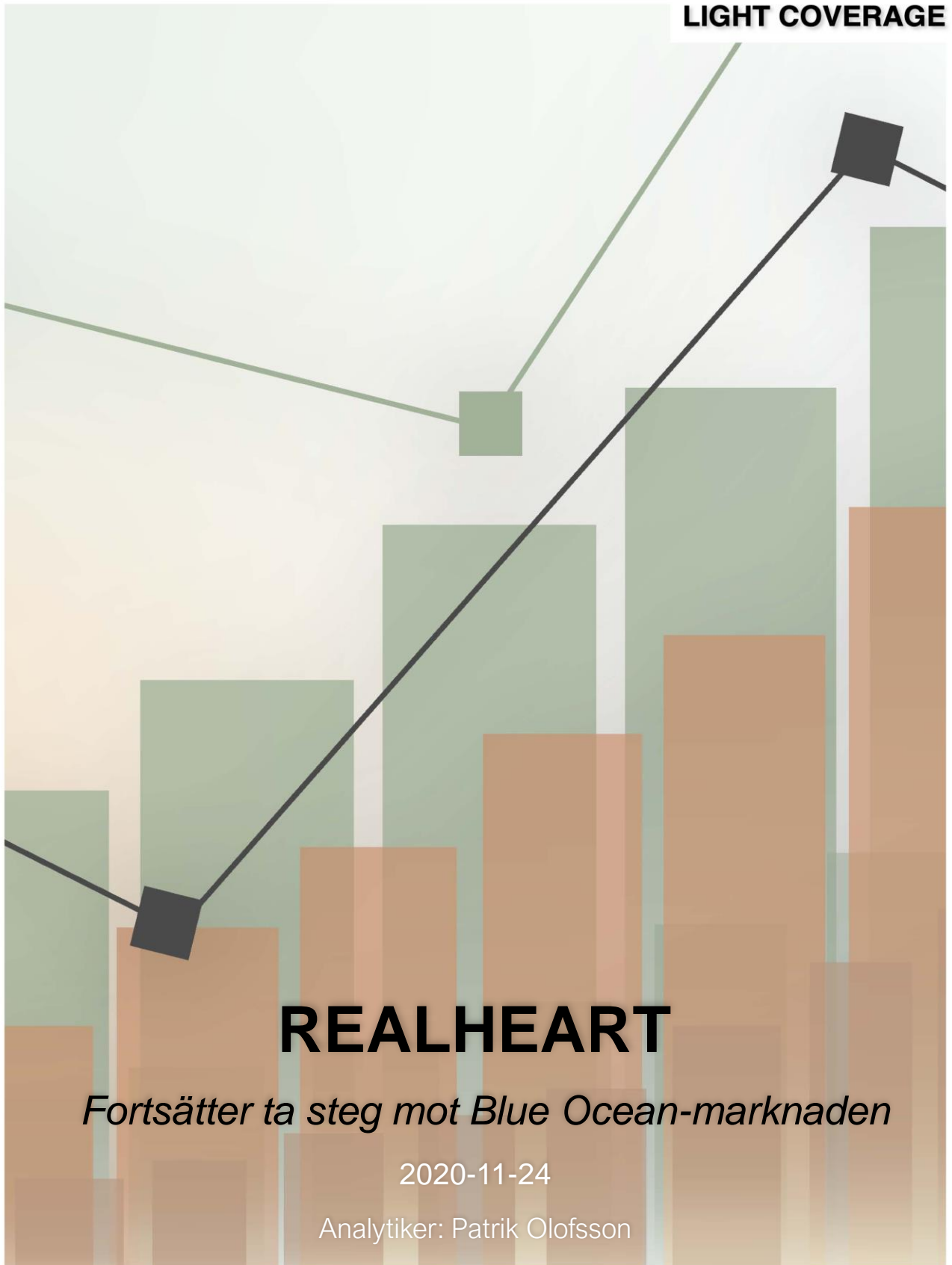


# AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



## REALHEART

*Fortsätter ta steg mot Blue Ocean-marknaden*

2020-11-24

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

# REAL HEART (HEART)

## FORTSÄTTER TA STEG MOT BLUE OCEAN-MARKNADEN



Över 40 miljoner människor världen över lider av hjärtsvikt och endast 7 000 erhåller en hjärttransplantation. Problemet är omfattande och idag finns inga hållbara alternativ för artificiella hjärtan. Scandinavian Realheart AB (publ) ("Realheart" eller "Bolaget") är med sin patenterade produkt ensamt om att prestera ett pulserande blodflöde likt kroppens eget hjärta där Bolagets målsättning är att påbörja produktlansering av sitt totalt artificiella hjärta under år 2025. Tills år 2027, prognostiseras Realheart nå en omsättning omkring 108 MSEK, vilket med tillämpad P/S-multipel och diskonteringsränta ger ett nuvärde per aktie om 13 kr i ett Base scenario. Till dess att lansering äger rum finns flera värde drivande aktiviteter där fortsatta steg i rätt riktning borde minska rådande värderingsrabatt i aktien.

### ▪ Inga överraskningar i Q3-rapporten

Rapporten var i linje med våra förväntningar och innehöll inte några direkta överraskningar. I likhet med många andra bolag måste även Realheart fortsätta sitt arbete i en värld som ännu präglas av Covid-19 och de effekter som uppstår till följd av pandemin. En stor del av potentialen ligger i framtiden, samtidigt som det är av stor vikt att rätt steg tas på kort sikt. I och med emissionen under juni 2020 om ca 26 MSEK, är Realhearts finansiella position stark, vilket minskar den finansiella risken.

### ▪ God kostnadskontroll under kvartalet

I Realhearts nuvarande situation är det viktigt att bl.a. bevaka hur Bolagets kostnadsbas och kapitalförbrukning utvecklas Q-Q. Under Q3 uppgick den operativa kapitalförbrukningen (*burn rate*) till ca -0,6 MSEK/månad, vilket kan jämföras med -1,3 MSEK/månad under Q2-20. Den lägre kapitalförbrukningen under senaste kvartalet visar tydligt att Realheart har utvecklats med en god kostnadskontroll. Vi estimerar att Bolaget är finansierade tills andra halvan av år 2021.

### ▪ Värdefull rekrytering av läkemedelskonsult

Tidigare i våras har läkemedelskonsulten Martin Cook, baserad i USA, rekryterats. Martin har över 20 års erfarenhet från hjärtpumpsindustrin och har tagit två hjärtpumpsystem till kliniska prövningar och CE-märkning. Hans kompetens och erfarenhet är mycket värdefull för Realheart och bidrar till att kunna ta nästa regulatoriska steg mot den amerikanska marknaden.

### ▪ Förväntad lansering år 2025

Den potentiella marknaden för Europa och USA bedöms bestå av nära 130 000 patienter/år. Om Realheart successivt ökar sin marknadsandel för att år 2030 nå 0,5 % av denna målgrupp, skulle det innebära ungefär 650 patienter. Med samma prissättning per transplantation som SynCardia TAH om 1,2 MSEK (se sida 5), så skulle det innebära ca 780 MSEK i försäljning för Realheart.

SENAST BETALT | **6,26 kr**

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2027 ÅRS PROGNOIS

**BEAR**  
4,0 kr

**BASE**  
13,0 kr

**BULL**  
19,0 kr

*Diskonterad värdering (nuvärde) på 2027 års prognostiserade försäljning. Eventuell uppvärdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.*

#### SCANDINAVIAN REALHEART AB

Senast betalt (2020-11-20) (SEK)	6,26
Antal Aktier (st.)	22 558 459
Market Cap (MSEK)	141,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-25,7
Enterprise Value (MSEK)	115,5
V.52 prisintervall (SEK)	5,52 – 14,00
Lista	Spotlight Stock Market

#### UTVECKLING

1 månad	-4,6 %
3 månader	-6,9 %
1 år	-45,6 %
YTD	-39,1 %

#### HUVUDÄGARE (2020-09-30)

Najar Medical & Invention AB	14,3 %
Eskilstuna Hem Fastighets AB	4,9 %
Försäkrings AB Avanza	3,5 %
Frontus AB	2,2 %
Bilend Najar	2,1 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Azad Najar
Styrelseordförande	Ernst Westman

#### FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport #4 2020	2021-02-25
-------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	12,0	42,2	108,0	276,4	480,0	780,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,8</b>	<b>19,0</b>	<b>52,9</b>	<b>141,0</b>	<b>254,4</b>	<b>429,0</b>
Bruttomarginal	40%	45%	49%	51%	53%	55%
Totala rörelsekostnader	-34,7	-43,8	-62,7	-105,5	-155,9	-183,2
<b>EBIT</b>	<b>-29,9</b>	<b>-24,8</b>	<b>-9,7</b>	<b>35,5</b>	<b>98,5</b>	<b>245,8</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	13%	21%	32%
P/S	11,8	3,3	1,3	0,5	0,3	0,2
EV/S	9,6	2,7	1,1	0,4	0,2	0,1
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	3,3	1,2	0,5

# INVESTERINGSIDÉ

## Adresserar en snabbväxande *blue ocean*-marknad

Varje år räddas endast 7 000 hjärtsviktsjuka globalt med hjälp av transplantation, men behovet är långt större; i exempelvis USA dör över 300 000 människor i hjärtsvikt varje år och prognoserna visar att hjärtsviktsdiagnoserna kommer att öka till ca 8 miljoner fram tills år 2030. Behandling av hjärtsvikt kan antingen ske genom läkemedel eller en hjärttransplantation. Väntetiderna kan dock vara långa och nuvarande ”transplantationstakt” uppskattas täcka mindre än 10 % av det faktiska behovet. Ett alternativ för att ersätta det sjuka hjärtat är att tillhandahålla ett s.k. totalt artificiellt hjärta (TAH), vilket opereras in på samma sätt som vid en hjärttransplantation. Idag finns endast ett (1) totalt artificiellt hjärta tillgängligt på marknaden, nämligen SynCardia TAH, vilket är tillgängligt i två storlekar. SynCardia Systems LLC:s försäljning uppgick till ca 16 MUSD år 2019 och beräknas öka till ca 65 MUSD år 2029, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om ca 15 %. För Realheart är det här intressant i flera avseenden; dels innebär det att en etablerad aktör ”banar väg”, vilket underlättar Realhearts tillväxt, dels att antalet aktörer ännu är så pass få att TAH-marknaden närmast kan liknas vid ett *blue ocean*. Givet framgångsrik produkt- och klinisk utveckling kan Realheart påbörja sin kommersiella resa år 2025, vilket snabbt skulle kunna resultera i stora ekonomiska värden.

~15 %  
ÅRLIG  
MARKNADS-  
TILLVÄXT  
2019-2029

## Värde drivare kommande 12-24 månader

Under juni 2020 slutfördes en företrädesemission om ca 26 MSEK vilken tecknades till 104 %. Likviden kommer bl.a. användas för vidare produktutveckling, t.ex. optimering av pumpens mekaniska egenskaper, designarbete, ISO-certifiering m.m., och för långtidsförsök på djur innan kliniska studier på patienter kan påbörjas. Allt i enlighet med den kravbild Realheart erhållit i sina långtgående samtal med FDA i USA. Parallellt kommer Realheart även arbeta med att identifiera lämpliga leverantörer och partners med rätt erfarenhet för tillverkning av högkvalitativa medtechprodukter, där avtal under juni ingicks med Berlin Heart GmbH, samt säkerställa tillgång till de mest lämpade leverantörerna för kritiska komponenter. Samtliga av dessa händelser utgör viktiga steg på vägen mot kommersialisering under år 2025, och utgör potentiella värde drivare inom de närmaste 12-24 månaderna vilka kan resultera i en positiv kursutveckling i aktien. En intressant faktor att belysa är en värderingsjämförelse med franska Carmat SA som utvecklar en typ av bioprotes till hjärtat, vilket är en tekniskt annorlunda lösning jämfört med Realhearts, men likväl med ett liknande syfte. Carmat befinner sig i klinisk prövning och med planerad lansering om ca ett år under Q3-21 uppgår företags *Market Cap* till ca 282 MEUR idag, att jämföra med Realheart som befinner sig ca fem år från lansering och nu värderas 20x lägre till ca 13,8 MEUR. Ur ett investerarperspektiv kan det argumenteras för, baserat på Carmats rådande värdering, att Realheart successivt kan komma att uppvärderas desto närmare Bolaget kommer sin planerade lansering år 2025.

ALTERNATIV-  
INVESTERING  
BELYSER  
VÄRDERINGS-  
POTENTIALEN

## Värdering

I ett Base scenario estimeras Realheart omsätta ca 108 MSEK år 2027, för att sedan växa med i genomsnitt 97 % per år tills 2030 för att då omsätta ca 780 MSEK, vilket motsvarar 0,5 % av den adresserbara marknaden. Ett antal steg kvarstår dock innan en lansering kan bli aktuell, en riskfaktor som måste vägas in i de finansiella scenarion som presenteras i denna analys. Givet en målmultipel om P/S 8,5 på 2027 års försäljning och en konservativ diskonteringsränta om 18 %, vilken bl.a. fångar den tidsrisk av händelser som ligger långt bort och ej ännu inträffat, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 13 kr.

~780 MSEK  
OMSÄTTNING  
2030E

## Lång och utmanande väg kvar tills lansering

Vägen till lansering är utmanande och Realheart måste fortsatt vidareutveckla sin produkt, erhålla godkännanden och på ett effektivt vis balanserade tillgängligt rörelsekapital tills underskottet kan täckas av positiva rörelsemarginaler. Via företrädesemissionen under juni 2020 har kassan stärkts och med en estimerad genomsnittlig *burn rate* om ca 2 MSEK/månad framgent är Realheart finansierade tills juli/augusti 2021, allt annat lika.

## HIGHLIGHTS



# FINANSIELL PROGNOSES

## Omsättningsprognos 2025-2030

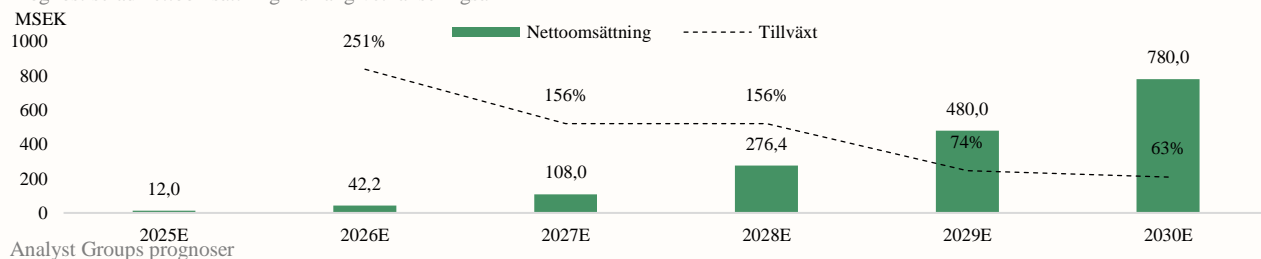
Analyst Groups estimat av Realhearts omsättning utgår från en initial produktlansering år 2025 av det totalt artificiella hjärtat för normalstora individer, Realheart TAH, där prognosperioden sträcker sig till 2030. Realhearts *go-to-market*-strategi är att tillhandahålla sitt erbjudande direkt via egen säljorganisation i form av regional säljare, alternativt via partners och/eller distributörer, primärt till sjukhus i Europa och USA. På andra geografiska marknader kan produkten komma att säljas företrädesvis via partners alternativt distributörer. Affären antas initieras av t.ex. en kardiolog eller en thoraxkirurg, där sjukhuset sedan betalar för inköpet av Realheart TAH och erhåller ersättning från staten och/eller försäkringsbolag beroende på den geografiska marknaden. Den patientgrupp som Realheart TAH primärt adresserar är de som lider av antingen kronisk hjärtsvikt och/eller akut hjärtsvikt, en grupp som inom Europa och USA består av miljontals människor. Dock är inte alla patienter inom dessa två diagnosgrupper lämpliga för en TAH-behandling, t.ex. bör patienten inte vara för gammal eftersom det är en omfattande operation, hjärtsvikten måste omfatta hela hjärtat och patientens bröstorgans behöver vara tillräckligt stor för att det mekaniska hjärtat ska få plats. Den potentiella marknaden för Europa och USA bedöms sammanlagt bestå av ca 129 500 patienter/år, vilket Bolaget bedömer motsvarar en marknadspotential på ca 16,2 mdUSD. Per patient motsvarar det då ett "produktpris" om ca 1,2 MSEK, vilket är i linje med priset för det enda TAH som finns tillgängligt på marknaden idag; SynCardia TAH. SynCardia TAH har de senaste 35 åren implanterats i närmare 2 000 patienter, motsvarande i genomsnitt 60 patienter per år och således endast 0,05 % av den årliga marknadstorleken om 129 500 patienter. Förklaringen till den låga marknadspenetreringen är resultatet av låg användarvänlighet och 35 år gammal teknik, vilken orsakar ett flertal biverkningar.

**REDAN VID  
MINDRE  
MARKNADS-  
ANDEL KAN  
FÖRSÄLJNINGEN  
ÖKA  
KRAFTIGT**

Givet att Realheart kan nå marknaden år 2025 borde det finnas möjlighet för Bolaget att ta en större marknadsandel, och vid ett konservativt antagande om att Realheart successivt kan öka sin marknadsandel för att tills 2030 nå 0,5 % av denna målgrupp, skulle det innebära ungefär 650 patienter och ca 780 MSEK i total försäljning. Försäljningssiffran kan verka slående, men kan samtidigt jämföras med SynCardia TAH:s försäljning som år 2019 uppgick till ca 137 MSEK och som förväntas stiga till ca 560 MSEK år 2029.

**Våra prognoser utgår primärt från produkten Realheart TAH, vilken estimeras lanseras år 2025 inom Europa och USA.**

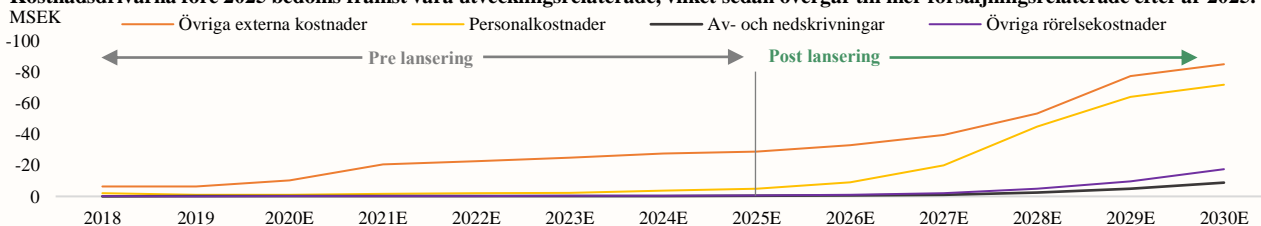
Prognostiserad nettoomsättning från angivet lanseringsår



## Rörelsekostnader pre- och post förväntad lansering år 2025

Fram tills prognostiserad lansering behöver Realheart genomföra en del OPEX-investeringar i form av bl.a. produktutveckling, kliniska studier, regulatoriskt arbetet m.m. Från år 2025 estimeras rörelsekostnaderna öka där de primära drivarna antas vara dels från själva produkttillverkningen, dels från en mer omfattande säljorganisation för bearbetning av sjukhus på marknader som t.ex. USA, Kanada och Europa.

**Kostnadsdrivarna före 2025 bedöms främst vara utvecklingsrelaterade, vilket sedan övergår till mer försäljningsrelaterade efter år 2025.**



Analyst Groups prognoser

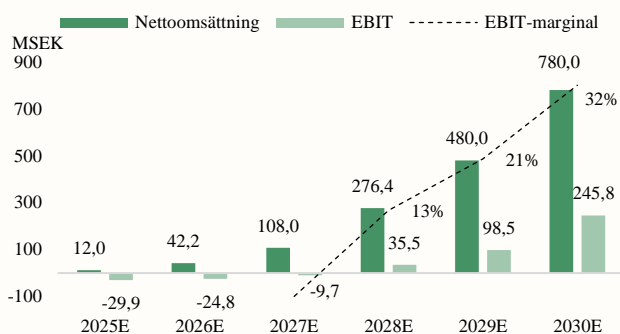
# VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups prognos för Realheart efter förväntad marknads lansering år 2025.

Finansiell prognos från estimerad lansering år 2025, Base scenario

Base scenario, MSEK	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	12,0	42,2	108,0	276,4	480,0	780,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>12,0</b>	<b>42,2</b>	<b>108,0</b>	<b>276,4</b>	<b>480,0</b>	<b>780,0</b>
COGS	-7,2	-23,2	-55,1	-135,4	-225,6	-351,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,8</b>	<b>19,0</b>	<b>52,9</b>	<b>141,0</b>	<b>254,4</b>	<b>429,0</b>
Bruttomarginal	40%	45%	49%	51%	53%	55%
Totala rörelsekostnader	-34,7	-43,8	-62,7	-105,5	-155,9	-183,2
<b>EBIT</b>	<b>-29,9</b>	<b>-24,8</b>	<b>-9,7</b>	<b>35,5</b>	<b>98,5</b>	<b>245,8</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	13%	21%	32%

Analyst Groups prognoser



## Värdering: Base scenario

Då Realheart prognostiseras kunna uppvisa hög tillväxt från förväntad lansering år 2025, utgår värderingen från försäljningen. P/S-multiplar för medtechbolag i tidig fas är generellt höga, till följd av en initialt låg omsättning. Över tid, i takt med en ökad försäljning, tenderar multiplar att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. Givet en målmultipel om P/S 8,5 på 2027 års försäljning om 108 MSEK, så resulterar det i ett bolagsvärde om ca 920 MSEK. Om Realheart når ut på marknaden 2025, borde det resultera i en försäljningsmässig effekt som kan ses till år 2027, vilket därmed skulle anses som ett bevis på att Bolaget dels har en attraktiv produkt, dels förmågan att nå ut brett i marknaden. För Realheart så kvarstår dock ett antal steg innan en lansering över huvud taget kan bli aktuell där Bolaget måste passera flera kliniska steg, utvärderingar och myndigheters godkännanden innan försäljningen kan påbörjas. Det i sig utgör en riskbild och beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Analyst Group antar en konservativ diskonteringsränta om 18 % för Realheart, vilket utifrån ett bolagsvärde om 920 MSEK år 2027 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie idag om 13 kr i ett Base scenario.

**13 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- Realheart följer sin plan där resultaten från både produktutveckling och studier är goda, vilket bidrar till en smidig process för myndighetsgodkännande och registrering.
- Redan innan en lansering *de facto* är möjlig har Realheart lyckats etablera ett utökat nätverk av kontakter, vilket bidrar till att tillväxten kan ta fart snabbare.
- Via emissionen under juni 2020 har kassan stärkts, men ytterligare kapitalanskaffningar är troligt innan organiskt positiva kassaflöden kan uppvisas. Givet en god verksamhetsutveckling bör kapital kunna införskaffas till högre värdering, vilket minskar utspädningseffekten och möjliggör en god avkastning för investerare.

Givet en diskonteringsränta om 18 % och en målmultipel om P/S 9 på 2027 års försäljning om 153 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 19 kr.

### Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Dagens förutsättningar talar för Realheart, men mycket kan hända som skulle kunna resultera i en försenad/uppskjuten marknads lansering, vilket i ett Bear scenario antas ske först år 2027.
- Den fördröjda försäljningsstarten resulterar i förlängd tid av olönsamhet, vilket innebär att Bolagets behov av externt kapital ökar.
- Vid en sämre utveckling än väntat är det tänkbart att dessa kapitalanskaffningar behöver ske till en högre "värderingsrabatt", och därmed kan sätta press på aktiekursen.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien, främst motiverat av att Bolagets arbete mot planerad lansering inte utvecklas i önskad tak, vilket innebär längre tid fram till positiva kassaflöden. Givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om P/S 6 och en diskonteringsränta om 18 % motiveras ett nuvärde per aktie om 4 kr i ett Bear scenario.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Se Appendix sida 7 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.



# APPENDIX

Base scenario, MSEK	Pre lansering							Förväntad kommersiell fas					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	12,0	42,2	108,0	276,4	480,0	780,0
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>12,0</b>	<b>42,2</b>	<b>108,0</b>	<b>276,4</b>	<b>480,0</b>	<b>780,0</b>
COGS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-7,2	-23,2	-55,1	-135,4	-225,6	-351,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,8</b>	<b>19,0</b>	<b>52,9</b>	<b>141,0</b>	<b>254,4</b>	<b>429,0</b>
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40%	45%	49%	51%	53%	55%
Övriga externa kostnader	-6,3	-6,5	-10,3	-20,7	-22,7	-25,0	-27,5	-28,7	-32,9	-39,4	-53,2	-77,2	-85,0
Personalkostnader	-2,2	-1,0	-1,1	-1,8	-2,0	-2,3	-3,8	-5,0	-9,2	-20,0	-44,9	-64,1	-71,9
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,6	-1,1	-2,5	-4,9	-8,8
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-1,1	-2,2	-4,9	-9,7	-17,5
<b>EBIT</b>	<b>-8,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-11,9</b>	<b>-23,0</b>	<b>-25,4</b>	<b>-28,1</b>	<b>-32,1</b>	<b>-29,9</b>	<b>-24,8</b>	<b>-9,7</b>	<b>35,5</b>	<b>98,5</b>	<b>245,8</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	13%	21%	32%
P/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,8	3,3	1,3	0,5	0,3	0,2
EV/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9,6	2,7	1,1	0,4	0,2	0,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	neg.	neg.	neg.	3,3	1,2	0,5

Bull scenario, MSEK	Pre lansering							Förväntad kommersiell fas					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	19,1	75,4	152,6	310,2	507,3	1 018,3
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>19,1</b>	<b>75,4</b>	<b>152,6</b>	<b>310,2</b>	<b>507,3</b>	<b>1 018,3</b>
COGS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,5	-40,0	-76,3	-145,8	-215,6	-407,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>7,7</b>	<b>35,4</b>	<b>76,3</b>	<b>164,4</b>	<b>291,7</b>	<b>611,0</b>
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40,0%	47,0%	50,0%	53,0%	57,5%	60,0%
Övriga externa kostnader	-6,3	-6,5	-10,3	-20,7	-22,7	-25,0	-27,5	-29,4	-37,0	-46,1	-61,6	-87,0	-97,2
Personalkostnader	-2,2	-1,0	-1,1	-1,8	-2,0	-2,3	-3,8	-5,7	-13,2	-28,5	-40,9	-56,1	-66,3
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,8	-1,5	-3,1	-5,6	-10,7
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-1,5	-3,0	-6,1	-11,2	-21,4
<b>EBIT</b>	<b>-8,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-11,9</b>	<b>-23,0</b>	<b>-25,4</b>	<b>-28,1</b>	<b>-32,1</b>	<b>-28,6</b>	<b>-17,0</b>	<b>-2,8</b>	<b>52,7</b>	<b>131,8</b>	<b>415,5</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	17%	26%	41%
P/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	7,4	1,9	0,9	0,5	0,3	0,1
EV/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,0	1,5	0,8	0,4	0,2	0,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	neg.	neg.	neg.	2,2	0,9	0,3

Bear scenario, MSEK	Pre lansering							Förväntad kommersiell fas					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	9,5	31,0	72,3	158,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>9,5</b>	<b>31,0</b>	<b>72,3</b>	<b>158,6</b>
COGS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-5,7	-17,1	-36,8	-77,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>3,8</b>	<b>14,0</b>	<b>35,4</b>	<b>80,9</b>
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40,0%	45,0%	49,0%	51,0%
Övriga externa kostnader	-6,3	-6,5	-10,3	-20,7	-22,7	-25,0	-27,5	-30,3	-33,3	-33,9	-35,4	-39,0	-40,6
Personalkostnader	-2,2	-1,0	-1,1	-1,8	-2,0	-2,3	-3,8	-4,1	-4,5	-5,5	-9,2	-12,8	-17,6
Av- och nedskrivningar	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,9	-1,7
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-1,0	-1,7	-3,3
<b>EBIT</b>	<b>-8,7</b>	<b>-7,1</b>	<b>-11,9</b>	<b>-23,0</b>	<b>-25,4</b>	<b>-28,1</b>	<b>-32,1</b>	<b>-35,2</b>	<b>-38,7</b>	<b>-36,6</b>	<b>-32,1</b>	<b>-19,0</b>	<b>17,8</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	11%
P/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,9	4,6	2,0	0,9
EV/S	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12,2	3,7	1,6	0,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	neg.	neg.	neg.	6,5

# 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 frånsäger 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://www.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

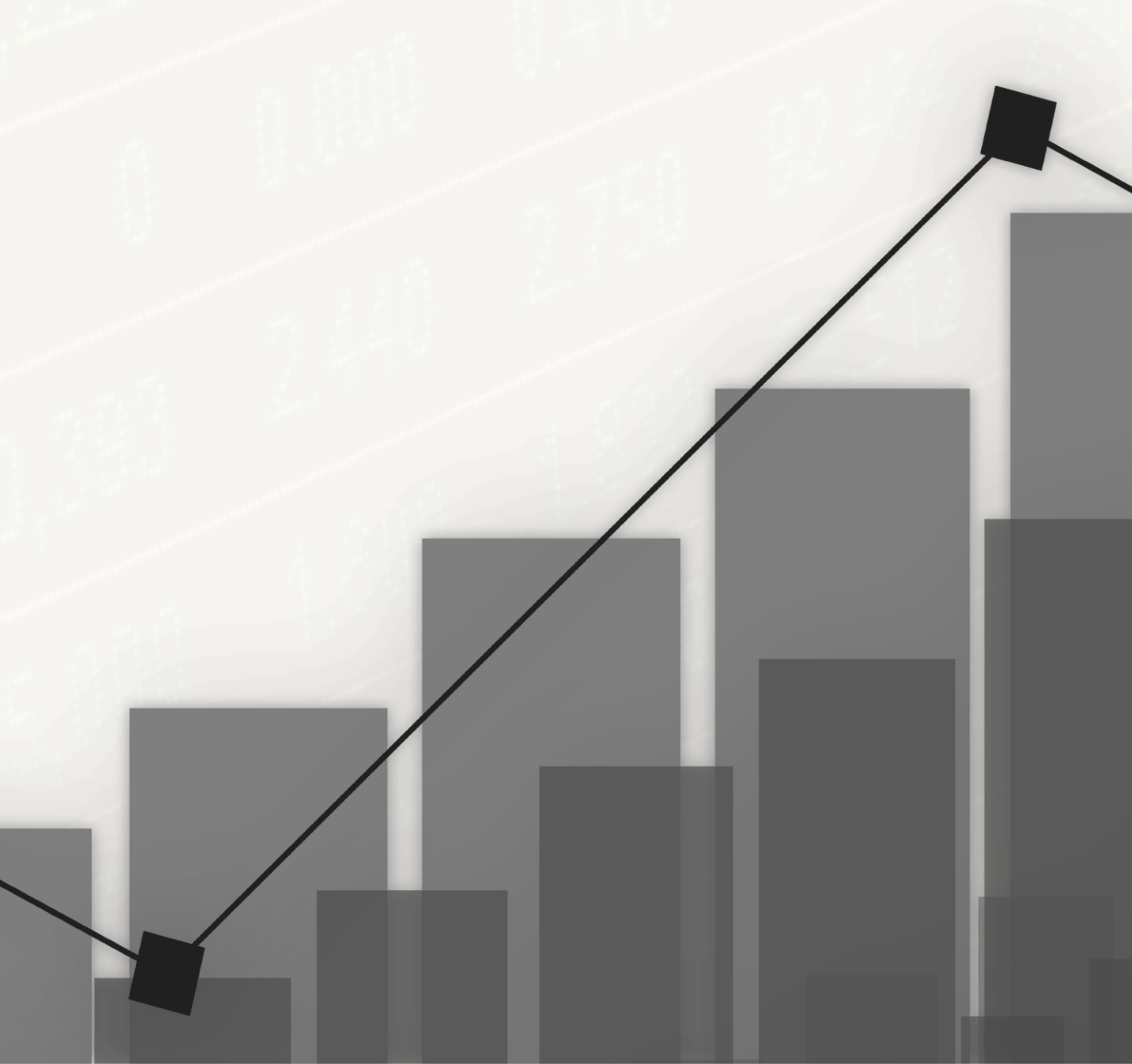
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Scandinavian Realheart AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering 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.





**AG EQUITY RESEARCH AB**

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