

Initial analys

2020-03-31

Chordate Medical: Nervkittlande möjligheter

- Lovande behandling mot migrän utan bieffekter
- Studieresultat i höst kan öppna dörren till jättelik marknad
- Vi sätter ett initialt värderingsintervall om 1,46 – 2,31 SEK per 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)	0,77
Börsvärde (MSEK)	36,8
Bolagsvärde (MSEK)	35,4
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

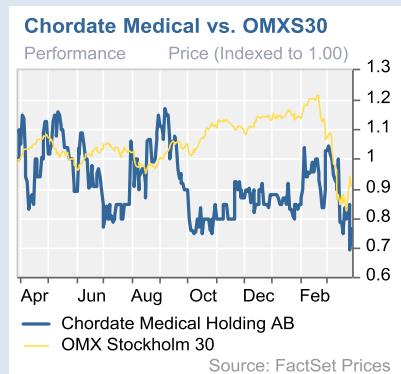
Adress Kistagången 20B
SE-164 40 Kista, Sw eden
Hemsida chordate.com
VD Anders Weilandt

Huvudägare (30 sep 2019)

Kapital (%)

Gert Punkert inkl. bolag	24,25%
Henrik Rammer	10,74%
HAWOC Investment AB	10,74%
Tommy Hedberg	5,07%

Aktiekursens utveckling



	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	-14,9	-8,8	-23,4
52 veckor (låg/hög) - SEK		0,7 / 1,17	

Källa: FactSet

Chordate har utvecklat en metod för behandling av kronisk migrän och kronisk rinit (nästäppa), åkommor som drabbar hundratals miljoner människor runtom i världen. För båda indikationerna har existerande behandlingsformer varierande effekt och ofta allvarliga bieffekter. Chordates behandling har fördelen att vara helt fri från negativa bieffekter.

Verkningsmekanismen för behandlingen är att påverka det autonoma nervsystemet genom att stimulera nervceller i näshålan. För rinit är utrustningen redan CE-märkt och säljs i Europa. För migränbehandling är bolaget i gång med en klinisk studie vars resultat väntas kring kommande årsskifte. En interimanalys av prövningarna inger hopp om positivt utfall av studien, vilket öppnar vägen för marknads lansering även mot behandling av migrän.

I vårt ekonomiska scenario väger migränmarknaden tyngst från att den tar fart andra halvåret 2021. Försäljningsmodellen innefattar kontrollenheter som säljs med låg marginal medan den återkommande försäljningen av behandlingar kan inbringa bruttomarginaler om upptill 80 procent. Med låg personalstyrka och låga kostnader är vinstmöjligheterna betydande.

Bolaget har en långsiktig exit-plan som innebär försäljning till ett internationellt life science-bolag med resurser till en global lansering. Tills dess kommer bolaget koncentrera sig på att bevisa konceptet inom utvalda marknader. Under det kommande året kommer det behövas ytterligare kapital för att realisera lanseringsplanerna.

I vår modell antar vi att bolaget förvärvas mot en köpeskilling om 400 miljoner SEK år 2025. Vårt scenario motiverar ett rimligt spann för aktien om 1,46 – 2,31 SEK i nuvarande fas. Om studieresultatet runt årsslutet faller ut väl, kommer det påverka riskbilden i bolagets favör och allt annat lika motivera en direkt höjning av vårt värderingsintervall.

Tabell 1: Finansiell översikt

MSEK	2 018	2 019	2020e	2021e	2022e
Intäkter	1,6	2,6	1,9	10,9	32,2
Tillväxt (%)	(15,1%)	66,3%	(28,6%)	480,8%	195,3%
Bruttomarginal (%)	83,5%	86,8%	60,6%	52,6%	66,2%
EBIT	(26,2)	(24,5)	(23,8)	(17,0)	(1,7)
EBIT-marginal (%)	neg	neg	neg	neg	neg
Kassa	0,5	3,6	29,8	8,4	6,6
Tillgångar	21,1	18,9	40,9	23,5	21,8
Eget kapital	11,3	11,0	34,6	17,6	16,0
Soliditet (%)	53,3%	58,2%	84,7%	74,9%	73,2%
P/E	neg	neg	neg	neg	neg
ROE	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT (x)	neg	neg	neg	neg	neg
EV/Sales (x)	22,4	13,5	18,9	3,2	1,1

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Innehållsförteckning

Vad gör Chordate Medical?	2
Vad är marknadspotentialen?	7
Hur är konkurrensituationen?.....	9
Vilka är Chordates unika fördelar?	11
Vad kommer Chordate att tjäna?.....	12
Hur ser kassasituationen ut?	14
Vad är bolaget värt?.....	15
Vad döljer sig bakom siffrorna?.....	17
Vad kan gå fel?	18
Viktiga händelser framöver.....	19

Vad gör Chordate Medical?

Migränstudie kan öppna gigantisk marknad

Det medicintekniska bolaget Chordate har under drygt 10 år utvecklat, patenterat och CE-märkt en behandlingsmetod för icke-allergisk rinit (nästäppa) genom neurostimulering i näshålan. Bolaget har en pågående studie för att lägga till indikationen kronisk migrän för samma typ av behandling. Under 2019 genomfördes en interimanalys av den pågående migränstudien som rekommenderade att inga förändringar skulle göras i det pågående studieprotokollet. Detta tolkar bolaget som att migränstudien har goda möjligheter att nå sitt primära effektivitetsmål. Marknadspotentialen för behandling av kronisk migrän är mycket stor, och bolaget är tydlig med att huvudspåret för strategin framåt är behandling av kronisk migrän.

CE-märkt för behandling av kronisk rinit

Behandlingen, som bygger på produktsystemet Chordate System S100, heter Kinetic Oscillation Stimulation (KOS). En behandling tar cirka 20 minuter och kan utföras av antingen en läkare eller en sjuksköterska. Systemet består av en kateter som kopplas till en kontrollenhet. På katetern finns en ballong monterad, som förs upp i patientens näshåla och blåses upp med luft. Med hjälp av kontrollenheten påbörjas sedan en kinetisk oscillerande stimulering med en bestämd frekvens. Lufttrycket, amplituden och frekvensen som ballongen vibrerar med har optimerats för bäst effekt.

Studieresultat senare i år

Chordate genomför en klinisk studie med syfte att lägga till indikationen kronisk migrän för KOS-behandlingen. Ursprungligen förväntade sig bolaget att erhålla studiedata under H2 i år och att meddela marknaden om utfallet kring september-oktober. Studien har nu delvis pausats med hänsyn till COVID-19, vilket försenar resultaten. I vårt arbete förutsätter vi cirka ett kvartals försening och att resultaten når marknaden kring årsskiftet 2020/21.

Rationalen bakom behandlingen härstammar från återkopplingen från patienter med icke-allergisk rinit som upplevt en förbättring av sin migrän efter att de undergått KOS-behandlingen. Sambandet mellan migrän och icke-allergisk rinit antas bero på det autonoma nervsystemet (ANS), eftersom de symptom som vanligen associeras med migränattacker är illamående, tårflöde, nästäppa, rinnande näsa, med flera. ANS lyfts ofta fram som en viktig orsak till migrän i den medicinska litteraturen.

Migrän är ett neurologiskt syndrom som enligt WHO är det tredje vanligaste och det sjunde mest invalidiserande sjukdomstillståndet i världen. Kronisk migrän innebär att man har migränanfall väldigt ofta. De nuvarande behandlingsmetoderna har ofta otillräcklig effekt och allvarliga biverkningar. Det finns därmed ett stort utrymme för behandlingsmetoder som bättre uppfyller de terapeutiska behoven hos patienter med migrän och kronisk migrän.

**Autonoma nervsyste-
met kan vara ge-
mensam nämnare****Migrän och kronisk migrän**

Migrän är ett akut fall av intensiv huvudvärk. Den pågår oftast mellan ett halvt och ett dygn och värken intensifieras av fysiska ansträngningar och rörelser av huvudet. Orsaken till migrän är inte helt känd men utlösande faktorer kan vara stress, hormonförändringar och viss typ av mat och dryck. Inblandningen av det autonoma nervsystemet anses som troligt med tanke på symptomen som är kopplade till migränattacker. Det finns ett därför ett växande intresse för neurostimulering som en behandling för huvudvärk då detta tros ha en direkt effekt på det autonoma nervsystemet.

Under ett migränanfall är de vanligaste symptomen en borrhande, dunkande eller pulse-
rande huvudvärk. Värken är ofta svår och intensiv, men kan också variera i intensitet under ett anfall. Värken sitter ofta på ena sidan av huvudet eller vid ena ögat men den kan också vara dubbelsidig. Ofta följer även en överkänslighet för dofter, ljud och ljus under attacken, och det är inte ovanligt med illamående och kräkningar. Efter ett anfall är det vanligt att känna sig trött och utmattad.

För att diagnostiseras med kronisk migrän behöver en patient uppfylla vissa kriterier. Dessa innefattar huvudvärk under mer än 15 dagar per månad under en period på minst 3 månader, därav minst 8 dagar med migrän per månad. Utöver detta ska det heller inte finnas en annan huvudvärksdiagnos som förklarar symptomen bättre.

**Existerande behandling
otillräcklig och förknip-
pad med bieffekter**

Inom vården finns trender som pekar på en systematisk underdiagnostisering av antalet patienter med kronisk migrän. Nuvarande behandlingsmetoder anses ofta ha otillräcklig effekt i kombination med svåra biverkningar. Det finns därmed ett betydande antal patienter som har terapeutiska behov som inte är tillgodosedda.

Icke-allergisk rinit

Rinit betyder inflammation i näsans slemhinna. Det är viktigt att skilja på allergisk och icke-allergisk rinit. Allergisk rinit kommer från en bakomliggande allergisk reaktion i nässlemhinnan. Vad som ligger bakom tillståndet icke-allergisk rinit är fortfarande oklart. Många gånger misstänks virusinfektioner, överexponering mot damm och irriterande ämnen i luften men det är ofta svårt att bestämma den faktiska orsaken till icke-allergisk rinit.

Diagnosen icke-allergisk rinit ställs mot bakgrund av typiska besvär som ihållande nästäppa och slemproblem i näsan, som inträffar när patienten inte är förkyld, samt då andra orsaker som allergi har uteslutits.

**Rinit behandlas oftast
med nässpray eller ki-
rurgi**

En stor del av behandlingen mot icke-allergisk rinit är proaktiv, vilket innebär att minimera exponering mot utlösande faktorer som rökning eller dammiga miljöer. I läkemedelsväg finns det begränsat med alternativ för behandling och många gånger används nässpray med kortison eller antihistamin. Vid väldigt uttalade besvär, trots medicinsk behandling, finns det möjlighet till kirurgi för att behandla symptomen. Även efter ett kirurgiskt ingrepp är inte effekten för alltid och besvären återkommer ofta 2 till 3 år efter operationen.

**Effekt mot migrän
omedelbart efter be-
handling****Kliniska studier – Migrän**

Den första studien med KOS-behandling mot migrän ägde rum 2013 och innehöll 36 patienter. Patienter som fick den aktiva behandlingen rapporterade att deras migrän minskade i intensitet, från 5,5 till 1,2 på en 10-gradig skala, 15 minuter efter behandlingen. Effekten var även signifikant 2 timmar efter behandlingen. I den placebo-kontrollerande gruppen föll intensiteten från 4,9 till 3,9 på samma skala. Skillnaden mellan grupperna var statistiskt signifikant.

**Resultat av ny stu-
die vid årsskiftet?**

Chordate genomför för närvarande en migränstudie för att studera KOS-behandlingens effekt på kronisk migrän. Den första patienten rekryterades under 2018 och studien äger rum på nio kliniker i Tyskland och Finland. Den sista patienten beräknades initialt att vara färdigbehandlad under Q2 2020 men på grund av COVID-19 har bolaget meddelat att på-

gående studier tar en tillfällig paus. Det är i dagsläget omöjligt att svara på när studieverksamheten kommer återupptas med full stryka igen. Efter att sista patienten blivit färdigbehandlad och uppföljd följer en analys av studiedata. Bolaget har för avsikt att publicera studieresultatet i en medicinsk tidskrift. Så fort artikeln är godkänd för publicering kan Chordate meddela marknaden om studieresultatet. Ursprungligen räknade bolaget med att detta kunde ske runt september eller oktober i år, men till följd av pausade studieaktiviteter kommer även publiceringen att förskjutas. Vår arbetshypotes är att resultaten offentliggörs runt kommande årsskifte.

Den primära effektparametern i migränstudien är att utvärdera minskningen av antal huvudvärksdagar per månad för patienter med moderata till allvarliga migränanfall. Studien omfattar omkring 140 patienter med kronisk migrän. Studien är utformad som en randomiserad, placebokontrollerad och dubbelblind multicenterstudie. Patientantalet kommer randomiseras 50/50 till den aktiva respektive placebo-gruppen. Studieförloppet inkluderar en 4 veckors screening-period, 6 veckors behandling, följt av 4 veckors uppföljning.

Interimsanalys inger hopp om positivt utfall

I maj 2019 kommunicerade bolaget att en oberoende kommitté hade genomfört en interimsanalys av migränstudien. En sannolikhetsanalys av effektfaktorer gjordes för de första 50 patienterna som inkluderats i studien och rekommendationen från kommittén är att fortsätta studien utan att ändra patientantalet för den slutliga analysen. Bolaget tolkar detta som att behandlingen visat effekt, och att chansen att uppnå signifikans med det avsedda patientantalet är hög.

Effekt mot rinit upptill 10 månader

Kliniska studier – Icke-allergisk rinit

Effekten från KOS-behandling för indikationen kronisk rinit har undersökts i en rad studier där bolaget ofta varit en sponsor. De kliniska studierna har visat en god och ihållande effekt. En studie som genomfördes 2013 visade att efter två behandlingar, med en månads mellanrum, fick de 55 procent av patienterna som svarade på behandlingen en kvarstående effekt i upptill sex månader. Från klinisk erfarenhet har bolaget sett en ihållande effekt som är upp till 10 månader och i enstaka fall ännu längre. Baserat på studiedata har bolaget fått sitt produktsystem, Chordate system S100, CE-märkt och därmed godkänt att marknadsföras och säljas i Europa.

Ny studie för att stärka ersättningsansökningar

För att få fram ett starkare underlag för ersättningsbeslut hos försäkringsbolag och offentliga vårdssystem har bolaget valt att genomföra ytterligare en rinitstudie. Denna gången i en större omfattning som inkluderar 300 patienter på 13 kliniker i 6 länder inom EU och Storbritannien. Sista patienten beräknades initialt vara färdigbehandlad under H1 2021, och med en uppföljningstid på 12 månader beräknades studien vara färdig under H1 2022. Till följd av COVID-19 finns det en risk att även denna studie kommer att försenas.

Neurostimulering är ett snabbt växande terapiområde

Neurostimulering

Neurostimulering är ett av de snabbast växande medicinska områdena och definieras som "en ändring av nervaktiviteten genom riktade stimuli mot specifika neurologiska områden i kroppen". Denna ändring kan ske på flera olika sätt, exempelvis genom elektricitet, magnetfält eller mediciner. Chordates metod använder sig av vibrationer, så kallad Kinetic Oscillation Stimulation (KOS), för att stimulera nerverna i slemhinnorna i näsan.

Neurostimulering har förmågan att förbättra många människors liv. De utgör ett alternativ till långsiktig behandling med läkemedel, där konventionella läkemedlen inte ger önskad effekt eller blir problematiska att använda under längre tid till följd av ökande toleransnivå, beroende och negativa biverkningar.

Implantat är den vanligaste formen av neurostimulering och cirka 90 procent av försäljningen av medicintekniska produkter för neurostimulering är implantat. Resterande del är neurostimulering genom externa stimulatorer och detta är segmentet som Chordates behandling tillhör. Eftersom Chordates behandling används i näsborrarna så räknas den som minimalinvasiv.

Den största andelen av behandlingar inom neurostimulering riktar sig mot kronisk smärta, vilket även gäller Chordates KOS-behandling. Idag används olika former av neurostimulering mot en lång rad andra symptom, bland annat hörselnedsättning, neurologiska sjukdomar, urinvägs- och magåkommor samt psykisk ohälsa.

Globala storbolag engagerar sig på fältet

Många större medtech- och läkemedelsbolag investerar kraftigt i utvecklingen av behandlingsmetoder med neurostimulering och forskningen gör ständigt nya framsteg. Det har investerats mycket inom området under de senaste åren, och både läkemedelsbolag och biotekniska aktörer som Boston Scientific, GSK, Medtronic och Alphabet har investerat i både grundforskning och startups inom området.

20 minuters behandling

Kinetic Oscillation Stimulation (KOS)

Chordates KOS-behandling utgår från produktsystemet Chordate System S100. Produktsystemet har blivit CE-märkt för indikationen kronisk nästäppa. Samma behandling har även visat effekt mot kronisk migrän. Behandlingen tar cirka 20 minuter och kan genomföras av en läkare eller en sjuksköterska.

Systemet består av en kateter som kopplas till en kontrollenhet. Kontrollenheten syns i Figur 1 ovan och styrs med touchscreen. På katetern finns en ballong, som förs upp i patientens näshåla och blåses upp med luft. Med hjälp av kontrollenheten påbörjas sedan en kinetisk oscillerande stimulation i en bestämd frekvens. Behandlingen har kalibrerats med den mest effektiva amplituden, frekvensen och trycket i ballongen för att uppnå den mest optimala effekten. Efter cirka tio minuter visar kontrollenheten att behandlingen är slutförd för ena näsborren. Därefter behandlas andra näsborren på samma sätt.

Behandlingen kan upplevas som lite obehaglig, men är i det närmaste helt smärtfri. Effekten av behandlingen är omedelbar, men full effekt uppnås efter cirka en dag. För indikationen kronisk rinit bör processen upprepas en till två gånger per år för att patienten ska få full effekt.

Strategi och affärsmodell

Chordate har kommunicerat en tredelad strategi för att bygga upp bolagsvärdet. Det första är att ta fram vetenskapligt grundade bevis för de två indikationernas kliniska effekt och därmed deras värde. Det andra är att etablera försäljningsframgångar i de utvalda marknaderna i Norden, Storbritannien, Israel och Italien. Genom att nå en bedömbär marknadspenetration på de utvalda marknaderna vill bolaget kunna påvisa värdet av behandlingarna. Det tredje bidraget till bolagsvärdet är 9 patentfamiljer om totalt 50 patent, och 5 pågående ansökningar, vilket bolaget beskriver som en grundpelare i värdebyggandet.

Fokuserad geografisk satsning

Tydlig exit-plan på agendan

Framgent är strategin att realisera det uppbyggda bolagsvärdet genom att sälja bolaget inom en överskådlig investeringshorisont. Som ett led i den uttalade försäljningsstrategin kommer bolaget prioritera att etablera sig och uppnå bedömbära marknadsandelar på sina utvalda marknader. Genom en lyckad etablering inom en begränsad geografi kan bolaget demonstrera produktens funktionalitet och effekt samt dess kommersiella potential. Samtidigt lämnas det utrymme för köparen att etablera sig på en bredare geografisk yta där den kan etablera sig under eget varumärke.

Slimmad organisation

För att hålla nere på kostnaderna tills en potentiell försäljning har bolaget valt att banta ner organisationen. De senaste åren har bolagets anställda reducerats och användning av kon-

Figur 1: Chordates kontrollenhet



Figur 2: KOS-behandling



sulttjänster har ökat. Vidare har bolaget lagt ner all egen produktion och lagt ut all tillverkning på underleverantörer. Bolaget har även valt att fokusera på samma marknader och distributionskanaler för behandling av kronisk migrän och icke-allergisk rinit, vilket ger upphov till kostnadsbesparingar och en smidigare utrustning.

Bolagets intäkter består av två delar. Dels från försäljning av produktsystemen, och dels för betalning per behandling, inklusive en engångsartikel. Försäljningen skyddas av en elektronisk kodad "pay-per-treatment"-modell som är inbyggd i kontrollenheten. Varje installerat system laddas elektroniskt med det antal behandlingar som beställts och kan fyllas på var efter dessa använts. Laddningen av nya behandlingar sker via en kod som kunden knappar in i systemet. Utan laddade koder fungerar inte systemet.

Bolaget och nyckelpersoner

Endast 3 fastanställda

Vid utgången av räkenskapsåret 2016 hade bolaget 8 fastanställda. Sedan dess har bolaget minskat antalet anställda till 3 för att hålla nere kostnaderna. Till de fastanställda tillhör VD, CSO och CTO som samtliga utgår från bolagets huvudkontor i Kista, Stockholm. Utöver de fastanställda anlitar bolaget ett mindre antal konsulter på deltid. Bland konsulterna ingår bland annat bolagets CFO. De tre nyckelpersonerna som anses viktigast för utvecklingen av bolaget framgent beskrivs mer nedan.

Anders Weilandt är VD för Chordate sedan juni 2017. Han har lång erfarenhet från den medicintekniska branschen och kommer från en tidigare tjänst som VD för Diabetes Tools Sweden AB. Under sin karriär har han varit styrelseledamot och även koncernchef för Stille AB. Weilandt har idag ett flertal styrelseuppdrag i olika företag. Han är medicinteknisk elektronikingenjör och har en MBA från Copenhagen Business School.

Jan Hermansson är CSO på Chordate sedan januari 2012. Han har en karriär med över 25 års erfarenhet inom läkemedelsindustrin och kliniska studier. Innan sin position på Chordate kommer han från en roll som avdelningschef och ytterligare ledande befattningar på AstraZeneca AB mellan 2001 och 2010.

Jan Lindberg är CTO på Chordate sedan juni 2012. Han har haft en lång karriär inom den medicintekniska industrin med ett flertal ledande befattningar vid St. Jude Medical under åren 1988 till 2012, bland annat som avdelningschef för hårdvaruutveckling och gruppchef för elektronikutveckling. Han håller en ingenjörsutbildning vid KTH i Stockholm, 1980.

Ägare och finansiering

Ägarsidan domineras av privatpersoner

Ägarsidan av Chordate består till stor del av flera privata investerare med lång erfarenhet av utveckling av life science-bolag. Den enskilt största ägaren är Gert Purkert med 13,4 procent, följt av Henrik Rammer med 10,4 procent. Henrik Rammer är styrelseordförande i bolaget och hans ekonomiska engagemang vittnar om förtroende för bolaget. Även styrelseledamoten Tommy Hedberg är delägare i bolaget med en ägarandel om 8,4 procent. I ägarlistan finns inget institutionellt ägande.

Historiskt har bolaget finansierat produktutveckling, kliniska studier, marknadsföring och försäljning genom en rad mindre nyemissioner. Flera av ägarna har visat sig dedikerade och tecknat sina respektive andelar i emissionerna. Några av ägarna har även ställt ut bryggfinansiering till bolaget vid enstaka tillfällen. Att ägarna är med och finansierar bolaget kan vara en viktig faktor även framöver. De frekventa men små kapitalanskaffningarna har lett till en svag kassaposition och det står klart att det kommer behövas mer finansiering för att färdigställa bolagets pågående studier.

Två distributörer finns med på ägarsidan

På ägarsidan återfinns även två av bolagets distributörer, Vedise och PO Medica. Att två av bolagets distributörer går in som delägare i bolaget är en styrka ur flera hänseenden. Dels vittnar det om distributörernas tro på bolagets produkter och dels fungerar delägarskapet som ett incitamentsprogram, vilket kan öka distributörernas dedikation att få ut bolagets produkter på sina respektive marknader.

Tabell 2: Historik

2005:	Chordate grundades vid Karolinska i Huddinge
2008:	Första studien för icke-allergisk rinit inleds med 71 patienter vid Karolinska Institutet
2012:	Första ÖNH-kliniken börjar använda KOS-behandlingen
2013:	Första studien för migrän med 36 patienter inleds Andra studien för kronisk nästäppa med 207 patienter påbörjas vid 6 kliniker i Sverige
2014:	Andra generationens produktsystem CE-märks
2015:	Försäljningsaktiviteter påbörjas i Sverige
2017:	Chordate Medical listas på NGM SME
2018:	Produktionen av produktsystemet läggs på underleverantörer Första patienten inkluderas i en migränstudie med omkring 140 patienter på 9 kliniker i Tyskland och Finland Första patienten inkluderas i en rinitstudie med omkring 300 patienter på 13 kliniker i 6 länder
2019:	Interimsanalys från migränstudien med rekommendationen att fortsätta utan ändringar Italienska och nordiska distributörer investerar i bolaget Försäljningen i Italien blir kommersiellt etablerad
2020:	Utvecklingsprojekt leder till väsentligt lägre kostnader per engångsartikel som används vid behandlingar

Vad är marknadspotentialen?

**En produkt, två
marknader**

Chordates behandlingar adresserar två sjukdomar som är relaterade till varandra, men där patientgrupperna ändå är tydligt skilda. Patienterna tar bland annat olika behandlingsvägar inom vården. Patienter med kronisk nästäppa kommer vanligtvis behandlas av allmänläkare eller specialister inom öron-näsa-hals (ÖNH) medan migränpatienter oftast omhändertas av specialister inom neurologi, smärta och huvudvärk. De behandlande enheterna kan därför ses som helt åtskilda marknader för Chordate.

Migrän

**Migrän är världens
tredje vanligaste
sjukdom**

Migrän är en folksjukdom med stora samhällsliga konsekvenser. WHO omtalar sjukdomen som den tredje vanligast förekommande i världen. En sammanställning av vetenskapliga undersökningar har uppskattat prevalensen till runt 14 procent av den vuxna befolkningen, där kvinnor drabbas oftare (17 procent) än män (8 procent). Eftersom risken för migrän är högst under de yrkesaktiva åren av livet, leder sjukdomen ofta till sjukfrånvaro från arbetsplatsen. WHO räknar sjukdomen som en av de mest invalidiserande och har i en rapport uppskattat att migrän på världsbasis ansvarar för 1,3 procent av alla levnadsår förlorade till invaliditet. Enligt ett diskussionspapper från European Brain Council uppgår den årliga samhällskostnaden för olika huvudvärkslidelser i Europa till över 100 miljarder EUR, där mer än 90 procent av kostnaden utgörs av produktivitetsbortfall.

**150 miljoner män-
skor lider av kro-
nisk migrän**

Även om patienter med *kronisk* migrän utgör en minoritet av alla migränpatienter, är även denna diagnos mycket vanligt förekommande. Olika undersökningar uppgår olika tal för prevalens men de flesta faller inom intervallet 1,4 – 2,2 procent av världens befolkning. Totalt kan alltså runt 150 miljoner människor lida av kronisk migrän. Sjukdomen är vanligare i Europa och Nordamerika och mindre vanlig i Afrika och Asien.

Det vanligaste sättet att behandla migrän utgörs av smärtlindrande läkemedel. Analysfirman GlobalData har uppskattat den globala marknaden för migränmedicin att växa till 8,7 miljarder USD fram till 2026. Firman förväntar en snabb marknadstillväxt under de närmsta åren, inte minst på grund av lanseringen av nya läkemedel för behandling av migrän. På de sju största marknaderna av migränmedicin säljs den klart största delen i USA (77 procent), följt av Tyskland (5,6 procent) och Italien (5,2 procent).

**3 miljoner möjliga
patienter inom pri-
mära målmarknader**

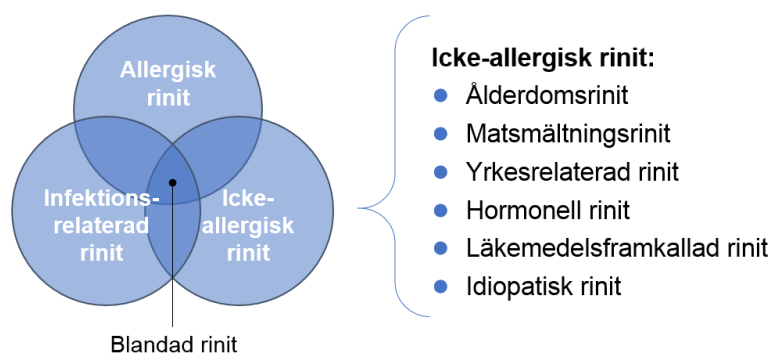
Chordate har initialt valt att fokusera geografisk på marknaderna Norden, Storbritannien, Italien och Israel. Marknaderna är valda utifrån en kombination av närhet, tillgänglighet och närvaro av distributörer med effektiva kontaktnät. Målet är att etablera sig ordentligt på några utvalda marknader, vilket anses en fördel innan bolaget påbörjar en exitprocess. Det är inte sannolikt att bolaget själv går vidare till en bredare global marknads lansering av

produkten. Totalt bor det dryga 160 miljoner människor i Chordates primära målmarknader. Om prevalensen här är den samma som i resten av världen, kan det i dessa länder finnas mer än 3 miljoner människor med kroniska migrän.

Icke-allergisk rinit

Chordates andra marknad omfattar patienter med kronisk rinit. Kronisk rinit är ett tillstånd med långvariga symptom såsom nästäppa, snuva, nysning och klia i näsan. Kronisk rinit definieras som mer än en timme per dag med minst två av symptomen under en period om tolv veckor eller längre och har en uppskattad livstidsprevalens om 30 procent av befolkningen. Kronisk rinit omfattar de tre undergrupperna allergisk rinit, infektionsrelaterad rinit och icke-allergisk rinit. Vissa patienter drabbas dessutom av flera sorters rinit samtidigt, vilket benämns blandad rinit.

Figur 3: Kronisk rinit



Icke-allergisk rinit kallas det tillstånd då rinit-symptomen inte beror på förkylning, allergi eller infektion. Eftersom tillståndet är kronisk kan patienterna ha ett långsiktigt behov av behandling. Behandlingen kan bero på vilken typ av rinit det är tal om. De vanligaste formerna av icke-allergisk rinit omfattar:

- **Ålderdomsrinit** drabbar den äldre befolkningen och antas bero på en neurogen dysfunktion. I en portugisisk identifierades ålderdomsrinit hos 30 procent av befolkningen över 65 års ålder.
- **Matsmältningsrinit** utlöses genom intag av stark och kryddig mat.
- **Yrkesrelaterad rinit** förorsakas av vistelse i arbetsplatsmiljöer där man exponeras för olika luftburna ämnen som kan irritera luftvägarna.
- **Hormonell rinit** uppstår som följd av hormonell obalans, t.ex. i samband med graviditet, pubertet, klimakterium eller menstruationscykel.
- **Läkemedelsframkallad rinit** förknippas med användning av läkemedel. Den uppstår antingen som en bieffekt av användning av systemiska läkemedel eller som följd av överanvändning av läkemedel mot nästäppa, typisk i form av nässpray. Användning av nässpray utöver de rekommenderade tio dagarna kan få den paradoxala effekten att nästäppan blir kronisk.
- **Idiopatisk rinit** betyder "rinit utan annan orsak" och sammanfattar patienter med kronisk, icke-allergisk rinit som inte faller in under någon av de tidigare nämnda kategorierna. Den gemensamma nämnaren här är nasal överkänslighet. Det antas att patienter med idiopatisk rinit utgör upptill hälften av alla fall av icke-allergisk rinit.

Idiopatisk rinit är Chordates prioriterade indikation

Prevalensen av icke-allergisk rinit är inte särskilt väl kartlagd, bland annat då det saknas internationellt konsensus om diagnostiska kriterier. En akademisk studie har ändå gjort uppskattningen att mer än 200 miljoner människor i hela världen lider av icke-allergisk rinit. Det antydast vidare att idiopatisk rinit, som är det tillstånd Chordate i första hand kommer rikta sig mot, kan utgöra runt hälften av dessa. I så fall står Chordate inför en adresserbar marknad som uppgår till 100 miljoner patienter globalt.

2 miljoner rinitpatienter inom tidiga marknader

Även inom rinit satsar Chordate i första hand på de nationella marknaderna i Norden, Storbritannien, Italien och Israel. Under antagande av att prevalensen av idiopatisk rinit i dessa länder är liknande den i världen som helhet, finns det inom målmarknaderna runt 2 miljoner potentiella patienter.

Hur är konkurrenssituationen?

Oss bekant finns det inget bolag som erbjuder eller utvecklar liknande behandlingar till de som Chordate står bakom. Det är därmed svårt att peka på bolag som utgör direkta konkurrenter till Chordate inom något av bolagets två verksamhetsområden. Det betyder inte att bolaget kommer att verka utan konkurrens. För en patient eller läkare kommer KOS-behandlingen att utgöra ett alternativ som utvärderas emot andra behandlingsformer som adresserar samma diagnoser. De alternativa behandlingsformerna representerar därmed konkurrens. Det finns olika behandlingar för migrän respektive rinit, vilket vi beskriver nedan.

Migrän

Behandling av migrän utgörs i huvudsak av läkemedel, där det finns en tydlig behandlings-trappa från lättare till tyngre medikamenter. Men det finns även andra behandlingar som inte utgörs av läkemedel. Ett stort problem med migränmedicin är att ingen behandling fungerar för samtliga patienter och att vissa behandlingar fungerar periodvis för en och samma patient.

Receptfria värktabletter finns i många varianter, baserade på acetylsalicylsyra, paracetamol eller ibuprofen som verksamma ingredienser. Några kända varumärken inkluderar Treo, Alvedon och Ipren. Samtliga substanser finns som generika och behandlingskosten är därmed låg. De är relativt säkra att använda men hjälper i första hand vid lindrig migrän. En risk vid överanvändning av värktabletter är att det kan leda till läkemedelsutlöst huvudvärk, ett tillstånd där huvudvärken blir kronisk som följd av tablettorna och försvinner först när tablettkonsumtionen avbryts.

Antiinflammatoriska läkemedel minskar bildandet av skadliga prostaglandiner som uppstår vid inflammationer och kan användas för en kortare tids behandling. De verksamma ämnena inkluderar naproxen, diklofenak eller ketoprofen och finns i varumärken som Naproxen, Voltaren (receptfria) eller Orudis (receptbelagt). Även dessa ämnen finns som generika och är relativt billiga, men bör inte användas över längre tid eftersom de kan reta magslemhinnan och orsaka eller förvärra magkatarr och magsår.

Triptaner är en grupp av läkemedelssubstanser som verkar genom att utlösa en sammandragning av blodkärl i huvudet. En vidgning av blodkärl i huvudregionen förknippas ofta med inledning av migränattacker. Triptaner används akut vid inledningen till eller under en migränattack. Det finns en mängd olika substanser inom gruppen triptaner, bland annat sumatriptan som även fås som generika. Läkemedlen är receptbelagda. Triptaner kan liksom värktabletter orsaka överanvändningshuvudvärk om de används oftare än tio dagar i månaden.

Betablockerare är primärt kända som hjärtmedicin men förskrivs även mot migrän, då de blockerar receptorer för stresshormoner som utsöndras på signal från det sympatiska nervsystemet. Genom att minska känsligheten för stress, så sänks hjärtrytmen och blodtrycket samtidigt som man kan få minskade symptom av migrän. Betablockerare används i förebyggande syfte eller då anfallsindrande medicin inte har effekt. Det finns ett tiotal olika substanser där inderal och metoprolol är bland de vanligaste. Substanserna skiljer sig lite med hänsyn till biverkningar. Bland biverkningarna nämns lågt blodtryck, yrsel, svimningar, kalla händer och fötter, trötthet, depression och sömnproblem.

Många bolag satsar på CGRP-läkemedel

CGRP-läkemedel är en relativt ny grupp av läkemedel som har utvecklats speciellt för migrän. CGRP är en förkortning för Calcitonin Gene-Related Peptide och är ett ämne som frisätts vid migränattacker. Läkemedlen verkar genom att blockera CGRP-receptorn och kan

på så sätt blockera smärtsignalerna till hjärnan. De används profylaktisk som en injektion varje månad eller varje kvartal. Två läkemedel har hittills godkänts för användning i Sverige, nämligen Aimovig från Novartis (SIX: NOVN) och Ajovy från Teva (TASE: TEVA). Tandvårds- och läkemedelsförmånverket har beslutat att inkludera båda läkemedel i högkostnadsskyddet, dock endast för patienter med kronisk migrän som inte haft effekt av eller inte tolererat minst två olika förebyggande läkemedelsbehandlingar. Båda läkemedlen levereras som en förfylld injektionspenna som kan administreras av patienten själv. Läkemedlen är under patent och läkemedelskostnaden för ett års behandling antas ligga i storleksordningen 6000 – 7000 USD per år.

I februari meddelades dessutom att Lundbeck (CSE: LUN) har fått amerikanskt godkännande för lansering av marknadens första intravenösa migränbehandling. Läkemedlet Vyepti med den aktiva substansen eptinezumab är också en CGRP-medicin vilken administreras som en intravenös infusion var tredje månad. Efter USA-godkännandet kommer Lundbeck att ansöka om godkännande i Kanada, EU och flera asiatiska länder.

Alternativa behandlingsformer kan vara ett alternativ till patienter som får dålig effekt av läkemedel. Fördelen med andra behandlingar är att man undviker många av biverkningarna, men effekten kan variera mellan patienter. Exempel på behandlingar kan vara akupunktur, transkutan nervstimulering, massage, sjukgymnastik, avslappning, samtalsterapi, samtalsgrupper, hypnos, yoga och hälsokostpreparat.

Botox är enda lokalt administrerade läkemedel

Botox mot migrän är slutligen ett alternativ som används som alternativ till systemiska läkemedel. Botox är ett muskelavslappande ämne framställt av Botulinum A, ett förädlad protein bestående av botulismbakterier. Vid migränbehandling används läkemedlet profylaktiskt, där behandlingen utförs vid specialiserade kliniker. Det administreras genom att injicera läkemedlet precis under huden på 31 – 39 specifika ställen på huvud och nacke i syfte att påverka bestämda nervändar. Behandlingen tar vanligen högst en halvtimme och utförs var tredje månad. Botox tillverkas av Allergan (NYSE: AGN) som har valt att inte patentskydda den aktiva substansen, men däremot skydda dess recept genom varumärkesregistrering. Priset för behandlingen är därmed relativt högt. I Italien där behandlingen ersätts genom sjukvårdssystemen ligger ersättningen på 3 000 EUR årligen per patient, varav 1 600 – 1900 EUR antas vara läkemedelskostnad. Enligt uppgift uppgår den globala omsättningen av Botox för migränbehandling till mer än en halv miljard USD per år.

Rinit

Behandlingsformerna för icke-allergisk rinit är inte lika utvecklade. I huvudsak består de av två behandlingsformer, nässpray eller kirurgi.

Nässprayer är ofta det första medel som rinitpatienter tar till. Det fås ett antal receptfria produkter i handeln. Vissa innehåller kortison som kan minska slemhinnesvullnaden och rinnsnuvan i näsan. Andra kan innehålla antihistamin som är vanligare vid behandling av allergi. Gemensamt för patienter med idiopatisk rinit är att de ofta får en dålig eller mycket kortsiktig effekt av denna behandling. Därmed finns en hög risk för överanvändning som kan leda till kronisk läkemedelsframkallad rinit.

Kapsaicin, det ämne som ger upphov den upplevde hettan i matväxter som till exempel chili, används som ingrediens i vissa nässprayer. Ämnet har visat sig vara effektivt för vissa patienter med idiopatisk rinit som inte svarar på andra läkemedel. Effekten kan vara i flera månader. Verkansmekanismen är inte fullständigt klarlagd men fördelen med att använda detta naturliga ämne är att det är billigt och relativt fritt för bieffekter.

Kirurgi har endast effekt 2-3 år

Kirurgi är den mest långtidsverkande behandlingen för rinit. Den nedre näsmusslan spelar stor roll för nästäppa och en förstoring av nedre näsmusslan är vanligt förekommande hos patienter med idiopatisk rinit. Kirurgiska ingrepp syftar till att antingen öka volymen i luftvägen eller att reducera slemhinnans tjocklek. Det finns olika former av kirurgi, dels med radiofrekvens och dels med olika skärade eller brännande metoder. Ingreppet sker under lokalbedövning och utförs relativt snabbt. Nackdelen med kirurgi är att effekten avtar efter

två-tre år efter vilka patienten kan behöva ny behandling samt att blödnings- och infektionsrisk föreligger i samband med ingreppet. Samtidigt kan ingreppet bara upprepas en till två gånger eftersom riskerna ökar vid varje behandling, bland annat förekommer risk att tappa luktsinnet.

Vilka är Chordates unika fördelar?

I vår bedömning av styrkan och robustheten i Chordates värdeerbjudande ser vi ett antal fördelar som talar till bolagets fördel:

Lovande interimresultat. Bolaget har tagit del av studiedata från en interimanalys från migränstudien. Rekommendationen från den oberoende analysen är att studien ska fortsätta enligt ursprungligt studieprotokoll. Att vare sig studiedesignen eller patientantalet föreslås att ändras, ser bolaget som ett styrketecken och menar att det är sannolikt att studien når de uppsatta effektmålen. Studieresultatet som väntas under hösten kan vara en riktig värde drivare i bolaget framöver.

Fritt från bieffekter. Existerande behandlingar av både kronisk migrän och rinit är associerade med påtagliga biverkningar. Här skiljer sig bolagets KOS-behandling väsentligt då det inte rapporterats några betydande biverkningar, bortsett från mindre obehag i näsan under behandlingen. Detta beror på att behandlingen sker lokalt utan vare sig läkemedel eller kirurgiska ingrepp. Om bolagets KOS-behandling ger minst lika bra effekt som existerande behandlingsalternativ, fast utan biverkningar, är det rimligt att tro behandlingen kommer vara eftertraktad på marknaden.

Behov av nya behandlingsalternativ. Vid behandling av migrän finns det inga alternativ som fungerar för samtliga patienter och vissa behandlingar fungerar endast periodvis för en och samma patient. Detta medför att neurologer har hög benägenhet att alternera behandlingsmetoder, något som kan öppna upp dörren för en snabb marknadsetablering för bolaget och dess behandlingar.

Plattform för framtida terapiområden. Bolaget bedriver forskning på det relativt outforskade området neurostimulering. Redan nu har studier visat att stimulering av nervceller kan påverka det autonoma nervsystemet. Exempelvis finns det studiedata som visar att KOS-behandlingen kan påverka en patients hjärtrytm genom att öka stabiliteten i rytmen. Det kan därmed finnas flera andra tillämpningsområden för bolagets KOS-behandling som ännu inte uppenbarats sig, vilket skulle kunna innebära ytterligare intäktströmmar i framtiden.

Dedikerade distributörer. För att få ut sin behandling på marknaden har bolaget byggt upp ett starkt nätverk med distributörer på vissa av sina primärt utvalda marknader. Bolaget har fokuserat på distributörer som kommer kunna hantera både behandlingen för icke-allergisk rinit och för kronisk migrän vilket kommer förenkla marknadslanseringen för indikationen kronisk migrän. Att distributörerna är dedikerade märks genom att två distributörer har valt att gå in som ägare i bolaget. Detta har flera positiva effekter. Dels fungerar det som ett incitamentsprogram och motiverar distributörerna att maximera försäljningen och dels validerar det bolagets behandlingsform att distributörerna bedömer den som kommersiellt gångbar.

Stark patentportfölj. Chordate är skyddad mot kopiering genom en gedigen patentportfölj. Sammantaget innehar bolaget 9 patentfamiljer med totalt 50 patent och 5 pågående ansökningar. Vissa av patenten har giltighetstid fram till 2034.

Vår modell utgår från exit 2025

Vad kommer Chordate att tjäna?

För att uppskatta ett motiverat börsvärde för Chordate har vi arbetat fram ett finansiellt scenario för de kommande åren. Scenariot har två huvudsakliga delar: Den första omfattar ett tänkbart förlopp för bolagets egen ekonomiska utveckling under åren 2020 - 2024. Till detta adderar vi en andra del som representerar ett potentiellt avyttringsvärde år 2025. Bolagets ledning och nuvarande ägare har uttryckt en tydlig avsikt att göra en total exit innan behandlingarna lanseras globalt och därför tycker vi det är mest realistiskt att tillämpa ett sådant scenario.

I modellens första del har vi förutsatt att behandlingen för migrän lanseras mot målmarknaderna Norden, Storbritannien, Italien och Israel under andra halvåret 2021. Det är marknader med uppskattningsvis knappa 3 miljoner patienter med kronisk migrän. Vi har valt en försiktig tillväxtkurva där marknadspenetrationen går långsamt och där man i slutet av 2024 fortfarande når mindre än 0,15% av den avsedda målgruppen.

Vår modell antar ett behandlingspris runt hälften av Botox

Vi har lagt till grund fyra behandlingar per patient och år till ett pris om 4 000 SEK per behandling. Årskostnaden kommer därmed att understiga kostnaden för Botox-behandling som antas ligga runt 30 000 SEK per år. Bolagets årsomsättning avseende migrän summerar i vår modell till 58,7 miljoner SEK 2024.

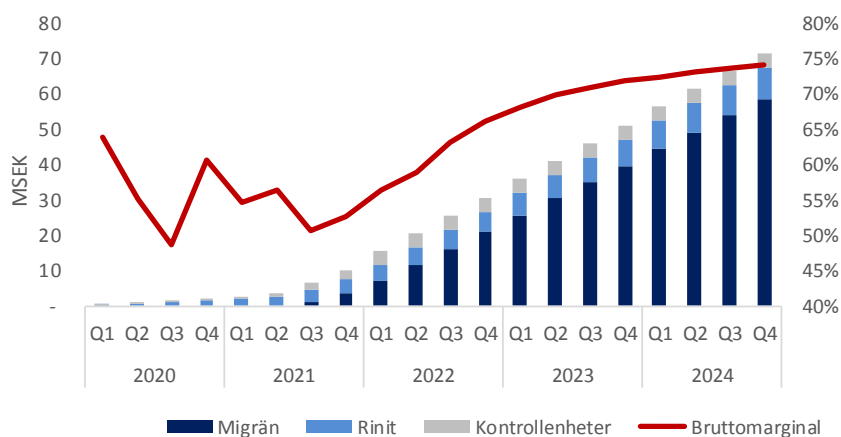
Rinitbehandling mindre viktigt i vår modell

Rinitbehandling har redan funnits på vissa marknader under en period, med blandade framgångar. Vi tycker inte erfarenheterna såhär långt pekar i riktningen av en snabb acceleration framöver. Under 2020 har vi dessutom valt att reducera försäljningsintäkterna till följd av COVID-19. Bolagets största distributör befinner sig i pandemins epicentrum i Italien och det är rimligt att behandling av kronisk rinit prioriteras lågt från en redan överbelastad sjukvårdsapparat. Vi har antagit att försäljningen återgår till ett mer normaliserat läge från och med 2021. Även på lång sikt tror vi ändå att rinitbehandling kommer leva i skuggan av migrän och omsättningen år 2024 hamnar i modellen på 9,1 miljoner SEK.

Bruttomarginal på behandlingar upp mot 80%

För båda typer av behandling räknar vi med en hög bruttomarginal då de fysiska engångsmaterialen antas vara billiga och huvudingrediensen är ren mjukvara. Vi antar att marginalen på behandlingar börjar runt 70 procent och växer med ökande skal fördelar till 80 procent från och med 2023.

Figur 4: 12-månader rullande intäkter och bruttomarginal



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Utöver behandlingarna räknar vi med att bolaget kommer ha försäljning av kontrollenheter till nya behandlingscentra som börjar erbjuda behandlingen. Hur stor omsättning detta medför beror dels hur koncentrerade behandlingarna är till några få centra som behandlar många patienter, och dels hur hårt bolaget vill subventionera maskinerna för att sälja fler behandlingar med högre marginaler. Vi anser att största värdet ligger i att sälja så många behandlingar så möjligt och att kontrollenheter därefter säljs med en bruttomarginal

nära noll. Totalt har vi räknat med försäljningsintäkter från kontrollenheter om blygsamma 5,4 miljoner SEK under 2024.

Med en liten och koncentrerad organisation är de operationella kostnaderna relativt låga och så förväntar vi att det kommer fortsätta. Posten Övriga externa kostnader styrs i närtid av kostnader förknippade med de kliniska studierna. När man går in i nästa år är den ena studien förmodligen avslutad medan den andra går över i uppföljningsfasen, vilket medför lägre kostnader. Vi ser därmed lägre samlade operationella kostnader 2021 jämfört med i år, men en svag ökning i efterföljande år i samband med ökande försäljningsinsatser. Till följd av COVID-19 har bolaget valt att pausa en större del av sin studieaktivitet och vi har därför antagit aningen lägre utvecklingskostnader under Q2 2020, för att sedan återgå till ursprungligt studieprotokoll från och med Q3 2020. Detta är dock beroende av pandemins utveckling och uppstarten av studierna kan komma att justeras både framåt och bakåt i tiden.

Första nettovinst år 2023

I vår modell gör bolaget ett svagt positivt EBITDA-resultat 2022 men gör förlust på sista raden samma år på grund av avskrivningar. Från och med 2023 räknar vi med positiva nettoreultat. Då det finns ackumulerade underskott att kvitta löpande vinster emot ser vi inte att bolaget kommer belastas med vinstskatt under prognoshorizonten.

Som nämnt har vi förutsatt att bolaget förvärvas 2025 mot kontant ersättning till aktieägarna. För att uppskatta storleken på en potentiell köpeskilling har vi gjort en konservativ beräkning av vad bolaget kan vara värt för den köpande parten. Vi utgår från att köparen kommer vara en internationell spelare med globalt kontaktnät, att den indikation som prioriteras är migrän och att den geografi man riktar sig mot blir de traditionella läkemedelsmarknaderna (Nordamerika, EU, Japan, Sydkorea) med en befolkning om cirka en miljard människor. Inom dessa länder kan det finnas nästan 20 miljoner människor med kronisk migrän.

Köpeskilling om 400 MSEK

Vi antar samma priser och behandlingsfrekvens som i de initiala marknaderna, samt att marknadspenetrationen växer gradvis till runt 0,10 procent fram till 2028 och därefter stannar vid den nivån fram till 2034 då Chordates patent börjar gå ut. Vid det laget omsätts behandlingar för knappt 300 miljoner SEK per år, dvs omkring en tjugondel av vad Allergan antas omsätta av Botox avsedd för migrän. Från och med 2035 förutsätts att omsättningen sjunker som följd av patentens utlopp. Vi förutsätter vidare att köparen kan realisera en EBIT-marginal om 40 procent från Chordates produkter och att kassaflödena diskonteras med en ränta om 15 procent per år. Nutidsvärdet av ett sådant förvärv kan för köparen beräknas till omkring 400 miljoner SEK, vilket i vår modell utgör köpeskilling för bolaget 2025.

Detta är en mycket låg siffra när man jämför med liknande förvärv som har gjorts inom närliggande terapiområden på senare tid. För jämförelse hänvisar vi Tabell 6 nedan. Vi har emellertid valt förutsättningar utifrån principen om försiktighet och understryker att potentiella köpare mycket väl kan motivera en högre köpeskilling genom att tillämpa andra förutsättningar. Exempelvis skulle ett globalt bolag kunna tillämpa lägre diskonteringsränta, räkna med högre marginaler eller marknadspenetration, samt förutsätta förlängda patenntider genom produktutveckling.

Tabell 3: Resultaträkning i sammandrag

MSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	1,6	2,6	1,9	10,9	32,2	52,7	73,2
Kostnad sålda varor	(0,3)	(0,3)	(0,7)	(5,2)	(10,9)	(14,8)	(18,9)
Operativa kostnader	(19,5)	(21,2)	(20,9)	(20,0)	(21,2)	(23,2)	(24,3)
EBITDA	(18,2)	(18,9)	(19,8)	(14,3)	0,1	14,7	29,9
Av-/nedskrivningar	(8,1)	(5,6)	(4,0)	(2,7)	(1,8)	(1,2)	(0,8)
EBIT	(26,2)	(24,5)	(23,8)	(17,0)	(1,7)	13,5	29,1
Finansnetto	(0,5)	(0,3)	-	-	-	-	-
Skatt	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat	(26,7)	(24,9)	(23,8)	(17,0)	(1,7)	13,5	29,1

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Hur ser kassasituationen ut?

Under de senaste tre åren har Chordates fria kassaflöde legat i närheten av minus 20 miljoner SEK per år. En stor del av utgifterna har samband med de två kliniska studier som pågår fram till andra halvåret i år respektive slutet av 2021. Som nämnt förväntar vi oss att dessa utgifter sjunker från och med nästa år. Det operativa kassaflödet kommer ändå ligga i samma härad 2020 som i 2019 då vi förväntar något högre kostnader drivet av ökande försäljningsaktiviteter. Från och med 2021 förbättras det operativa kassaflödet tack vare ökande produktförsäljning.

För ett antal år sedan producerades ett stort lager av färdiga varor, vilket har gjort det möjligt att frigöra kapital de senaste åren genom att sälja från lagret. Under innevarande år räknar vi med att lagerminskningen tar slut och att det samlade kassaflödet från förändringar i rörelsekapital blir negativt under de kommande åren i takt med växande försäljning. Eftersom bolaget drivs i princip som ett virtuellt bolag med minimala fysiska tillgångar har vi inte förutsatt att det behövs investeringar i varken materiella eller immateriella anläggningstillgångar framöver.

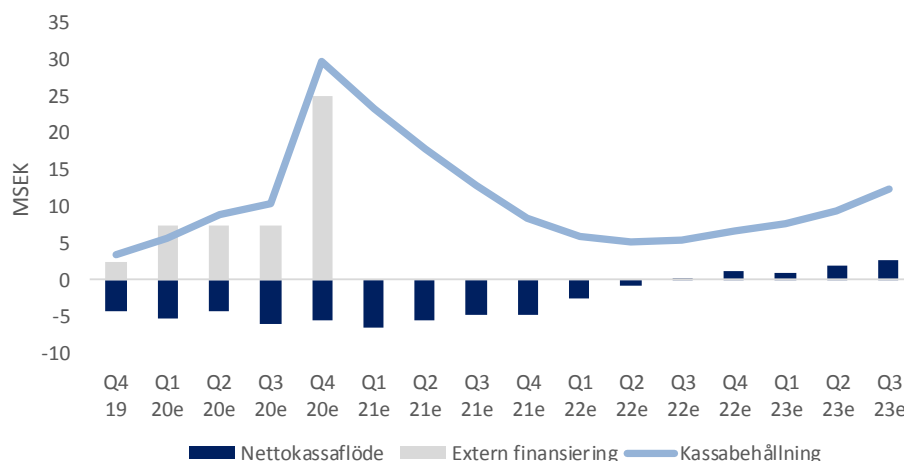
Kassabehållning drygt 5,7 MSEK vid utgången av Q1

Finansieringen av bolaget har de senare åren skötts genom ett antal mindre nyemissioner och enstaka lån från större ägare. Ägarlånen har i huvudsak bestått av bryggglån som senare konverterats till aktier i samband med nyemissioner. Vid utgången av 2019 fanns enbart en försumbar skuld kvar. De senaste nyemissionerna var en företrädesemission om 5,1 miljoner SEK under november 2019 och en riktad emission om 7,4 miljoner SEK under februari i år. Bolaget hade vid utgången av 2019 en kassabehållning om 3,6 miljoner SEK. Efter den riktade emissionen och ett kvartals normalt utflöde av kapital bedömer vi att kassan per utgången av Q1 2020 kommer hamna runt 5,7 miljoner SEK.

Kassapositivt från mitten av 2022

Enligt vår modell dröjer det till mitten av 2022 innan bolaget kan presentera sitt första kvartal med positivt kassaflöde. Fram till dess ser vi ett kapitalbehov i storleksordningen 40 miljoner SEK, vilket realistiskt sett måste komma i form av eget kapital. Givet den låga kassabehållningen måste merparten av kapitalet resas under 2020. Det finns för tillfället fyra utestående optionsprogram med förfall i maj, augusti och december i år samt mars nästa år. Totalt ger optionerna rätt att teckna 26,5 miljoner aktier till kursen 1,30 SEK. Om samtliga program utnyttjas fullt ut, kommer de tillföra bolaget likvider om 34,5 miljoner SEK. Teckningskursen är dock högre än gällande börskurs vilket gör det orimligt att lita på att optionerna löses. I vårt modellarbete har vi förutsatt att bolaget reser nytt eget kapital om 40 miljoner SEK under innevarande år med en huvudtyngd mot årets sista kvartal.

Figur 5: Kassaflöde och kassabehållning



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad är bolaget värt?

Vi använder två olika metoder för att värdera Chordate, en DCF-värdering med utgångspunkt i det finansiella scenariot vi beskrivit ovan, samt en peer-värdering. DCF-värderingen görs i två steg. Först beräknar vi bolagsvärdet under perioden 2020 till 2024 när bolaget på egen hand utvecklar och säljer sina produktsystem och behandlingar. Sedan beräknar vi vad en potentiell köpare kan betala för bolaget år 2025 när bolaget har etablerat sig på marknaden och ser positiva kassaflöden. Denna köpeskillning diskonterar vi tillbaka till nuvärde och slutligen applicerar vi en riskfaktor på köpeskillingen för att reflektera de risker som existerar fram till en potentiell försäljning av bolaget.

Vi förutsätter 40 - 60% chans för förvärv

En risk som kan hindra en försäljning av bolaget är bland annat att bolaget inte lyckas uppnå den marknadspenetration som vi räknat med. I så fall blir det svårare att övertyga en potentiell köpare om det kommersiella värdet av bolagets behandlingar, vilket kan påverka köpeskillingen och/eller äventyra en försäljning. Eftersom bolaget ännu inte lyckats etablera sig på rinitmarknaden finns det mycket kvar att bevisa. Om migränstudien faller ut väl så kommer behandlingen behöva CE-märkas för att bli godkänd att marknadsföras på de aktuella marknaderna. Godkännandet kan komma att ta längre tid än förväntat vilket är ytterligare en risk för bolaget. Givet dessa risker har vi i nuläget valt att riskjustera köpeskillingen genom att multiplicera köpesumman med faktorerna 40 respektive 60 procent, vilket är att betrakta som mellan 40 och 60 procents chans att förvärvet äger rum. Riskviktorna kan komma att justeras i takt med att bolaget gör framsteg och närmar sig ett potentiellt uppköp.

Vi tillämpar en WACC om 15%

Eftersom riskfaktorerna tar hand om risker relaterade till utveckling och försäljning av bolagets produktsystem och behandlingar kan vi diskontera modellens kassaflöden med en lägre diskonteringsränta (WACC) än annars vore fallet. Vi har valt en WACC om 15 procent för hela prognosperioden. Det kan argumenteras att ett större medtech- eller läkemedelsbolag som förvärvar ett mindre utvecklingsbolag har anledning att applicera en lägre WACC då de har interna resurser och processer som möjliggör ett lägre avkastningskrav. Här väljer vi återigen att agera försiktigt och applicerar därför samma WACC under hela prognosen framåt.

Det diskonterade värdet av kassaflödena under modellens period fram till 2024 summerar till -12,4 miljoner SEK. Att bolagsvärdet är negativt beror på att bolaget under de närmsta åren kommer ha negativa kassaflöden då bolaget inte har hunnit etablera sina behandlingar på marknaden. Till detta adderar vi sedan den tänkte köpeskillingen som blivit justerad för risk. Enligt ovan har vi beräknat en motiverad köpeskillning om 400 miljoner SEK att infalla 2025, vilken motsvarar värdet av det diskonterade fria kassaflödet från och med det året och fram till patentens utgång, samt ett terminalvärde som representerar en kraftig

försäljningsminskning efter att patenten har gått ut. Diskonterat till nuvärde uppgår köpeskillingen till 203 miljoner SEK.

Sammantaget ger modellen ett motiverat bolagsvärde om 190,8 miljoner SEK innan vi applicerar riskfaktorerna kopplat till försäljningen av bolaget. Vi använder dessa multiplikatorer för att riskjustera köpeskillingen. Det motiverade bolagsvärdet blir 68,9 miljoner SEK om vi använder 40 procents riskvikt och 109,5 miljoner SEK om vi använder 60 procent.

DCF-modellen motiverar 1,46 – 2,31 SEK per aktie

För att gå från bolagsvärde till börsvärde justerar vi för bolagets nettokassa (likvida medel minus räntebärande skulder). Nettokassan beräknas uppgå till 3,7 miljoner SEK vid utgången av innevarande kvartal. Dessutom drar vi bort marknadsvärdet av utestående optionsprogram, 2,8 miljoner SEK, eftersom det utgör ett åtagande för bolaget. Då landar vi på ett motiverat börsvärde om 69,7 miljoner SEK med 40 procents riskvikt och 110,4 miljoner SEK med 60 procents vikt. **Det motsvarar en motiverad kurs per aktie om 1,46 respektive 2,31 SEK.**

Tabell 4: DCF-modellantaganden

MSEK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	1,9	10,9	32,2	52,7	73,2	102,1	165,6	223,2
EBIT	(23,8)	(17,0)	(1,7)	13,5	29,1	40,8	66,2	89,3
EBIT marginal	-1300%	-155,5%	-5,1%	25,6%	39,8%	40,0%	40,0%	40,0%
	-	-	-	-	-	(8,4)	(13,6)	(18,4)
NOPLAT (= EBIT - skatt)	(23,8)	(17,0)	(1,7)	13,5	29,1	32,4	52,6	70,9
Av-/nedskrivning	4,0	2,7	1,8	1,2	0,8	-	-	-
Capex + rörelsekapital	1,3	(7,1)	(1,9)	(5,4)	(4,3)	(7,9)	(8,4)	(8,4)
Fritt kassaflöde	(18,4)	(21,4)	(1,7)	9,3	25,6	24,5	44,2	62,5

DCF (MSEK)

Bolagsvärde 2020-2024	(12,4)	(12,4)
Nuvärde av förvärv	203,2	203,2
Bolagsvärde 2020-2034	190,8	190,8
Riskfaktorer	40%	60%
Riskjusterat bolagsvärde	68,9	109,5
Nettokassa - optionsvärde	0,8	0,8

Motiverat börsvärde	69,7	110,4
Utstående aktier (M)	47,86	47,86

Värde per aktie (SEK)	1,46	2,31
------------------------------	-------------	-------------

Känslighetsanalys (Värde per aktie, SEK)

		Sannolikhet för förvärv			
		40%	50%	60%	70%
WACC	17%	1,18	1,54	1,90	2,25
	16%	1,31	1,70	2,09	2,48
	15%	1,46	1,88	2,31	2,73
	14%	1,62	2,08	2,55	3,01
	13%	1,80	2,31	2,81	3,32

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vi har även värderat Chordate utifrån prissättningen av jämförbara bolag, en så kallad peer-värdering. Vi har valt att jämföra bolaget på basis av våra försäljnings- och vinstestimater för 2024. Vi har valt detta året eftersom bolaget då, enligt våra antaganden, har börjat åtnjuta större försäljning och även vinst på sista raden. Detta ger mer representativa siffror att använda som underlag till peer-värderingen. Genom att grunda peer-värderingen på vår prognos undersöker vi även rimligheten i vår DCF-modell.

Svårigheten med att värdera bolag mot varandra är att hitta bra jämförelsebara bolag som har liknande affärsintressen och geografisk närvaro som bolaget som ska värderas. Vi har baserat vårt urval på bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholm som ingår branschen diversifierade medicinska apparater och instrument. Vidare har vi sorterat bort bolag vars omsättning underskrider 50 miljoner SEK eller som redovisar en nettovinst mindre än 10 miljoner SEK. Jämförelsebolagen är listade i Tabell 5.

Peer-värdering indikerar 1,8 – 4,6 SEK per aktie

2024 ser vi för oss att Chordate omsätter 73,2 miljoner SEK med EBITDA om 29,9 miljoner SEK och en nettovinst om 22,7 miljoner SEK efter normaliserad skatt. Vi har tagit medelvärdet av jämförelsebolagens multiplar och applicerat på Chordates estimat för år 2024, diskonterat till nuvärde och slutligen justerat med riskfaktorerna 40 respektive 60 procent.

Sammantaget motiverar peer-analysen ett spann för aktiens värde om 3,1 – 4,6 SEK baserat på P/E och 1,8 – 2,7 SEK baserat på EV/EBITDA.

MSEK	Nettovinst			Bolagsvärde	EBITDA	Omsättning	Bolagsvärde /EBITDA	Bolagsvärde /omsättning
	Börsvärde	T12M	P/E					
Chordate	36,8	neg	neg	35,4	(19,2)	1,1	neg	33,0
Biotage	5 382,4	186,8	28,8	5 418,8	281,0	1 101,4	19,3x	4,9
Getinge B	47 147,2	1 222,0	38,6	56 390,2	5 032,0	26 559,0	11,2x	2,1
Arjo B	13 117,3	403,0	32,5	19 233,3	1 730,0	8 925,0	11,1x	2,2
Stille AB	395,9	22,8	17,4	361,0	32,4	156,7	11,1x	2,3
Medelvärde			29,3				13,2	
Chordate 2024e		22,7			29,9	73,2		
Motiverat värde per aktie, SEK			3,1 - 4,6				1,8 - 2,7	

Källa: Factset, Västra Hamnen Corporate Finance

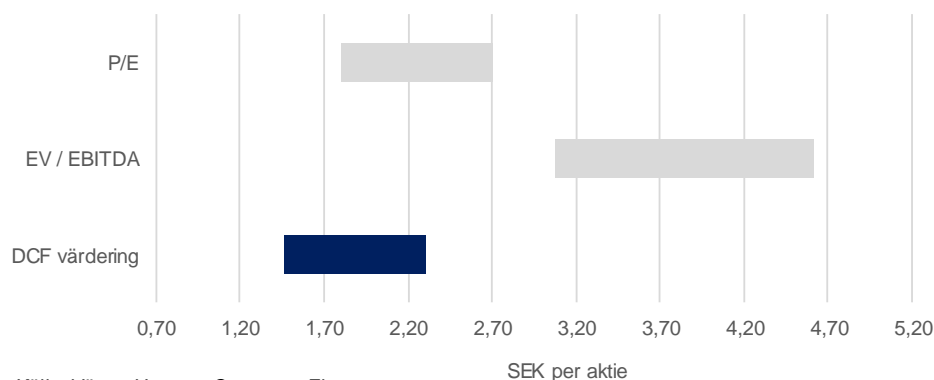
Det har gjorts flera förvärv under de senaste åren inom det område som Chordate är verksam på. Företagstransaktionerna ger en fingervisning om storleksordningen av beloppen som betalas när medtech- och läkemedelsbolag köper upp utvecklingsbolag. Tabellen under visar företagstransaktioner inom närliggande kliniska områden till Chordate.

Tabell 6: Företagstransaktioner

Tid	Köpare	Target	Produkt	Köpesumma
Jul 2017	3i Private Equity	Cirtec Medical Systems	Implantat inom bl.a. neuromodulation	136,0 mUSD
Dec 2017	LivaNova	Imthera Medical	Neurostimulation för sömnapné	225,0 mUSD
Mar 2018	LABORIE	Cogentix Medical	Bl.a. system för neurostimulation	207,6 mUSD
Feb 2019	Highbridge	Pernix Therapeutics	Behandling av bl.a. migrän	303,0 mUSD

Källa: Factset

Figur 6: Football field - P/E, DCF, EV/EBITDA



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad döljer sig bakom siffrorna?

I våra analyser brukar vi undersöka om bolaget använder redovisningsmetoder eller kommunicerar förhållanden utanför resultat- och balansräkningen som har betydelse för tolkningen av rapporterade siffror. Bolagets ekonomi kan vara starkare eller svagare än rapporterna omedelbart ger vid handen och detta kan ha betydelse för värderingen.

Risk för markant utspädning genom optioner

Den viktigaste faktorn att vara klar över i Chordates fall är omfattningen av potentiell utspädning via optioner. Bolaget har fyra utestående optionsprogram som sammantaget ger rätt att teckna 26,5 miljoner nya aktier. Om dessa skulle utnyttjas till fullo, skulle det medföra en utspädning av befintliga aktieägare om 35,7 procent. Samtliga program har teckningskurs 1,30 SEK per aktie, vilket är högre än nuvarande börskurs. Löptiden för de olika programmen är 31 maj 2020 (4,1 miljoner aktier), 31 augusti 2020 (10 miljoner), 31 december 2020 (5,1 miljoner) samt 31 mars 2021 (7,4 miljoner). Eftersom lösenkursen ligger högre än aktuell börskurs har vi i vårt modellarbete inte räknat med att optionerna löses

in, men däremot har vi reducerat det uppskattade bolagsvärdet med ett belopp som motsvarar aktuellt marknadsvärde för optionerna. Om bolagets aktiekurs skulle stiga kraftigt, till exempel som följd av lyckosamma kliniska studier, kan den potentiella utspädningen bli en faktor som håller tillbaka värdeutvecklingen för befintliga aktieägare.

Av bolagets rapportering framgår att Chordate har ställt säkerheter om 3 miljoner SEK genom företagsinteckning till en långgivare som även är ägare i bolaget. Lånet i fråga amorteras löpande och ska enligt avtal vara fullt återbetalat senast 30 juni 2020, varefter företagsinteckningen upphävs.

Ackumulerade underskott ger sparade skattelättnader

En latent tillgång utanför balansräkningen finns dessutom i form av ackumulerade underskott. Underskotten kan utnyttjas för kvittning mot framtida vinster och på så sätt minska skattekostnaden. Bolaget har enligt våra uppskattningar sparade förluster om 93 miljoner SEK och vi förväntar oss därmed inte att bolaget kommer belastas med någon skattekostnad under de närmsta fem åren.

Slutligen anser vi det som en styrka att bolaget är återhållsamma med att aktivera utvecklingskostnader. Under de senaste tre åren har mindre än 2 miljoner SEK aktiverats. Totalt fanns det 11,2 miljoner SEK i immateriella tillgångar i balansräkningen vid utgången av 2019, varav 8,2 miljoner SEK utgjordes av patent och varumärken. De immateriella tillgångarna skrivs av löpande och avskrivningarna kommer således att avta över tiden.

Vad kan gå fel?

Misslyckad migränstudie skulle drabba hårt

För ett utvecklingsbolag som Chordate finns det flertalet riskfaktorer inblandade. Den mest påtagliga risken är att migränstudien inte faller ut väl. Att bolaget är fokuserat på en enskild teknologi innebär att det inte finns något att falla tillbaka på om studieresultatet skulle vara negativt. Emellertid bedömer vi risken att migränstudien misslyckas som överkomlig, i ljuset av de positiva indikationer som gavs i interimsanalysen som genomfördes under 2019. Den utökade studien för icke-allergisk rinit är en större studie som ämnar att uppnå samma primära effektmål som en av bolaget tidigare lyckad studie, och därmed anser vi sannolikheten för den att lyckas som hög.

Påtaglig finansieringsrisk

Om migränstudien uppnår sina effektmål så återstår ett stort finansieringsbehov för att ta bolaget till positiva kassaflöden. Även om bolaget har uttryckt att det kommer vara en större prioritering att bevisa marknadspotentialen för KOS-behandlingen än att uppvisa kortsiktiga vinster, så är bolaget tvunget att ha tillräckligt med finansiering för sin marknadsexpansion. I dagsläget räknar vi med att detta kommer ske i form av nyemissioner och vi har räknat med kapitalanskaffningar i storleksordningen 40 miljoner SEK under 2020. Utöver detta kapitalbehov finns risk att marknads lansering fördröjs vilket skulle kunna innebära behov av ytterligare kapitalanskaffningar i framtiden.

För att minimera kostnadsbasen har bolaget kraftigt reducerat antalet heltidsanställda. Detta för med sig risker i form att ett beroende till ett få antal nyckelpersoner i bolaget. Om en, eller flera, av de anställda skulle lämna bolaget kan detta resultera i långtgående konsekvenser för bolaget. Det ska även nämnas att bolaget endast samarbetar med en handfull av distributörer. Även här uppstår ett beroende och förlust av en distributör kan leda till problem då det kan vara både tidkrävande och svårt att hitta likvärdiga ersättare.

Konkurrerande läkemedel i pipeline

Utveckling av behandlingar av kronisk migrän, som är bolagets huvudspår, är ett område som många utvecklingsföretag ägnar sig åt. Det finns bland annat en omfattande pipeline av nya läkemedel under utveckling. Skulle det lanseras en behandling som har en hög verkningsgrad i förhållande till biverkningar så kan detta allvarligt kunna förändra framtidsutsikterna för bolagets behandlingsmetod.

För att bolaget ska få ett lyckat genomslag på sina primära målmarknader är det viktigt att KOS-behandlingen, främst mot indikationen kronisk migrän, blir godkänt för ersättning av

de sjukvårdssystem som gäller på respektive målmarknaderna. Om förhandlingar om ersättning inte faller ut väl finns en risk att bolagets behandlingar inte kommer kunna omfattas av statliga och privata ersättningssystem. Detta skulle ha stor inverkan på den marknadspenetration som bolaget kan uppnå med sin behandling.

Risk att det krävs uppföljande migränstudie

För att förenkla ansökan om ersättning för indikationen icke-allergisk rinit har bolaget valt att genomföra en uppföljande studie. Det är inte otänkbart att bolaget även kommer behöva en större uppföljande studie för indikationen kronisk migrän. Då den nuvarande studien endast har en uppföljningstid på 4 veckor, kan det medföra svårigheter vid förhandling om ersättning för kronisk migrän då slutsatser om behandlingens effekt inte kan sträcka sig längre än 4 veckor. En påföljande studie kan bli kostsam och fördröja marknads lanseringen för indikationen kronisk migrän.

Studieresultat i slutet på året är huvudnummer

Viktiga händelser framöver

Den stora händelsen detta året kommer vara när resultatet från migränstudien publiceras. Innan förskjutningen i studieaktiviteter på grund av COVID-19 förväntades att sista patienten skulle gå ur studien under andra kvartalet 2020, följt av en analys av studiedata och publicering av en vetenskaplig artikel. Initialt förväntades att artikeln skulle godkännas för publicering i september-oktober och att studieresultatet skulle delges marknaden vid samma tid. På grund av de pausade studierna kommer detta att förskjutas, men det är oklart hur länge. Vårt bästa estimat just nu är cirka ett kvartals försening så att resultaten kan nå marknaden runt årsskiftet. Om studieresultatet faller ut väl i migränstudien kommer bolaget att ansöka om CE-märkning för indikationen vilket kommer vara ytterligare en viktig komponent framöver. Vi har antagit att CE-märkningen för migrän blir godkänd ett halvår efter att studien avslutas. Om bolaget har möjlighet att ansöka om godkännande med studiedata från interimanalysen, finns möjligheten att en CE-märkning erhålls tidigare än vad vi har antagit.

Bolaget har tre optionsprogram som förfaller under 2020 och ett som löper till mars 2021. I dagsläget är dessa optioner *out-of-the-money*, men skulle omständigheterna ändras så kan dessa inbringa ett välbehövligt kapitaltillskott i bolaget.

Det är möjligt att bolaget kommunicerar större order från sina distributörer framgent. Bolaget har etablerat samarbeten med flertalet distributörer med ambitionen att marknads lansera KOS-behandlingen för icke-allergisk rinit. Att bolaget skulle erhålla order från sina distributörer framöver kan därför anses vara sannolikt.

Finansiell kalender

23 april 2020	Årsstämma
29 april 2020	Delårsrapport Q1 2020
28 augusti 2020	Delårsrapport Q2 2020

Resultaträkning - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	1 582	2 631	1 879	10 911	32 219	52 691	73 164	102 071
Summa intäkter	1 582	2 631	1 879	10 911	32 219	52 691	73 164	102 071
Kostnad sålda varor	(260)	(347)	(740)	(5 167)	(10 898)	(14 836)	(18 931)	(27 191)
Bruttovinst	1 322	2 283	1 139	5 744	21 320	37 855	54 233	74 880
Personalkostnader	(4 575)	(3 161)	(3 534)	(4 666)	(5 913)	(6 987)	(7 202)	(7 347)
Övriga rörelsekostnader	(14 901)	(18 058)	(17 356)	(15 380)	(15 285)	(16 187)	(17 096)	(18 263)
EBITDA	(18 154)	(18 936)	(19 751)	(14 301)	123	14 681	29 936	49 270
Av- och nedskrivningar	(8 058)	(5 606)	(4 025)	(2 670)	(1 775)	(1 184)	(793)	(533)
EBIT	(26 212)	(24 542)	(23 776)	(16 971)	(1 653)	13 497	29 143	48 737
Finansnetto	(474)	(347)	-	-	-	-	-	-
EBT	(26 686)	(24 889)	(23 776)	(16 971)	(1 653)	13 497	29 143	48 737
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(26 686)	(24 889)	(23 776)	(16 971)	(1 653)	13 497	29 143	48 737
Vinst per aktie (SEK)	-	(0,15)	(0,42)	(0,22)	(0,02)	0,18	0,38	0,63
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	-15,1%	66,3%	-28,6%	480,8%	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	115,9%	67,2%
Resultat	na	na	na	na	na	na	115,9%	67,2%
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	83,5%	86,8%	60,6%	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	25,6%	39,8%	47,7%
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	neg	25,6%	39,8%	47,7%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	neg	25,6%	39,8%	47,7%
Personalkostnader	289,1%	120,2%	188,1%	42,8%	18,4%	13,3%	9,8%	7,2%
Totala rörelsekostnader	1231,0%	806,6%	1111,9%	183,7%	65,8%	44,0%	33,2%	25,1%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	neg	45,8%	49,7%	45,4%
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	272	212	212	350	678	562
Kassa och bank	522	3 556	29 832	8 383	6 650	15 947	41 563	78 311
Summa omsättningstillg.	6 253	6 611	32 662	18 002	18 057	31 138	60 729	108 022
Materiella tillgångar	63	987	804	655	533	434	354	288
Immateriella tillgångar	14 745	11 172	7 330	4 809	3 155	2 070	1 358	891
Finansiella tillgångar	59	82	82	82	82	82	82	82
Summa anläggningstillg.	14 868	12 241	8 216	5 546	3 770	2 586	1 794	1 261
Summa tillgångar	21 121	18 852	40 878	23 547	21 827	33 724	62 523	109 283
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	34 604	17 633	15 980	29 477	58 620	107 357
Summa skulder & EK	21 121	18 853	39 344	23 320	21 663	34 544	64 135	115 662

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Löpande verksamheten	(18 628)	(19 283)	(19 751)	(14 301)	123	14 681	29 936	49 270
Förändring i rörelsekapital	(650)	924	(1 422)	(5 526)	(1 793)	(4 262)	(3 197)	(7 871)
Investeringsverksamheten	461	(1 281)	49	(1 622)	(63)	(1 122)	(1 122)	(4 650)
Finansieringsverksamheten	18 711	22 674	47 400	-	-	-	-	-
Periodens kassaflöde	(106)	3 035	26 276	(21 449)	(1 734)	9 297	25 617	36 748
Ingående balans	628	522	3 556	29 832	8 383	6 650	15 947	41 563
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	522	3 556	29 832	8 383	6 650	15 947	41 563	78 311

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Resultaträkning - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020e	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Nettoomsättning	(31)	161	399	2 102	544	212	424	699
Summa intäkter	(31)	161	399	2 102	544	212	424	699
Kostnad sålda varor	-	-	(12)	(335)	(247)	(61)	(119)	(313)
Bruttovinst	(31)	161	387	1 767	297	150	305	387
Personalkostnader	(624)	(842)	(602)	(1 094)	(825)	(829)	(903)	(977)
Övriga rörelsekostnader	(3 771)	(4 104)	(4 916)	(5 267)	(4 716)	(2 206)	(5 213)	(5 221)
EBITDA	(4 426)	(4 785)	(5 130)	(4 595)	(5 245)	(2 885)	(5 810)	(5 811)
Av- och nedskrivningar	(1 746)	(1 209)	(1 209)	(1 443)	(1 167)	(1 052)	(949)	(857)
EBIT	(6 172)	(5 994)	(6 339)	(6 038)	(6 411)	(3 937)	(6 760)	(6 668)
Finansnetto	(96)	(102)	(86)	(62)	-	-	-	-
EBT	(6 268)	(6 096)	(6 425)	(6 100)	(6 411)	(3 937)	(6 760)	(6 668)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(6 268)	(6 096)	(6 425)	(6 100)	(6 411)	(3 937)	(6 760)	(6 668)
Vinst per aktie (SEK)	na	na	na	(0,15)	(0,14)	(0,08)	(0,12)	(0,09)
Y-o-Y tillväxt (%)								
Nettoomsättning	(145,6%)	(75,2%)	(14,0%)	420,0%	(1853,2%)	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%	84,0%	54,6%	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	-2010,6%	524,5%	150,8%	52,0%	151,7%	391,3%	213,0%	139,7%
Totala rörelsekostnader	-14169,1%	3080,6%	1383,2%	302,6%	1019,0%	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 2020e	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Varulager	3 486	3 245	3 050	1 728	1 490	1 010	663	1 678
Kundfordringar	78	351	383	230	358	279	279	460
Övriga kundfordringar	549	649	837	854	326	254	254	420
Förutbet. Kostnader och uppl.	1 367	1 291	227	243	272	212	212	350
Kassa och bank	248	1 416	5 320	3 556	5 668	8 956	10 384	29 832
Summa omsättningstillg.	5 728	6 952	9 817	6 611	8 114	10 711	11 792	32 740
Materiella tillgångar	60	56	53	987	937	891	846	804
Immateriella tillgångar	13 003	11 798	10 592	11 172	10 055	9 050	8 145	7 330
Finansiella tillgångar	82	82	82	82	82	82	82	82
Summa anläggningstillg.	13 144	11 935	10 727	12 241	11 074	10 022	9 072	8 216
Summa tillgångar	18 872	18 888	20 544	18 852	19 188	20 733	20 865	40 955
Leverantörsskulder	2 879	3 827	1 965	3 367	3 250	2 020	1 144	2 740
Kortfristiga rörelseskulder	2 910	5 519	4 654	1 990	1 854	1 229	1 187	1 563
Övriga kortfristiga skulder	1 413	1 490	1 350	2 516	1 878	1 235	1 199	2 000
Summa kortfristiga sk.	7 202	10 836	7 969	7 873	6 982	4 484	3 530	6 303
Långfristiga skulder kreditinst.	1 500	-	-	-	-	-	-	-
Summa eget kapital	10 171	8 053	12 575	10 980	11 969	15 532	16 272	34 604
Summa skulder & EK	18 873	18 888	20 545	18 853	18 951	20 016	19 801	40 907

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

kSEK	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020e	Q2 2020e	Q3 2020e	Q4 2020e
Löpande verksamheten	(4 522)	(4 887)	(5 216)	(4 657)	(5 245)	(2 885)	(5 810)	(5 811)
Förändring i rörelsekapital	(996)	738	(923)	2 106	(281)	(1 807)	(608)	1 274
Investeringsverksamheten	69	241	195	(1 785)	238	479	347	(1 015)
Finansieringsverksamheten	5 176	5 077	9 848	2 573	7 400	7 500	7 500	25 000
Periodens kassaflöde	(274)	1 168	3 904	(1 763)	2 112	3 287	1 429	19 448
Ingående balans	522	248	1 416	5 320	3 556	5 668	8 956	10 384
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	248	1 416	5 320	3 556	5 668	8 956	10 384	29 832

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

