

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

CHORDATE MEDICAL

Gynnas av en kostnadseffektiv organisation

2020-05-08

Analytiker: Patrik Olofsson

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Chordate Medical AB ("Chordate" eller "Bolaget") är ett medicinteknikbolag som under drygt tio år har utvecklat, patenterat och CE-märkt ett produktsystem för nervstimulerande behandling av kronisk nästäppa. Bolaget arbetar sedan en tid tillbaka med att lägga till kronisk migrän som indikation för samma typ av behandling. En bekräftande interimanalys av pågående klinisk studie för förebyggande av kronisk migrän redovisades under Q2-19, och studien fortsätter nu med totalt ca 140 patienter. Chordate säljer för närvarande i åtta länder och planerar att lägga till den potentialen inom migrän så snart CE-märkning är på plats.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q1-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Migränmarknaden	8-9
Kronisk nästäppa	10
Finansiell prognos	11-14
Värdering	15
Bull & Bear	16-17
VD-intervju	18
Ledning & styrelse	19
Appendix	20-21
Disclaimer	22

VÄRDEDRIVARE

6 av 10

Chordate har fokus på migränmarknaden där en stor migränstudie pågår. I ett tänkt läge där Chordate under 2020 kan redovisa ett positivt slutresultat för migränbehandling med K.O.S, så blir det resultatet också en väsentlig del i Bolagets ansökan om CE-märkning, och därmed tillstånd att marknadsföra behandlingen för förebyggande av migrän i EU. Detta bedöms vara en stor närliggande värde drivare i aktien. Utbrottet av Covid-19 har dock resulterat i vissa förseningar där dess påverkan på Chordates studier får bevakas noggrant.

HISTORISK LÖNSAMHET

1 av 10

Chordate har genom åren gjort flera nyemissioner för att fortsätta driva och utveckla verksamheten. Bolaget har historiskt sålt system och behandlingar, men i låg volym och omsättningen är fortfarande otillräcklig för att Bolaget ska vara lönsamt. Betyget är baserat på historisk utveckling och tar ej hänsyn till eventuell framtida lönsamhet.

LEDNING & STYRELSE

6 av 10

Chordate består av en gedigen ledning och styrelse med olika kompetenser, vilka lämpar sig väl för att kunna utveckla Bolaget i rätt riktning. Tillförordnad VD Anders Weilandt har god erfarenhet från att leda medtech-bolag. Ordförande Henrik Rammer har arbetat inom Private Equity (PE) på bl.a. Triton.

RISKPROFIL

8 av 10

Den kommersiella fasen måste fortfarande komma igång och Chordate måste bevisa sin affärsmodell och produktnytta för marknaden, där dels pågående studier, dels antal sålda behandlingar, behöver visa på en positiv utveckling för att Bolaget ska närma sig lönsamhet. För inledningen av 2020 kunde det utläsas i Q1-rapporten att försäljningen börjat komma igång, men att momentum avtog till följd av Covid-19. Vi har tidigare kommunicerat att Chordate är i behov av externt kapital, något även Chordate guidat för och är något som Analyst Group bedömer kommer bli aktuellt under 2020.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

CHORDATE MEDICAL HOLDING (CMH MTF)

GYNNAS AV EN KOSTNADSEFFEKTIV ORGANISATION



Mellan 110 och 170 miljoner personer i världen lider av kronisk migrän. Chordate utvecklar just nu en ny metod som genom nervstimulering ska kunna behandla kronisk migrän och den adresserbara marknaden är minst sagt omfattande. Inom migränområdet finns stor potential och givet framgångsrika studieresultat och inledd kommersialisering under 2020 öppnas helt nya möjligheter för Chordate. I samband med den nyligen presenterade Q1-rapporten behåller vi vårt tidigare värderingsintervall, där vi i ett Base scenario ser ett motiverat värde per aktie om 1,4 kr.

■ Visar ökad försäljning under Q1

Omsättningen uppgick under Q1-20 till ca 0,5 MSEK (0,06) och var således i linje med våra estimat om en ökad försäljning, där vi ser försäljningsökningen om närmare 8x som ett tydligt tecken på att Chordates kommersialisering har börjat få fäste. Italien stod för merparten av ökningen jämte en mindre del från de svenska franchiseklinikerna. Till följd av Covid-19 har dock Chordates kommersiella verksamhet påverkats under de senaste månaderna vilket Analyst Group räknar med kommer visa på effekter i Q2-försäljningen.

■ Covid-19 försenar studier....

Sista patienten i migränstudien var tidigare beräknad att gå ur studien under Q2-20, men till följd av Covid-19 har förseningar uppstått varför vi tålmodigt får vänta tills effekterna av pandemin har mattats av. Chordate skriver att det förmodligen är en fråga om en begränsad tid, men exakt hur länge det rör sig om kan såklart ingen säga med säkerhet ännu. Vi får helt enkelt se exakt när i tiden migränstudien kan färdigställas och när studiedata kan börja analyseras. Därefter kan resultaten omsättas till en vetenskaplig artikel och när den artikeln sedan får godkännande att publiceras från en vetenskaplig tidskrift så kan Chordate offentliggöra studieresultaten. Det statistiska utfallet från studien behövs för att Chordate också ska kunna få användningsområdet migrän CE-märkt.

■ ... men resulterar samtidigt i lägre kostnader

Covid-19 resulterar i lägre studiekostnader för Chordate samt lägre kostnader för resor, marknadsföring och annat som kan vänta, vilket minskar Bolagets *burn rate* och således ökar kassans uthållighet. Då Bolagets kassautflöde går ner, så har även tidpunkten för nästa emission flyttats fram i motsvarande grad och Chordate ser det inte som en alltför stor utmaning att få den emissionen på plats i tid.

■ Vi behåller vårt värderingsintervall

Även om Covid-19 bromsar vissa processer väljer vi att i dagsläget behålla vårt tidigare värderingsintervall. Den enskilt mest intressanta händelsen att bevaka är fortsatt hur arbetet kring migränstudien utvecklas, samt hur Chordate kommer arbeta för att säkra sin likviditet.

AKTIEKURS		0,92 kr	
		VÄRDERINGSINTERVALL	
BEAR	BASE	BASE	BULL
0,6 kr	1,4 kr	1,4 kr	2,3 kr

CHORDATE MEDICAL HOLDING	
Aktiekurs (2020-05-07)	0,92
Antal Aktier (st.)	47 855 510
Market Cap (MSEK)	44,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,7
Enterprise Value (MSEK)	39,3
V.52 prisintervall (SEK)	0,70 – 1,30

UTVECKLING	
1 månad	+6,6 %
3 månader	-3,5 %
1 år	-18,6 %
YTD	+6,4 %

HUVUDÄGARE (PER 2020-03-31, KÄLLA: BOLAGET)	
Sifonen AB	10,5 %
HAWOC Investment AB	10,4 %
Tiven GmbH	9,9 %
Tommy Hedberg	8,1 %
Henrik Rammer	7,9 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör (t.f.)	Anders Weilandt
Styrelseordförande	Henrik Rammer

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport 2 2020	2020-08-28

PROGNOS (BASE)	2018	2019	2020E	2021E
Nettoomsättning (MSEK)	0,9	1,2	5,3	16,9
Bruttoresultat (MSEK)	1,3	2,3	3,8	12,2
<i>Bruttomarginal</i>	72,4%	24,6%	70,8%	72,4%
Rörelsekostnader (MSEK)	-19,5	-21,2	-20,5	-21,3
EBITDA (MSEK)	-18,2	-18,9	-16,7	-9,1
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
P/S	50,6	41,1	9,0	2,8
EV/S	41,6	33,8	7,4	2,3
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg

KOMMENTAR Q1-20

Inför rapporten låg vårt fokus på följande delar:

- Hur har Chordates verksamhet fortlöpt under våren till följd av Covid19-pandemin
- Hur har försäljningen utvecklats
- Hur ser den finansiella ställningen ut

Hur Chordates verksamhet fortlöpt under våren till följd av Covid19-pandemin

Chordate har tidigare kommunicerat att gällande migränstudien så skulle den sista patienten kunna gå ur deras migränstudie under Q2-20. Dock, till följd av Covid-19, blir processen försenad varför vi tålmodigt får vänta tills effekterna av pandemin har mattats av. Chordate skriver att det förmodligen är en fråga om en begränsad tid, men exakt hur länge det rör sig om kan såklart ingen säga med säkerhet ännu. Vi får helt enkelt se exakt när i tiden migränstudien kan färdigställas och när studiedata kan börja analyseras. Därefter kan resultaten omsättas till en vetenskaplig artikel och när den artikeln sedan får godkännande att publiceras från en vetenskaplig tidskrift så kan Chordate offentliggöra studieresultaten. Det statistiska utfallet från studien behövs för att Chordate också ska kunna få användningsområdet migrän CE-märkt. Sådär skriver Anders Weilandt i sitt VD-ord:

”När det gäller den närliggande utvecklingen – i ett läge där vi kommit ur påverkan från Covid-19 och migränstudien har levererat ett resultat som säkrat ett CE-märke – så kommer vi direkt att aktivera våra existerande rinitdistributörer i Norden, Italien och Israel. Detta är sedan en tid förberett och redo att sättas igång. Läget för export av medtech-produkter till UK är inte klarlagt ännu, så vi lägger ingen energi på den marknaden tills brexit-förhandlingarna är genomförda. För migränindikationen så letar vi också distributionspartner för Tyskland, inte minst för att migränmarknaden är välutvecklad – vilket också var skälet till att vi inledde migränstudien där”.

Hur försäljningen har utvecklats

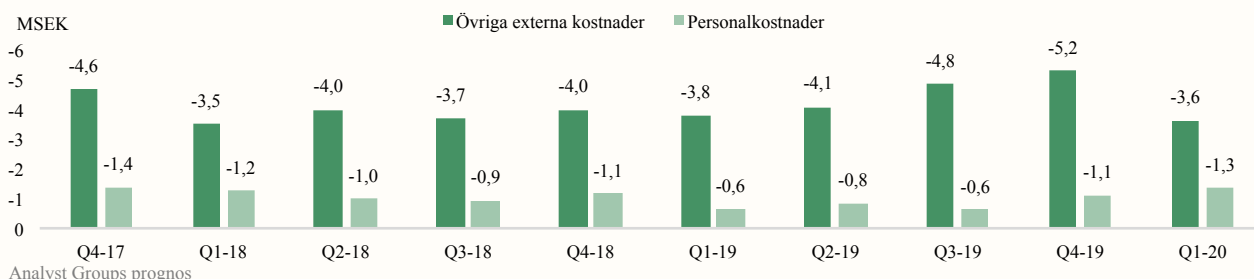
Omsättningen uppgick till ca 0,5 MSEK (0,06) och var således i linje med våra estimat om en ökad försäljning under Q1-20 jämfört med Q1-19, om än från låga nivåer. Chordate skriver i rapporten att de under första kvartalet noterat en stabil försäljning som ett tydligt tecken på att bolagets kommersialisering har fått fotfäste. Det syns tydligt då nettoomsättningen om 0,5 MSEK under Q1-20 motsvarar en ökning om 8x jämfört med samma period 2019. Italien stod för merparten av detta jämte en mindre del från de svenska franchiseklinikerna. Till följd av Covid-19 har dock Chordates kommersiella verksamhet påverkats under de senaste månaderna vilket Analyst Group räknar med kommer få effekter på försäljningen under andra kvartalet 2020, vilket vi kommer kunna läsa mer om i Q2-rapporten som publiceras den 28 augusti.

Hur den finansiella ställningen ser ut

Samtidigt resulterar Covid-19 i lägre studiekostnader för Chordate samt lägre kostnader för resor, marknadsföring och annat som kan vänta, vilket minskar bolagets *burn rate* och således ökar kassans uthållighet. Dessutom är redan Chordate ett nära nog virtuellt företag med endast tre anställda och har ingen egen produktion och således mycket låga fasta kostnader. I rapporten skriver Chordate att i och med att koncernens kassautflöde går ner med lägre studiekostnader, resor m.m. så har även tidpunkten för nästa emission flyttats fram i motsvarande grad. Det gör att Bolaget inte ser det som en alltför stor utmaning att få den emissionen på plats i rätt tid.

Under Q1-20 visade Chordate en god kostnadskontroll, där övriga externa minskade med 30 % från föregående kvartal (Q4-19).

Rörelsekostnader kvartalsbasis



INVESTERINGSIDÉ

1 AV 7
MÄNNISKOR
LIDER AV
MIGRÄN

Stor potential i migränmarknaden

Mellan 110 och 170 miljoner personer i världen lider av kronisk migrän. Chordate utvecklar just nu en ny metod som genom nervstimulering ska kunna behandla kronisk migrän och den adresserbara marknaden är minst sagt omfattande. Chordate bedriver en studie på ett flertal neurologkliniker i Tyskland och Finland, vilken omfattar upp till 140 patienter. Syftet med studien är att härleda om Chordates K.O.S-behandling även kan ha effekt inom migränområdet, och då reducera de besvär som migrän medför. Migränmarknaden är minst sagt omfattande, 1 av 7 människor lider av migrän, och migrän anses vara den tredje vanligaste sjukdomen i världen. Den globala marknaden för migränläkemedel har ett prognostiserat värde om 80 mdSEK år 2026, med en CAGR om cirka 10 % i de sju största marknaderna. Men att behandla migrän med medicin fungerar inte för alla personer, detta då många av de tillgängliga produkterna idag har starka biverkningar, vilket inte är optimalt eller önskvärt för vissa patienter. Vid en potentiell kommersialisering kan således uppsidan vara minst sagt betydande för Chordate.

Underdiagnostisering av patienter är dessutom betydande då det uppskattas att cirka 50 procent av episodisk migrän och 60 procent av kronisk migrän inte diagnostiseras korrekt. Nuvarande behandlingsstrategier anses ofta ha otillräcklig effekt och väsentliga biverkningar. Nya behandlingsmetoder är därför önskade för att bättre uppfylla de terapeutiska behoven hos patienter med migrän, där det finns ett växande intresse för neuromodulation som en behandling för primärt huvudvärk. Inblandning av det autonoma nervsystemet (ANS) i migrän anses troligt med tanke på de symptom som vanligen är associerade med attacker; illamående, tårflöde, nästappa, rinnande näsa etc.

Förseningar i migränstudier till följd av Covid-19

Under maj 2019 publicerades information från den interimanalys som Chordate genomfört under våren, där utfallet var positivt. Slutsatsen som kunde dras från rapporten var att den rekommendation som Chordate fått, bekräftar att den migränstudie som pågår är på rätt spår, med ursprunglig utformning. Före utbrottet av Covid-19 estimerades den sista patienten att gå ur studien under Q2-20, detta har nu blivit försenat. Det är förmodligen en fråga om begränsad tid, men exakt hur länge är svårt att säga idag. När väl studien slutförts och att därefter ett positivt slutresultat för migränbehandling med K.O.S skulle kunna presenteras, så blir det resultatet också en väsentlig del i Bolagets ansökan om CE-märkning, och därmed tillstånd att marknadsföra behandlingen för förebyggande av migrän i EU.

Erfaren ledning och styrelse

Tillförordnad VD Anders Weilandt har tidigare varit koncernchef i olika medtech-bolag, bl.a. Stille, vars omsättning 2016 uppgick till ca 100 MSEK. Ordförande Henrik Rammer har erfarenhet inom Private Equity (PE) där han mellan 2002 och 2007 arbetade på Triton vars bolagsportfölj tillsammans omsätter omkring 140 mdSEK. Styrelseledamot Tommy Hedberg har mellan 1998 och 2014 varit VD på medtech-bolaget Atos och Gunilla Lundmark, också styrelseledamot, har över 25 års erfarenhet från branschledande positioner.

Prognos, värdering och exit-möjlighet

I ett Base scenario förväntas Chordate öka omsättningen till ca 17 MSEK år 2021. Baserat på en relativvärdering och en applicerad värderingsrabatt, en diskonteringsränta om 10 % och P/S 4 som målmultipel på 2021 års försäljning, erhålls ett nuvärde per aktie om 1,4 kr. Chordate har en uttalad strategi att bolaget vid en lämplig tidpunkt ska säljas, en s.k. "exit". En sådan försäljning skulle kunna inträffa inom en period om 3-5 år, vilket dock ska ses som en ambition och inte en utfästelse. Fokus blir därför att bevisa Bolagets produkt och erbjudande, snarare än att visa kortsiktig finansiella resultat. För att Chordates ska kunna realisera sin potential kommer Bolaget vara i behov av ytterligare externt kapital.

Trög marknad resulterar i utmaningar att etablera Chordates produkt och metod

Chordate verkar i en trögrörlig och konservativ bransch, något som medför tydliga utmaningar och kommer kräva ytterligare marknadsinsatser. Vid utgången av mars uppgick kassan till 4,7 MSEK och givet en estimerad *burn rate* om ca 1,1 MSEK/månad, härledd från senaste kvartalets utveckling samt antagande om lägre kostnadsbas till följd av bl.a. tillfälligt lägre studiekostnader, mindre marknadsföring, resor mm., estimerar vi att Bolaget är finansierade tills juli/augusti 2020, allt annat lika.

POTENTIELL
EXIT
INOM
3-5 ÅR

BOLAGSBESKRIVNING

Chordate är ett medicinteknikbolag som under drygt tio år har utvecklat, patenterat och CE-märkt ett produktsystem för nervstimulerande behandling av kronisk nästäppa. Bolaget arbetar även med att lägga till kronisk migrän som indikation för samma typ av behandling. En bekräftande interimanalys av pågående klinisk studie för förebyggande av kronisk migrän redovisades under Q2-19, och fram tills utbrottet av Covid-19 har studien fortlöpt enligt plan. Vissa förseningar har nu uppstått till följd av pandemi-utbrottet, vilket dock troligen rör sig om en begränsad tid. Chordate säljer för närvarande i åtta länder och planerar att lägga till den potentialen inom migrän så snart CE-märkning är på plats.

Affärsmöjlighet inom migrän

Chordate bedriver en migränstudie på ett flertal kliniker i Tyskland, samt Finland, där delfinansiering har erhållits från VINNOVA. Den randomiserade, placebokontrollerade och dubbelblinda multicenterstudien genomförs sedan i mars 2018. Studien omfattar upp till 140 patienter och är utformad för att utvärdera effekten och säkerheten hos K.O.S-behandlingen (*Kinetic Oscillation Stimulation*). Studien avser primärt visa medelförändring i antal huvudvärksdagar per månad, med måttlig till svår intensitet, från studiestart jämfört med en utvärderingsperiod om fyra veckor. Hälften av patienterna får aktiv K.O.S-behandling, medan övriga patienter erhåller placebobehandling. Chordate har under våren 2019 genomfört en interimanalys, vilken genomfördes på de 50 första av totalt ca 140 patienter som skall rekryteras, och resulterade i att studien fortsatte enligt rekommendation, utan att Chordate behöver ändra designen eller antalet patienter. I ett tänkt läge där Chordate under 2020 kan redovisa ett positivt slutresultat för migränbehandling med K.O.S, så blir det resultatet också en väsentlig del i Bolagets ansökan om CE-märkning, och därmed tillstånd att marknadsföra behandlingen för förebyggande av migrän i EU. Med tanke på det relativt sett enorma marknadsvärde som migränvård representerar, finns givetvis en stor potential för Chordate.

Kronisk nästäppa

Behandlingsmetoden av kronisk nästäppa baseras på *Kinetic Oscillation Stimulation (K.O.S)*, vilket är en ny nervstimulerande metod som med hjälp av lågfrekvent vibration ger läkare nya behandlingsalternativ. Studier har visat att efter två behandlingar, med en månads mellanrum, så fick ca 55 % av patienterna som svarar på behandlingen en kvarstående effekt i mer än sex månader. Bolaget har även observerat patientutfall med kvarstående effekt upp till tio månader, och i enstaka fall ännu längre. Övriga etablerade metoder för att lindra kronisk nästäppa är genom läkemedel eller kirurgiska ingrepp.

Affärsmöjlighet för behandling av kronisk nästäppa

Chordates produktsystem Chordate System S100 säljs via egen säljorganisation och distributörer till kliniker och sjukhus som i sin tur behandlar patienterna. Exempel på befintliga distributörer är MedCare (norska marknaden), Intramedic (danska marknaden), Severn Healthcare Technologies (brittiska marknaden), Steripolar Oy (finska marknaden), Vedise Hospital (Italien) m.fl.

Intäktskällor

- Systemförsäljning:** detta är en fast engångsintäkt och avser själva systemet, Chordate System S100.
- Behandlingar:** Chordate erhåller betalningar i samband med varje behandling, vilket inkluderar den engångsartikel i form av slang och kateter som förbrukas vid varje enskilt behandlingstillfälle.

Intäktsmodellen grundar sig i en s.k. *pay per treatment*-modell där installerade system laddas elektroniskt med ett visst antal behandlingar som beställs ifrån Chordate. Antalet behandlingar kan fyllas på löpande när befintliga har förbrukats, vilket innebär hög bruttomarginal. Chordate har även intäktskällor i form av kontrakterade privata ÖNH-kliniker i Sverige. Under maj 2018 ingick Chordate ett JV-avtal med Nanos Medical avseende främst den kinesiska marknaden, där målsättningen är att komma igång med försäljningen in om tre år.

55 %
AV PATIENTER
HAR GOD
KVARSTÅENDE
EFFEKT

PAY PER
TREATMENT-
MODELL
INNEBÄR HÖG
BRUTTO-
MARGINAL

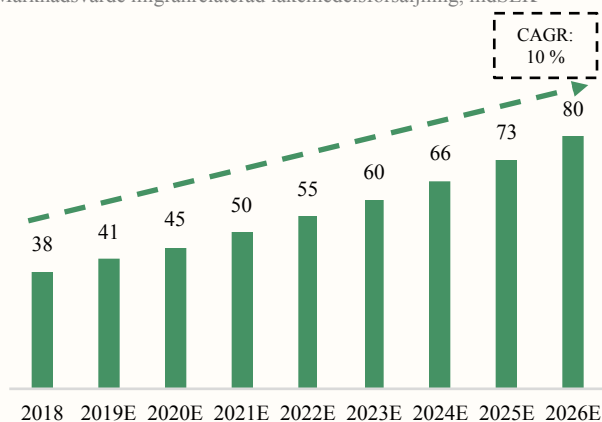
MIGRÄNMARKNADEN

Migrän anses vara den tredje vanligaste sjukdomen i världen

1 av 7 människor lider av migrän, och migrän anses vara den tredje vanligaste sjukdomen i världen.¹ Utöver det mänskliga lidandet sjukdomen medför, uppstår även stora samhällsekonomiska kostnader. En studie genomförd i Storbritannien visade att 25 miljoner arbets- och/eller skoldagar går förlorade varje år till följd av migränanfall.² I Europa uppskattas 400 000 arbets- och/eller skoldagar gå förlorade per 1 miljon invånare varje år. Den globala marknaden för migränläkemedel har ett prognostiserat värde om 80 mdSEK år 2026, med en CAGR om cirka 10 % i de sju största marknaderna ("7MM"). USA fortsätter att dominera marknaden med en andel på 77 % av den totala försäljningen år 2026 följt av Tyskland (5,6 %) och Italien (5,2 %).² Men att behandla migrän med medicin fungerar inte för alla personer, detta då många av de tillgängliga produkterna idag har starka biverkningar, vilket inte är optimalt eller önskvärt för vissa patienter.

Marknaden för migränrelaterad läkemedelsförsäljning uppskattas nå ett värde om 80 mdSEK år 2026.

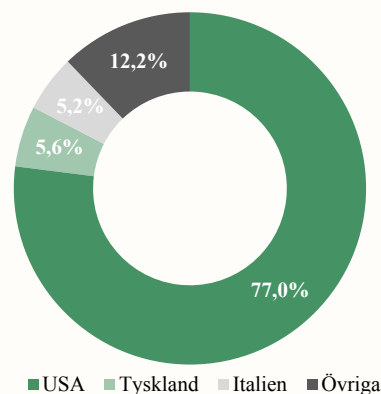
Marknadsvärde migränrelaterad läkemedelsförsäljning, mdSEK



Källa: Global Data Healthcare (2017)

USA har klart störst andel av marknaden 2026.

Marknadsandel 7MM, Topp 3



Källa: Global Data Healthcare (2017)

Det finns en tydlig efterfrågan efter nya lösningar

Nuvarande behandlingar lämnar ett stort antal patienter underbehandlade; många av medicinerna, för både akut och förebyggande behandling, är ineffektiva hos ett stort antal patienter. Utöver detta är många av dessa läkemedel kontraindicerade hos patienter med vissa sjukdomar. Chordates bedömning är att en effektiv läkemedelsfri och icke-invasiv migränbehandling utan biverkningar kommer att kunna ges ett betydande värde av de marknadsaktörer som idag investerar i segmentet neuromodulation.

Under de senaste åren har andra icke-traditionella sätt att försöka behandla migrän växt och blivit erkända alternativ, till exempel onabotulinumtoxinA (behandling med Botox), som visat sig minska frekvensen av huvudvärk hos patienter med kronisk migrän. Dess fördelar och potentiella användning för migrän observerades av en tillfällighet under behandling av patienter vid kosmetisk behandling för rynkor. Men denna typ av behandling innebär samtidigt en procedur som många patienter kan finna obehagliga, till exempel kan en enda behandling innebära omkring 30 injektioner runt om huvudet, samtidigt som det kan krävas flera uppföljningsbehandlingar.

Detta visar dock att patienter är villiga att prova nya typer av metoder för behandling av migrän, utöver konventionell medicinering. Chordate, med sin Kinetic Oscillation Stimulation-behandling, kan spela en viktig roll och bidra med ett nytt icke-farmaceutiskt alternativ för kroniska migränpatienter.

¹ Steiner TJ et al. Migraine: the seventh disabling. *The Journal of Headache and Pain* 2013, 14:1

² Global Data Healthcare report (September 2017)

MIGRÄNMARKNADEN

Migrän i vården¹

Underdiagnostisering av dessa patienter är betydande då det uppskattas att cirka 50 procent av episodisk migrän och 60 procent av kronisk migrän inte diagnosticeras korrekt.

Nuvarande behandlingsstrategier anses ofta ha otillräcklig effekt och väsentliga biverkningar. Nya behandlingsmetoder är därför önskade för att bättre uppfylla de terapeutiska behoven hos patienter med migrän. Det finns ett växande intresse för neuromodulation som en behandling för primär huvudvärk. Inblandning av det autonoma nervsystemet (ANS) i migrän anses troligt med tanke på de symptom som vanligen är associerade med attacker; illamående, tårflöde, nästäppa, rinnande näsa etc. ANS spelar en viktig roll när orsak till migrän beskrivs i den medicinska litteraturen.

Påverkan

Migrän bedöms som orsak till 2,9 procent av ”kvalitetsår” av livet som förloras på grund av funktionshinder och den främsta orsaken till funktionshinder bland alla neurologiska störningar. Den uppskattade andelen tid som spenderas med migrän (det vill säga upplevelse av en attack) under en genomsnittlig migränpatients liv är 5,3 procent.²

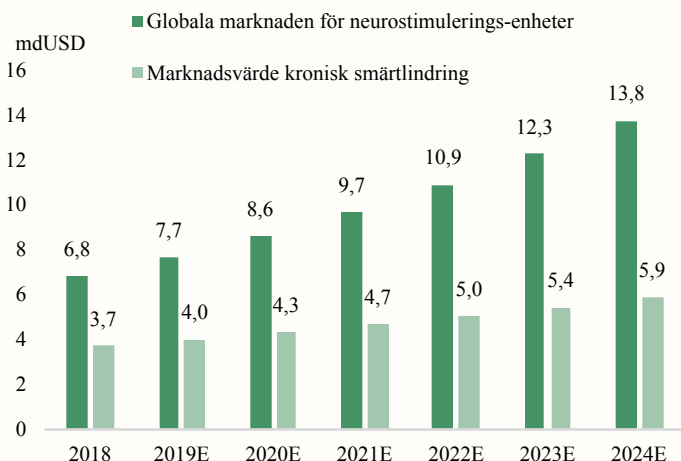
Marknaden för neurostimuleringsprodukter³

Den globala marknaden för neurostimuleringsprodukter värderades till ca 6,8 miljarder USD under 2018, och förväntas växa med en CAGR om 12,5% till 2024, motsvarande en storlek om ca 13,8 miljarder USD. Marknaden för neurostimuleringsprodukter kan delas in i olika undergrupper, där kategoriseringen kan sägas bestå av följande undersegment (utifrån applikation): *Kronisk smärtbehandling, Audiologi, Neurologisk sjukdom, Uro/gastro, Psyisk ohälsa* och *Övrigt*.

Under 2018 stod kronisk smärtbehandling för störst marknadsandel, ca 54 % av den totala produktmarknaden motsvarande cirka 3,7 miljarder, där en hög förekomst av kroniska smärtstörningar, i kombination med växande produktanvändning för smärtbehandling, är några av de viktigaste faktorerna i segmentets tillväxt. Tills år 2024 uppskattas segmentet att årligen växa med ca 8 %, för att då nå en marknadsandel om 5,9 miljarder dollar.

Marknaden för neurostimulering väntas visa god tillväxt.

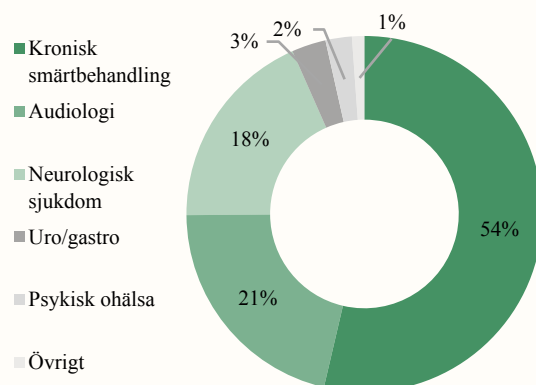
Marknadsvärde neurostimulering och kronisk smärtlindring



Källa: Neurostimulation Devices Market Size (2019)

Kronisk smärtlindring står klart för störst marknadsandel.

Marknad för neurostimulering, per användningsområde 2018



Källa: Neurostimulation Devices Market Size (2019)

¹Khan,S. Schoenen, J. Ashina, M, Caphalalgia 2015, Vol.34(5) 382-91

²Steiner TJ et al. Migraine: the seventh disabler. The Journal of Headache and Pain 2013, 14:1

³Neurostimulation Devices Market Size, 2019

KRONISK NÄSTÄPPA

Miljontals människor lider av kronisk nästäppa

I en studie av Hellings et al (2017) anges att 200 miljoner människor i världen lider av icke-allergisk nästäppa, varav ungefär 100 miljoner människor lider av *idiopathic rhinitis*, vilket är patienter som lider av kronisk nästäppa utan att det finns en underliggande förklaring till varför.

Givet att 100 miljoner människor världen över lider av kronisk nästäppa (idiopatisk renit), motsvarar det 1,3 % av världens totala befolkning. Bilden nedan illustrerar hur många personer som kan vara drabbade i olika världsdelar.

Antal personer som kan lida av kronisk nästäppa



Källa: Hellings et al. (2017) för andel av befolkning som lider av kronisk nästäppa. Befolkningsmängd hämtad från World Data Bank (2016)

Etablerade behandlingsmetoder

Idag finns olika behandlingsmetoder för kronisk nästäppa, både i form av läkemedel och kirurgi. Läkemedel, t.ex. nässpray, har en lindrande men kortvarig effekt. Nässpray ska inte användas under mer än två veckor och läkemedlet kan leda till överanvändning då responsen gradvis minskar. I realiteten kan det observeras att många patienter använder nässpray konstant. Kirurgiska behandlingsmetoder görs antingen med hjälp av radiofrekvenser (värmebehandling) eller konkotomi (skalpell eller hyvel), för att reducera näsans slemhinna i syfte att öka luftflödet. Dessa typer av ingrepp har långvarig effekt men är inte permanent bestående. Dessutom bör en patient endast göra 1-2 kirurgiska ingrepp under en livstid.

FINANSIELL PROGNOS

Följande finansiella prognoser utgår enbart från Chordate affärsben som inriktar sig mot behandling av kronisk nästäppa. Detta då Bolagets potentiella kommersialisering av ett erbjudande relaterat till migränmarknaden ännu inte finns på plats, vilket idag därmed får ses som en extra option.

Chordate antas idag adressera en marknad om 1,6 mdSEK

Chordate adresserar flera olika marknader, bl.a. Norden, Storbritannien, Saudiarabien, Italien och Israel. Baserat på data från World Data Bank uppgår antalet invånare på nämnda förstamarknader till följande:

Adresserbara marknader*	Totalt antal invånare
Storbritannien	65 637 239
Saudiarabien	32 275 687
Finland, Danmark och Norge	16 459 143
Sverige	9 903 122
Italien	60 551 416
Israel	8 712 400
Total	193 539 007

*Befolkningssiffror avser hela populationen i respektive land eller region. Chordates behandlingar adresserar personer över 18 år.

Det ska tilläggas att Chordate under december 2017 kommunicerade att de tecknat avsiktsförklaring om Joint Venture (JV) avseende Kina tillsammans med Nanos Medical (Shanghai) Limited ("Nanos Medical"). Under maj 2018 bekräftade Chordate att avsiktsförklaringen övergår till ett avtal och bildandet av ett Shanghai-registrerat bolag. Nanos Medical tillför 1,5 MUSD och Chordate tillför åtta kinesiska patent. Bedömningen är att försäljningen på den kinesiska marknaden kan påbörjas inom tre år. Då etableringen fortfarande är i ett tidigt skede inkluderas ej Kina i gjorda prognoser då det är för tidigt att avgöra hur försäljningen kan komma att utvecklas via JV-strukturen. Uppdatering får därför ske kontinuerligt, och även om inga absoluta värden inkluderas i nuvarande prognoser har avtalet i sig, med tanke på hur omfattande marknaden i Kina är, ett stort värde som kan motivera en premie i värderingen av Chordate.

Givet att 1,3 % av befolkningen på Chordates första marknader lider av kronisk nästäppa, motsvarar det ca 2,6 miljoner personer. I en studie av Jerling, M. et al. (2016) härleddes resultat att 55 % av patienter upplevde positiv effekt efter en andra behandling, jämfört med 42 % av patienterna som genomgick en behandling. Givet att 55 % av patienter upplever att behandlingen minskar symptomen, adresserar idag Chordate nära 1,4 miljon personer på sina första marknader. Om en patient i genomsnitt gör två behandlingar per år, motsvarar det nära 2,9 miljoner behandlingstillfällen per år. Idag finns inga metoder som permanent botar kronisk nästäppa, varför en patient antas genomgå behandlingar under hela livet. Det förutsätter dock att patienten kan och är villig att fortsätta med behandlingen under en längre tid.

En behandling med Chordate antas i genomsnitt generera en intäkt omkring 550-600 SEK. Det är något lägre än vad Bolaget kommunicerat, men antas vara applicerbart över tid som ett genomsnitt till följd av ökade volymer som möjliggör lägre prisnivåer. Givet ca 2,9 miljoner behandlingstillfällen per år, motsvarar det en årlig omsättningspotential om ca 1,6 mdSEK för Chordate.

Omsättningstillväxt

Den potentiella omsättningstillväxten förväntas vara patientdriven där patienter, till följd av ökad medvetenhet om Chordates lösning, i högre grad efterfrågar att kliniker och sjukhus tillhandahåller andra alternativ för kronisk nästäppa än befintliga behandlingsmetoder. Chordate kommer fortfarande sälja system till kliniker, men det är patienterna som indirekt förväntas kunna driva efterfrågan.

Ett system från Chordate klarar inte mer än ett visst antal behandlingar per dag, d.v.s. det finns en maximal nyttjandegrad. Följande inputs antas i genomsnitt gälla per system, vilket baseras på vad en typisk vårdklinik kan ha kapacitet till i form av läkares och sjuksköterskors tid, arbetsdagar, semesterveckor m.m.:

Antagen maximal kapacitet per system (Chordate System S100)	Input
Antal behandlingar som är möjliga per timme (givet 20 minuter per tillfälle)	2 st.
Antal effektiva arbetstimmar per dag (exkl. lunch, raster m.m.)	6 timmar
Antal möjliga behandlingar per dag	12 st.
Antal möjliga behandlingar per vecka (givet 5 arbetsdagar)	60 st.
Antal veckor per år behandling erbjuds (exkl. semesterveckor m.m.)	40 st.
Maximalt antal möjliga behandlingar per system/år	2 400 st.
Maximalt antal möjliga behandlingar per system/månad	200 st.

1,6 MDSEK
I ÅRLIG
FÖRSÄLJNINGSPOTENTIAL

FINANSIELL PROGNOSS

Givet en konservativ nyttjandegrad om 12 % perioden 2020-2022 av ett systems kapacitet, erhålls följande inputs:

Antagen nyttjandegrad:	12 %
Antal behandlingar per system/år, givet tillämpad nyttjandegrad	288 st.
Antal patienter som behandlas per år och system (givet 2 behandlingar per person)	144 st.
Genomsnittligt antal behandlingar per system/månad	24 st.

Då helger antas falla bort innebär det i genomsnitt 1-2 behandling per arbetsdag för en klinik med ett system, motsvarande en total behandlingstid om 20-40 minuter. Nyttjandegraden kan således verka konservativ, men notera att det är ett genomsnitt för Chordates samtliga marknader under ett helt år.

Som nämnt på föregående sida antas Chordates försäljningstillväxt indirekt kunna drivas av patienternas efterfrågan av bättre behandlingsalternativ än de som erbjuds idag. För att Chordates behandlingsmetod över huvud taget ska kunna erbjudas till patienter måste system finnas tillgängliga på de kliniker patienterna vänder sig till och på de orter patienterna befinner sig på. Kliniker kan t.ex. bestå av statliga och kommunala aktörer som sjukhus och deras öron-, näsa och halsmottagning (ÖNH). Enligt uppgifter från Bolaget finns ingen styrande lag, åtminstone inte i Sverige, som säger att endast läkare kan erbjuda behandlingen, dock måste det finnas legitimerad personal. Sjuksköterskor skulle därmed kunna utföra behandlingar, teoretiskt skulle även legitimerade tandläkare kunna erbjuda behandlingen. Systemet är dessutom enkelt att använda och kräver således ingen direkt utbildning. För de kliniker som är i behov skulle även Chordate kunna bistå med sitt egna journalsystem. Med andra ord, Chordates system skulle kunna placeras på ett antal olika typer av instanser för att komma närmare de patienter som är i behov av hjälp.

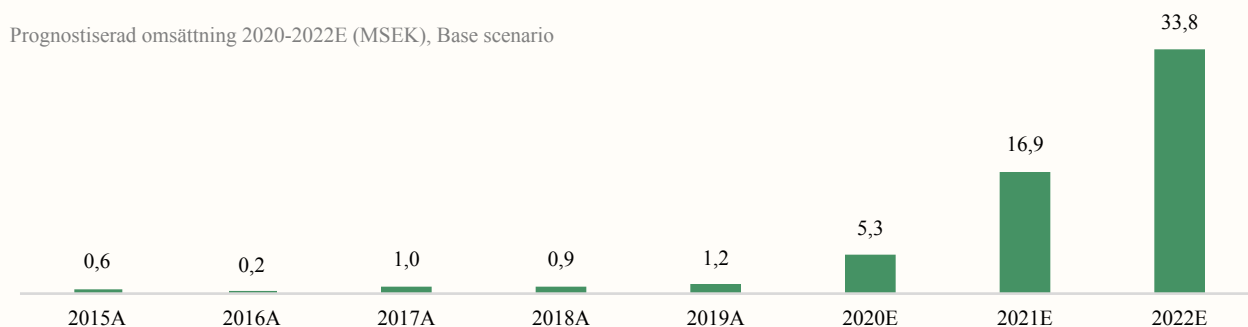
Chordate har installerade system på marknaden idag och har under senaste åren tecknat flera distributionsavtal för olika marknader, t.ex. Norden, Israel, Irland, Storbritannien och Italien. Chordate har även tecknat franchiseavtal i Stockholm, Göteborg och Malmö. För perioden 2020-2022 antas följande *genomsnittliga* månadsförsäljning/leverans av system:

Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis)	Antal	Totalt antal sålda system/år
2020E	4	48
2021E	8	96
2022E	10	120

Det ska betonas att själva systemförsäljningen inte är kärnan i affärsmodellen eller det som förväntas driva försäljningstillväxten, utan det är försäljningen av behandlingar. Dock måste system finnas på plats för att behandlingar ska kunna erbjudas. Vidare, antalet sålda system per månad som anges ovan är ett genomsnitt av prognostiserad årlig försäljning. Försäljning av system kommer troligen ske i *batcher*, vilket i praktiken innebär att vissa månader förväntas stå för större andel systemförsäljning. Vidare, alla patienter förväntas inte fortsätta med behandlingen hela livet. Det kan förklaras av att patienten inte upplever att behandlingen hjälper, priset är för högt etc. Därför antas i genomsnitt 20 % av tidigare behandlade patienter falla bort per år. Gjorda antaganden resulterar i följande omsättningsprognos:

Vad som förväntas driva försäljningstillväxten är antalet tillhandahållna behandlingar för patienterna. Själva försäljningen av system förväntas stå för en relativt liten andel av totala försäljningen.

Prognostiserad omsättning 2020-2022E (MSEK), Base scenario



Analyst Groups prognos

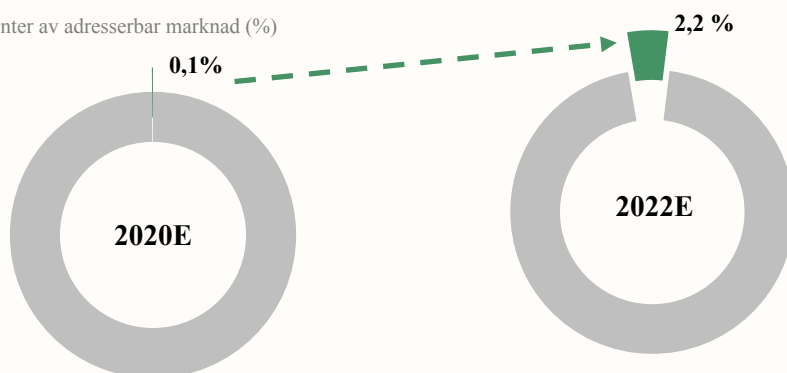
FINANSIELL PROGNOSS

Prognostiserat antal sålda system och tillhandahållna behandlingar per system, resulterar i följande antal behandlingar från de system sålda under perioden 2020-2022E:

År	Sålda behandlingar	Behandlade patienter (givet 2 behandlingar/patient)
2020E	11 385	5 692
2021E	32 341	16 171
2022E	63 210	31 605

Med denna utveckling skulle Chordate nå ca 2 % av totala antalet adresserbara patienter år 2022 på nuvarande första marknader.

Andel behandlade patienter av adresserbar marknad (%)



Analyst Groups prognos

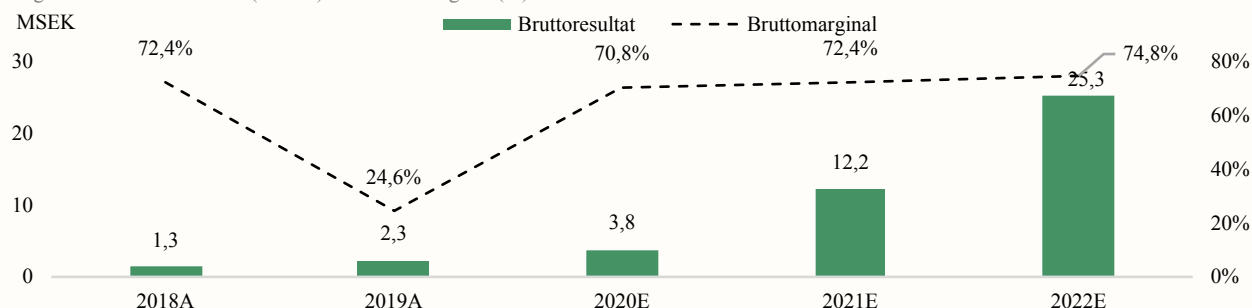
Gjorda prognoser över tillhandahållna behandlingar bedöms rimlig i förhållande till den fortfarande låga penetrationsgraden som det resulterar i.

Bruttomarginal, rörelsekostnader och EBITDA-resultat

Givet att Chordate kan öka antalet sålda behandlingar relativt försäljningen av antal sålda system, kan det antas att bruttomarginalen kommer stiga framgent. Chordate kan elektroniskt ladda på nya behandlingar i kunders system, något som är skalbart och resulterar i hög bruttomarginal. Över tid antas Chordate kunna nå bruttomarginaler överstigande 70 %, givet att antalet behandlingar säljs i den takt som prognostiserats. Det som drar ned bruttoresultatet är den engångskateter som används vid varje behandlingstillfälle, vilken medför en återkommande tillverkningskostnad för Chordate. Chordate har dock under år 2020 meddelat att två löpande utvecklingsprojekt för förbättrade produkter är i slutfasen, respektive slutfört. Detta utvecklingsprojekt innefattar både styrenheten och engångsartikeln för Bolagets behandlingsteknologi. I och med dessa förändringar beräknas tillverkningskostnaderna minska till hälften av nuvarande nivå i båda fallen, vilket stärker marginalen.

Givet att Chordate kan öka volymen av sålda behandlingar, en försäljning som innebär låga rörliga kostnader, kan bruttomarginalen stiga till över 70 % på sikt.

Prognostiserat bruttoresultat (MSEK) och bruttomarginal (%) 2020-2022E



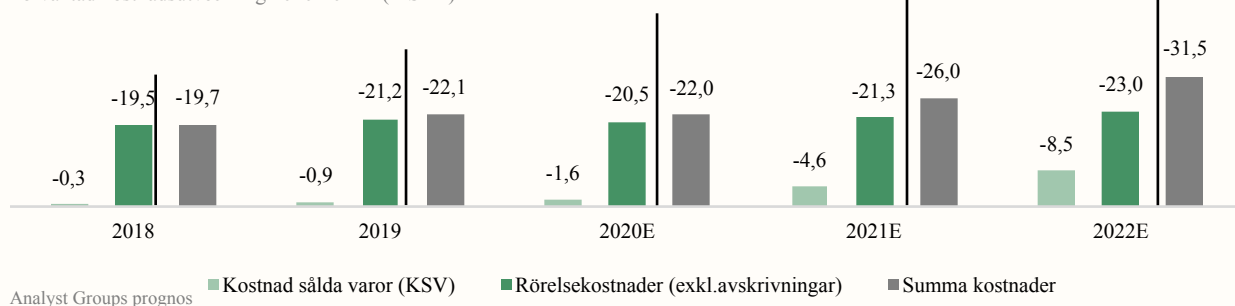
Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSE

Under 2018 uppgick totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) till ca 22,1 MSEK. Då Chordate för närvarande bedriver kliniska studier förväntas kostnader för detta tillkomma. Bolaget redovisar inte dessa kostnader separat, men med tanke på att första patienten för den internationella studien av K.O.S-behandling av kronisk icke-allergisk rinit inkluderades under maj 2018, kan det antas att kostnader hänförliga till studieförberedelser tagits dessförinnan. Kostnaden för en inkluderad patient har inte kommunicerats, men baserat på andra referensstudier och med hänsyn till Chordate specifikt, kan totalkostnaden tänkas uppgå till 50 000 – 100 000 kr/patient. I rinit-studien och migränstudien har Chordate kommunicerat att upp till 300 respektive 140 patienter kan komma att ingå. Parallellt med Chordates studier och med tanke på kostnaderna för dessa, antas Bolaget sträva efter att hålla övriga rörelsekostnader på en relativt låg/stabil nivå. Vårt att understryka, som en konsekvens av Covid-19, så begränsas resor, marknadsföring, aktiviteter kring studierna m.m., vilket i sig bidrar till en lägre kostnadsbas på kort sikt.

Chordates kostnader, dels hänförliga till direkt försäljning, dels för att underhålla verksamheten, förväntas öka. En viss del av totala rörelsekostnader förväntas utgöras av de för kliniska studier. Detta är dock inget Chordate redovisar separat.

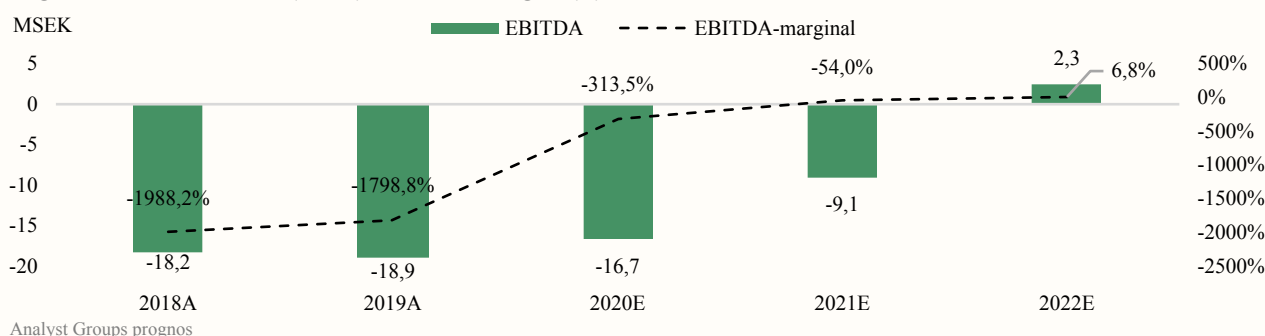
Förväntad kostnadsutveckling 2020-2022E (MSEK)



Marknadsföringskostnad hänförlig till att skapa en patientdriven efterfrågan och att få patienter att välja Chordates behandlingsmetod, s.k. *Customer Acquisition Fee*, skulle kunna belasta bruttoresultatet då processen för att skapa efterfrågan blir en form av produktionskostnad. I gjorda prognoser har dock denna kostnad inkluderats på rörelsenivå och får således genomslag i EBITDA-resultatet.

Givet gjorda antaganden förväntas Chordate kunna nå *break even* i EBITDA omkring 2022.

Prognostiserat EBITDA-resultat (MSEK) och EBITDA-marginal (%) 2020-2022E



Nyckeltal – Base scenario	2018	2019	2020E	2021E	2022E
P/S	50,6	41,1	9,0	2,8	1,4
EV/S	41,6	33,8	7,4	2,3	1,2
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	17,2

VÄRDERING

För att ge perspektiv till värderingen undersöks aktörerna *Alteco Medical*, *Dignitana* och *VibroSense*. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och Chordate avseende affärsmodell, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och kapitalstruktur.

Alteco Medical

P/S	EV/S	Brutto-marginal
8,5	7,3	53 %

Alteco Medical säljer produkten Alteco LPS Adsorber som består av en behållare med en specialdesignad peptid (en syntetiskt framställd molekyl) vilken fångar upp giftigt LPS från blodet. Försäljning sker främst via distributörer, där nyckelmarknader även bearbetas med egna resurser. Alteco Medical är noterade på Spotlight Stock Market, värderas till 48,5 MSEK (2020-05-08) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 6 MSEK.



P/S	EV/S	Brutto-marginal
8,8	8,6	76 %

Dignitana har utvecklat det medicintekniska kylsystemet DigniCap som reducerar håravfall vid cellgiftbehandling. Den internationella försäljningen fokuseras mot de marknader där etablerade distributörer finns på plats. I USA arbetar Dignitana med en affärsmodell som bygger på att kunderna, sjukhusen, hyr systemet samt betalar för varje gång DigniCap används, s.k. pay-per-treatment. En behandling kostar mellan 175-350 USD. Dignitana är noterade på First North, värderas till 360 MSEK (2020-05-08) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 41 MSEK.



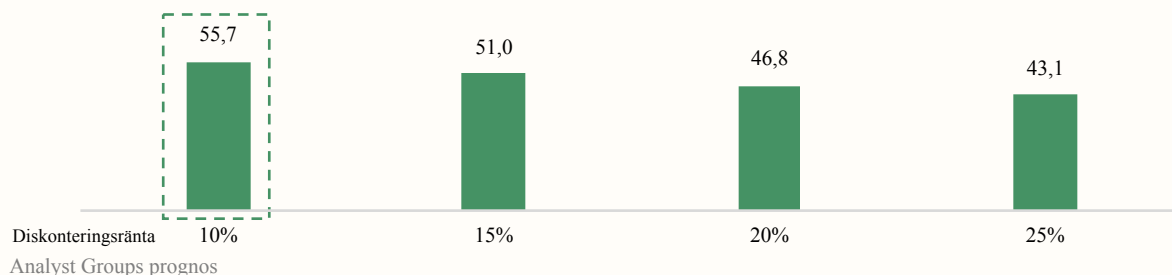
P/S	EV/S	Brutto-marginal
82,0	67,9	65 %

VibroSense utvecklar och säljer medicintekniska produkter till stöd för diagnostik av perifer sensorisk neuropati, dvs. nervskador i händer, armar, fötter och ben. Produktplattformen utgörs av VibroSense Meter-systemet som består av ett fristående mätinstrument och mjukvara som styr mätinstrumentet. VibroSense säljer dels VibroSense Meter, dels hyr ut det via långtidskontrakt med betalning per undersökning. Merparten av försäljningen ska ske via återförsäljare och distributörer. VibroSense är noterade på Spotlight Stock Market, värderas till 80 MSEK (2020-05-08) och 12 månader rullande försäljning uppgår till ca 1 MSEK.

Medelvärde av Alteco Medicals och Dignitanas P/S-multiplar är ca 8-9. Både dessa företag, framförallt Dignitana, har idag en mer etablerad försäljning relativt Chordate, varför Chordate rimligen handlas till en rabatt. VibroSense exkluderas till följd av ej tillämpbara värderingsmultiplar. Givet en större värderingsrabatt mot nämnda två bolag på ca 50 % tillämpas en målmultipl om P/S 4 på 2021 års prognos. Det kan även vara rimligt ur det perspektivet att Chordate tills 2021 förväntas vara ett större företag och således närmar sig en mer normaliserad P/S-multipl för ett mer moget medteckbolag. Utifrån prognostiserad försäljning om ca 17 MSEK 2021 ger det en värdering om ~70 MSEK samma år. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, illustrerar följande diagram olika värderingsnivåer:

Om 10 % diskonteringsränta anses tillämpbar, innebär det en potentiell uppvärdering (nuvärde) till ca 56 MSEK.

Potentiellt Market Cap på 2021 års prognos



1,4 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Med 10 % diskonteringsränta erhålls ett nuvärde per aktie om 1,4 kr i ett Base scenario på 2021 års prognos. Med dagens marknadsklimat avseende rådande riskpremie och ränteläge, kan 10 % diskonteringsränta vara högt räknat. Det ska dock betonas att Chordate är ett litet bolag vilket medför en småbolagspremie. Dessutom måste Chordate fortfarande bevisa att de kan öka försäljningen. Utmaningarna bedöms som stora, varför en aktieägare rimligen har höga avkastningskrav på investerat kapital. Med tanke på hur illikvid Chordates aktiehandel är idag, kan rörelserna bli stora både vid positiva och negativa nyheter, vilket en investerare bör ta med i sin beräkning.

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario antas en högre efterfrågan där patienter i högre grad efterfrågar den behandling som möjliggörs med Chordates produkt. Således kan Chordate sälja fler system, något som bidrar till att den högre efterfrågan av behandlingar kan tillgodoses.

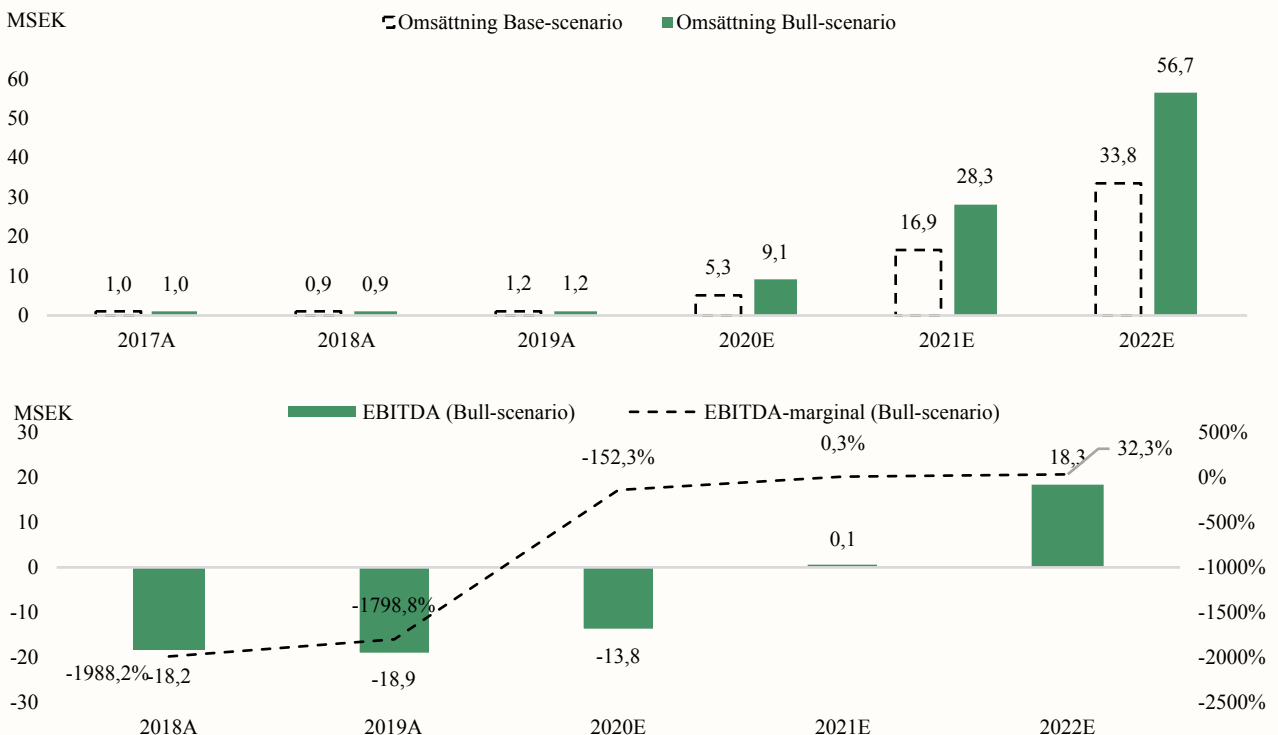
Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis) – Bull scenario	Antal	Totalt antal sålda system/år
2020E	6	72
2021E	12	144
2022E	15	180

Av den uppskattade adresserbara marknaden om nära 1 miljon patienter skulle Chordate gå från att 2018 nå 0,1 % till att 2022 nå 2,8 % av marknaden.

Givet att varje system perioden 2020-2022 har en nyttjandegrad om 14 % (jämför 12 % i Base scenario), resulterar det ökade antalet tillhandahållna behandlingar i en högre omsättning. För att efterfrågan på Chordates behandlingsmetod ska kunna öka i högre grad antas Bolaget investera mer i olika marknadsföringsinsatser, vilket ökar rörelsekostnaderna och påverkar EBITDA-marginalen. Chordate antas nå *break-even* mellan 2021-2022 i ett Bull scenario.

I ett Bull scenario ökar antalet sålda behandlingar till följd av en högre patientefterfrågan. Detta är en konsekvens av bl.a. ökade marknadsföringsinsatser, vilket bidrar till något högre rörelsekostnader relativt angivet Base scenario.

Prognostiserad omsättning och EBITDA-resultat 2020-2022E (MSEK) – Bull scenario



Analyst Groups prognos

2,3 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

Givet en målmultipl om P/S 4 på 2021 års försäljning om 28 MSEK och en diskonteringsränta om 10 %, ger det ett nuvärde om ca 90 MSEK (MC). Det motsvarar ett nuvärde per aktie om 2,3 kr i ett Bull scenario.

BULL & BEAR

Bear scenario

I ett Bear scenario förväntas Chordate uppleva en lägre efterfrågan från marknaden vilket visar sig i färre antal sålda system och färre antal tillhandahållna behandlingar. Det här är en konsekvens av att Chordate har svårt att nå ut till marknaden och Bolagets marknadsföringsinsatser inte är tillräckligt framgångsrika. Samtidigt som en tillfredsställande försäljningstillväxt uteblir fortsätter koncernens fasta kostnader belasta resultatet negativt, varför Chordate i ett Bear scenario inte förväntas bli lönsamma till år 2022, vilket är slutåret för prognosperioden.

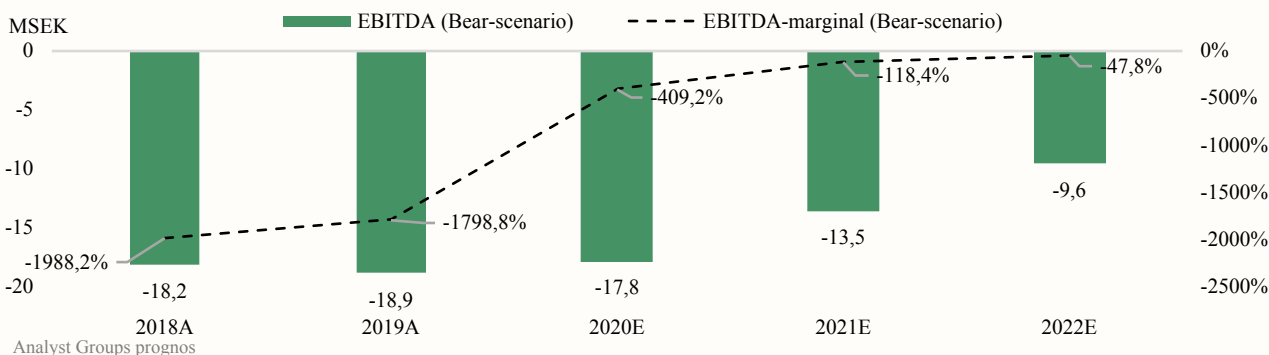
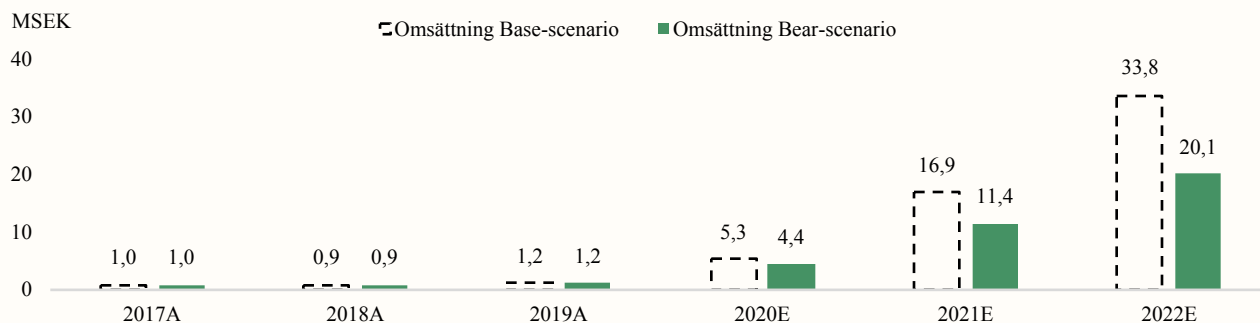
Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis) – Bear scenario	Antal	Totalt antal sålda system/år
2020E	4	48
2021E	5	60
2022E	6	72

Av den uppskattade adresserbara marknaden om nära 1 miljon patienter skulle Chordate gå från att 2018 nå 0,05 % till att 2022 nå ca 1 % av marknaden.

Givet att varje system perioden 2020-2022 har en nyttjandegrad om 10 % (jämför 12 % i Base scenario), resulterar det minskade antalet tillhandahållna behandlingar i en lägre omsättning. Den lägre försäljningen förväntas innebära en försiktigare investeringstakt från Chordate för att spara kassaflöden. Trots det förväntas inte Chordate i ett Bear scenario bli lönsamma under prognosperioden som sträcker sig till 2022. Som ett resultat av detta, om möjligt vid given tidpunkt, kan ytterligare externt kapital komma att behöva inhämtas vid upprepade tillfällen.

En tröghet i marknaden och otillräckliga resurser gör att Chordate inte lyckas öka försäljningen och lönsamhet uteblir.

Prognostiserad omsättning 2020-2022E (MSEK) – Bear scenario



0,6 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Givet en lägre målmultipel om P/S 3, till följd av lägre tillväxt än angivet Base scenario, på 2021 års försäljning om 11 MSEK och en diskonteringsränta om 10 %, ger det ett nuvärde om ca 25 MSEK (MC). Det motsvarar ett nuvärde per aktie om 0,6 kr i ett Bear scenario.

VD-INTERVJU



Under första kvartalet, vad är du nöjd med respektive mindre nöjd med?

Första kvartalet var totalt sett en bra period för oss. Det var mycket trevligt att se starten på året med bra fart på beställningarna från den italienska marknaden. Även förberedelserna med den nya distributören för Norden löpte på bra.

Det var mycket glädjande att vi också fick vår riktade emission fulltecknad i början på perioden. Det visar på ett starkt stöd från våra ägare.

Sen kan ju ingen vara nöjd med en pandemi som lamslog i princip allt under mars, inte minst Italien.

Chordate har under senaste åren etablerat en hel del samarbeten med både franchisetagare och distributörer, och under Q1-20 ökade försäljningen med ca 8x mot jämförbart kvartal 2019. Vilka faktorer har varit drivande till att försäljningen kom igång så bra under just inledningen av 2020?

I huvudsak såg vi försäljning som resultat av VEDISE's metodiska arbete under 2019 med bearbetning av den Italienska marknaden. Säljcykeln för vår typ av produkt är cirka sex till nio månader, så det tar ett tag att få fram kundbeställningar från hårt säljarbete.

Ni har ju tidigare lämnat en uppdatering om läget till följd av Covid-19, och nu så även via er Q1-rapport. Skulle du likväl kunna berätta lite om hur Chordate påverkas av Covid-19 och hur du upplevt senaste veckorna för verksamheten?

Eftersom försäljningen faktiskt kom igång bra under inledningen av kvartalet, tolkar jag som ett tecken på att VEDISE lagt en god grund under 2019. Covid-19 hindrar just nu fortsatt säljarbete, men kunderna och gjorda installationer finns kvar. Även om försäljningen gått ner till följd av Covid-19, så blir konsekvensen för oss att även kostnaderna minskar både för studieverksamheten och marknadsföring. Eftersom vi är en liten och effektiv organisation med låga fasta kostnader så har vi nu en temporärt minskat burn rate. Den riktade emissionen var perfekt att få in under februari i och med att kapitalmarknaden i princip sen dog under mars. Med bättre uthållighet från minskade kostnader så uppfattar jag att vi har ett bra läge inför nästa kapitalanskaffning.

Italien är kraftigt drabbade av konsekvenserna som Covid-19 har medfört, och i er rapport skriver ni att er italienska distributör VEDISE fått se sin försäljningsverksamhet stoppad. Hur ser nuläget ut idag och har ni fått någon återkoppling kring när och hur försäljningen skulle kunna komma igång igen?

Den italienska situationen kan man i princip följa i media, varken vi eller VEDISE vet för närvarande när marknaden kan börja öppna upp. Patienterna vill ha sina behandlingar och klinikerna vill börja jobba igen – vi kan vara trygga i att VEDISE är redo att starta igen så fort det blir tillåtet.

Under februari kommunikerade ni att ni var i slutfasen av produktutvecklingen av er nya och mer kostnadseffektiva systemversion. Hur har arbetet fortlöpt sedan dess?

Det här projektet berörs i sig inte nämnvärt av Covid-19, vi är i slutfasen där dock externa testhus delvis har meddelat längre leveranstid på grund av pandemin. I stort följer vi planen. Ju förr vi kan lansera de uppggraderade produkterna, desto snabbare kan vi komma åt de kraftigt förbättrade bruttovinsterna – både för styrenheten och för engångsprodukten. Det är något vi ser fram mot att snart få på plats.

Den 30 april 2020

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Holdings (Modular Finance), per 2020-03-31.



Anders Weilandt, tf. CEO & Styrelseledamot

Född 1961. Styrelseledamot sedan november 2014 och tf. VD sedan juli 2017. Anders Weilandt var 2011–2016 CEO för Diabetes Tools Sweden AB. Dessförinnan engagerad som styrelseledamot i Stille AB (publ) under åren 2004–2006, och vidare som koncernchef under 2006–2009. Under åren 2000–2006 var Anders CEO för Ascendia MedTech AB. Anders har idag ett flertal styrelseuppdrag i olika företag. Medicinteknisk elektronikingenjör. Anders har en Executive MBA från Copenhagen Business School, 2004. *Äger 548 708 aktier i Chordate Medical Holdings.*



Henrik Rammer, Styrelseordförande

Född 1974. Styrelseordförande sedan november 2014. Henrik Rammer är från november 2014 styrelseordförande för samtliga bolag inom Chordate. Henrik har haft mångårig erfarenhet inom private equity och har arbetat vid Axcel Management AB under åren 2008–2013 och vid Triton Advisers (Sweden) AB under åren 2002–2007. Idag arbetar Henrik som privat investerare i ett flertal andra bolag. BSc, examen från London School of Economics, 1996. *Äger 3 769 798 aktier i Chordate Medical Holding.*



Niklas Lindecrantz, CFO

Född 1968. Niklas är finanschef för koncernen Chordate från oktober 2017. Niklas verkar främst som CFO och finance manager i en rad bolag, tidigare som VD för rådgivningsföretaget Driven Ekonomi AB. Niklas har en MSc in Finance från Stockholms Universitet, 1992. *Äger 50 000 aktier i Chordate Medical Holding.*



Jan Hermansson, Clinical Research & Medical Director

Född 1956. Clinical Research & Medical director sedan januari 2012 Jan är i grunden tandläkare med över 25 års erfarenhet inom läkemedelsindustrin. Jan var avdelningschef och i andra ledande befattningar på AstraZeneca AB mellan 2001–2010, under 1998–2001 Therapeutic Area Vice President vid Pharmacia & Upjohn. Under åren 1983–1998 hade han flertalet ledande befattningar vid Astra AB. Jan verkade som lärare vid Tandläkarhögskolan i Huddinge under åren 1981–1983. Examen från Tandläkarhögskolan vid Karolinska Institutet i Stockholm, 1980. *Äger 116 717 aktier i Chordate Medical Holding.*



Jan Lindberg, CTO

Född 1956. R&D, Produktions- & Kvalitetschef sedan juni 2012. Jan Lindberg har en lång karriär inom medicinteknisk industrin. Han har haft ett flertal ledande befattningar vid St. Jude Medical under åren 1988–2012, bl.a. som avdelningschef för hårdvaruutveckling och gruppchef för elektronikutveckling. Innan dess var han utvecklare vid Electrolux 1985–1988 liksom vid RIFA AB 1981–1985. Under studietiden drev han eget företag åren 1977–1981. Ingenjörsutbildning vid KTH i Stockholm, 1980. *Äger 13 769 aktier i Chordate Medical Holding.*



Tommy Hedberg, Styrelseledamot

Född 1955. Styrelseledamot sedan juni 2014. Tommy Hedberg har idag ett antal olika styrelseuppdrag i Sverige. Under åren 1998–2014 var Tommy VD och dessförinnan chef för försäljning och marknadsföring på Atos Medical med början 1990. Dessförinnan chef för försäljning och marknadsföring på Medscand AB och Janssen Pharma AB. Kemiteknisk Ingenjörsutbildning följt av en postgymnasial ekonomiutbildning, examen 1976. *Äger 3 871 797 aktier i Chordate Medical Holding.*



Gunilla Lundmark, Styrelseledamot

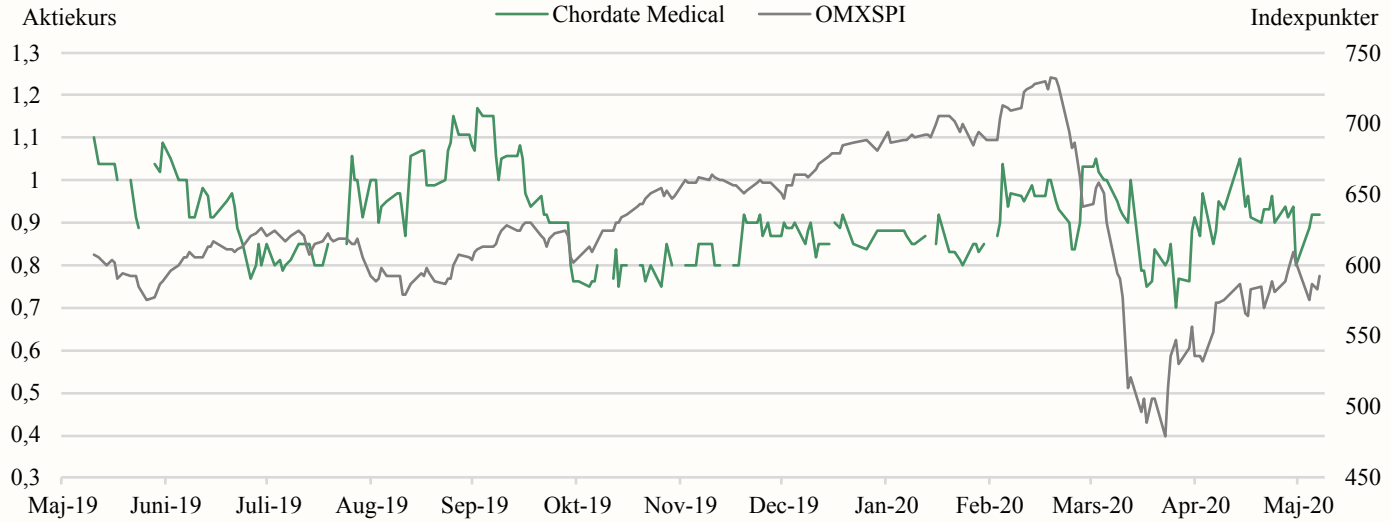
Född 1963. Styrelseledamot sedan april 2017. Gunilla är VD för Uppsala universitets holdingbolag UU Holding, dessförinnan VD för Pharmanest AB. Gunilla har över 25 års erfarenhet från olika ledande och toppbefattningar inom läkemedels- och medicinteknisk industri, bland annat som vVD på Q-Med AB. Gunilla har en Executive MBA från Uppsala universitet 1999, och en BSc i biomedicin från Uppsala universitet 1985. *Äger 0 aktier i Chordate Medical Holding.*

APPENDIX

Base scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	1,0	0,9	1,2	5,3	16,9	33,8
Förändring av lager	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,3	1,4	2,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,9	1,6	3,2	5,3	16,9	33,8
COGS	0,0	-0,3	-0,9	-1,6	-4,6	-8,5
Bruttoresultat	1,9	1,3	2,3	3,8	12,2	25,3
<i>Bruttomarginal</i>	<i>n.a</i>	<i>72,4%</i>	<i>24,6%</i>	<i>70,8%</i>	<i>72,4%</i>	<i>74,8%</i>
Rörelsekostnader	-17,1	-19,5	-21,2	-20,5	-21,3	-23,0
EBITDA	-15,2	-18,2	-18,9	-16,7	-9,1	2,3
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-1613,4%</i>	<i>-1988,2%</i>	<i>-1798,8%</i>	<i>-313,5%</i>	<i>-54,0%</i>	<i>6,8%</i>
P/S	48,1	50,6	41,1	9,0	2,8	1,4
EV/S	39,5	41,6	33,8	7,4	2,3	1,2
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	17,2
Bull scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	1,0	0,9	1,2	9,1	28,3	56,7
Förändring av lager	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,3	1,4	2,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,9	1,6	3,2	9,1	28,3	56,7
COGS	0,0	-0,3	-0,9	-2,7	-6,6	-11,0
Bruttoresultat	1,9	1,3	2,3	6,4	21,8	45,7
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100,0%</i>	<i>72,4%</i>	<i>24,6%</i>	<i>70,8%</i>	<i>76,9%</i>	<i>80,6%</i>
Rörelsekostnader	-17,1	-19,5	-21,2	-20,3	-21,7	-27,4
EBITDA	-15,2	-18,2	-18,9	-13,8	0,1	18,3
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-1613,4%</i>	<i>-1988,2%</i>	<i>-1798,8%</i>	<i>-152,3%</i>	<i>0,3%</i>	<i>32,3%</i>
P/S	48,1	50,6	41,1	5,3	1,7	0,8
EV/S	39,5	41,6	33,8	4,3	1,4	0,7
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	433,6	2,1
Bear scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	1,0	0,9	1,2	4,4	11,4	20,1
Förändring av lager	-0,5	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	1,3	1,4	2,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	1,9	1,6	3,2	4,4	11,4	20,1
COGS	0,0	-0,3	-0,9	-1,3	-3,2	-5,3
Bruttoresultat	1,9	1,3	2,3	3,1	8,2	14,8
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100,0%</i>	<i>72,4%</i>	<i>24,6%</i>	<i>70,8%</i>	<i>71,7%</i>	<i>73,6%</i>
Rörelsekostnader	-17,1	-19,5	-21,2	-20,9	-21,7	-24,3
EBITDA	-15,2	-18,2	-18,9	-17,8	-13,5	-9,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-1613,4%</i>	<i>-1988,2%</i>	<i>-1798,8%</i>	<i>-409,2%</i>	<i>-118,4%</i>	<i>-47,8%</i>
P/S	48,1	50,6	41,1	11,0	4,2	2,4
EV/S	39,5	41,6	33,8	9,0	3,4	2,0
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	neg

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Resultaträkning, tSEK	2016	2017	2018	2019	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20
Nettoomsättning	166	995	945	1 164	194	478	51	221	58	399	395	311	463
Aktiverat arbete	233	-464	-731	0	-224	-261	408	-373	-91	-241	-199	0	603
Övriga rörelseintäkter	2 446	1 332	1 368	1 997	98	429	4	428	2	2	202	1 791	36
Totala intäkter	2 845	1 864	1 582	3 161	68	646	464	276	-31	161	399	2 102	1 102
Råvaror och förnödenheter	0	0	-260	-878	0	0	0	-6	0	0	-12	-335	-237
Bruttoresultat	2 845	1 864	1 322	2 283	68	646	464	270	-31	161	387	1 767	865
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	98%	n.a.	n.a.	97%	84%	78%
Övriga externa kostnader	-4 642	-10 572	-14 662	-17 886	-3 484	-3 964	-3 659	-3 965	-3 755	-4 060	-4 824	-5 246	-3 614
Personalkostnader	-6 101	-6 481	-4 575	-3 161	-1 242	-977	-934	-1 136	-624	-842	-602	-1 094	-1 343
Övriga rörelsekostnader	0	0	-239	-173	-67	-129	-32	-10	-16	-43	-92	-21	-60
EBITDA	-7 897	-15 190	-18 154	-18 936	-4 726	-4 425	-4 162	-4 841	-4 426	-4 785	-5 130	-4 595	-4 152
EBITDA-marginal	-4760,0%	-1526,1%	-1920,8%	-1627,2%	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-8 065	-7 932	-8 058	-5 606	-2 014	-2 014	-2 014	-2 014	-1 746	-1 209	-1 209	-1 443	-1 278
EBIT	-15 962	-23 122	-26 212	-24 542	-6 740	-6 439	-6 176	-6 856	-6 172	-5 994	-6 339	-6 038	-5 430
EBIT-marginal	-9620,9%	-2323,1%	-2773,4%	-2108,9%	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Resultat från andelar i koncernföretag	2 999	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ränteintäkter	6	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader	-750	-237	-474	-347	-116	-129	-178	-51	-96	-102	-86	-62	-45
EBT	-13 708	-23 356	-26 686	-24 889	-6 856	-6 569	-6 355	-6 907	-6 268	-6 096	-6 425	-6 100	-5 475
Skatt på årets resultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga skatter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-13 707	-23 356	-26 686	-24 889	-6 856	-6 569	-6 355	-6 907	-6 268	-6 096	-6 425	-6 100	-5 475
Nettomarginal	-8261,8%	-2346,6%	-2823,5%	-2138,7%	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

Övrigt

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

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund