

F L E R I E

Flerie – Lockande
substansrabatt

av Impala Nordic
12 dec 2024



IMPALA NORDIC

Bakgrund

Flerie är ett investmentbolag inom life-science och har som strategi att vara långsiktiga och aktiva huvudägare i portföljbolagen. Nuvarande portfölj består av cirka 30 innehav, varav drygt 70 % av värdet ligger i den onoterade portföljen. Bolagets grundare och största ägare är Thomas Eldered, medgrundare av Recipharm. Bolaget har ett börsvärde på cirka 3,7 miljarder SEK och handlas på Mid Cap.

Förvaltningsstrategi

Bolagets strategi innebär att kassaflöde i huvudsak kommer att genereras genom försäljningar av andelar i portföljbolag. Bolagets track-record består bland annat av en exit i portföljbolaget Cormorant Pharmaceuticals, som såldes till Bristol Myers Squibb för en total köpeskilling om 520 MUSD 2016. Totalt investerade Flerie 43 MSEK i portföljbolaget, vilket inbringade 508 MSEK i samband med avyttringen. Därutöver har Flerie möjlighet att erhålla framtida tilläggsköpeskillingar.

Historisk avkastning

Bolaget har en stark avkastningshistorik om 14,2 % årligen (IRR) mellan 2011 fram till utgången av 2023. Bolaget har även ackumulerat realisationsvinster till följd av avyttringar, uppgåendes till 1 186 MSEK.

Historisk utveckling av investerat kapital (netto)

MSEK	Verkligt värde per 31 december 2023 ⁽¹⁾	Investerat kapital (netto) per 31 december 2023 ⁽²⁾	IRR, (%) per år
Product Development	2 069	-1 874	6,4 %
Commercial Growth	663	+119	17,3 %
Limited Partnerships	71	-72	-
Totalt	2 803	-1 827	14,2 %

Tabell från Bolaget.

Caset för den mer kortsiktige är inlösenprogrammet av aktier under mitten av 2025, där aktieägare kan lösa in aktier till NAV. I dagsläget handlas Bolaget till 10–15 % rabatt mot NAV. Kikar man på värderingen av den onoterade portföljen framstår den som konservativ snarare än offensiv, då värderingsmodellen aktivt tar hänsyn till negativa bolagshändelser, vilket får omedelbar negativ effekt på NAV. Sker det däremot något bra, exempelvis positiva studiedata, reflekteras detta värdeskapande först efter en finansieringsrunda eller aktietransaktion.

Balansräkning

I nuläget är balansräkningen stark, då en större riktad nyemission genomfördes när bolaget kom till börsen genom ett omvänt förvärv av Index Pharmaceuticals. I utgången av Q3 2024 uppgick likvida medel till 911 MSEK, med nästintill noll skulder.

Det bör inte uteslutas att bolaget reser nytt kapital så småningom, då majoriteten av portföljbolagen har löpande kapitalbehov. Detta är samtidigt en del av Bolagets strategi, och således ingen ko på isen.

Förklaring av Fleries inlösenprogram

Under 2025 kommer investerare kunna lösa in sina aktier motsvarande substansvärdet per aktie per den 30 juni 2025. Bolagets huvudägare Thomas Eldered (genom bolag), respektive investerarna i den riktade nyemission om cirka 600 miljoner kronor som genomfördes i samband med entrén på börsen, har åtagit sig att inte före 2029 respektive 2026 nyttja inlösenprogrammet.

Anledningen till instiftandet av inlösenprogrammet var framförallt att ge tidigare ägare av målbolaget vid det omvända förvärvet (Index Pharma), ett alternativ att få kontanter. Det finns totalt 78,1 miljoner utestående aktier, dvs 3,9 miljoner aktier kan maximalt lösas in (5 % av kapitalet). Om ägarlistan granskas (se nedan), så är ägandet framförallt extremt koncentrerat till ägare som antingen omfattas av lock-up och ej kan delta i inlösenprogrammet, eller på annat sätt sannolikt ej deltar.

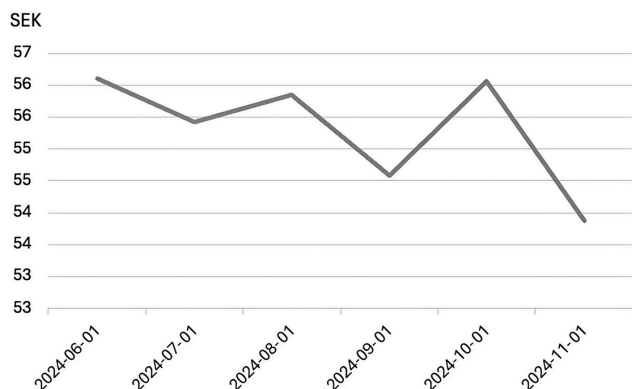
Av topp 20-ägarlistan att döma är drygt 89 % av kapitalet sådant som ej kommer att lösas in. I antagandet inkluderas att Thomas Eldered, Fjärde AP-fonden, Lars Backsell, Ted Fjällman, Linc, HBM Partners, Carl-Johan Spak, Karl Elmqvist och SEB Investment Management ej deltar. Dessa aktörer inkluderas antingen av lock-up och/eller är anställda eller närstående till Bolaget.

Worst case bedöms således vara att man kan lösa in knappt hälften av sina aktier, förutsatt att alla minoritetsägare som ej är med på topp-20 listan väljer att lösa in sina aktier.

Topp 20 ägare	Kapital %
Thomas Eldered	75,18%
Fjärde AP-fonden	7%
Lars Backsell	2,53%
Atlant Fonder	1,24%
Ted Fjällman	1,24%
Linc AB	1,15%
HBM Partners AG	1,14%
Avanza Pension	1,14%
Nordnet Pensionsförsäkring	0,65%
H. Lundén Holding AB	0,32%
SEB-Stiftelsen	0,28%
Carl-Johan Spak	0,26%
Sten A Olssons Pensionsstiftelse	0,25%
Carl Rosvall	0,24%
Karl Elmqvist	0,19%
Max Mitteregger	0,18%
Staffan Rasjö	0,17%
Swedbank Försäkring	0,16%
SEB Investment Management	0,14%
S-E-Bankens Utvecklingsstiftelse	0,13%

Ägardata: Börsdata/Holdings

Utveckling av NAV per aktie



Data från Bolaget

Aktiekursen YTD



Notera att rörelsen under första halvåret var under tiden då bolaget fortfarande var Index Pharma.

Fördelning av NAV per den 31 nov

Allokering av substansvärde	Andel av portföljbolag	Verkligt värde (MSEK)	Del av substansvärde per aktie (SEK)	Andel av substansvärde
Product Development				
Prokarium	42%	486	6,23	11,60%
Xspray Pharma	18%	269	3,44	6,40%
KAHR Medical	31%	206	2,64	4,90%
Empros Pharma	79%	204	2,62	4,90%
Atrogi	37%	176	2,25	4,20%
Lipum	57%	171	2,19	4,10%
Microbiotica	11%	138	1,77	3,30%
Geneos Therapeutics	12%	105	1,34	2,50%
Xintela	56%	104	1,34	2,50%
Mendus	24%	101	1,3	2,40%
Toleranzia	66%	97	1,25	2,30%
EpiEndo Pharmaceuticals	9%	57	0,73	1,40%
Synerkine Pharma	43%	53	0,68	1,30%
AnaCardio	19%	52	0,66	1,20%
Egetis Therapeutics	2%	38	0,49	0,90%
Buzzard Pharmaceuticals	14%	29	0,37	0,70%
Vitara Biomedical	8%	29	0,37	0,70%
Sixera Pharma	24%	27	0,35	0,60%
Alder Therapeutics	21%	17	0,22	0,40%
Amarna Therapeutics	58%	12	0,15	0,30%
Strike Pharma	16%	9	0,11	0,20%
Total		2 507	32,11	57,30%
Commercial Growth				
NorthX Biologics	92%	189	2,42	4,50%
Symcel	31%	169	2,16	4,00%
Provell Pharmaceuticals	72%	78	0,99	1,80%
Chromafora	31%	73	0,93	1,70%
Nanologica	43%	63	0,81	1,50%
A3P Biomedical	8%	42	0,54	1,00%
Frontier Biosolutions	2%	19	0,24	0,50%
Bohus Biotech	45%	17	0,21	0,40%
Total		649	8,31	15,40%
Limited Partnerships, totalt				
		92	1,18	2,20%
Tillgångar hänförliga till portföljbolag				
		299	3,84	7,10%
Övriga tillgångar och skulder				
		785	10,06	18,70%
Substansvärde		4 206	53,88	100,00%

Data från Bolaget

Peers

Bland peers ligger börsnoterade Linc nära tillhands. Till skillnad från Linc är Fleries portfölj till största del onoterad, vilket gör att den inte går att replikera i samma utsträckning som Lincs. Detta faktum gör spreaden i värdering mellan bolagen underlig i vår mening, då Lincs portfölj till stor del går att replikera. För tillfället handlas Linc till substansvärdet, medan Flerie handlas med en rabatt om 10-15 %.

Värt att tillägga är att Linc är en av Bolagets större aktieägare. Detta beror framförallt på att Flerie kom till börsen via ett omvänt förvärv, där Linc var huvudägare. För att stötta transaktionen valde Linc att delta i den riktade nyemission som skedde i samband med Fleries entré på börsen.

Ledning och styrelse

Grundare, huvudägare och ordförande i Flerie är Thomas Eldered, medgrundare av Recipharm som sedermera köptes ut från börsen av EQT för cirka 20 miljarder SEK. VD i Bolaget är Ted Fjällman som bland annat varit VD i Fleries portföljbolag, Prokarium. Ted Fjällman sitter i styrelsen för flera forskningsbolag och har även varit VD på NorthX Biologics, ett ytterligare portföljbolag.

Övrig styrelse



Cecilia Edström

- Civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm
- Erfarenhet från Corporate Finance på SEB och VD på Bactiguard AB
- Styrelseledamot i BioArctic AB



Anders Ekblom

- Läkarexamen, Filosofie doktor i fysiologi, Tandläkarexamen och docent på Karolinska Institutet
- 20 års erfarenhet från AstraZeneca, bl.a som VD för AstraZeneca AB Sweden
- Sitter i styrelsen för en rad forsknings- och läkemedelsbolag



Jenni Nordborg

- Civilingenjörsexamen i kemiteknik och doktorsexamen i kemi från Chalmers tekniska högskola. Executive Leadership Programme från Handelshögskolan i Stockholm.
- Tidigare nationell samordnare för life science vid Regeringskansliet
- Direktör för internationella frågor på LIF, branschorganisationen för läkemedelsföretagen i Sverige

Styrkor i caset

- **Rabatt mot NAV:** Med en rabatt på cirka 10–15 % skapas ett intressant ingångsläge för såväl deltagande i inlösenprogrammet som att äga aktien långsiktigt.
- **Få ägare kan nyttja inlösenprogrammet:** Vi bedömer att närmre 90 % av aktierna ej är aktuella för deltagande i inlösenprogrammet.
- **Dolda värden i den onoterade portföljen:** Bolaget skriver ner värdet på innehav direkt vid negativa nyheter, samtidigt som värdet endast skrivs upp i samband med kapitalanskaffningar eller transaktioner. Bra nyheter i portföljbolagen påverkar således inte NAV omedelbart.
- **Diversifiering minskar risken för stora nedskrivningar:** Bolagets fem största innehav utgör 32 % av NAV, det ska således mycket till för att större nedskrivningar ska ske.
- **God historisk avkastning i portföljen :** Flerie har en historisk avkastning (IRR) på 14,2 % 2011–2023.
- **Låg värdering jämfört med peer:** Linc handlas runt substansen trots stor andel noterade innehav. Fleries portfölj ger unik exponering mot onoterade life-science bolag, vilket i vår mening snarare bör värderas med premie. Trots detta värderas Flerie med cirka 10–15 % rabatt.
- **Unik exponering:** Det enda Bolaget på börsen med liknande exponering mot onoterad life-science.

Risker

- **Stort intresse för inlösenprogrammet gör att man ej kan lösa in önskad andel:** Det är inte säkert att hela ens innehav kan lösas in till NAV.
- **NAV kan minska:** Bakslag i innehaven kan leda till större nedskrivningar.
- **Likviditeten i aktien är stundtals låg:** Vid handel med större poster kan likviditeten i aktien vara ett problem.

Slutord

Flerie ger unik exponering mot en bred och väldiversifierad portfölj inom life-science, med få innehav som går att nå som privatinvestorare. Därtill leds Bolaget av en erfaren ledning & styrelse, där alla äger aktier. Därutöver handlas aktien till rabatt, trots den starka historiken.

Vi ser en uppsida på cirka 10-15 % till utgången av Q2 2025, dvs på drygt 6 månader. Detta är i vår mening en stabil förväntad avkastning sett till risken. Rabatten har samtidigt minskat något, vilket gör att placeringen blivit något mindre attraktiv. Om aktien dippar kan det däremot skapas intressanta ingångsmöjligheter, vilket vi anser vara ett klokt förhållningssätt till caset.

Skulle det mot förmodan vara fallet att "alla som kan" löser in sina aktier i utgången av Q2 2025, finns en risk att endast cirka 50 % av ens aktier kan lösas in. Oaktat inlösenprogrammet, anses Bolaget fortfarande vara för billigt på egna meriter. Detta i kombination med att aktien sannolikt trendar mot "fair value" desto närmre inlösendatum man kommer, skapar god risk/reward.

Analytiker

Vilhelm Ruhr

Kontakt: vilhelm@impalanordic.se

Innehav: Äger ej aktier

Disclaimer

© 2024 Impala Nordic. All rights reserved.

Materialet och informationen som upprättats av Impala Nordic är inte att betrakta som investeringsrådgivning av något slag. Varje investeringsbeslut fattas självständigt och tas på egen risk. Finansiella instrument kan både öka och minska i värde, och det finns en risk att du inte får tillbaka investerat kapital. Impala Nordic eller personer bakom Impala Nordic äger inga aktier i Bolaget.

Denna analys är oberoende och ej finansierad. Impala Nordic reserverar sig för eventuella faktafel, felskrivningar och feltolkningar i analysen.