

Uppdatering Q1-rapport 2020

2020-04-30

Chordate Medical: Bromsas av pandemin

- Acceptabel omsättning i ett svårt kvartal
- Kliniska prövningar pausade tillsvidare
- Vi behåller vårt tidigare värderingsintervall 1,46 – 2,31 SEK/aktie

Analytiker

Alf Riple, CFA

073-840 4008
alf.riple@vhcorp.se

Pascal Dettwiler

073-332 1473
pascal.dettwiler@vhcorp.se

Aktiens kortnamn

CMH

Industri

MedTech

Handelsplats

NGM Nordic SME

Senaste kurs (SEK)

0,86

Börsvärde (MSEK)

41,2

Bolagsvärde (MSEK)

39,7

Utestående aktier (M)

47,86

- varav free float (M)

14,60

VHCF motiverat värde per aktie

DCF-värdering 1,46 - 2,31 SEK

Chordate Medical

Adress

Kistagången 20B
SE-164 40 Kista, Sweden

Hemsida

chordate.com

VD

Anders Weilandt

Huvudägare (31 mar 2020)

Kapital (%)

Sifonen AB 10,50%

HAWOC Investment AB 10,40%

Tiven GmbH 9,90%

Tommy Hedberg 8,10%

Aktiekursens utveckling

Chordate Medical vs. OMXS30



Source: FactSet Prices

	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	18,8	7,1	-19,5
52 veckor (låg/hög) - SEK		0,7 / 1,17	

Källa: FactSet

I gårdagens rapport för första kvartalet rapporterade Chordate en omsättning om 463 tusen SEK. Detta var aningen lägre än vår förväntan men ändå acceptabelt givet att viktiga marknader stördes av COVID-19 under en stor del av kvartalet. Chordate är dessutom direkt påverkat av pandemin genom att båda dess kliniska studier har pausats. Detta innebär försening av de kliniska resultaten men även en minskning av rörelsekostnaderna på kort sikt. Vi tog höjd för detta i vår initiala analys från 31 mars och vi ser ingen anledning att ändra vår värdering av aktien för tillfället.

Chordate har genom sin distributör VEDISE fått ett ordentligt kommersiellt fotfäste i Italien. Enligt rapporten stod Italien för huvudtyngden av bolagets omsättning under Q1. Detta trots att Italien var bland de tidigast och värst drabbade länderna av COVID-19 pandemin. Landet började införa lokala restriktioner i slutet av februari och gick till full nationell karantän den 9 mars. Vår bedömning är att den italienska marknaden borde kunna bidra med högre försäljning när väl restriktionerna börjar lätta igen.

Bolaget har för tillfället två pågående kliniska studier. Den ena har som syfte att bevisa den kliniska effekten mot kronisk migrän och är förväntad att utgöra underlag för CE-märkning för denna indikation. Den andra ska bredda dokumentationen av effekt mot kronisk rinit för att underlätta framtida ansökningar om ersättning från sjukvårdssystemen. Båda studier har helt eller delvis pausats på grund av COVID-19. Detta är inte speciellt för Chordate utan mängder av kliniska studier runtom i världen har pausats av hänsyn till patientsäkerheten. Hur snabbt studierna kan återgå till full fart igen går inte att säga i nuläget. För migränstudien del kan det vara positivt att den utförs vid kliniker i Tyskland och Finland, två länder som antingen verkar ha fått kontroll (Tyskland) eller inte drabbats särskilt hårt (Finland) av pandemin.

Tabell 1: Finansiell översikt

MSEK	2 018	2 019	2020e	2021e	2022e
Intäkter	0,9	1,2	2,4	10,9	32,2
Tillväxt (%)	(15,1%)	66,3%	(7,4%)	347,7%	195,3%
Bruttomarginal (%)	72,4%	70,1%	59,4%	52,6%	66,2%
EBIT	(26,2)	(24,5)	(22,9)	(17,1)	(1,7)
EBIT-marginal (%)	neg	neg	neg	neg	neg
Kassa	0,5	3,6	30,1	8,7	6,9
Tillgångar	21,1	18,9	41,6	24,1	22,3
Eget kapital	11,3	11,0	35,4	18,3	16,5
Soliditet (%)	53,3%	58,2%	85,0%	76,0%	74,3%
P/E	neg	neg	neg	neg	neg
ROE	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT (x)	neg	neg	neg	neg	neg
EV/Sales (x)	42,0	34,1	22,1	3,6	1,2

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Studiebesked runt nyår?

Paus i studierna betyder att det kommer ta längre tid att få de kliniska resultaten. Enligt bolagets ursprungliga plan hade man sannolikt kunnat meddela marknaden om resultatet av migränstudien i september-oktober i år. Studieutfallet kan få väsentlig inverkan på marknadens värdering av aktien och det vore önskvärt att veta när resultatet kan presenteras. Den informationen finns tyvärr inte för tillfället. I vårt modellarbete har vi tillsvidare arbetat med en förutsättning om att båda studier försenas med ett kvartal, vilket betyder besked om migränstudien runt årsskiftet 2020/21. Det finns givetvis risk att utfallet försenas ytterligare om karantäner och andra restriktioner förlängs till efter sommaren.

På andra sidan myntet minskar Chordates rörelsekostnader till följd av minskade studieaktiviteter, se detaljer längre ned. Vi har antagit att studiekostnaderna utgör en stor del bolagets fasta kostnader vilket innebär att kvarvarande kostnader blir mycket låga. Chordate har därmed bra förutsättningar för att övervintra pandemin och bolaget har samtidigt fått bättre tid till att säkra sig ytterligare finansiering.

Kvartal i linje med förväntningar

När vi jämför kvartalets utfall med våra förväntningar står det klart att rapporten innehöll få överraskningar. Nettoomsättning var något lägre än vad vi hade förutspått men visar ändå på att rinit-behandlingen börjat få ett fotfäste på utvalda marknader, främst i Italien. Det kan även observeras att bolaget har aktiverat arbete för egen räkning för 603 tusen SEK, vilket hänförs till utvecklingen av den nya generationen av bolagets system. Utvecklingsprojekten beräknas kunna minska tillverkningskostnaderna till hälften för styrenheten samt engångsartikeln som används vid bolagets behandling.

Ökad kapitalbindning

Personalkostnader och övriga rörelsekostnader var i mångt och mycket i linje med våra förväntningar. Sammantaget kom periodens resultat in något bättre än vad vi förväntade oss, vilket till stor del kan hänföras till de aktiverade utvecklingskostnaderna. Att bolagets kassa var ungefär 1 miljon SEK lägre än förväntat beror huvudsakligen på att bolaget har ökat sitt rörelsekapital med 1,5 miljoner SEK, vilket till största del beror på en nedgång i leverantörsskulder.

Tabell 2: Förväntning och utfall Q1 2020

kSEK	Q1 '19	Q1 '20est	Q1 '20act	Diff
Nettoomsättning	58	544	463	(81)
Aktiverat arbete för egen räkning	-	-	603	603
Övriga rörelseintäkter	2	-	36	36
Summa intäkter	60	544	1 102	558
Kostnad sålda varor	-	(247)	(237)	10
Personalkostnader	(624)	(825)	(1 343)	(518)
Övriga rörelsekostnader	(3 771)	(4 716)	(3 674)	1 042
Total OPEX	(4 395)	(5 788)	(5 255)	533
EBITDA	(4 335)	(5 244)	(4 153)	1 091
Av- och nedskrivningar	(1 746)	(1 167)	(1 278)	(111)
EBIT	(6 081)	(6 411)	(5 431)	980
Finansnetto	(96)	-	(45)	(45)
EBT	(6 177)	(6 411)	(5 476)	935
Periodens resultat	(6 177)	(6 411)	(5 476)	935
Kassa och bank	248	5 668	4 652	(1 016)
Eget kapital	10 171	11 969	12 879	910

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Tillväxt från och med Q4

Tittar vi framåt står det klart att Chordate oundvikligen kommer att påverkas av den pågående globala pandemin, inte minst för att en av bolagets större distributörer finns i Italien. Vi har redan tagit höjd för detta i vår värderingsmodell genom att drastiskt minska de förväntade intäkterna under Q2 och Q3. Från och med Q4 tror vi att bolaget kan börja växa

sina intäcksströmmar igen, och under 2021 ser vi framför oss ett år med en god försäljningstillväxt.

I takt med att bolaget minskar sina studieaktiviteter minskar också kostnadsbasen i bolaget. Chordate har endast tre fastanställda, och låga fasta kostnader då produktion inte sker av bolaget själv. Vi har även tagit höjd för dessa kostnadsminskningar i vår värderingsmodell. I övriga rörelsekostnader, såsom resekostnader, ser vi även för oss en minskning då bolaget börjat bedriva möten med partners online.

Vi behåller vårt värderingsintervall

Chordates verksamhet påverkas av den globala krisen men detta har inte ändrat vår långsiktiga syn på bolaget. Vi har förutsett ett kvartals förskjutning i studieresultatet från mi-gränstudien, och vi har tagit höjd för två kommande kvartal med svaga försäljningssiffror. **Sammantaget ser vi ingen anledning att ändra vårt motiverade värderingsintervall, och vi upprepar vårt motiverade värde om 1,46 – 2,31 SEK per aktie.**

Resultaträkning - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	945	1 164	1 798	10 911	32 219	52 691	73 164	102 071
Aktiverat arbete för egen räkr	-	1 785	603	-	-	-	-	-
Övriga rörelseintäkter	637	(318)	36	-	-	-	-	-
Summa intäkter	1 582	2 631	2 437	10 911	32 219	52 691	73 164	102 071
Kostnad sålda varor	(260)	(347)	(730)	(5 167)	(10 898)	(14 836)	(18 931)	(27 191)
Bruttovinst	1 322	2 283	1 707	5 744	21 320	37 855	54 233	74 880
Personalkostnader	(4 575)	(3 161)	(4 052)	(4 666)	(5 913)	(6 987)	(7 202)	(7 347)
Övriga rörelsekostnader	(14 901)	(18 058)	(16 314)	(15 380)	(15 285)	(16 187)	(17 096)	(18 263)
EBITDA	(18 154)	(18 936)	(18 659)	(14 301)	123	14 681	29 936	49 270
Av- och nedskrivningar	(8 058)	(5 606)	(4 273)	(2 795)	(1 857)	(1 237)	(827)	(555)
EBIT	(26 212)	(24 542)	(22 932)	(17 097)	(1 734)	13 444	29 109	48 715
Finansnetto	(474)	(347)	(45)	-	-	-	-	-
EBT	(26 686)	(24 889)	(22 977)	(17 097)	(1 734)	13 444	29 109	48 715
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(26 686)	(24 889)	(22 977)	(17 097)	(1 734)	13 444	29 109	48 715
Vinst per aktie (SEK)	-	(0,15)	(0,40)	(0,22)	(0,02)	0,17	0,38	0,63
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	-15,1%	66,3%	-7,4%	347,7%	195,3%	63,5%	38,9%	39,5%
EBITDA	na	na	na	na	na	11851,6%	103,9%	64,6%
EBIT	na	na	na	na	na	na	116,5%	67,4%
Resultat	na	na	na	na	na	na	116,5%	67,4%
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	72,4%	70,1%	59,4%	52,6%	66,2%	71,8%	74,1%	73,4%
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	0,4%	27,9%	40,9%	48,3%
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	25,5%	39,8%	47,7%
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	25,5%	39,8%	47,7%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	25,5%	39,8%	47,7%
Personalkostnader	484,0%	271,7%	225,3%	42,8%	18,4%	13,3%	9,8%	7,2%
Totala rörelsekostnader	2060,7%	1823,4%	1132,6%	183,7%	65,8%	44,0%	33,2%	25,1%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	44,8%	49,3%	45,2%
ROIC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROCE	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varulager	3 577	1 728	1 678	3 300	3 364	4 485	5 607	10 258
Kundfordringar	130	230	460	3 193	4 919	7 443	9 967	15 978
Övriga kundfordringar	651	854	420	2 913	2 913	2 913	2 913	2 913
Förutbet. Kostnader och uppl.	1 373	243	363	212	212	350	678	562
Kassa och bank	522	3 556	30 121	8 672	6 938	16 235	41 852	78 599
Summa omsättningstillg.	6 253	6 611	33 042	18 290	18 345	31 426	61 017	108 310
Materiella tillgångar	63	987	784	638	520	423	345	281
Immateriella tillgångar	14 745	11 172	7 706	5 056	3 317	2 176	1 428	937
Finansiella tillgångar	59	82	82	82	82	82	82	82
Summa anläggningstillg.	14 868	12 241	8 571	5 776	3 919	2 681	1 854	1 299
Summa tillgångar	21 121	18 852	41 613	24 066	22 264	34 108	62 872	109 609
Leverantörsskulder	2 740	3 367	2 740	3 536	3 532	2 916	3 364	6 155
Kortfristiga rörelseskulder	3 262	1 990	-	-	-	-	-	-
Övriga kortfristiga skulder	2 355	2 516	2 000	2 151	2 151	2 151	2 151	2 151
Summa kortfristiga sk.	8 358	7 873	4 741	5 687	5 683	5 067	5 515	8 306
Långfristiga skulder kreditinst.	1 500	-	-	-	-	-	-	-
Summa eget kapital	11 264	10 980	35 378	18 281	16 547	29 991	59 100	107 814
Summa skulder & EK	21 121	18 853	40 118	23 968	22 230	35 058	64 615	116 120

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Löpande verksamheten	(18 628)	(19 283)	(18 704)	(14 301)	123	14 681	29 936	49 270
Förändring i rörelsekapital	(650)	924	(1 574)	(5 526)	(1 793)	(4 262)	(3 197)	(7 871)
Investeringsverksamheten	461	(1 281)	(55)	(1 622)	(63)	(1 122)	(1 122)	(4 650)
Finansieringsverksamheten	18 711	22 674	46 898	-	-	-	-	-
Periodens kassaflöde	(106)	3 035	26 564	(21 449)	(1 734)	9 297	25 617	36 748
Ingående balans	628	522	3 556	30 121	8 672	6 938	16 235	41 852
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	522	3 556	30 121	8 672	6 938	16 235	41 852	78 599

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Resultaträkning - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Nettoomsättning	58	399	395	311	463	212	424	699
Aktiverat arbete för egen räkr	-	-	-	1 785	603	-	-	-
Övriga rörelseintäkter	(89)	(238)	4	6	36	-	-	-
Summa intäkter	(31)	161	399	2 102	1 102	212	424	699
Kostnad sålda varor	-	-	(12)	(335)	(237)	(61)	(119)	(313)
Bruttovinst	(31)	161	387	1 767	865	150	305	387
Personalkostnader	(624)	(842)	(602)	(1 094)	(1 343)	(829)	(903)	(977)
Övriga rörelsekostnader	(3 771)	(4 104)	(4 916)	(5 267)	(3 674)	(2 206)	(5 213)	(5 221)
EBITDA	(4 426)	(4 785)	(5 130)	(4 595)	(4 153)	(2 885)	(5 810)	(5 811)
Av- och nedskrivningar	(1 746)	(1 209)	(1 209)	(1 443)	(1 278)	(1 103)	(995)	(897)
EBIT	(6 172)	(5 994)	(6 339)	(6 038)	(5 431)	(3 988)	(6 805)	(6 709)
Finansnetto	(96)	(102)	(86)	(62)	(45)	-	-	-
EBT	(6 268)	(6 096)	(6 425)	(6 100)	(5 476)	(3 988)	(6 805)	(6 709)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(6 268)	(6 096)	(6 425)	(6 100)	(5 476)	(3 988)	(6 805)	(6 709)
Vinst per aktie (SEK)	na	na	na	(0,15)	(0,12)	(0,08)	(0,12)	(0,09)
Y-o-Y tillväxt (%)								
Nettoomsättning	(145,6%)	(75,2%)	(14,0%)	420,0%	(3653,3%)	32,0%	6,3%	(66,7%)
EBITDA	na	na	na	na	na	na	na	na
EBIT	na	na	na	na	na	na	na	na
Resultat	na	na	na	na	na	na	na	na
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	97,0%	-7,8%	48,8%	71,0%	72,0%	55,3%
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
Personalkostnader	1066,6%	211,1%	152,2%	351,6%	290,0%	391,3%	213,0%	139,7%
Totala rörelsekostnader	7516,6%	1239,7%	1396,4%	2044,2%	1083,2%	1432,5%	1443,0%	886,4%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg
ROIC	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ROCE	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Balansräkning- kvartalsvisdata

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Varulager	3 486	3 245	3 050	1 728	1 623	1 010	663	1 678
Kundfordringar	78	351	383	230	379	279	279	460
Övriga kundfordringar	549	649	837	854	625	254	254	420
Förutbet. Kostnader och uppl.	1 367	1 291	227	243	363	212	212	350
Kassa och bank	248	1 416	5 320	3 556	4 652	9 244	10 673	30 121
Summa omsättningstillg.	5 728	6 952	9 817	6 611	7 643	10 999	12 081	33 028
Materiella tillgångar	60	56	53	987	914	868	825	784
Immateriella tillgångar	13 003	11 798	10 592	11 172	10 570	9 513	8 562	7 706
Finansiella tillgångar	82	82	82	82	82	82	82	82
Summa anläggningstillg.	13 144	11 935	10 727	12 241	11 566	10 463	9 468	8 571
Summa tillgångar	18 872	18 888	20 544	18 852	19 209	21 462	21 549	41 599
Leverantörsskulder	2 879	3 827	1 965	3 367	2 347	2 020	1 144	2 740
Kortfristiga rörelseskulder	2 910	5 519	4 654	1 990	1 535	1 229	1 187	1 563
Övriga kortfristiga skulder	1 413	1 490	1 350	2 516	2 475	1 235	1 199	2 000
Summa kortfristiga sk.	7 202	10 836	7 969	7 873	6 357	4 484	3 530	6 303
Långfristiga skulder kreditinst.	1 500	-	-	-	-	-	-	-
Summa eget kapital	10 171	8 053	12 575	10 980	12 879	16 392	17 087	35 378
Summa skulder & EK	18 873	18 888	20 545	18 853	19 236	20 876	20 616	41 681

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Löpande verksamheten	(4 522)	(4 887)	(5 216)	(4 657)	(4 197)	(2 885)	(5 810)	(5 811)
Förändring i rörelsekapital	(996)	738	(923)	2 106	(1 605)	(636)	(608)	1 274
Investeringsverksamheten	69	241	195	(1 785)	0	613	347	(1 015)
Finansieringsverksamheten	5 176	5 077	9 848	2 573	6 898	7 500	7 500	25 000
Periodens kassaflöde	(274)	1 168	3 904	(1 763)	1 096	4 592	1 429	19 448
Ingående balans	522	248	1 416	5 320	3 556	4 652	9 244	10 673
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	248	1 416	5 320	3 556	4 652	9 244	10 673	30 121

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Ansvarsbegränsning

Detta marknadsföringsmaterial har upprättats av Västra Hamnen Corporate Finance AB ("Västra Hamnen").

Materialet har inte utformats enligt kraven i de lagar och författningar som fastställts med avseende på investeringsanalysers oberoende, och omfattas inte av några förbud mot handel före spridningen av investeringsanalyserna.

Materialet har sammanställts utifrån offentligt tillgängligt material som bedöms som tillförlitligt. Det kan dock inte garanteras att informationen är korrekt. Informationen publiceras i marknadsföringssyfte och gör inte anspråk på att utgöra ett fullständigt underlag för finansiella beslut. Materialet utgör inte investeringsrådgivning och informationen tar inte hänsyn till de individuella behov, mål och förutsättningar som gäller för någon enskild mottagare. Läsaren uppmanas att inhämta egna kompletterande uppgifter och konsultera en kvalificerad finansiell rådgivare inför finansiella beslut.

Alla synpunkter, bedömningar och slutsatser som kommuniceras i materialet ska anses aktuella vid den tidpunkt då materialet publicerats men kan komma att ändras när som helst utan förutgående varsel. Ingenting som skrivs i materialet ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i ett finansiellt instrument.

Västra Hamnen kan inte hållas ansvariga för direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i detta material. Finansiella investeringar kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Materialet riktar sig inte till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av materialet till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Västra Hamnen.

Intressekonflikter

Läsare av detta material görs uppmärksam på att Västra Hamnen har tagit fram materialet på uppdrag av och erhållit ersättning från det bolag som huvudsakligen nämns häri. Ersättningen är fast och överenskommen på förhand och är på inget sätt kopplat till innehållet i materialet och de synpunkter som framförs.

Bolaget som huvudsakligen nämns i materialet har haft möjlighet att ta del av materialet innan publicering. Bolagets genomgång kan ha lett till förändringar i innehållet. Antaganden, slutsatser och scenarion är dock ett resultat av Västra Hamnens egen analys av tillgängliga fakta.

Västra Hamnen har interna regler som förbjuder samtliga anställda att handla med aktier i bolag med vilka Västra Hamnen har avtal om att producera marknadsföringsmaterial som det föreliggande.

Västra Hamnen Corporate Finance AB
Jungmansgatan 12, 211 11 Malmö, Sweden
Bredgade 30, 1260 Copenhagen, Denmark
+46 40 200 250
info@vhcorp.se
www.vhcorp.se

