

Initial analys

2020-10-06

ProstaLund: Ett bättre val

- Evidensbaserad och minimalinvasiv behandling av godartad prostataförstoring
- Erbjuder enorma kostnads- och resursbesparingar för sjukvården
- Vi sätter ett initialt värderingsintervall om 3,30 – 4,90 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	PLUN
Industri	Sjukvård
Handelsplats	First North Stockholm
Senaste kurs (SEK)	3,15
Börsvärde (MSEK)	163,1
Bolagsvärde (MSEK)	150,2
Utestående aktier (M)	42,16
- varav free float (M)	27,44

VHCF motiverat värde per aktie

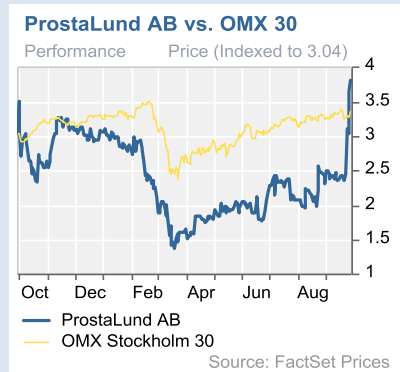
DCF-värdering SEK 3,30 - 4,90

ProstaLund	
Adress	Mobilvägen 10 22362 Lund
Hemsida	prostalund.se
VD	Hans Östlund

Huvudägare (31 aug 2020)

	Capital (%)
Mats Alyhr	11,6%
BFCM Sw eden retail ft	8,6%
Avanza Pension	6,4%
Ålandsbanken	5,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	4,5%

Aktiekursens utveckling



	-1m	-3m	-12m
Utveckling (%)	36,0	48,5	25,1
52 veckor (låg/hög) - SEK		1,24 / 4,4	

Källa: FactSet

ProstaLund har utvecklat CoreTherm®, en evidensbaserad behandling av godartad prostataförstoring (benign prostatahyperplasi - BPH). BPH innebär att cellerna i prostatan ökar i antal och är en naturlig del av åldrandet. Förstorad prostata kan börja i 40 – 50-årsåldern och mer än hälften av alla män över 50 år berörs av BPH i någon grad.

Fördelarna med CoreTherm® är många, både ur patient- och vårdfinansieringssynpunkt. Behandlingen botar tillståndet, i motsats till de vanligaste behandlingsformerna som är katetervård och/eller läkemedel. Det enda alternativet inom botande behandling är kirurgi, vilket är ett större ingrepp med längre behandlingstid, sjukhusvistelse och rekonescens men ungefär likvärdiga behandlingsresultat som CoreTherm®. Jämfört med kirurgi kan CoreTherm® mångdubbla behandlingskapaciteten i vården till en markant lägre kostnad per patient.

Antalet CoreTherm®-behandlingar tredubblades från Q1 2018 till Q1 2020 i takt med att fler patienter blev medvetna om metoden. Under COVID-19 pandemin har behandlingstakten minskat då vården har nedprioriterat icke-akuta behandlingar. Inte minst på grund av det uppdämda behovet räknar vi återigen med en snabb tillväxt när aktiviteten inom vården går tillbaka till det normala.

ProstaLunds affärsmodell är skalbar då intäkterna i första hand härstammar från återkommande försäljning av förbrukningsartiklar med höga bruttomarginaler. Med en liten och fokuserad organisation ser vi attraktiva vinstutsikter. I vårt ekonomiska scenario är bolaget säkrad finansiering tills dess att kassaflödet blir positivt i mitten på 2022, givet full inlösen av utestående teckningsoptioner. Vår DCF-modell pekar därmed på ett motiverat värde om 3,30 – 4,90 SEK per aktie i det aktuella läget och med vår nuvarande bedömning av risken. Fortsatt framgång som bekräftar affärscaset och sänker risken kommer allt annat lika kunna höja vår värdering efterhand.

Tabell 1: Finansiell översikt

MSEK	2 018	2 019	2020e	2021e	2022e
Intäkter	13,6	12,9	11,0	22,6	34,9
Tillväxt (%)	na	(5,0%)	(14,7%)	106,0%	54,1%
Bruttomarginal (%)	59,9%	69,8%	66,5%	69,0%	74,1%
EBIT	(13,0)	(10,4)	(9,8)	(5,4)	1,6
EBIT-marginal (%)	neg	neg	neg	neg	4,6%
Kassa	2,9	9,8	11,6	21,8	22,2
Tillgångar	19,2	26,2	29,8	42,2	44,1
Eget kapital	12,7	22,2	25,5	38,8	40,4
Soliditet (%)	66,4%	84,7%	85,4%	92,0%	91,6%
P/E	neg	neg	neg	neg	129,5
ROE	neg	neg	neg	neg	3,9%
EV/EBIT (x)	neg	neg	neg	neg	119,4
EV/Sales (x)	14,2	15,0	17,5	8,5	5,5

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Innehållsförteckning

Vad gör ProstaLund?	2
Strategi och affärsmodell.....	6
Vad är marknadspotentialen?	9
Hur är konkurrensituationen?.....	10
Vilka är ProstaLunds unika fördelar?.....	12
Vad kommer ProstaLund att tjäna?	13
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
Appendix: Värderingsmetodik	20

Behandlar godartad prostataförstoring

Vad gör ProstaLund?

ProstaLund grundades 1991 och är svenskt medicintekniskt bolag med huvudkontor i Lund. Bolaget har under en lång tid utvecklat en innovativ behandling av godartad prostataförstoring (benign prostatahyperplasi - BPH) med hjälp av den patenterade CoreTherm® teknologin. CoreTherm® är individanpassad värmebehandling för BPH, och har samma goda kliniska effekt som existerande behandlingar, men har färre allvarliga biverkningar.

Hos en ung frisk man har prostatan samma storlek som en valnöt, men i takt med åldrandet uppkommer naturligt att cellerna i prostatan ökar i antal. När prostatakörteln växer i storlek, kan den trycka på urinröret vilket gör det svårare att tömma urinblåsan. För många leder detta till frekventa toalettbesök, även nattetid, vilket gör att livskvaliteten påverkas negativt.

Figur 1: Godartad prostataförstoring



Bild: ProstaLund

BPH är ett samhällsproblem

BPH drabbar omkring hälften av män över 50 år, och upp till 80 procent av män över 80 år. I Sverige uppskattas det att 400 000 män lider av BPH, och att majoriteten får någon form av behandling från vården. Vanligast är behandling med läkemedel och med katetervård, men detta är endast symptomlindrande behandling och angriper inte det faktiska problemet.

De botande behandlingarna kan delas in i kirurgi och minimalinvasiva kirurgiska ingrepp, där CoreTherm® tillhör det senare. Fördelarna med CoreTherm® är, till skillnad från traditionella kirurgiska ingrepp, att den endast kräver lokalbedövning och har en mycket kort behandlingstid (6–15 minuter). Därtill tar behandlingen inte anspråk på operationssalar och patienten kan gå hem direkt efter behandlingen, till skillnad från kirurgi där patienten behöver stanna kvar på sjukhuset i 1–5 dagar. CoreTherm® har ytterligare fördelar i form av mindre biverkningar, samt att kostnaden är ungefär hälften jämfört med ett traditionellt kirurgiskt ingrepp. Därmed kan behandlingen erbjuda enorma resursbesparingar för vården samtidigt som mångfaldigt fler patienter kan bli botade från sina symptom.

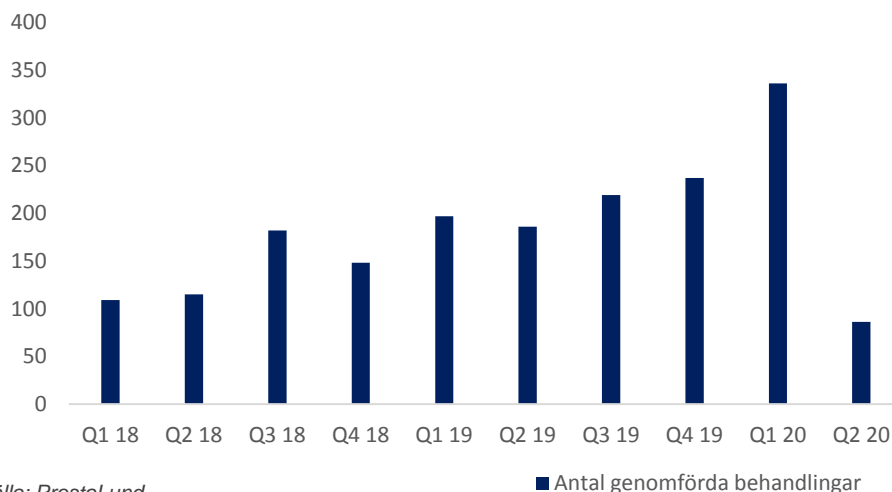
Mikrovågsbehandlingen bryter ned prostatavävnaden

CoreTherm® bygger på en mikrovågsbehandling som värmer den blockerande prostatan till mer än 50 grader, vilket bryter ned prostatavävnaden. Läkaren får konstant feedback från

systemet om effekten som levereras och har därför möjlighet att noggrant övervaka och säkerställa patientens säkerhet. Målet med behandlingen är att bryta ner ca 20 procent av den blockerande prostatavävnaden, så att prostatan upphör att trycka på urinröret och således eliminera patientens besvär. I maj släpptes en rapport som visade långtidsuppföljningar med CoreTherm® och slutsatsen var att omkring 90 procent av de behandlade patienterna kunde varaktigt botas med bolagets värmebehandling.

Stark tillväxt innan corona-krisen

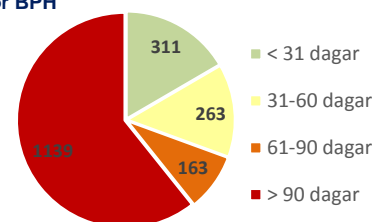
Figur 2: Historiskt genomförda CoreTherm-behandlingar



Källa: ProstaLund

Innan Corona-pandemin uppenbarade sin omfattning gjorde bolaget sitt hittills starkaste kvartal med 336 behandlingar under det första kvartalet 2020. Detta är mer än tre gånger så många behandlingar som under Q1 2018. Under det andra kvartalet i år hade antalet behandlingar fallit till 86. Corona-krisen fick bolaget att revidera sin finansiella målsättning för det innevarande året och målsättningen

Figur 3: Väntetid för patienter i kö till operation för BPH



Källa: vantetider.se - juli 2020

justerades till att behandla 700 patienter under 2020, ner från tidigare 1 500. För att säkerställa fortsatt drift under pandemin genomförde bolaget en nyemission i juli som inbringade 14,4 miljoner SEK före avdrag för emissionskostnader. I samband med emissionen ställdes även teckningsoptioner ut vilket har potential att förstärka bolagets kassabehållning under 2021.

Väntetiden för BPH-behandlingar växer

Då en stor andel av de patienter som lider av BPH även tillhör en riskgrupp med hänsyn till deras höga ålder ledde detta till att många patienter avbokade sina tider på de få urologkliniker som haft verksamheten igång. Redan innan pandemin väntade omkring 1 900 BPH-patienter på operation, och denna vårdkö fortsätter att växa.

Bolaget kan spela en nyckelroll i att hjälpa sjukvården hantera den vårdkö av BPH-patienter som har byggts upp innan och under pandemin. Med bolagets behandlingsmetod kan flera patienter behandlas jämfört med traditionell kirurgi och innebär besparingar i form av både kostnader och resurser. Detta kan vara en avgörande faktor framgent då sjukvården kommer präglas av hård belastning med långa vårdköer samt brist på vårdplatser, operationstider och operationspersonal. CoreTherm® är en kostnadseffektiv metod som har potential att avlasta den hårt belastade sjukvården.

Vad är benign prostatahyperplasi (BPH)?

Benign prostatahyperplasi betyder godartad prostataförstoring. Att förstoringen är godartad innebär att det inte är cancer, och tillståndet varken orsakar eller leder till cancer. Det ska dock tilläggas att BPH och prostatacancer kan inträffa samtidigt. Tillståndet är inte livshotande men kan ändå ha stor påverkan på den drabbades livskvalité.

BPH drabbar majoriteten av alla män i 80-årsåldern

Prostatans främsta uppgift är att möjliggöra spermiernas rörlighet och är avgörande för att spermien ska kunna befrukta ägget. Hos en ung frisk man har prostatan storleken som en valnöt, men ökar i storlek som en naturlig del av åldrandet. BPH drabbar ungefär hälften av alla män över 50 år, och stiger till omkring 80 procent av alla män i 80-årsåldern. Då prevalensen av BPH är så omfattande behöver upp till 25 procent av alla män någon gång behandlas för sina symptom. Ålder och BPH inom släkten är två faktorer som kraftigt ökar sannolikheten att själv drabbas, men även övervikt, fysisk inaktivitet och impotensproblem kan vara bidragande faktorer.

Anledningen till att prostatan växer är inte helt fastställd, men det finns teorier om att det kan härledas från en minskad testosteronproduktion som ökar andelen östrogen i kroppen, som skulle kunna leda till att prostatacellerna börjar växa. En annan teori pekar på dihydrotestosteron som möjlig faktor. Även om testosteronnivån sjunker som en naturlig del av åldrandet, så kan stora mängder dihydrotestosteron bildas i prostatan. Forskning har visat att män som inte producerar dihydrotestosteron inte heller kan utveckla BPH.

BPH har stor påverkan på livskvalitén

Typiska symptomen som uppvisas vid godartad prostataförstoring är svårigheter att börja kissa, svag urinstråle, behov att tömma urinblåsan ofta, akuta behov av att kissa och behov av att gå upp flera gånger varje natt för att tömma blåsan. Patienter kan även uppleva att blåsan inte töms helt efter ett toalettbesök, avbrott i urinflödet samt drabbas av efterdropp. Utöver de direkta fysiska symptomen påverkas ofta den drabbades livskvalité negativt då det uppstår ett behov att ha nära till en toalett och försämrad nattsömn, vilket kan gå ut över sociala aktiviteter och ens relationer.

CoreTherm: Evidensbaserad varaktig behandling**Hur fungerar CoreTherm®?**

CoreTherm® är en minimalinvasiv mikrovågsbehandling mot BPH som har utvecklats av ProstaLund under mer än 20 år. Behandlingen är evidensbaserad och har samma varaktiga behandlingseffekt som det traditionella kirurgiska ingreppet TURP (transuretal resektion av prostata). CoreTherm® är samtidigt mindre resurskrävande, säkrare och har mindre biverkningar. CoreTherm® kräver, till skillnad från TURP, ingen narkos/ryggmärgsbedövning eller tillgång till operationssal. Att behandlingen endast utförs med lokalbedövning är en stor fördel för högriskpatienter som inte är i tillräckligt fysiskt skick för att kunna sövas. CoreTherm® kan även genomföras direkt på mottagningen och behandlade patienter kan åka hem direkt efter ingreppet, vilket ger stora resursbesparingar jämfört med TURP som kräver övernattnings på sjukhus under en till flera dagar. De flesta som informeras om traditionell kirurgi och CoreTherm®-behandling väljer därför det senare.

Kan behandla 90 procent av alla BPH-patienter

För att kunna behandlas med CoreTherm® krävs en grundlig läkarundersökning som säkerställer en påtaglig prostataförstoring, ett trögt urinflöde samt mer än måttliga besvär orsakade av BPH. Detta görs genom bland annat genom urinflödesmätning och ett ultraljud av prostatan. Undersökningen säkerställer även att prostatacancer inte är föreliggande då det inte är kartlagt hur den cancerutsatta prostatavävnaden reagerar på mikrovågsbehandlingen. CoreTherm® ska heller inte användas som behandlingsmetod om patienten har genomfört urinrörplastik eller vid förekomsten av s.k. tertiuslob. En tertiuslob eller "tredje lob" är en förstoring av prostata som riktar sig uppåt och buktar mot urinblåsebottnen. ProstaLund uppskattar att patientgrupperna som inte lämpar sig för CoreTherm® totalt sett utgör ungefär 10 procent av alla som lider av BPH.

Målet är att minska prostatastorleken med 20 procent

Vid behandlingstillfället ges lokalbedövning genom den patenterade Schelinkateter för att minimera obehag för patienten och säkerställa en närmst smärtfri behandling. Patienten känner en viss värmekänsla som försvinner direkt när behandlingen är färdig. Efter bedövningen förs en mikrovågsantenn in igenom urinröret och påbörjar behandlingen genom att ablater (bränna sönder) prostatavävnaden med temperaturer över 50 grader. Temperaturen dödar prostatavävnaden närmst urinröret vilket får prostatan att gå i nekros och målet är att minska dess storlek med ungefär 20 procent.

Snabbare behandling än konkurrerande teknologier

Under behandlingstillfället används åtta termometrar, bland annat intraprostatisk temperaturmätning, för att säkerställa att temperaturen inte överskrider säkra nivåer. Behandlingen kan därmed individualiseras genom att justera värmeeffekten under behandlingen. Behandlingen använder de mest effektiva temperaturerna vilket ger upphov till snabbare vävnadsdöd och således minimerar behandlingstiden. Bolagets behandlingskateter innehåller även ett kylsystem för att säkerställa att önskad temperatur upprätthålls. En behandling tar cirka 6-15 minuter, vilket kan jämföras med konkurrerande system som tar 30-60 minuter för samma typ behandling.

Figur 4: Kateter för värmebehandlingar och kylsystem samt temperaturmätning



Bild: ProstaLund

Direkt efter behandlingen kan patienten åka hem och kroppen avlägsnar själv den döda prostatavävnaden och effekten av behandlingen kommer successivt. De flesta patienter vittnar om en väsentlig förbättring inom en till tre månader. Under de första veckorna efter behandlingstillfället behöver patienten använda en kateter.

Varaktigt effekt likt traditionell kirurgi

Flera studier har dokumenterat en varaktig behandlingseffekt efter CoreTherm®-behandlingen. Omkring 90 procent upplever en påtaglig förbättring av sina symptom och med tiden behöver omkring 18 procent av patienterna upprepad behandling. Återbehandlingsfrekvensen beror till stor del på patientens ålder, där en yngre patient löper större risk att behöva behandlas ytterligare för återkommande symptom som uppstår med åren. Återbehandlingsfrekvensen kan likställas med den långsiktiga effekten av traditionell kirurgi. Trots att biverkningarna från CoreTherm®-behandlingen är mindre påtagliga än vid TURP, är behandlingen inte utan risk. Patienter har rapporterat biverkningar som torr utlösning (30 procent), sveda i urinröret, blodfärgad urin och liknande symptom från urinvägsinfektion.

För att genomföra en CoreTherm®-behandling krävs en behandlingsdator som läkaren använder för att skraddarsy behandlingen. Behandlingsdatorn antingen säljs eller hyrs ut till behandlande kliniker. Existerande kunder använder den äldre generationen CoreTherm®-plattform men bolaget håller på att utveckla nästa generations plattform. Utöver behandlingsdatorn tillhandahåller ProstaLund även förbrukningsartiklar. Bedövningskateter är en engångsartikel och kasseras efter varje behandling. Mikrovågssantennen och temperaturmätarna är flergångsprodukter och används till ungefär tio behandlingar per artikel.

Figur 5: Gamla och nya CoreTherm-plattformen



Bilder: ProstaLund

CoreFlow®: en revolutionerande urinvägskateter

I augusti kommunicerade bolaget att de lanserar en ny produkt: CoreFlow® – Soft Stent. CoreFlow® är en kort invändig urinvägskateter med flera användningsområden och används antingen som en passiv passage i urinröret förbi prostatan eller genom aktiv flödesreglering med hjälp av ett nylonströre som sticker ut igenom urinröret. CoreFlow® kommer erbjuda ett attraktivt alternativ till de 80 000 patienter som idag använder en kvarliggande kateter eller som självtappar sig. Fördelen för patienter med kvarliggande kateter är att de slipper ha en utanpåliggande urinpåse och kommer kunna urinera på egen hand. För patienten som idag självtappar sig kommer CoreFlow® att minska obehaget av att dagligen behöva injicera ett plaströr in i urinröret för att kunna kissa. CoreFlow® kommer kunna användas både inför och efter en CoreTherm®-behandling vilket ytterligare höjer bekvämligheten för patienten.

Figur 6: CoreFlow - Soft Stent



Bild: ProstaLund

Diagnostiserande möjligheter

CoreFlow® har dessutom en unik funktion och kan användas för att förenkla diagnostiseringen av godartad prostataförstoring. CoreFlow® simulerar hur urineringsförmågan kommer bli efter en mikrovågsbehandling eller TURP-ingrepp. Detta görs genom att påvisa funktionalitet av patientens viljestyrda tömning av urinblåsan, vilket kan möjliggöra att urologer vågar behandla patienter med neurologiska sjukdomar som inte behandlas idag, till exempel patienter med Parkinsons sjukdom. CoreFlow® kan alltså med fördel användas i kombination med bolagets mikrovågsbehandling, men kommer även med klara fördelar som gör att den kan säljas som en separat produkt från bolaget.

Ny strategi lanserades 2018

Strategi och affärsmodell

ProstaLund implementerade 2018 en ny marknads- och försäljningsstrategi. Historiskt har bolaget haft en stor spridning på vilka marknader de är aktiva på, med kunder i Sydamerika, Nordamerika, Europa och Asien. I den nya strategin ändrades fokuset till den nordiska marknaden, och den svenska marknaden primärt. Strategin innebär att ta marknadsandelar på hemmaplan först, för att sedan möjliggöra förenklade försäljningsinsatser utanför Norden. För tillfället erbjuds CoreTherm®-behandling vid 20 kliniker runt om i Norden, varav 14 i Sverige, fyra i Danmark och en var i Norge och Finland.

Figur 7: Behandlande kliniker



Bild: ProstaLund

Utöver marknads- och försäljningsstrategin är patentskydd en viktig del av bolagets affärsstrategi och all utveckling som är patenterbar ska generellt sett skyddas av patent.

Bolaget ämnar uppnå ett paradigmskifte gällande vilka patienter som behandlas med CoreTherm®. Historiskt har vårdenheterna primärt rekommenderat CoreTherm®-behandling till de patienter som har varit i för dåligt fysiskt skick för att kunna undergå traditionell kirurgi, vilket är endast 10 procent av alla patienter som behöver behandling. Bolaget hävdar att deras behandlingsmetod är likvärdig med traditionell kirurgi (och därtill med klara fördelar) och arbetar aktivt med att ompositionera sig för att erbjudas som behandlingsalternativ för samtliga BPH-patienter.

Etablerad plan för att utmana rådande behandlingsformer

För att åstadkomma detta behöver bolaget att utmana de rådande behandlingstraditionerna. Detta sker genom aktiv kundbearbetning, samt en ökad kommunikation mot både patienter och beslutande politiker och tjänstemän:

Inom **kundbearbetning** ingår att aktivt skapa medvetenhet och kännedom om bolagets behandlingsmetod för urologer och klinikchefer för att öka remissflödet till CoreTherm®-behandlingar.

Kommunikation mot patienter är en viktig del i den uppdaterade strategin. Det fria vårdvalet gäller i Sverige, vilket innebär att patienter har lagstadgad rätt att söka vård inom den region som passar ens vårdbehov bäst. Då det fortfarande finns många regioner som inte erbjuder CoreTherm®-behandlingar är det viktigt att dessa patienter blir medvetna om att behandlingsalternativet finns att tillgå.

Kommunikation mot politiker och tjänstemän ingår även i den uppdaterade strategin. För att möjliggöra att flera patienter kan behandlas med CoreTherm® så behöver tillgängligheten av behandlingsmetoden öka. För att tillgängligheten ska öka krävs det att privata klinker får en adekvat ersättning från regionerna för metoden. Bolaget arbetar därför aktivt med att få politiker och tjänstemän att förstå värdet av bolagets behandlingsmetod.

Bolaget arbetar utefter en affärsmodell där behandlingsdatorn för behandlingen antingen säljs eller hyrs ut till behandlande sjukhus och klinker. Därefter säljer bolaget engångs- och flergångsprodukter efterhand som behandlingar utförs. Engångsprodukterna utgörs av behandlingskatetrar och bedövningskatetrar och representerar en återkommande intäkt från behandlande kliniker. Härutöver säljer bolaget även flergångsprodukter, vilka kan användas till cirka 10 behandlingar innan de behöver bytas ut. Både maskin och en-/flergångsartiklar tillverkas av bolaget.

Bolaget och nyckelpersonerna

ProstaLund AB är moderbolaget i en koncern bestående av de tre dotterbolagen Nordisk Medicin & Teknik (NMT), Lund Instruments AB och CoreTherm Medical Inc (USA). Den operationella verksamheten sker i ProstaLund AB och NMT, och de två sistnämnda är för tillfället vilande bolag. NMT förvärvades av ProstaLund 2014 och är ett medicintekniskt agentbolag och säljer en mindre andel agentprodukter.

Trappat ner i USA

Vid utgången av Q1 2018 hade bolaget 8 fastanställda, som successivt har skalats ner till 5 anställda vid utgången av Q1 2020. Nedtrappningen i antalet anställda har samband med bolagets avveckling av verksamheten i USA, som genomförts i enlighet med den nya strategin att fokusera på de nordiska marknaderna. Utöver de fastanställda anlitar bolaget ett mindre antal konsulter på deltid och heltid. Tanken är att transformera dessa till fastanställda samt att expandera på säljsidan under 2021. De fem nyckelpersonerna som anses viktigast för utvecklingen av bolaget framgent beskrivs mer utförligt nedan.

Hans Östlund är VD för ProstaLund sedan 2016, men har arbetat inom koncernen sedan hösten 2014, där han då var nordisk säljchef i dotterbolaget Nordisk Medicin & Teknik AB. Han har en lång karriär med ledande befattningar med nära 30 års erfarenhet av försäljning och marknadsföring, inom både medicinteknik och läkemedel. Han är även styrelseordförande i Ekås Finans AB och Xpecta Consulting AB, och äger 573 287 aktier i ProstaLund via Ekås Finans AB.

Johan Wennerholm är CFO på ProstaLund sedan 2018 och är anställd som konsult. Han tar med sig erfarenhet från flertalet ledande positioner. Bland annat har han varit CFO för CellaVision AB, VD för Occlutech International samt CFO för Enzymatica. Han är utbildad civilekonom och äger 290 000 aktier i ProstaLund via bolag.

Göran Dybner är Marketing and Sales Director på ProstaLund sedan 2018 och är anställd som konsult. Han har en lång erfarenhet inom Life Science- och läkemedelsbolag. Han har arbetat på AstraZeneca, Alcon och Allergan inom marknadsföring och försäljning, bland annat inom roller som produktchef, marknadschef och affärsområdeschef. Han är utbildad civilekonom och äger 288 750 aktier i ProstaLund.

Anette Israelsson är QA/RA Manager sedan 2019, och har över 25 års erfarenhet från medicintekniska bolag, med huvudfokus på R&D, kvalitetssäkring, projektledning och supply chain. Hon har arbetat på bolag som Astra Tech, Fresenius Hemocare, BoneSupport och Enzymatica. Hon är utbildad kemiingenjör och äger 14 227 aktier i ProstaLund.

Thomas Falk är R&D Director sedan augusti i år och tar med sig en gedigen erfarenhet från den medicintekniska branschen och kommer att leda arbetet med flera utvecklingsprojekt och ta fram nya produkter i ProstaLund. Han kommer närmaste från en befattning som Senior Product Development Engineer hos Stryker. Han är utbildad civilingenjör.

Ägare och finansiering

Bolaget har ett utspritt ägande med omkring 2200 aktieägare. Det finns inga dominerande storägare, utan det största ägandet återfinns hos Mats Alyhr som äger 11,6 procent av bolaget. Alyhr är först och främst verksam inom fastighetsbranschen på Gotland och är nyligen tillkommen som ägare i ProstaLund genom förvärv av aktier över börsen. Styrelseledamoten Sonny Schelin äger 5,1 procent av aktierna genom Ålandsbanken. Utöver Schelin finns det inga storägare representerade i styrelsen eller ledningen av bolaget.

Nyligen fyllt på kassan

Bolaget genomförde under Q3 2020 en företrädesemission om 14,4 miljoner SEK före avdrag för emissionskostnader. Företrädesemissionen tecknades till 50,9 miljoner SEK, motsvarande 418 procent av erbjudandet. I samband med emissionen ställdes även ett teckningsoptionsprogram ut. Teckning av aktier med stöd av teckningsoptionsprogrammet sker mellan den 5 juli 2021 och 7 juli 2021 till en teckningskurs om 2,00 SEK per aktie.

Tabell 2: Historik

1991:	Bolaget grundas av docent Magnus Bolmsjö i Lund
2002:	CoreTherm®-behandlingen blir godkänd av amerikanska läkemedelsverket, FDA
2006:	Nya ägare, ledning och styrelse Verksamheten flyttas från Lund till Uppsala
2011:	Bolaget går i konkurs
2012:	Verksamheten startas upp igen med Bo Håkansson, William Gunnarsson och Sonny Schelin som huvudägare Magnus Bolmsjö återvänder som VD och leder flytten tillbaka till Lund
2013:	Avtal tecknas med distributör i Kina Bolaget noteras på Spotlight (dåvarande AktieTorget)
2016:	Hans Östlund tillträder som VD
2017-2018:	Avtal i Finland och i Norge ProstaLund erhåller godkännande från CFDA i Kina
2019:	Bolaget byter lista från Spotlight till Nasdaq First North Growth Market Bolaget breddar sin nordiska bas
2020:	ProstaLund genomför en nyemission som tillför bolaget 14,4 MSEK före emissionskostnader Produkten CoreFlow® - Soft Stent lanseras

Växande prostata är en naturlig del av åldrandet

Vad är marknadspotentialen?

BPH är en vanligt förekommande sjukdom bland män från medelålder och uppåt. Det är naturligt att prostatan växer med stigande ålder och inte alla upplever att det blir till besvär. Amerikanska National Association for Continence rapporterar att runt 50 procent av män upplever symptom på förstörd prostata innan de fyller 60 år medan 90 procent uppger märka symptom innan 85 års ålder. Wikipedia uppger att en symptomfri 46-årig man löper 45 procent risk att utveckla BPH under de nästa 30 åren av sitt liv. Enligt ProstaLund beräknas runt 25 procent av alla män någon gång få symptomlindrande behandling för BPH.

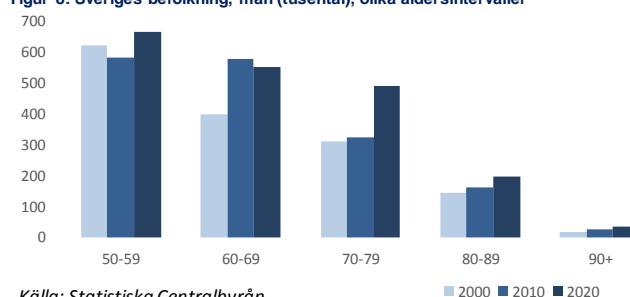
Stort lidande i Sverige och globalt

ProstaLund pekar på data som indikerar att 400 000 män lider av BPH bara i Sverige. Av dessa undergår cirka 300 000 någon form av behandling. Det stora flertalet behandlas antingen med läkemedel eller med kateter, fast dessa behandlingar minskar endast symptomen istället för att bota tillståndet BPH. Uppskattningsvis 200 000 män behandlas med läkemedel medan 80 000 använder kateter.

Ökande äldre befolkning

Det finns anledning att förvänta sig en ökning av antalet BPH-patienter i åren som kommer. Statistiska Centralbyråns befolkningsstatistik visar tydliga tecken på att antal män inom de högre åldersgrupperna är växande. Jämfört med befolkningen år 2000, har antalet män i åldrarna 50 år och uppåt ökat med cirka 30 procent. Den procentvis största ökningen har skett i åldersgruppen från 90 år och uppåt, som har ökat med 103 procent, se Figur 8. Åldersgruppen 70-79 år har ökat med 59 procent medan grupperna 60-69 och 80-89 båda har växt med 38 procent under detta millennium. Fram till 2030 förväntas gruppen män över 80 år att växa med ytterligare 60 procent enligt Statistiska Centralbyrån.

Figur 8: Sveriges befolkning, män (tusental), olika åldersintervaller



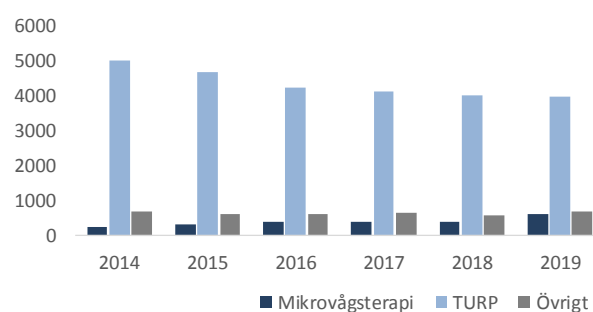
Källa: Statistiska Centralbyrån

■ 2000 ■ 2010 ■ 2020

Mer än 5 000 årliga ingrepp mot BPH i Sverige

Bland de patienter som undergår en botande behandling för BPH, är kirurgi (TURP) det vanligaste alternativet, se Figur 9. Data från Socialstyrelsen visar att det under 2019 utfördes totalt 5 209 kirurgiska och minimalinvasiva kirurgiska ingrepp (där mikrovågsbehandling ingår) mot BPH. Av dessa stod TURP för totalt 3 967. Trots ett ökande marknadsunderlag har det totala antalet botande behandlingar minskat de senare åren, vilket inte minst syns i utvecklingen av antalet TURP-operationer. En orsak kan vara att det har tillkommit flera läkemedel och att läkare i ökande grad förskriver symptomlindrande läkemedel då det är svårt att få tid för operation. I kontrast till denna utveckling har antalet mikrovågsbehandlingar ständigt ökat. Socialstyrelsens data visar en 150-procentig ökning från 2014 till 2019. Eftersom ProstaLund är ensam i Sverige om att erbjuda mikrovågsbehandling kan man utgå från att hela volymen utförs med bolagets utrustning. Socialstyrelsens data kan avvika lite från bolagets egna siffror eftersom den sammanställs från det underlag som inrapporteras från klinikerna.

Figur 9: Prostatabehandlingar, Sverige



Källa: Socialstyrelsen

Låg behandlingstakt och ökande värdköer

Eftersom volymen av botande behandlingar är liten i förhållande till det samlade patientantalet, har det samlats upp en betydande eftersläpning av patienter med behov av vård. Enligt statistik från Sveriges Kommuner och Regioner fanns det per juli 2020 nästan 11 000 män som väntar på sitt första besök hos urolog medan runt 1 900 står i kö för operation mot prostataförstoring. Av dessa har mer än 1 100 väntat i mer än 90 dagar på operation, vilket illustrerar den låga uppfyllelsen av vårdgarantin (specialiserad vård inom 90 dagar

från beslut) inom urologi. Under juli rapporterades 39 procents uppfyllelse av vårdgarantin avseende BPH. På grund av omprioritering av resurser inom vården som följd av COVID-19 pandemin, har måluppfyllelsen sjunkit sedan i våras. Med den låga behandlingstakten och långa väntetider är det sannolikt att det uppdämda behovet för botande behandlingar kommer att växa ytterligare. Det kan dessutom ha uppstått ett stort mörkertal då äldre patienter har undvikit att uppsöka vårdanläggningar under pandemin för att undvika onödig smittorisk.

I statistiken ovan har vi fokuserat på svenska siffror men ProstaLunds målmarknad inkluderar hela den Norden. Vi har inga indikationer på att vare sig demografi eller incidens av BPH skiljer sig nämnvärt mellan de nordiska länderna. Det är därför rimligt att utgå från att den adresserbara marknaden i Norden skalerar med folket, dvs. att den samlade nordiska marknaden är drygt 2,5 gånger större än den svenska marknaden.

Hur är konkurrenssituationen?

För att behandla BPH finns tre övergripande behandlingsalternativ: läkemedel, minimalinvasiva ingrepp (bland annat CoreTherm®) och kirurgi. Förstahandsvalet för en patient med relativt lindriga symptom av BPH är behandling med hjälp av läkemedel. Detta ger inte en botande behandling utan endast en lindrande behandling och problemen kan återkomma när medicineringen är avslutad eller allteftersom prostatan växer sig större. Effekten av läkemedel är begränsad på gruppnivå men erbjuder en del patienter en symptomlindring.

Alfablockerare används ofta för att lindra symptomen av BPH. De fungerar genom att få musklerna i urinblåsan och prostatan att slappna av, vilket gör det lättare att kissa. Behandling med alfablockerare minskar inte storleken på prostatan, men kan ha positiv effekt på urinflödet, och de problem som följer av ett försämrat urinflöde. Studier har visat att användningen av alfablockeraren Doxazosin kan förbättra urinflödet med 20 – 30 procent efter ett år. Nackdelen med alfablockerare är att de påverkar blodtrycket, vilket ger biefekter i form av trötthet, huvudvärk, svimningar, med mera. Läkemedelsbehandling av BPH kan även leda till sviktande sexuell funktion genom en reducerad sexdrift och försämrad erektion.

Vid medelsvåra till svåra besvär återstår minimalinvasiv kirurgi och kirurgi som de enda alternativen. Det vanligaste kirurgiska ingreppet är en så kallad Transuretral Resektion av Prostatan (TURP). Vid ett TURP ingrepp används ryggmärgsbedövning eller narkos, och operationstiden uppskattas till cirka 30 – 60 minuter. Vid en TURP hyvlas den del av prostatakörteln som trycker ihop urinröret bort med hjälp av diatermi (en elektrisk slynga som bränner bort delar av prostatan). En stor nackdel med TURP är att efter en behandling behöver patienten ligga kvar i 1-5 dagar på sjukhuset vilket leder till höga vårdkostnader och ökande vårdköer. Full effekt av behandlingen kan dröja några månader. Biverkningarna efter TURP är flera, där bl.a. ca 90% får en så kallad torrutlösning, vilket innebär att spermerna töms baklänges till urinblåsan istället för genom penis. De flesta upplever dock inte att detta påverkar orgasmkänslan nämnvärt, däremot spelar det stor roll om man önskar att behålla sin fertilitet. Då narkos vanligen förekommer vid ingreppet lämpar sig heller inte TURP för högriskpatienter som är för svaga för att genomgå anestesi eller använder blodförtunnande läkemedel på grund av blödningsrisken.

Vid en mycket förstorad prostata kan TURP inte genomföras på grund av risken för komplikation. Då återstår endast adenomenukleration, vilket innebär öppen kirurgi där kirurgen öppnar bukväggen och skär bort den problemgivande prostatavävnaden. Likt TURP är ingreppet både kostnads- och resurskrävande, och en operation tar relativt lång tid att genomföra (60 – 90 minuter).

I tillägg till läkemedelsbehandling och kirurgiska ingrepp återstår olika sorters minimalinvasiv kirurgi. I Sverige återfinns endast två olika minimalinvasiva ingrepp, mikrovågsterapi (CoreTherm®) eller behandling med vattenånga (Rezumi).

Första behandlingssteget: läkemedel

Begränsad effekt och omfattande biverkningar

Höga kostnader för traditionell kirurgi för BPH

Rezüm ges som behandling mot BPH i Borlänge och är ny en behandling som baserar sig på vapoisering (vattenånga) som förstör cellerna i prostatavävnaden. Efter behandlingen tar det två veckor eller upp till tre månader för att se full effekt av ingreppet. Ingreppet görs med lokalbedövning och enligt bolaget behöver endast omkring 5 procent av patienterna genomgå uppföljande behandlingar för sina symptom. Under 2018 behandlades 79 patienter med vapoisering av prostata i Sverige.

Det finns även andra behandlingsmetoder som kan klassas som minimalinvasiva ingrepp mot BPH. Dessa finns dock inte tillgängliga i Sverige och många gånger är behandlingarna i ett tidigt skede i utvecklingen och saknar därmed varaktiga uppföljningsstudier. Nedan beskrivs de två ingreppen UroLift och GreenLight Laser Therapy mer utförligt.

UroLift är ett minimalinvasivt ingrepp som med hjälp av två klämmor lyfter undan den förstorade prostatavävnaden så att den inte längre trycker emot urinröret och orsakar problem för patienten. Detta betyder att ingen skärning, upphettning eller avlägsnande av prostatavävnad sker under ingreppet. Behandlingen utförs endast med lokalbedövning, kräver ingen övernattnings och patienten behöver inte använda en kateter efter ingreppet. Ingreppet är också tidseffektivt och hela sjukhusvistelsen tar mellan en och två timmar.

GreenLight Laser Therapy är ett ingrepp som använder grön laser för att hyvla ner den förstorade delen av prostatakörteln. Ingreppet görs under anestesi, vanligt i form av en ryggmärgsbedövning. Vanligen kan patienten gå hem några timmar efter ingreppet. Bolaget bakom metoden klassar ingreppet som minimalinvasivt, men till följd av att ingreppet innefattar anestesi samt överhängande risk för komplikationer är det många som ifrågasätter om ingreppet kan klassas som minimalinvasivt. Efter behandlingen kommer patienten att behöva använda kateter under en längre period. Laserresektion av prostata har blivit mindre förekommande i Sverige under senare år, med endast en handfull behandlingar som utförs varje år. Under 2018 utfördes inga behandlingar mot BPH med laser i Sverige.

Vilka är ProstaLunds unika fördelar?

I vår bedömning av styrkan och robustheten i ProstaLunds värdeerbjudande har vi identifierat ett antal fördelar som talar för bolagets framgång:

Enorma kostnadsbesparingar. Bolagets mikrovågsbehandling kostar ungefär hälften så mycket som ett kirurgiskt ingrepp. En botande behandling av BPH innebär också stora indirekta kostnadsbesparingar för sjukvården då en botad patient inte längre behöver uppsöka sjukvården för sina BPH-besvär och inte heller behöva gå på kostsamma läkemedelsbehandlingar.

Behandlingsfördelar frigör resurser inom den hårt belastade vården. Bolagets mikrovågsbehandling har flera tydliga fördelar jämfört med traditionell kirurgi. För att genomföra behandlingen behöver ingen narkosläkare vara på plats och ingen operationssal krävs. Då patienten inte sövs ner behövs ingen plats för uppvaknade efter narkosen. Efter CoreTherm®-behandlingen kan patienten gå hem direkt jämfört med en sjukhusvistelse på 1-5 dagar efter ett kirurgiskt ingrepp. Behandlingen genomförs flera gånger snabbare än ett kirurgiskt ingrepp vilket ytterligare besparar personal- och lokalresurser. En högre potentiell behandlingsfrekvens med bolagets metod har möjlighet att lösa urologins flaskhals och därmed minska de kostnader som är förknippade med vårdköerna inom urologin.

Behandlingen är definitiv. Majoriteten av de män som lider av BPH går på läkemedelsbehandling. En stor andel av dessa behöver även använda en kateter vilket har en stor inverkan på patientens livskvalité. Dessa behandlingsformer är inte botande utan i många fall fördröjer man endast en försämring av patientens tillstånd. Bolagets mikrovågsbehandling är botande och har redovisat en varaktig botande effekt likvärdigt ett traditionellt kirurgiskt ingrepp.

Nackdelar med traditionell kirurgi belyser bolagets fördelar. Bolaget kan behandla högriskpatienter som anses för svaga för att genomgå ett kirurgiskt ingrepp eller som använder blodförtunnande läkemedel. Bolagets behandling har en lägre infektions- och blödningsrisk än TURP, trots att de varaktiga resultaten av behandlingarna är likvärdig.

Teknologiskt försprång mot konkurrenter. Bolagets behandlingsmetod har evidensbaserade rekommendationer och en stor del av behandlingsmetoden är patenterad vilket utgör ett skydd mot konkurrerande mikrovågsbehandlingar. Patenten inkluderar bland annat en intraprostatisk temperatursond, en specialdesignad urinvägskateter (Schelinkatetern) och energidosering som står i relation till prostatans storlek. Detta försvårar för konkurrerande mikrovågsbehandlingar som kan försöka att etablera sig på bolagets målmarknader.

Mindre biverkningar. Läkemedelsbehandlingar mot BPH är inte botande och flera patienter får biverkningar i form av försämrade erektion och sexlust. Då läkemedelsbehandling inte är botande får patienterna ofta dras med dessa biverkningar under en lång tid. Traditionell kirurgi är ett botande ingrepp men medför biverkningar samt risk för blödningar och blodproppar. Bestående biverkningar från kirurgi är bland annat ett evigt urinläckage, vilket innebär att patienten behöver gå med kateter under resten av sitt liv. Det finns även en 90-procentig risk för att drabbas av torrutlösning efter att ha genomgått operationen. CoreTherm® erbjuder en botande behandling mot BPH och har samtidigt mindre biverkningar än existerande behandlingsformer.

Individanpassad behandling. Bolagets behandling individanpassas efter patientens förutsättningar med hjälp av behandlingsdatorn. Detta möjliggör maximal behandlingseffekt och påskyndar behandlingstiden. Tack vare den omfattade och patenterade temperaturmätningen garanterats även patientens säkerhet under hela behandlingen.

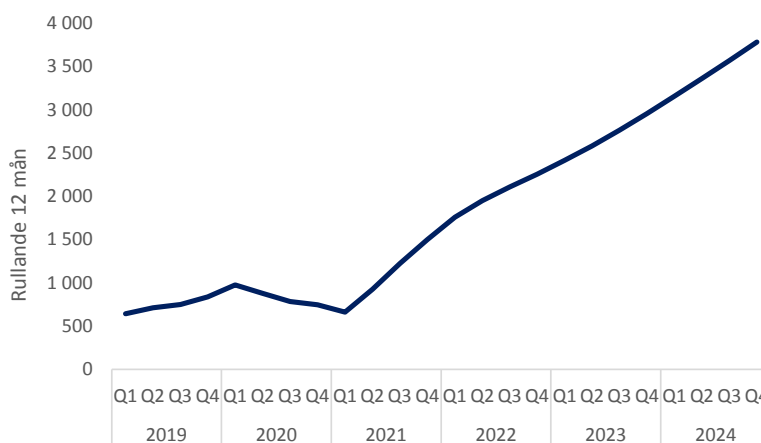
Vad kommer ProstaLund att tjäna?

För att uppskatta ett motiverat börsvärde för ProstaLund har vi arbetat fram ett finansiellt scenario som sträcker sig fram till och med 2030. Bolaget har en etablerad försäljning i Sverige, och har börjat ta marknadsandelar i samtliga länder på den nordiska marknaden. Vi ser framför oss att bolaget har goda möjligheter att kraftigt öka antalet behandlingar under prognosperioden.

Vi utgår från bolagets finansiella målsättning

Vi har tagit utgångspunkt i bolagets uppdaterade finansiella målsättning att utföra 700 behandlingar under 2020 och 1 500 behandlingar under 2021. Därefter har vi modellerat en ökande frekvens av behandlingar under prognosperioden, se figur 11 nedan. 2030 ser vi framför oss att bolagets metod behandlar strax över 9 000 patienter och att bolaget omsätter för omkring 160 miljoner SEK.

Figur 11: Förväntat antal behandlingar under prognosperioden



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

CoreTherm kan växa antalet behandlingar som utförs

I den bedömningen ingår att vi tror att bolaget både kan bidra till att öka den totala marknaden samt ta marknadsandelar från TURP-behandlingen. I dagsläget utförs det drygt 5 000 behandlingar mot BPH i bara i Sverige, varav kirurgi utgör en klar majoritet. Med beaktande av folketal i hela Norden, uppskattar vi att den nordiska marknaden kan uppgå till 12-13 000 behandlingar för nuvarande. Samtidigt står många patienter i kö för en operation mot BPH på grund av flaskhalsar inom urologin, speciellt i Sverige. Med bolagets metod kommer flera patienter få tillgång till likvärdig behandling, på kortare tid och till en lägre kostnad, vilket talar för att den totala adresserbara marknaden vida överstiger antalet patienter som behandlas i dagsläget. Vi anser det inte orealistiskt att den adresserbara marknaden vid slutet av prognoshorisonten kan vara dubbelt så stor som den faktiska marknaden i dagsläget och att mikrovågsbehandling kan bli det föredragna behandlingsoalternativet.

Potential för marginalförbättringar

Vi har uppskattat att varje mikrovågsbehandling med bolagets metod säljs för 15 000 SEK till kliniker och sjukhus. Vi har även estimerat bruttomarginalen till 67 procent i närtid, och ser framför oss att den kommer att gradvis växa till 75 procent mot slutet av prognosperioden. De ökande marginalerna baseras på skalfördelar som uppstår när antalet behandlingar ökar, vilket ger billigare enhetspriser vid inköp av material samt minskade leveranskostnader.

CoreFlow® kompletterar CoreTherm

Därtill har vi även modellerat att bolagets nya produkt lansering, CoreFlow®, kommer att erbjuda ett attraktivt komplement till de behandlingar som utförs. Vi har räknat på ett enhetspris om 2 000 SEK och att produkten i begränsad utsträckning kommer att säljas tillsammans med CoreTherm®-behandlingar från och med 2021. Framgent antar vi att merförsäljningen av CoreFlow® ökar och kommer användas vid samtliga CoreTherm®-behandlingar från och med 2026. Det finns goda möjligheter för bolaget att marknadsföra och sälja

produkten separat, men vi har inte valt att inkludera detta i vår värderingsmodell i nuläget. Det ska dock poängteras att sådan försäljning kan innebära en god intäktskälla i framtiden.

Prognosen förutsätter lanseringen av en ny behandlingsdator

För att försäljningsprognosen ska vara möjlig kommer bolaget vara tvunget att tillverka nya behandlingsdatorer. I dagsläget använder sig bolaget av äldre enheter som tillverkades för mer än 15 år sedan. Vi har antagit att varje maskin i genomsnitt kommer behandla 50 patienter om året, och vi uppskattar att den existerande stocken av enheter kommer ta slut under slutet på 2021. För att möjliggöra ytterligare tillväxt kommer bolaget därmed behöva tillverka en ny generations behandlingsdator. Då många klinker erbjuds behandlingsdatorn gratis (efter de genomfört ett förutbestämt antal behandlingar) är det sannolikt att bolaget själva kommer få bära investeringskostnaderna för enheterna. I enlighet med detta har vi estimerat investeringar i tillverkning av nya behandlingsdatorer från och med slutet på 2021.

När det gäller kostnadssidan i bolaget så har tonvikten historiskt legat på försäljningskostnader. Framgent tror vi att kostnadshistoriken kommer att vara representativ och vi har modellerat kostnadsmixen utifrån detta. Vi har även låtit kostnadsbasen öka gradvis allteftersom bolaget växer i storlek, men i en lägre takt än försäljningstillväxten.

Betydande latent skattefordran

Bolaget har även ackumulerat skattemässiga underskott under flera år med förluster. I slutet på 2019 uppgick de ackumulerade underskotten till 66,5 miljoner SEK och detta underskott kan användas för att kvitta mot framtida skattemässiga vinster. Vi ser därför inte att bolaget kommer betala någon vinstskatt förrän år 2026.

Tabell 3: Resultaträkning i sammandrag

MSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Intäkter	13,6	12,9	11,0	22,6	34,9	46,9	61,5
Kostnad sålda varor	(5,4)	(3,9)	(3,7)	(7,0)	(9,0)	(11,7)	(15,4)
Operativa kostnader	(20,7)	(19,2)	(16,9)	(20,5)	(23,7)	(25,9)	(28,2)
EBITDA	(12,6)	(10,2)	(9,6)	(4,9)	2,2	9,2	17,9
Av-/nedskrivningar	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,4)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
EBIT	(13,0)	(10,4)	(9,8)	(5,4)	1,6	8,6	17,3
Finansnetto	(0,0)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-
Nettoresultat	(13,0)	(10,6)	(9,9)	(5,4)	1,6	8,6	17,3

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Uppskattad kassa Q3: 13 miljoner SEK

Hur ser kassasituationen ut?

Vid utgången av Q2 hade ProstaLund en kassabehållning om 3 miljoner SEK. Under Q3 genomförde bolaget en företrädesemission om 14,4 miljoner SEK före avdrag för emissionskostnader. Med kapitaltillskottet från emissionen uppskattar vi att kassabehållningen kommer uppgå till omkring 13 miljoner SEK vid utgången av Q3.

Optionsinlösen kan stärka kassan

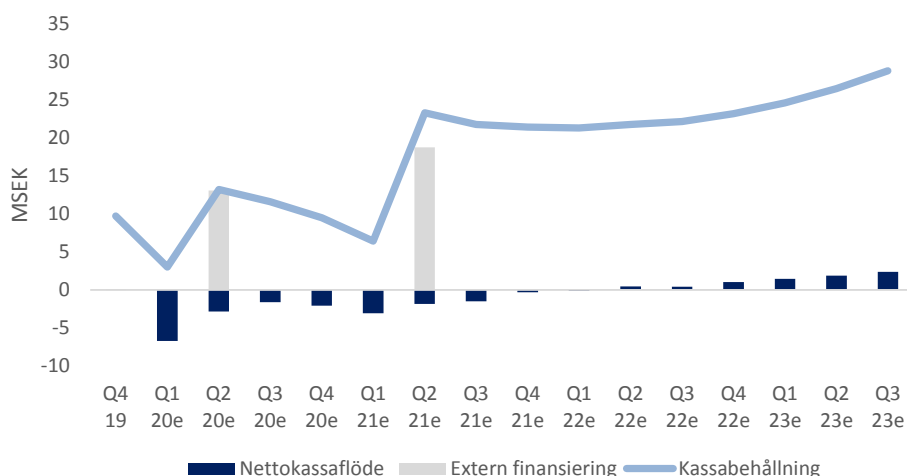
I samband med företrädesemissionen ställdes även ett teckningsoptionsprogram ut. Teckningsoptionerna löper till Q3 2021 och har en teckningskurs på 2,00 SEK per aktie vilket är under nuvarande aktiekurs. Om samtliga optioner löses in kommer detta att inbringa omkring 19 miljoner SEK till bolaget vilket kommer ha en stor inverkan på bolagets kassabehållning under 2021.

Positiva kassaflöden under 2022?

Vi tar utgångspunkt i att teckningsoptionerna kommer lösas in under Q3 2021 och vi antar att bolaget har täckt sitt kapitalbehov till och med ett finansiellt självförsörjande stadium uppnås. Bolagets fria kassaflöde har legat på omkring minus 4 miljoner SEK per kvartal under de senaste 12 månaderna, och vi ser framför oss att det fria kassaflödet kommer förbättras successivt till dess att bolaget blir kassaflödespositivt. Vi beräknar att detta kommer inträffa under mitten på 2022.

När det gäller rörelsekapital antar vi att behovet framgent kommer vara begränsat. Det samlade nettokassaflödet till rörelsekapital har vi därmed uppskattat till enstaka miljoner om året under vår prognosperiod.

Figur 12: Kassaflöde och kassabehållning



Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vad är bolaget värt?

Vi använder två olika metoder för att värdera ProstaLund, en DCF-värdering med utgångspunkt i det finansiella scenariot vi beskrivit ovan samt en peer-värdering. DCF-värderingen görs i två steg (se detaljer i appendix). Vi beräknar först bolagsvärdet under förutsättning om överlevnad och sedan justerar vi detta värde med en riskfaktor för att reflektera risken att bolaget skulle falla innan det når lönsamhet.

WACC om 14 procent

Eftersom riskfaktorn tar hand om överlevnadsrisken kan vi diskontera modellens kassaflöden med en lägre diskonteringsränta (WACC) än annars vore fallet. Vi har valt en WACC om 14 procent för ProstaLund. Faktorer som talar för en lägre WACC är att bolaget redan har etablerat sin behandlingsmetod under lång tid och används redan inom vården samt att behandlingarna utgör en icke-cyklisk produkt. Å andra sidan måste vi väga in att bolaget fortfarande är litet och att det kommer ta tid tills bolaget är finansiellt självförsörjande. Det innebär högt beroende av nyckelpersoner och potentiellt en finansieringsrisk undervägs, vilket vi anser motiverar ett högre avkastningskrav.

Vi har modellerat bolagets kassaflöden explicit fram till 2030 och för den efterkommande perioden har vi beräknat ett terminalvärde som baserar sig på en evig tillväxttakt om 2,5 procent. Sammantaget ger modellen ett motiverat bolagsvärde om 266,1 miljoner SEK innan vi justerar för överlevnadsrisk.

Många bolag har svårt att ta sig genom tillväxtfasen och fram tills de levererar vinst varje år. Många faller på vägen. Därför brukar vi multiplicera bolagsvärdet med en faktor som representerar sannolikheten att bolaget överlever tills det når varaktig lönsamhet. Faktorn kan variera med tiden och ju närmre bolaget kommer stabilt positiva vinster desto högre sätter vi denna multiplikator.

DCF-modellen motiverar 3,30 – 4,90 SEK per aktie

Med utgångspunkt i det läge ProstaLund befinner sig i och vår bedömning av risken, anser vi att rimliga sannolikheter ligger i spannet 60 till 90 procent. Vi använder dessa multiplikatorer för att riskjustera bolagsvärdet. Det motiverade bolagsvärdet blir 159,7 MSEK om vi använder 60 procents riskvikt och 239,5 MSEK om vi använder 90 procent. För att gå från bolagsvärde till börsvärde adderar vi bolagets nettokassa, vilken vi uppskattar till 13,2 MSEK vid utgången av Q3 2020. Då landar vi på ett motiverat börsvärde om 172,6 MSEK med 60 procents riskvikt och 252,4 MSEK med 90 procents vikt. **Det motsvarar en motiverad kurs per aktie om 3,30 respektive 4,90 SEK.**

Tabell 4: DCF-modellantaganden

MSEK	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning	11,0	22,6	34,9	46,9	61,5	77,7	96,2	114,3
EBIT	(9,8)	(5,4)	1,6	8,6	17,3	27,2	38,9	50,6
EBIT margin	-89,3%	-23,7%	4,6%	18,4%	28,2%	35,0%	40,5%	44,3%
Justerad skatt	-	-	-	-	-	-	(2,5)	(10,4)
NOPLAT (= EBIT - skatt)	(9,8)	(5,4)	1,6	8,6	17,3	27,2	36,5	40,2
Av-/nedskrivning	0,2	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,9	1,0
Capex + rörelsekapital	(2,0)	(3,6)	(1,8)	(2,5)	(3,6)	(4,0)	(4,8)	(4,4)
Inlösen av teckningsoptioner		19,3						
Kassaflöde	(11,6)	10,7	0,4	6,7	14,4	23,9	32,6	36,8

DCF (MSEK)

WACC	14,0%	14,0%
Bolagsvärde (EV)	266,1	266,1
Risikfaktorer	60%	90%
Riskjusterat EV	159,7	239,5
Total skuld	(0,3)	(0,3)
Kassabehållning	13,2	13,2
Motiverat börsvärde	172,6	252,4
Utstående aktier (M)	51,79	51,79

Värde per aktie (SEK)	3,30	4,90
------------------------------	-------------	-------------

Känslighetsanalys (värde per aktie, SEK)

		Riskfaktorer			
		60%	75%	80%	90%
WACC	16%	2,70	3,30	3,50	3,90
	15%	3,00	3,70	3,90	4,40
	14%	3,30	4,10	4,40	4,90
	13%	3,80	4,60	4,90	5,50
	12%	4,30	5,30	5,60	6,30

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Vi har även värderat ProstaLund utifrån prissättningen av jämförbara bolag, en så kallad peer-värdering. Vi har valt att jämföra på basis av våra försäljnings- och vinstestimater för ProstaLund för år 2026 då vi uppskattar att bolaget uppnått en viss mognad och tillväxten börjat komma ner till mer långsiktigt hållbara nivåer. Detta ger mer representativa siffror att använda som underlag till peer-värderingen samt att den framåtblickande peer-värderingen fungerar som en kvalitetskontroll för våra prognostiserade antaganden.

För att filtrera fram bra jämförelsebolag till ProstaLund har vi sorterat ut bolag som är baserade i Nordamerika eller Europa, som tillverkar medicintekniska produkter, och har ett EBITDA-resultat mellan 15 och 60 miljoner SEK. Filtringen på EBITDA-resultatet grundar sig på att vi anser detta vara en rimlig nivå för ProstaLund 2026. Filtringen resulterade i fyra jämförbara bolag som är listade i tabell 5 nedan.

Peer-värdering indikerar 2,10 – 4,50 SEK per aktie

Under 2026 ser vi för oss att ProstaLund omsätter 96,2 miljoner SEK med EBITDA om 39,8 miljoner SEK och en nettovinst om 30,9 miljoner SEK efter normaliserad skatt. Vi har tagit medianvärdet av bolagens multiplar och applicerat på ProstaLunds prognostiserade estimat för år 2026 och sedan diskonterat till nuvärde och multiplicerat med våra riskfaktorer 60 och 90 procent. **Sammantaget motiverar peer-analysen ett spann för aktiens värde om 3,00 – 4,50 SEK baserat på P/E och 2,10 – 3,20 SEK baserat på EV/EBITDA.**

Tabell 5: Peer-analys

MSEK	Börsvärde	Nettovinst			Bolagsvärde	EBITDA	Omsättning	Bolagsvärde /EBITDA	Bolagsvärde /omsättning
		T12M	P/E	Bolagsvärde					
ProstaLund AB (SE)	124,6	(10,6)	-	65,7	(10,6)	12,9	-	5,1	
Stille AB (SE)	418,1	22,9	27,0	597,9	30,5	156,7	19,6x	3,8	
ADDvise Group(SE)	117,6	4,1	22,2	276,0	25,3	349,9	10,9x	0,8	
Synektik SA (PL)	423,0	22,3	13,4	310,1	34,6	329,3	8,9x	0,9	
Medicon Hellas (GR)	81,3	8,2	13,6	208,4	24,4	142,4	8,6x	1,5	
Medianvärde			17,9x				9,9x		
ProstaLund 2026e (Efter norm. skatt)		30,9			39,8	96,2			

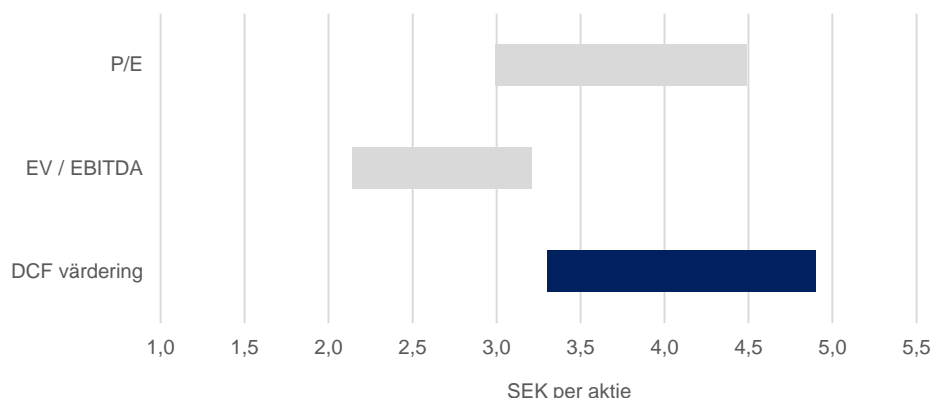
Motiverat värde per aktie, SEK

3 - 4,5

2,1 - 3,2

Källa: Factset, Västra Hamnen Corporate Finance

Figur 13: Football field - DCF, EV/EBITDA, P/E



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.

Vi förutsätter inlösen av teckningsoptioner

En viktig faktor att vara klar över är omfattningen av utspädningen som sker vid inlösen av samtliga optioner från teckningsoptionsprogrammet som ställdes ut i samband med emissionen som genomförde under Q3. Det utestående teckningsoptionsprogrammet ger rätt att teckna 9 631 362 aktier till en teckningskurs om 2,00 SEK. Efter emissionen i Q3 uppgår det totala aktieantalet till 42 156 831 och inlösen av samtliga teckningsoptioner skulle således innebära en utspädning på omkring 19 procent för existerande aktieägare. Då teckningsoptionerna vid skrivandet av denna analys är *in-the-money* har vi valt att utgå ifrån att samtliga teckningsoptioner kommer lösas in och därmed beräknas vårt motiverade värde per aktie baserat på aktieantalet som inkluderar full utspädning vid inlösen av teckningsoptionerna.

Bolaget har även en latent tillgång utanför balansräkningen i form av ackumulerade skattemässiga underskott. Detta underskott kan utnyttjas för att kvitta framtida vinster och därmed minska skattekostnaden. Vid utgången av 2019 uppgick de sparade förlusterna till 66,5 miljoner SEK och vi har därmed inte modellerat några skattekostnader förrän bolaget har betat av sin latent skattefordran. Vi uppskattar att bolaget kommer betala skatt först under 2026.

Låg kapitalisering av utvecklingskostnader

Bolaget är även relativt restriktiva med att kapitalisera sina utvecklingskostnader och kostnadsför löpande en stor del av sina utvecklingskostnader. Bolag med höga kapitaliserade utvecklingskostnader kommer förr eller senare behöva skriva av tillgångarna över resultaträkningen vilket påverkar det framtida resultatet negativt. Det ska därmed ses som en styrka att bolaget har låga immateriella tillgångar i balansräkningen vilket kommer möjliggöra högre framtida vinster.

Lagerhåller flera behandlingsdatorer

Slutligen har bolaget flera behandlingsdatorer i sin lagerhållning. Dessa maskiner tillverkades under 2006 och har med hög sannolikhet redan skrivits av och återfinns därmed inte i balansräkningen. Maskinerna innehar dock fortfarande ett högt värde för bolaget då det möjliggör att nya kliniker kan börja använda bolagets behandling på sina patienter. Det ska tilläggas att bolaget kommer behöva tillverka nya maskiner för att åstadkomma den förväntade försäljningstillväxten vi ser framför oss vilket kommer innebära investeringar i materiella tillgångar. Vi har tagit höjd för dessa investeringar i vår värderingsmodell.

Vad kan gå fel?

ProstaLund har utvecklat sin behandlingsmetod under lång tid och har god evidens för att långtidseffekten är likvärdig med den dominerade behandlingsformen, TURP. Sannolikheten att bolagets metod skulle ge bakslag i form av nya biverkningar eller en lägre botande frekvens anser vi därmed vara väldigt lågt. Bolaget har dock utmaningar när det gäller att öka försäljningsvolymerna och uppnå positiva kassaflöden. I vårt ekonomiska scenario har bolaget tillräckligt med finansiering för att nå positiva kassaflöden men det ska poängteras att om bolaget misslyckas med att växla upp försäljningen så kommer ett finansieringsbehov att vara stundande, vilket kan ha negativ inverkan på aktiekursen.

Certifieringsrisk av ny behandlingsutrustning

Bolagets nuvarande behandlingsdator har erhållit de certifieringar som krävs för att kunna användas inom sjukvården. För att bolaget ska kunna fortsätta sin expansion kommer bolaget att behöva lansera nästa generations behandlingsdator. Vid utvecklingen av denna föreligger regulatoriska risker och en försenad certifiering kan leda till att bolagets försäljningstillväxt hämmas.

Corona-krisen är inte över

Bolaget har upplevt kraftiga störningar från den pågående COVID-19 pandemin, då antalet behandlingar under Q2 var det lägsta på flera år. Bolaget vittnar nu om att trenden har vänt och att flera behandlingar börjar genomföras igen. Det är dock fortfarande osäkert hur pandemin kommer utvecklas i Sverige framgent. Det finns risk för en andra våg av infektioner vilket återigen kan slå på bromsarna på sjukvården. Det är sannolikt att sjukvården i så fall kommer prioritera de mest akuta sjukdomarna igen. Detta skulle innebära att vårdköerna för behandling av BPH återigen ökar, vilket skulle påverka bolagets försäljning negativt.

Har byggt upp förtroendekapital

Bolaget möter idag nästan uteslutande konkurrens från den traditionella TURP-behandlingen. Det finns dock flera andra behandlingsmetoder på den globala marknaden och det kan inte uteslutas att det påverkar bolagets försäljning negativt om dessa får fotfäste på den nordiska marknaden. Till bolagets fördel talar att de har varit aktiva på marknaden under en lång tid och därmed byggt upp ett förtroendekapital inom vården. Till detta hör även att marknaden för nya behandlingsmetoder inom vården är trögrörlig, vilket har utgjort ett hinder för bolagets tillväxt, men kan även innebära ett minst lika stort problem för potentiella konkurrenter då det fungerar som en slags inträdesbarriär för nya behandlingsmetoder. Nya behandlingsmetoder skulle dock kunna belysa omfattningen av BPH-lidande vilket skulle kunna påverka bolagets försäljning positivt.

Inkludering i ersättningssystem är viktigt

Slutligen är bolaget utsatt för risk gällande hur behandlingarna täcks av det statliga ersättningssystemet. I dagsläget är det endast ett fåtal regioner som ger en fullgod ersättning för behandlingen vilket gör att få privata klinker kan genomföra behandlingen. För att nå ut till samtliga patienter som lider av BPH är det därför av stor vikt att dessa patienter kommer kunna få ersättning för sin behandling oberoende av var i Sverige de befinner sig. En del privata klinker erbjuder idag behandlingen men då måste patienter själv bekosta ingreppet vilket har en negativ inverkan på vilka patienter som väljer att behandlas med bolagets metod. Samma sak gäller även i övriga nordiska länder. I exempelvis Norge är det endast en privat klinik som genomför bolagets behandling och det är avgörande att behandlingen kommer omfattas av de statliga ersättningssystemen för att bolaget ska kunna lyckas med den försäljningstillväxt vi ser framför oss.

Viktiga händelser framöver

För att bolaget ska lyckas växa är det nödvändigt att få in nya klinker som använder sig av bolagets behandlingsmetod. I början på september kommunicerade bolaget att Capiro Urologi i Solna behandlade sina första patienter med CoreTherm® och liknande nyhetsflöde framgent kan innebära positiva kursrörelser. Vi har utgått från att varje klinik kommer genomföra runt 50 behandlingar per år, vilket innebär att varje ny klinik som börjar behandla med bolagets metod i genomsnitt kommer addera nästan 4 miljoner SEK till vår beräkning av bolagets aktievärde. Nyheter om nya klinker har därmed potential att påverka aktiekursen framgent.

Vi tror också att bolaget kommer kommunicera efterhand som bolagets behandling inkluderas i ersättningssystem från myndigheter på den nordiska marknaden. Som ovan nämnt är det av stor vikt för att bolaget ska lyckas växa sin försäljning att behandlingen omfattas av ersättningssystemen för att öka tillgängligheten av behandlingen bland patienter som lider av BPH. I Norge har bolaget passerat den första milstolpen genom "Nye Metoder". "Nye Metoder" är ett system i Norge som har till uppgift att utvärdera effekt, säkerhet och kostnadseffektivitet för nya behandlingar och samtidigt jämföra med existerande behandlingsformer. I processen kommer det att beslutas om CoreTherm® kommer att införas i den offentliga vården i Norge vilket kommer vara en stor värdedrivande faktor i bolaget framgent.

Bolaget har varit sparsamt med upplysningar kring utvecklingen av den nästa generationen behandlingsdator men vi antar att arbetet fortskrider. Innan en ny version kan lanseras måste den genomgå både utveckling, dokumentation och CE-certifiering. Processen kommer sannolikt inte bli klar inom det närmsta året, men vi anser det troligt att vi får nyheter när produkten och dess tekniska fil är klar för ansökan om CE-märkning.

Finansiell kalender

23 oktober 2020	Delårsrapport Q3 2020
19 februari 2021	Bokslutskommuniké offentliggörs

Appendix: Värderingsmetodik

Svårigheten i att värdera tillväxtbolag med begränsad historisk omsättning och vinst, är att värderingen bygger på en relativt osäker framtid, mer osäker än för bolag med lång och stabil historik. Bland annat går det inte att använda historisk vinsttillväxt som en parameter för den framtida tillväxten. Det kan också vara svårt att använda historisk omsättning och historiska marginaler för estimat på framtiden.

För att hantera detta följer vi vedertagna värderingsmetoder av tillväxtbolag i tidig fas som beskrivits av bl a finansprofessorn Aswath Damodaran¹). Istället för att justera diskonteringsräntan som används för att nuvärdesberäkna framtida kassaflöden så att den reflekterar den höga osäkerheten, värderar vi bolaget i två steg:

- Först bestäms bolagsvärdet ("enterprise value") utifrån en explicit förutsättning om att bolaget överlever fram tills dess att rörelsen börjar gå med vinst.
- I nästa steg justerar vi bolagsvärdet utifrån sannolikheten att bolaget faktiskt överlever fram tills det når varaktig lönsamhet. Justeringen sker genom att multiplicera bolagsvärdet med en riskfaktor som representerar sannolikheten för överlevnad.

För varje år som går kommer denna riskfaktor att justeras utifrån bolagets aktuella utveckling och vår uppdaterade syn på sannolikheten för överlevnad.

1) **Damodaran, Aswath**, "Valuing Young, Start-up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges", Stern School of Business, New York University, May 2009

Resultaträkning - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	13 567	12 886	10 989	22 638	34 884	46 908	61 526	77 668
Summa intäkter	13 567	12 886	10 989	22 638	34 884	46 908	61 526	77 668
Råvaru- och förnödenheter	(5 447)	(3 891)	(3 682)	(7 028)	(9 031)	(11 727)	(15 381)	(19 417)
Bruttoinkomst	8 120	8 995	7 307	15 609	25 852	35 181	46 144	58 251
Försäljningskostnader	(12 766)	(9 572)	(10 243)	(12 324)	(14 210)	(15 567)	(16 923)	(18 177)
Administrationskostnader	(6 962)	(7 429)	(4 605)	(6 162)	(7 105)	(7 783)	(8 461)	(9 088)
FoU-kostnader	(1 831)	(2 834)	(2 398)	(2 054)	(2 368)	(2 594)	(2 820)	(3 029)
Övriga rörelseintäkter	554	451	403	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	(65)	(49)	(53)	-	-	-	-	-
Varav av- och nedskrivningar	390	229	-	-	-	-	-	-
EBITDA	(12 560)	(10 209)	(9 589)	(4 931)	2 169	9 237	17 940	27 956
Av- och nedskrivningar	(390)	(229)	(221)	(442)	(555)	(592)	(603)	(739)
EBIT	(12 950)	(10 438)	(9 810)	(5 373)	1 614	8 645	17 338	27 217
Finansnetto	(1)	(145)	(44)	(27)	(27)	(27)	(27)	(27)
EBT	(12 951)	(10 583)	(9 855)	(5 400)	1 587	8 619	17 311	27 191
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(12 951)	(10 583)	(9 855)	(5 400)	1 587	8 619	17 311	27 191
Vinst per aktie (SEK)	(0,78)	(0,48)	(0,30)	(0,17)	0,05	0,26	0,53	0,84
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	na	-5,0%	-14,7%	106,0%	54,1%	34,5%	31,2%	26,2%
EBITDA	na	na	na	na	na	325,9%	94,2%	55,8%
EBIT	na	na	na	na	na	435,7%	100,5%	57,0%
Resultat	na	na	na	na	na	443,0%	100,9%	57,1%
% av nettoomsättning (%)								
Bruttomarginal	59,9%	69,8%	66,5%	69,0%	74,1%	75,0%	75,0%	75,0%
EBITDA marginal	neg	neg	neg	neg	6,2%	19,7%	29,2%	36,0%
EBIT marginal	neg	neg	neg	neg	4,6%	18,4%	28,2%	35,0%
EBT marginal	neg	neg	neg	neg	4,6%	18,4%	28,1%	35,0%
Vinstmarginal	neg	neg	neg	neg	4,6%	18,4%	28,1%	35,0%
Totala rörelsekostnader	152,4%	149,0%	153,8%	90,7%	67,9%	55,3%	45,8%	39,0%
Lönsamhet (%)								
ROE	neg	neg	neg	neg	3,9%	17,6%	26,1%	29,1%
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	6 721	5 807	4 882	5 921	6 653	8 944	11 574	14 411
Kundfordringar	1 963	833	1 151	2 374	3 193	4 293	5 555	6 917
Övriga kortfristiga fordringar	842	1 202	1 350	1 083	1 083	1 083	1 083	1 083
Kassa/Bank	2 886	9 760	11 590	21 780	22 172	28 868	43 206	67 091
Summa omsättningstillgångar	12 412	17 602	18 973	31 158	33 101	43 188	61 418	89 503
Materiella anläggningstillgångar	151	43	14	651	1 031	978	1 609	2 344
Immateriella anläggningstillgångar	6 593	8 596	10 819	10 393	9 983	9 590	9 212	8 849
Finansiella tillgångar	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa anläggningstillgångar	6 744	8 639	10 833	11 044	11 015	10 568	10 822	11 193
Tillgångar	19 156	26 241	29 806	42 202	44 116	53 756	72 240	100 696
Leverantörsskulder	1 739	2 007	1 627	1 776	1 996	2 683	3 472	4 323
Övriga kortfristiga skulder	1 978	1 202	1 980	865	971	1 306	1 690	2 104
Kortfristiga skulder	1 728	400	400	400	400	400	400	400
Uppl kost och förutbet intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa kortfristiga skulder	5 445	3 609	4 007	3 041	3 367	4 389	5 562	6 827
Skulder till kreditinstitut	1 000	400	333	333	333	333	333	333
Summa långfristiga skulder	1 000	400	333	333	333	333	333	333
Summa skulder	6 445	4 009	4 340	3 374	3 700	4 722	5 895	7 160
Summa eget kapital	12 711	22 232	25 465	38 828	40 415	49 034	66 345	93 536
Summa skulder + EK	19 156	26 241	29 806	42 202	44 116	53 756	72 240	100 696

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - årlig data

kSEK	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Löpande verksamheten	(12 561)	(10 354)	(9 634)	(4 958)	2 142	9 210	17 913	27 930
Förändring i rörelsekapital	573	1 164	888	(2 962)	(1 225)	(2 369)	(2 719)	(2 934)
Investeringsverksamheten	(1 262)	(2 124)	(2 518)	(654)	(526)	(145)	(856)	(1 110)
Finansieringsverksamheten	2 728	(2 128)	13 033	18 763	-	-	-	-
Periodens kassaflöde	1 302	6 874	1 830	10 190	392	6 696	14 338	23 885
Ingående balans	-	1 302	8 176	10 006	20 196	20 588	27 284	41 622
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	1 302	8 176	10 006	20 196	20 588	27 284	41 622	65 507

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Resultaträkning - kvartalsvis data

kSEK	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020e	Q4 2020e	Q1 2021e	Q2 2021e	Q3 2021e
Nettoomsättning	3 390	4 563	1 551	1 875	3 000	3 750	5 250	6 418
Summa intäkter	3 390	4 563	1 551	1 875	3 000	3 750	5 250	6 418
Råvaru- och förnödenheter	(713)	(1 289)	(784)	(619)	(990)	(1 200)	(1 680)	(1 987)
Bruttoinkomst	2 677	3 274	767	1 256	2 010	2 550	3 570	4 431
Försäljningskostnader	(3 560)	(2 900)	(2 451)	(2 375)	(2 517)	(2 706)	(3 031)	(3 233)
Administrationskostnader	(1 129)	(1 206)	(953)	(1 187)	(1 259)	(1 353)	(1 515)	(1 617)
FoU-kostnader	(465)	(753)	(830)	(396)	(420)	(451)	(505)	(539)
Övriga rörelseintäkter	96	32	371	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	-	(39)	(14)	-	-	-	-	-
*Varav av- och nedskrivninga	57	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	(2 324)	(1 592)	(3 110)	(2 702)	(2 185)	(1 960)	(1 481)	(958)
Av- och nedskrivningar	(57)	-	-	(111)	(110)	(109)	(108)	(107)
EBIT	(2 381)	(1 592)	(3 110)	(2 813)	(2 295)	(2 069)	(1 589)	(1 064)
Finansnetto	(18)	(16)	(15)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)
EBT	(2 399)	(1 608)	(3 125)	(2 820)	(2 302)	(2 076)	(1 596)	(1 071)
Skatt	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodens resultat	(2 399)	(1 608)	(3 125)	(2 820)	(2 302)	(2 076)	(1 596)	(1 071)
Vinst per aktie (SEK)	(0,07)	(0,05)	(0,10)	(0,09)	(0,07)	(0,06)	(0,05)	(0,03)
Tillväxt (%)								
Nettoomsättning	(11,5%)	27,5%	(45,1%)	(39,3%)	(11,5%)	(17,8%)	238,5%	242,3%
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	79,0%	71,8%	49,5%	67,0%	67,0%	68,0%	68,0%	69,0%
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
Totala rörelsekostnader	147,5%	106,6%	250,0%	211,1%	139,8%	120,3%	96,2%	84,0%
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

* Historisk avskrivning har fördelats jämnt utifrån rapporterade helårssiffror

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

kSEK	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020e	Q4 2020e	Q1 2021e	Q2 2021e	Q3 2021e
Varulager	5 807	5 338	5 339	4 747	4 882	4 932	5 984	5 988
Kundfordringar	833	931	1 069	1 130	1 151	1 233	1 726	2 110
Övriga kortfristiga fordringar	1 202	944	1 346	1 219	1 350	1 125	1 313	1 284
Kassa/Bank	9 760	9 713	2 991	13 230	11 590	9 493	6 418	23 310
Summa omsättningstillgång	17 602	16 926	10 745	20 325	18 973	16 783	15 440	32 691
Materiella anläggningstillgångar	43	29	15	14	14	13	12	281
Immateriella anläggningstillgångar	8 596	9 925	11 039	10 929	10 819	10 711	10 604	10 498
Finansiella tillgångar	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa anläggningstillgångar	8 639	9 954	11 054	10 943	10 833	10 724	10 616	10 779
Tillgångar	26 241	26 880	21 799	31 268	29 806	27 507	26 056	43 470
Leverantörsskulder	2 007	3 405	927	1 221	1 627	1 644	1 933	1 960
Övriga kortfristiga skulder	1 202	2 515	2 652	1 547	1 980	1 740	1 596	1 291
Kortfristiga skulder	400	400	400	400	400	400	400	400
Uppl kost och förutbet intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-
Summa kortfristiga skulder	3 609	6 320	3 979	3 167	4 007	3 784	3 929	3 651
Skulder till kreditinstitut	400	333	333	333	333	333	333	333
Summa långfristiga skulder	400	333	333	333	333	333	333	333
Summa skulder	4 009	6 653	4 312	3 500	4 340	4 117	4 262	3 984
Summa eget kapital	22 232	20 227	17 487	27 767	25 465	23 390	21 794	39 486
Summa skulder + EK	26 241	26 880	21 799	31 268	29 806	27 507	26 056	43 470

Källa: Västra Hamnen Corporate Finance

Kassaflödesanalys - kvartalsvis data

kSEK	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020e	Q4 2020e	Q1 2021e	Q2 2021e	Q3 2021e
Löpande verksamheten	(2 378)	(1 954)	(2 718)	(2 708)	(2 192)	(1 967)	(1 488)	(964)
Förändring i rörelsekapital	(189)	3 340	(2 852)	(153)	553	(130)	(1 587)	(637)
Investeringsverksamheten	(1 121)	(1 366)	(1 152)	-	-	-	-	(269)
Finansieringsverksamheten	(100)	(67)	-	13 100	-	-	-	18 763
Periodens kassaflöde	(3 788)	(47)	(6 722)	10 239	(1 640)	(2 097)	(3 075)	16 892
Ingående balans	13 548	9 760	9 713	2 991	13 230	11 590	9 493	6 418
Justeringar	-	-	-	-	-	-	-	-
Utgående balans	9 760	9 713	2 991	13 230	11 590	9 493	6 418	23 310

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.

ProstaLund har även utsett Västra Hamnen som sin Certified Adviser vid Nasdaq First North Growth Market.

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

