeten mellan offentlig sektor, sjukvård, industri och akademi, gällande forskning som syftar till att förbättra liv och hälsa för befolkningen. Sverige är idag i framkant avseende innovation och forskning inom life science samt inom sjukvården, vilket återspeglas i den goda svenska folkhälsan, enligt Human Development Index från år 2021 placeras Sverige på sjätte plats i världen.<sup>1</sup> Den globala life science marknaden värderades till 10,3 mdUSD under år 2023, och förväntas växa med en CAGR om 8,6 % till år 2032 vilket motsvarar ett marknadsvärde om 24,1 mdUSD. Marknadstillväxten förväntas drivas utav en ökad förekomst av kroniska sjukdomar, en vilja att minska sjukvårdsutgifter samt en förbättrad förmåga att utföra avancerade analyser.<sup>2</sup>

Hälsa- och sjukvårdens spendering ökar

## Ökade kostnader genom en allt äldre befolkning

Enligt SCB uppgick folkmängden i Sverige till 10,5 miljoner år 2023 och förväntas växa till närmare 11 miljoner år 2030.<sup>3</sup> Norden i sin helhet har en åldrande befolkning då livslängden förväntas växa. Den äldre befolkningen lider i större utsträckning av välevnadssjukdomar exempelvis hjärt- och kärlsjukdomar samt diabetes, vilket innebär större efterfrågan på medicin och behandling.<sup>6</sup> Detta medför en ökande kostnad för samhället gällande behandling, där hälso- och sjukvårdsspendering som andel av BNP har ökat från 7,9 % år 2001 till 10,5 % år 2022, vilket förväntas fortsätta.<sup>4</sup>

## Växande global medelklass samt försämrade levnadsvanor ökar sjukvårdskostnaderna

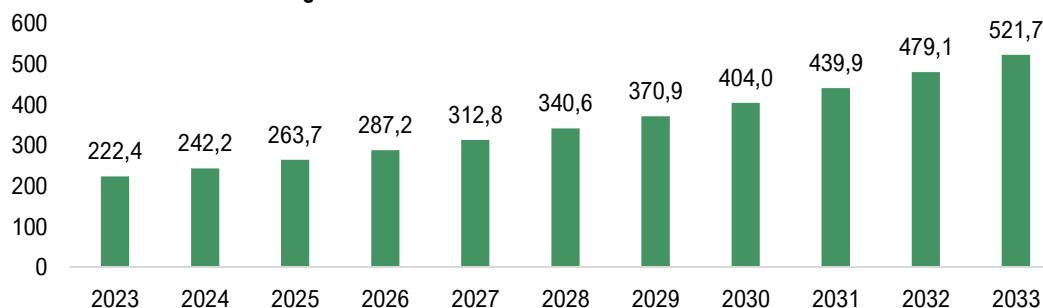
Den globala medelklassen växer, under år 2020 uppgick den till cirka 3,5 miljarder individer och väntas växa till cirka 4,5 miljarder år 2030.<sup>5</sup> En ökande medelklass innebär att fler personer har råd, och vilja, att spendera disponibel inkomst på hälsa och sjukvård, vilket medför att större resurser förväntas investeras inom bland annat life science. Enligt WHO är hjärt- och kärlsjukdomar den främsta dödsorsaken globalt, totalt avlider 17,9 miljoner av dess följd påverkan. Den vanligaste beteendemässiga faktorn till att utveckla denna sjukdom är ohälsosam kost, fysisk inaktivitet och tobaksbruk, enligt WHO:s rapport ökar de flesta av dessa levnadsmönster i Sverige.<sup>6</sup>

## Marknaden för Onkologi

Cancer var år 2019 den näst största dödsorsaken och orsakade 18 % av alla dödsfall globalt.<sup>7</sup> Den globala marknaden för onkologi estimerades vara värd 222,4 mdUSD för år 2023 samt förväntas visa en årlig tillväxttakt om 8,9 % för att uppgå till 521,6 mdUSD år 2033. Marknadstillväxten förväntas drivas utav framsteg inom diagnostisering, behandling samt förebyggandet utav cancer.

Årlig tillväxttakt om 8,9 %

### Globala marknaden för onkologi i mdUSD



Källa: Novaoneadvisor

## Portföljbolag har goda möjligheter att kapitalisera på den underliggande marknadstillväxten

Goda möjligheter att kapitalisera på marknaden

I dagsläget utvecklar åtta utav Cardeons portföljbolag, exempelvis SpectraCure och RECCAN, innovativa lösningar inom onkologi vilka har goda möjligheter att revolutionera behandling samt diagnostisering utav vissa cancerformer. I och med detta anser Analyst Group att Bolagets innehav är väl positionerade inom marknaden för att vinna marknadsandelar samt kapitalisera på den underliggande tillväxten framgent.

Källor:

- <https://worldpopulationreview.com/country-rankings/hdi-by-country>
- <https://www.precedenresearch.com/life-science-analytics-market>
- <https://www.scb.se/hitta-statistik/sverige-i-siffror/maniskorna-i-sverige/sveriges-befolkning/#:~:text=2022%20var%20folkm%C3%A4ngden%20i%20Sverige,fler%20har%20invandrat%20%C3%A4n%20utvandrat.>
- [https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START\\_\\_NR\\_\\_NR0109/HCBNP/table/tableViewLayout1/](https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START__NR__NR0109/HCBNP/table/tableViewLayout1/)
- <https://elements.visualcapitalist.com/the-worlds-growing-middle-class-2020-2030/>
- [https://assets.ctfassets.net/vsg3mjzpeus/Fo3bGNgvZiDGXN19Rvpm/822218c55996801844a8254bd9ab50d4/HLF\\_HJ\\_\\_RTALUNGA\\_2022\\_WEBB.pdf](https://assets.ctfassets.net/vsg3mjzpeus/Fo3bGNgvZiDGXN19Rvpm/822218c55996801844a8254bd9ab50d4/HLF_HJ__RTALUNGA_2022_WEBB.pdf)
- <https://ourworldindata.org/causes-of-death-treemap>

### Base scenario: *Sum of the parts*-värdering

Värderingen av Cardeon härleds genom att en *sum-of-the-parts*-värdering appliceras, innebärande att det verkliga värdet härleds från samtliga portföljbolag för att sedan summeras till ett totalt värde, ett så kallat substansvärde för investmentbolag, för Cardeons totala innehav. Det verkliga värdet av portföljbolagen härleds genom sista aktuella marknadskurs för vardera noterade portföljbolag, i enlighet med The International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV). Avseende värderingen av Cardeons onoterade portföljbolag har Analyst Group valt att utgå ifrån värderingsprincipen "senaste transaktion", vilken avser det pris som tillämpats i de senaste genomförda transaktionerna för portföljbolaget i fråga, vilket därmed kan anses vara representativt för verkligt värde. Det totala värdet av Cardeons portföljbolag summeras till ett substansvärde för Cardeon, varpå en substansrabatt eller substanspremie appliceras. En substansrabatt, tillika premie, för ett investmentbolag kan bero på marknadens förväntningar på underliggande innehav, historiska investeringar/avyttringar, transparens, portföljkoncentration och likviditet. Analyst Group har valt att jämföra Cardeon med likartade investmentbolag för att härleda en substansrabatt. Cardeon har totalt elva (11) innehav, varav fem (5) innehav utgörs av noterade bolag, vilka är SpectraCure, Lumito, Prolight Diagnostics, NeoDynamics och Neola Medical, medan resterande sex (6) bolag verkar i en onoterad miljö.

### Cardeons portföljbolag och substansvärde

Cardeons portfölj består idag av totalt elva bolag, där det totala verkliga värdet uppgår till cirka 105 MSEK. Det verkliga värdet för den noterade portföljen uppgår till 19 MSEK, baserat på stängningskurser den 1 maj år 2024, och utgör därmed 18,2 % av Cardeons investeringsportföljen (exkl. nettokassa/-skuld). Det verkliga värdet för den onoterade portföljen baseras som nämnt på värderingsmetoden "senaste transaktion" och uppgår till 85,8 MSEK, vilken utgör 81,8 % av Cardeons investeringsportfölj. Nedan följer en tabell avseende Cardeons portföljbolag i både den noterade och onoterade portfölj, där verkligt värde och andel av portfölj härleds.

Bolag	Verkligt värde (MSEK)	Andel av Cardeons portfölj <sup>1</sup>	Kapitalandel	Aktiekurs (SEK)	Antal aktier	Andel av vardera portföljen
SpectraCure	8,3	7,9%	3,2%	2,7	3 073 193	43,3%
Lumito	3,9	3,7%	1,5%	1,3	3 125 168	20,5%
Prolight Diagnostics	1,9	1,8%	2,3%	0,2	11 406 812	9,7%
NeoDynamics	0,0	0,0%	0,1%	1,0	33 413	0,2%
Neola Medical	5,0	4,8%	3,4%	2,1	2 412 887	26,3%
<b>Summa noterat</b>	<b>19,1</b>	<b>18%</b>				<b>100%</b>
TEQCool	58,5	55,8%	59,0%	0,2	234 084 275	68,2%
Reccan Diagnostics	12,8	12,2%	15,6%	12,0	1 062 506	14,9%
NanoEcho	3,7	3,5%	5,1%	1,5	2 446 043	4,3%
CarryGenes Therapeutics	3,0	2,9%	1,7%	117,8	25 472	3,5%
Cellestia Biotech	1,8	1,7%	0,4%	60,0	30 000	2,1%
Deep Light Vision	6,0	5,7%	19,0%	0,3	20 000 000	7,0%
<b>Summa onoterat</b>	<b>85,8</b>	<b>82%</b>				<b>100%</b>
<b>Summa investeringsportföljen</b>	<b>104,9</b>	<b>100%</b>				

Det största innehavet i Cardeon portfölj utgörs av TEQCool som motsvarar cirka 50 % av Bolagets totala portfölj. TEQCool genomförde under år 2023 en företrädesemission om 14 MSEK och kommunicerade i samband med emissionen att dotterbolaget avsåg att inleda en process om en notering på marknadsplatsen NGM Nordic SME. Trots att processen inte har kommenterats sedan dess, bedömer Analyst Group att TEQCool fortsatt avser att genomföra en notering under år 2024, vilket kan utgöra ett värde drivande steg för Cardeon.

<sup>1</sup> Andel av substansvärdet beräknas exklusive nettokassa/skulder för att ge en tydligare bild av portföljbolag.

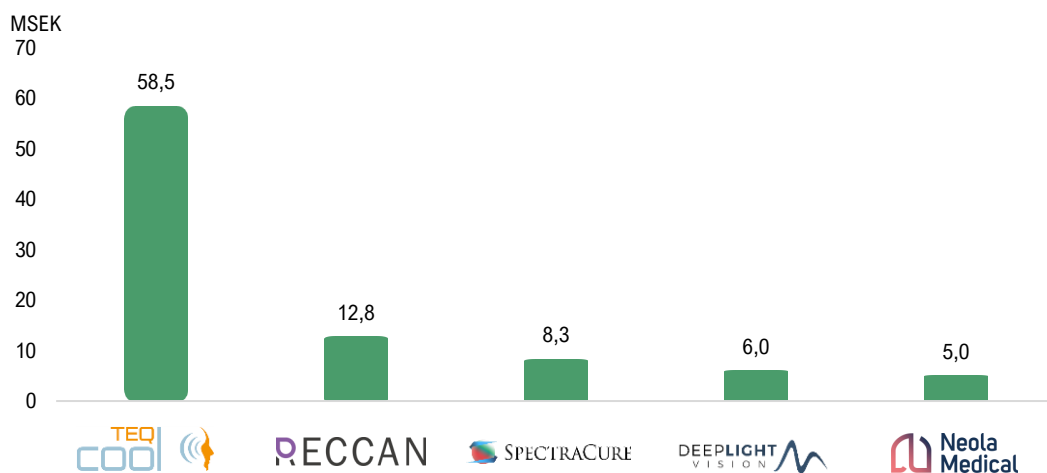
Därtill ska det tilläggas att Cardeon meddelade under april månad 2024 att Bolaget har som avsikt att genomföra en utdelning om cirka 107 miljoner aktier i dotterbolaget TEQCool, vilket motsvarar cirka 46 % av Cardeons totala innehav i TEQCool. Utdelningen avses att föreslås till Bolagets årsstämma den 13 juni 2024 och föreslås att ske pro rata, vilket innebär att sex (6) aktier i Cardeon berättigar erhållandet av en (1) aktie i TEQCool. Det bokförda värdet på de aktierna som avses att delas ut uppgår till cirka 17,8 MSEK, vilket följaktligen motsvarar en utdelning om cirka 0,03 kr per aktie i Cardeon. Analyst Group anser att utdelningen belyser diskrepansen i värdet av Cardeons onoterade portfölj, där utdelningen motsvarar cirka 0,03 kr per aktie i Cardeon och kan sättas i relation till Cardeons aktiepris om 0,018 kr per aktie. Därutöver, likt tidigare nämnt, bedömer Analyst Group att TEQCool fortfarande avser genomföra en notering, vilket skulle kunna utgöra ett värde drivande moment för aktierna i TEQCool.

Cardeons fem största innehav utgörs av TEQCool, Reccan, SpectraCure, Deep Light Vision och Lumito, varav SpectraCure och Neola Medical är noterade portföljbolag. De fem största innehavens totala verkliga värde uppgår till 90,5 MSEK, vilket kan sättas i relation till investeringsportföljens totala verkliga värde om cirka 105 MSEK.

#### Nedan illustreras Cardeons fem största innehav i portföljen.

Verkligt värde av de fem största innehaven i Cardeons portfölj, vilket utgörs av TEQCool, Reccan Diagnostics, SpectraCure, Deep Light Vision och Neola Medical.

Topp  
5  
Innehav



Källa: Analyst Groups prognoser och Cardeon

För att härleda ett substansvärde tas även investmentbolagets övriga tillgångar och skulder i beaktning, där Analyst Group har valt att estimeras kassa som subtraheras med skuldsättningen. Cardeon genomförde under Q1-24 en företrädesemission där Bolaget tillfördes totalt cirka 16,6 MSEK före emissionskostnader. Företrädesemissionen innefattade även teckningsoptioner, TO1 och TO2, där teckningsoptionerna innebär att Cardeon maximalt kan tillföras cirka 54 MSEK, vilket innefattar 12,5 MSEK i TO1 respektive 41,6 MSEK i TO2, före emissionskostnader. Teckningskursen avseende TO1 har fastställts till 0,018 kr per aktie, motsvarande 70 % av den volymviktade genomsnittskursen för Cardeons aktie om 0,022 kr per aktie under mätperioden i april månad, där teckningsperiod pågår från och med den 22 april till och med den 7 maj år 2024. Analyst Group estimerar en teckningsgrad om cirka 40 % av TO1, vilket innebär en total emissionslikvid om 5,0 MSEK före emissionskostnader och att antalet aktier ökar med 277 499 984 och estimeras därefter uppgå till 917 785 788.

Givet rapporterad nettoskuld vid utgången av Q4-23, Cardeons investering i Deep Light Vision under februari månad 2024 och en estimerad kapitalförbrukning om cirka 1 MSEK per kvartal, estimeras Cardeons nettokassa vid utgången av Q2-24 uppgå till 4,0 MSEK, allt annat lika, där det ska tilläggas att TO2 ytterligare kan stärka kassan med upp till 41,6 MSEK, beroende på teckningskurs och teckningsgrad. Givet ett totalt verkligt värde av Cardeons portfölj om cirka 105 MSEK och en nettokassa om 4,0 MSEK, uppgår Cardeons substansvärde till cirka 109 MSEK. I relation till Cardeons marknadsvärde (Market Cap) om 12 MSEK, uppgår Cardeons substansrabatt till 90 %.



För att härleda en substansrabatt har Analyst Group att jämföra Cardeon gentemot Peers, vilket utgörs av jämförelsebara investmentbolag inom life science, innefattande bland annat medtech, läkemedel och bioteknik. Vi har valt att titta närmare på de börsnoterade investmentbolagen Karolinska Development och Linc.



**Karolinska Development** är ett nordiskt investmentbolag inom life science industrin. Bolaget fokuserar på att identifiera medicinska innovationer och att investera för att skapa och utveckla bolag som vidareutvecklar sådana innovationer till differentierade produkter. Karolinska Developments portfölj består idag av elva bolag inriktade på att utveckla innovativa behandlingar för allvarliga eller livshotande sjukdomar. Nio av portföljbolagen har läkemedelskandidater i pågående eller planerade kliniska studier och två av portföljbolagen har medicintekniska produkter i lanseringsfas.

**419**  
Market Cap (MSEK)

*Lista: Small Cap  
Stockholm*



**Linc** investerar i bolag inom den nordiska life science industrin. Investeringarna görs i såväl privata som publika bolag och i forskningsrespektive verksamhetsdrivande bolag. Linc fokuserar på bolag med en produktorienterad affärsmodell som har global potential, ofta inom läkemedel eller medicinteknik. Störst andel av investeringarna sker inom Norden. Lincs portfölj utgörs idag av 13 noterade bolag och 15 onoterade bolag. Största innehaven utgörs av MedCap, Calliditas Therapeutics och Stille.

**3 967**  
Market Cap (MSEK)

*Lista: Mid Cap  
Stockholm*



NAV  
**1,3 mdSEK**

Substansrabatt  
**67 %**

Sett till Karolinska Development och Linc besitter båda jämförelsebolagen en likartad investeringsstrategi inom life science, varav båda investmentbolagen innehar portföljbolag med medicintekniska produkter. Karolinska Development har idag en portfölj om totalt elva bolag, likt Cardeon, där enbart tre bolag är noterade. De noterade portföljbolagen utgörs av medicinteknikbolagen OssDesign och Promimic, samt bioteknikbolaget Modus Therapeutics, varav resterade nio portföljbolag verkar i en onoterad miljö. Vid utgången av Q1-24, vilket avser investmentbolagets senaste rapporterade kvartal, uppgick den totala portföljen till 1 114 MSEK. Karolinska Developments noterade portföljvärde uppgick till cirka 129 MSEK och utgjorde därmed en andel om 11 % av den totala portföljen, medan värdet på den onoterade portföljen uppgick till cirka 985 MSEK och utgjorde därmed en andel om 89 % av den totala portföljen. Karolinska Development rapporterade substansvärde (inkl. tillgångar) uppgick till 1 254 MSEK eller 4,7 kr per aktie, vilket i relation till Market Cap om 419 MSEK motsvarar en substansrabatt om 67 %.



NAV  
**3,6 mdSEK**

Substanspremie  
**11 %**

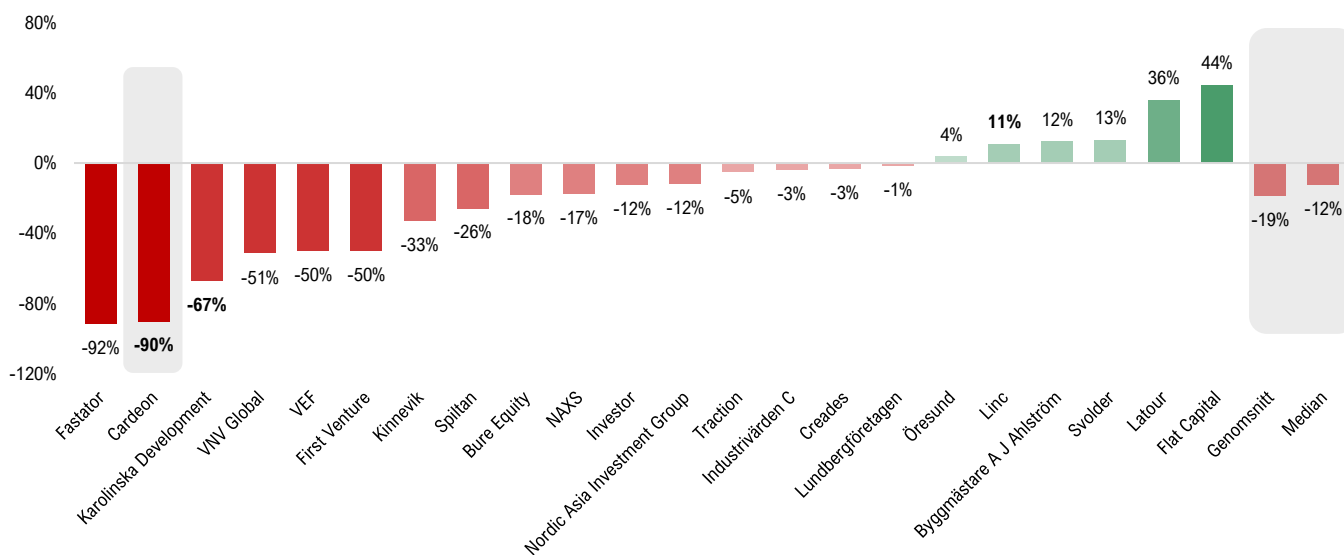
Linc har idag en portfölj om totalt 28 bolag, där den noterade portföljen utgörs av 13 bolag och den onoterade portföljen av 15 bolag. Det största portföljbolaget utgörs av MedCap, vilka besitter en förvärvsdriven affärsmodell inom life science, där bolaget avser att förvärva och utveckla lönsamma, marknadsledande nischbolag främst inom life science, inom områdena medicinteknik och specialistläkemedel. MedCap är noterat på Mid Cap Stockholm och har ett börsvärde om cirka 6,2 mdSEK. Övriga noterade portföljbolag utgörs bland annat av Calliditas Therapeutics, Stille och Sedana Medical. Vid utgången av Q1-24, vilket avser Lincs senaste rapporterade kvartal, uppgick den totala portföljen till 3 mdSEK. Lincs noterade portföljvärde uppgick till cirka 2,7 mdSEK och utgjorde därmed en andel om 91 % av den totala portföljen, medan värdet på den onoterade portföljen uppgick till cirka 271 MSEK och utgjorde därmed en andel om 9 % av den totala portföljen. Lincs substansvärde (inkl. tillgångar) uppgick till 3,6 mdSEK, vilket i relation till Market Cap om 4,0 mdSEK motsvarar en substanspremie om 11 %.

Vid en jämförelse mot samtliga noterade investmentbolag i Sverige uppgår genomsnittlig substansrabatt till 19 % och medianen till -12 %, vilket kan sättas i relation till Cardeons substansrabatt om 90 %. Karolinska Developments substansrabatt uppgår till 67 %, vilket antas förklaras av en hög grad av onoterade portföljbolag i ett tidigt skede. Lincs substanspremie uppgår till 11 %, där en premie antas förklaras av en stark historik, samt att en stor del av portföljen består av större noterade bolag, vilket ökar transparensen. Cardeons noterade portfölj utgör 18,2 % av Bolagets totala investeringsportfölj, vilket är högre än Karolinska Development, men lägre än Lincs. Cardeons onoterade portfölj utgör 81,8 % av den totala investeringsportföljen, vilket motiverar en högre substansrabatt, men Analyst Group anser att den föreslagna utdelningen av aktier i de onoterade dotterbolaget TEQCool, tydliggör dolda verkliga värdet i den onoterade portföljen och kompenserar för den höga andelen onoterade portföljbolag. Givet detta anser Analyst Group att en substansrabatt om 37,5 % är rättfärdigad i ett Base scenario, vilket är lägre än Karolinska Development, men betydligt högre än Lincs substanspremie om 6 %.

### Cardeon handlas till, vad Analyst Group anser, en oförtjänt hög substansrabatt.

Substansvärde på noterade investmentbolag givet senaste rapporterade substansvärde och senast aktiekurs.

#### Substansrabatt, investmentbolag (senast rapporterat)



Källa: Ibindex eller senaste kvartalsrapporter

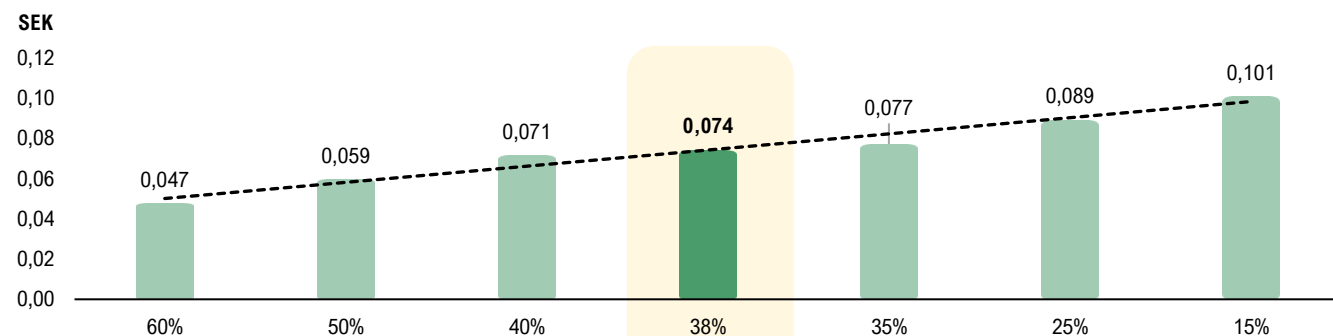
#### Market Cap

**68,0  
MSEK**

Utifrån en *Sum of the Parts*-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen motiveras ett substansvärde om 108,9 MSEK för Cardeon. Med applicerad substansrabatt om 37,5 % och givet antagen teckningsgrad i TO1, vilken tas i beaktning i värderingen, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 0,07 kr i ett Base scenario, vilket motsvarar ett motiverat bolagsvärde (Market Cap) om 68,0 MSEK. För att se full härledning av värderingen hänvisar vi till appendix på s. 16.

### Analyst Group ser ett motiverat värde per aktie om 0,07 kr per aktie i ett Base scenario.

Aktiekurs (Base scenario), samt illustration av en känslighetsanalys baserat på olika applicerade substansrabatter.



Analyst Groups prognoser

Onoterade tillgångar utgör en option i investeringsviden

### Optionsvärde i noterade innehav

Cardeons portfölj utgörs stor del av en diversifierade portfölj i noterade innehav, vilket innebär att investerare får tillgång till en portfölj av handplockade medicintekniska- och life science-bolag i tidig fas, vilket generellt utgör svårinvesterade tillgångar för investerare. I den typen av bolag kan värderingen vara missvisande och laggande, eftersom bolagens aktier inte handlas aktivt och därför inte har ett uppdaterat marknadsvärde som reflekterar eventuella framsteg i verksamheten. Genom att arbeta mot notering och/eller extern kapitalanskaffning för bolag i tidig fas öppnas däremot nya dörrar för kapitalanskaffning för att accelerera mot en regulatoriska tillstånd, kommersialisering och marknads lansering. I samband med notering stiger också i regel värderingen för bolag, eftersom det ökar likviditeten, tillika transparensen, vilket leder till synliggörande av verkligt värde kan aktualiseras genom ökad handel när noterade innehav blir noterade innehav. Cardeon möjliggör för investerare att vara med i generellt svårinvesterade tillgångar, vilka besitter egenskaper för en stark värdeutveckling över tid, varpå noteringar och exitfall av noterade tillgångar utgör en option som potentiella investerare erhåller i samband med en investering i Cardeon.

### Värdering: Bull scenario

I ett Bull scenario appliceras en lägre substansrabatt, vilket motiveras av följande potentiella värde drivare:

- TEQCool delas ut till aktieägare i Cardeon, till ett värde som motsvarar 0,03 kr per aktie i Cardeon. Därutöver fortskrider TEQCool med planerna om en notering på NGM Nordic SME, vilket sker under helåret 2024 och aktualiserar värdet i dotterbolaget.
- Det verkliga värdet i den onoterade portföljen valideras genom att det aktuella värdet i den onoterade portföljen aktualiseras eller avyttras genom externa transaktioner, och/eller där dotterbolag i den onoterade portföljen uppnår betydande värde drivande milstolpar, vilket ökar förtroendet och förväntningarna för de onoterade bolagen. Detta, i kombination med ökad transparens i den onoterade portföljen motiverar en lägre substansrabatt.
- Ökad riskvilja på börsen leder till en ökad efterfrågan på aktier med en högre riskprofil, där Cardeon ger investerare möjlighet att delta i en värdeutveckling från ett tidigt stadiet i tillgångar som generellt är svårinvesterade.

Utifrån en Sum of the Parts-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen, vilket i kombination med en teckningsgrad om 50 % av TO1, motiveras ett substansvärde om 111 MSEK för Cardeon. Givet ovan, motiveras en lägre substansrabatt än i ett Base scenario och en substansrabatt om 20 % appliceras. Baserat på antagen teckningsgrad av TO1, vilket tas i beaktning i värderingen, ökar antalet aktier mer i ett Bull scenario än i Base scenariot och ett potentiellt värde per aktie om 0,09 kr motiveras, vilket motsvarar ett motiverat bolagsvärde (Market Cap) om 88,7 MSEK. För att se full härledning av värderingen hänvisar vi till appendix på s. 17.

### Bull scenario

Market Cap	Pris per aktie
88,7 MSEK	0,09 SEK

### Värdering: Bear scenario

I ett Bear scenario appliceras en högre substansrabatt, vilket motiveras av följande potentiella hämmande faktorer:

- Den onoterade portföljen utgör en stor del av den totala investerade portföljen och utifrån en kurspress i de noterade portföljbolagen estimeras den onoterade portföljen utgöra en allt större del av Cardeons totala investerade portfölj. En större andel onoterat medför minskad transparens, vilket medför osäkerhet bland investerare, där en substansrabatt marginellt över Karolinska Development motiveras, vars onoterade portfölj utgör 89 % av den totala portföljen.
- Minskad riskvilja på börsen leder till en minskad efterfråga för aktier med en hög riskprofil, dit Cardeon som investerare i bolag i ett tidigt stadiet utan intäkter räknas, vilket leder till minskade transaktioner på marknaden. Cardeon får därmed utmaningar att aktualisera det verkliga värdet i portföljen.

Utifrån en Sum of the Parts-värdering (SOTP) av samtliga portföljbolagen, vilket i kombination med en teckningsgrad om 20 % av TO1, motiveras ett substansvärde om 106 MSEK för Cardeon. Givet ovan, motiveras en högre substansrabatt än i Base scenario och en substansrabatt om 75 % har applicerats. Baserat på antagen teckningsgrad av TO1, vilket tas i beaktning i värderingen, minskar antalet aktier i ett Bear scenario än i ett Base scenario och ett potentiellt värde per aktie om 0,03 kr motiveras, vilket motsvarar ett motiverat bolagsvärde (Market Cap) om 26,6 MSEK. För att se full härledning av värderingen hänvisar vi till appendix på s. 17.

### Bear scenario

Market Cap	Pris per aktie
26,6 MSEK	0,03 SEK



#### Masoud Khayyami: VD och styrelseledamot

Masoud Khayyami är VD och styrelseledamot i Cardeon AB, han har också doktorerat inom tillämpad biokemi från Lunds Tekniska Högskola. Khayyami är aktivt involverad i flera av Cardeons portfölj företag såsom SpectraCure AB, där han är tf. VD.

Khayyamis karriär kännetecknas av ett starkt fokus på innovation inom medicinska vetenskaper, framför allt inom utvecklingen av nya medicintekniska produkter och metoder. Hans arbete har resulterat i många publikationer och patentansökningar, främst på internationella marknader.

Khayyamis entreprenörsinitiativ inkluderar grundandet av Prolight Diagnostics AB, där han också är styrelseordförande. Han har bidragit till medicinska vetenskaper genom sina forsknings- och utvecklingsinsatser, särskilt inom tillämpad medicin, mikrobiologi och framställning av biomolekyler för kommersiellt bruk och forskningsändamål.

Utöver sina affärs- och forskningsaktiviteter är Khayyami engagerad i att främja fältet medicinteknik genom strategiska ledarroller i flera företag. Hans expertis erkänns ytterligare genom hans bidrag till fackgranskade tidskrifter och hans aktiva deltagande i den vetenskapliga akademien.

*Masoud Khayyami äger 292 607 341 (45,7 %) aktier i Cardeon AB*

#### Tomas Kramar: Styrelseordförande

Tomas Kramar är styrelseordförande för Cardeon AB och är utbildad civilingenjör i kemiteknik från Lunds Tekniska Högskola. Han har tidigare tjänstgjort som VD för Siemens Healthcare, vilket har gett honom djup insikt och erfarenhet inom medicinteknik och hälsovårdssektorn.

Kramar är djupt involverad i Cardeon AB, där han är styrelseledamot i flera utav Cardeons portföljbolag i vilka han bidragit till företagets strategiska riktning och expansion. Kramars bakgrund från Siemens Healthcare har också möjliggjort för Cardeon att navigera effektivt inom de tekniska och regulatoriska aspekterna av företagsledning, vilket är särskilt relevant i Bolagets strävan efter innovation och tillväxt inom Cardeons kärnområden.

Kramar är också ordförande för Percy Falks Cancerstiftelse som bidrar till forskning och undervisning rörande prostata- och bröstcancer.

*Tomas Kramar äger 4 855 543 (0,8 %) aktier i Cardeon AB*

#### Thomas Jensen: Styrelseledamot

Thomas Jensen är styrelseledamot i Cardeon AB och grundare av Allarity Therapeutics, ett bolag som specialiserar sig på precisionsmedicin för cancerbehandling och är noterat på Nasdaq New York.

Allarity Therapeutics, tidigare känd som Allarity, använder en patenterad plattform för läkemedelsresponsförutsägare (DRP) för att förbättra patientselektion för kliniska prövningar och förbättra behandlingsutfall, vilket är särskilt värdefullt inom områden som kräver hög precision såsom cancerbehandling. Detta reflekterar Jensens engagemang för att förbättra behandlingsstrategier genom att använda avancerad vetenskap och teknologi.

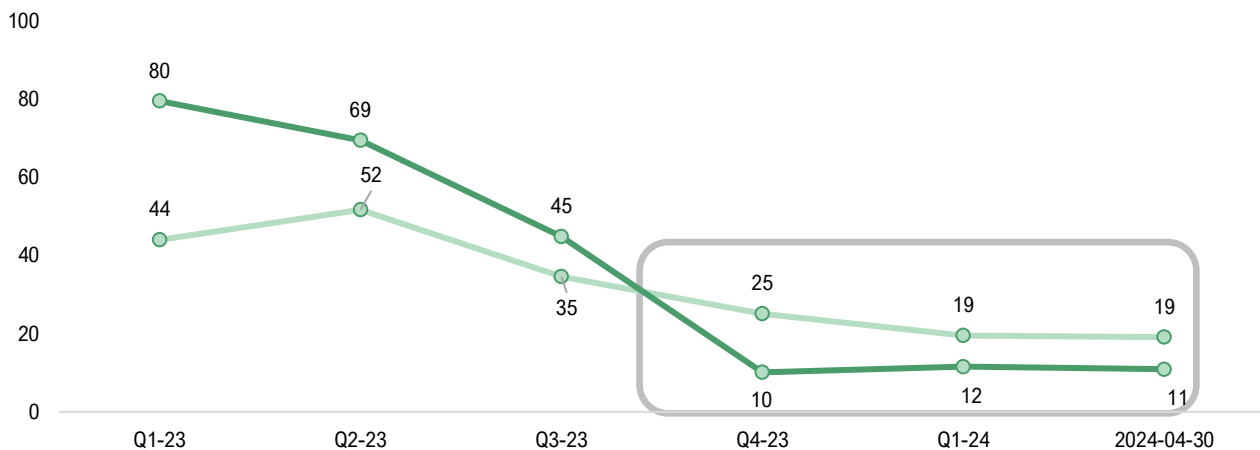
Jensens bidrag till Cardeon AB och hans arbete med Allarity Therapeutics belyser hans djupa förståelse för både affärsutveckling och de tekniska aspekterna av läkemedelsutveckling. Denna kombination av färdigheter stärker Cardeons potential att navigera i den komplexa världen av biotekniska och medicinska innovation.

*Thomas Jensen äger inga aktier i Cardeon AB*

## Base scenario

Bolag	Verkligt värde (MSEK)	Andel av Cardeons portfölj <sup>1</sup>	Kapitalandel	Aktiekurs (SEK)	Antal aktier	Andel av vardera portföljen
SpectraCure	8,3	7,9%	3,2%	2,7	3 073 193	43,3%
Lumito	3,9	3,7%	1,5%	1,3	3 125 168	20,5%
Prolight Diagnostics	1,9	1,8%	2,3%	0,2	11 406 812	9,7%
NeoDynamics	0,0	0,0%	0,1%	1,0	33 413	0,2%
Neola Medical	5,0	4,8%	3,4%	2,1	2 412 887	26,3%
<b>Summa noterat</b>	<b>19,1</b>	<b>18%</b>				
TEQCool	58,5	55,8%	59,0%	0,2	234 084 275	68,2%
Reccan Diagnostics	12,8	12,2%	15,6%	12,0	1 062 506	14,9%
NanoEcho	3,7	3,5%	5,1%	1,5	2 446 043	4,3%
CarryGenes Therapeutics	3,0	2,9%	1,7%	117,8	25 472	3,5%
Cellestia Biotech	1,8	1,7%	0,4%	60,0	30 000	2,1%
Deep Light Vision	6,0	5,7%	19,0%	0,3	20 000 000	7,0%
<b>Summa onoterat</b>	<b>85,8</b>	<b>82%</b>				
<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>	<b>104,9</b>					
Nettokassa	4,0					
<b>Substansvärde (MSEK)</b>	<b>108,9</b>					
Antal aktier (i miljontal)	917 785 788					
<b>Applicerad substansrabatt</b>	<b>38%</b>					
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>68,0</b>					
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>0,07</b>					
<b>Senaste kurs (SEK)</b>	<b>0,017</b>					
<b>Uppsida (+) / nedsida (-)</b>	<b>336%</b>					

—●— Marknadsvärde, noterade portföljbolag per balansdag      —●— Market Cap, Cardeon



<sup>1</sup> Andel av substansvärdet beräknas exklusive nettokassa/-skulder för att ge en tydligare bild av portföljbolag.



Bolag	Verkligt värde (MSEK)	Andel av Cardeons portfölj <sup>1</sup>	Kapitalandel	Aktiekurs (SEK)	Antal aktier	Andel av vardera portföljen
SpectraCure	8,3	7,9%	3,2%	2,7	3 073 193	43,3%
Lumito	3,9	3,7%	1,5%	1,3	3 125 168	20,5%
Prolight Diagnostics	1,9	1,8%	2,3%	0,2	11 406 812	9,7%
NeoDynamics	0,0	0,0%	0,1%	1,0	33 413	0,2%
Neola Medical	5,0	4,8%	3,4%	2,1	2 412 887	26,3%
<b>Summa noterat</b>	<b>19,0</b>	<b>18%</b>				
TEQCool	58,5	55,8%	59,0%	0,2	234 084 275	68,2%
Reccan Diagnostics	12,8	12,2%	15,6%	12,0	1 062 506	14,9%
NanoEcho	3,7	3,5%	5,1%	1,5	2 446 043	4,3%
CarryGenes Therapeutics	3,0	2,9%	1,7%	117,8	25 472	3,5%
Cellestia Biotech	1,8	1,7%	0,4%	60,0	30 000	2,1%
Deep Light Vision	6,0	5,7%	19,0%	0,3	20 000 000	7,0%
<b>Summa onoterat</b>	<b>85,8</b>	<b>82%</b>				
<b>Investeringsportfölj (MSEK)</b>	<b>104,9</b>					
Nettokassa	4,0					
<b>Substansvärde (MSEK)</b>	<b>108,9</b>					
Antal aktier (i miljontal)	917 785 788					
<b>Applicerad substansrabatt</b>	<b>38%</b>					
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>68,0</b>					
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>0,07</b>					
<b>Senaste kurs (SEK)</b>	<b>0,017</b>					
<b>Uppsida (+) / nedsida (-)</b>	<b>336%</b>					

## Bull scenario

Motiverat pris per aktie (SEK)	BULL SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	104,9
Nettokassa	6,0
Substansvärde (MSEK)	110,8
Antal aktier (i miljontal)	987 160 784
Applicerad substansrabatt	20,0%
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>88,7</b>
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>0,09</b>
<b>Uppsida (+) / nedsida (-)</b>	<b>428%</b>

## Bear scenario

Motiverat pris per aktie (SEK)	BEAR SCENARIO
Investeringsportfölj (MSEK)	104,9
Nettokassa	1,5
Substansvärde (MSEK)	106,4
Antal aktier (i miljontal)	779 035 796
Applicerad substansrabatt	75,0%
<b>Justerat Substansvärde (MSEK)</b>	<b>26,6</b>
<b>Motiverat pris per aktie (SEK)</b>	<b>0,03</b>
<b>Uppsida (+) / nedsida (-)</b>	<b>101%</b>

<sup>1</sup> Andel av substansvärdet beräknas exklusive nettokassa/-skulder för att ge en tydligare bild av portföljbolag.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Cardeon AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.