

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

MEDFIELD DIAGNOSTICS

Snabbare diagnostik av stroke och skallskador

2022-02-01

Analytiker: Rosan Tekin

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

Medfield Diagnostics AB (publ) ("Medfield eller "Bolaget") utvecklar, marknadsför och säljer medicintekniska system för snabbare och säkrare beslutstöd för stroke och traumatiska skador. Bolaget har sitt ursprung i mångårig forskning från Chalmers Tekniska Högskola. Forskningen har resulterat i ett system vid namn MD100 Strokefinder som är avsett att detektera stroke och i framtiden även traumatiska skador med hjälp av artificiell intelligens, mjukvara och mikrovågor. Systemet är skapat för att underlätta och möjliggöra tidig diagnos av stroke på bara några minuter, samt i kommande version kunna urskilja huruvida uppkomsten av stroke beror på en blödning eller propp för att snabbare och säkrare kunna ta rätt beslut om vårdinsats. Således kan patienters chans att tillfriskna förbättras vilket medför minskat lidande och kostnadsbesparingar inom sjukvården. Medfield grundades 2005 och är noterat på Spotlight Stockmarket sedan år 2012.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell Prognos	9-12
Värdering	13
Bull & Bear	14
Ledning & Styrelse	15-16
Appendix	17-19
Disclaimer	20

VÄRDEDREVARE

7 av 10

Medfield är inne i en intensiv period där huvudfokus i dagsläget är att erhålla CE-märkning för MD100 Strokefinder så att den kommersiella försäljningen kan sätta igång på riktigt. Triggers på kort- och medellång sikt kan således inkludera nyheter om kliniska resultat, CE-märkning eller ordrar från samarbetspartners. På längre sikt kan triggers utgöra större ordrar från nya kunder eller offentliggörande av konkreta planer som involverar inträde på nya marknadssegment eller genom geografisk expansion.

HISTORISK LÖNSAMHET

2 av 10

Medfield har likt andra forsknings- och utvecklingsbolag en historia av svag lönsamhet vilket inte är oväntat då medicinteknikbranschen är kapitalintensiv samt har långa produktutvecklingscykler. Detta innebär att Bolaget har varit beroende av externt kapital för att upprätthålla verksamheten och kommer fortsätta att vara det tills att Bolaget lyckas skala upp försäljning på en högre nivå än tidigare. Betyget är grundat i historik och är ej framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

7 av 10

Samtliga individer i ledningsgruppen och styrelsen har över 15 års erfarenhet av utveckling och kommersialisering i sina respektive branscher. Medgrundarna Mikael Persson och Andreas Fhager är fortfarande aktiva inom Bolaget som styrelseledamot respektive forskningschef, tillsammans äger de ca 15 % av Medfield. Mikael Persson har störst innehav om dryga 10% vilket motsvarar 26 MSEK, och värdet på hans totala aktieportfölj uppgår till 28 MSEK vid utgången av den 31a december 2021.

RISKPROFIL

8 av 10

Medfields teknik är validerad, och det finns indikationer på att teknikplattformen är applicerbar inom flera användningsområden. Bolaget har sedan tidigare ingått partnerskap med kommersiella såväl som offentliga aktörer vilket visar att behovet finns för deras produkter. Dock återstår det fortfarande att se om Medfield kan skala upp produktion och försäljning till en nivå av lönsamhet. Likviditetsrisken är även viktig att beakta då Bolagets kassa estimeras räcka till slutet på H1-22 och innebär att nytt kapital kommer behövas inom denna period. I dagsläget är *burn raten* -1,5 MSEK/kvartal där senast rapporterade kassa uppgick till 13,9 MSEK.

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.

MEDFIELD DIAGNOSTICS AB (MEDF)



SNABBARE DIAGNOSTIK AV STROKE- OCH SKALLSKADOR

Medfield har utvecklat en unik produkt som kan detektera en stroke på under fem minuter på ett säkert sätt. Det möjliggör en säkrare bedömning och en mer effektiv vårdprocess. Detta leder till en ökad chans för patienter att snabbare tillfriskna, och kan bidra till stora kostnadsbesparingar för sjukvården och samhället. Målsättningen för 2022 är att erhålla CE-märkning samt etablera en internationell sälj- och marknadsorganisation för att kunna utöka sin kundbas och ingå nya avtal. Medfield ligger före konkurrenter i utvecklingen och har således ett gynnsamt utgångsläge att penetrera substantiella delar av marknaden. Utifrån en P/S-multipel om 4x tillämpad på 2026 års försäljning om 118 MSEK och en diskonteringsränta om 12 % ser Analyst Group ett potentiellt nuvärde om 8,5 kr per aktie i ett Base scenario.

■ Slutvalidering och kommersialisering av MD100

I slutet av 2020 meddelade Medfield att den första algoritmen för stroke var färdig för att kunna lansera första versionen av MD100 Strokefinder på marknaden baserat på data från pågående kliniska studier i Sverige, Norge och Australien. År 2021 kunde Medfield således inleda processen mot en CE-märkning vilken dock har blivit försenad p.g.a. Covid-19 som påverkat de kliniska studierna. Analyst Group estimerar att CE-märkningen kommer vara på plats under H2-22 vilket innebär att kommersialiseringen därefter kommer kunna initieras, vilket i sig är att se som en värde drivare.

■ Flera samarbeten med industriella partners

Medfield har samarbeten inom olika industrier, som inte enbart är knutna till sjukvården. Den största partnern är Equinor Energy AS som 2015 ingick avtal med Medfield om att testa MD100 Strokefinder samt införskaffa två system. 2017 beställde Equinor ytterligare fyra system av MD100 Strokefinder för att ingå kliniska studier. Utöver Equinor har Medfield samarbeten med tyska telemedicinbolaget MEYTEC, norska Offshore Health Services och amerikanska Vikand Solutions som gör att Medfield kan öka exponeringen mot flera marknader. En större order från befintliga eller nya partners skulle resultera i kraftig tillväxt för Medfield och att anse som *Proof of Concept* samt ett kvitto på efterfrågan i marknaden.

■ Nuvarande kassa och kapitalförbrukning

Vid utgången av Q3-21 uppgick Medfields kassa till 13,9 MSEK att jämföra med 21,2 MSEK vid utgången av föregående kvartal i juni (Q2-21). Således minskade kassan med 7,3 MSEK vilket kan hänföras till framförallt en minskning av leverantörsskulder, investeringar i immateriella tillgångar, samt avbetalning av emissionskostnader och lån. Baserat på senaste kvartalet uppgick Medfields *burn rate* till -1,5 MSEK/månad. Givet en liknande *burn rate* kommande kvartal skulle Bolaget vara finansierade till slutet på H1-22 och vara i behov av nytt kapital under Q2-22, allt annat lika.

AKTIEKURS | 6,52 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR	BASE	BULL
5,3 kr	8,5 kr	14,8 kr

MEDFIELD (MEDF)	
Senast betalt (2022-01-28)	6,52
Antal Aktier (st.)	35 543 355
Market Cap (MSEK)	231,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-13,9
Enterprise Value (MSEK)	217,8
V.52 prisintervall (SEK)	3,90 – 9,56
Lista	Spotlight Stock Market

UTVECKLING	
1 månad	-6,59 %
3 månader	-5,23 %
1 år	11,64 %
YTD	-6,59 %

HUVUDÄGARE (2021-12-31, KÄLLA: HOLDINGS)	
Equinor Ventures AS	12,6 %
Mikael Persson	10,7 %
Avanza Pension	7,1 %
K-Svets	6,8 %
Ivar Nordqvist	4,7 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Stefan Blomsterberg
Styrelseordförande	Anders Nordin

FINANSIELL KALENDER	
Årsrapport 2021	2022-02-25

PROGNOS (BASE), MSEK	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,4	14,8	29,6	54,2	83,8	118,3
Bruttoresultat	-1,0	4,4	14,8	29,8	48,2	68,6
Bruttomarginal	neg	30,0%	50,0%	55,0%	57,5%	58,0%
Rörelsekostnader	-14,1	-19,5	-21,4	-22,5	-23,7	-25,0
EBITDA	-15,1	-15,1	-6,7	7,3	24,5	43,6
EBITDA-marginal	neg	neg	neg	13,5%	29,2%	36,9%
P/S	625,6x	16,9x	8,5x	4,6x	3,0x	2,1x
EV/S	590,9x	16,0x	8,0x	4,4x	2,8x	2,0x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	32,4x	9,7x	5,4x

INVESTERINGSIDÉ

~8 %
UNDERLIGGANDE
MARKNADS-
TILLVÄXT

Den globala marknaden för stroke uppgår till 280 mdSEK och förväntas växa 8 % årligen

Enligt marknadsrapporter värderades den globala marknaden för strokedagnostik och behandling till drygt 31 mdUSD under år 2020 och förväntas att växa till cirka 66 mdUSD år 2030 vilket motsvarar ca 280 mdSEK och en CAGR om 8 %. Segmentet diagnostik förväntas växa starkast och hålla en dominant position vilket förväntas gynna Medfield. Samtidigt förväntas även höga diagnostikkostnader i sjukvården öka, där kostnadseffektiva lösningar som MD100 Strokefinder kan komma att få mer utrymme.

Slutvalidering och kommersialisering av MD100

I slutet av 2020 meddelade Medfield att den första algoritmen för stroke var färdig för att kunna lansera första versionen av MD100 på marknaden baserat på data från pågående kliniska studier i Sverige, Norge och Australien. År 2021 kunde Medfield således inleda processen mot en CE-märkning. Processen för CE-märkning har blivit uppskjuten p.g.a. Covid-19 som främst påverkat de kliniska studierna. Analyst Group estimerar att CE-märkningen kommer vara på plats H2-22 vilket innebär att kommersialiseringen kommer kunna initieras tätt därefter, vilket i sig anses kunna utgöra en värddrivare.

Flera samarbeten och avtal med industriella partners

Medfield har ett flertal samarbeten med partners inom olika industrier som inte är knutna till enbart sjukvården. Den största partnern är Equinor AS (f.d. Statoil) som 2015 ingick avtal med Medfield om att testa MD100 samt införskaffa två enheter MD100. 2017 beställde Equinor ytterligare fyra enheter av MD100 för att ingå kliniska studier vid Stavanger och Bergens Universitetssjukhus. Utöver Equinor har Medfield samarbetsavtal med tyska telemedicinbolaget MEYTEC, norska Offshore Health Services och amerikanska Vikand Solutions som gör att Medfield kan öka exponeringen mot offshore samt maritim sjukvård. Detta visar att det finns en efterfrågan för Bolagets produkter och Analyst Group utesluter inte att större ordrar kan bli aktuella efter CE-märkning.

Meriterad ledning och aktiva grundare med "skin-in-the-game"

Stefan Blomsterberg har varit VD i Medfield sedan 2017 där han tog över efter Carl Ekvall, innan dess satt han som styrelseledamot i Medfield mellan 2016 och 2017. Han har tidigare varit verksam i Investor-ägda Mölnlycke Healthcare där han var ansvarig för global projektledning. Grundarna Mikael Persson och Andreas Fhager är aktiva inom Bolaget och äger tillsammans ca 15 %. Mikael Persson som också är styrelseledamot har störst innehav om dryga 10%. Bland övriga ägare återfinns bl.a. största ägaren Equinor som äger 12,6% av bolaget.

Motiverat nuvärde om 8,5 kr i ett Base scenario

Analyst Group estimerar att Medfield når en försäljning om ca 118 MSEK år 2026 genom en kombination av egen försäljning samt distributionsavtal. Med de värddrivare Analyst Group ser under kommande åren, samt gjorda prognoser och vald diskonteringsfaktor, motiveras ett nuvärde om 8,5 kr per aktie i ett Base scenario.

Riskfaktorer att ta hänsyn till

Säljcyklerna inom Medtech är långa och även om Medfield har klinisk data som validerar produkten kan det antas att nya partners kommer att utvärdera MD100 via egna tester. Detta skapar långa ledtider där Medfield måste se till att vara finansierade tills nya intäkter kan realiseras. Det ska även tilläggas att Medtech-industrin är hårt reglerad och tillgången till så kallade anmälda organ (*Notified Bodies* på engelska) i Europa som måste granska teknisk dokumentation före CE-märkning är ytterst begränsad, vilket medför att det uppstår en flaskhals där många Medtech-bolag tvingas skjuta upp sina planeringar. Eftersom Medfield är beroende av externt kapital föreligger risken för ytterligare nyemissioner. Baserat på senaste kvartalet uppgick Medfields *burn rate*, d.v.s. det fria kassaflödet, till -1,5 MSEK/månad. Givet en liknande kapitalförbrukning kommande kvartal skulle Bolaget vara finansierade till slutet på H1-22, allt annat lika.

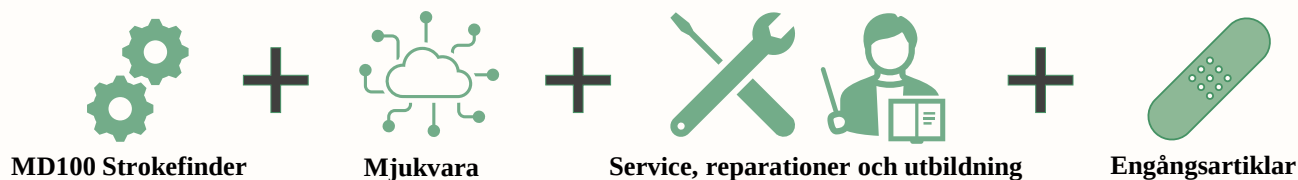
~ 118 MSEK
OMSÄTTNING
ÅR 2026

BOLAGSBESKRIVNING

Medfield är ett Medtech-bolag vars affärsmodell bygger på att snabbare och säkrare detektera stroke och traumatiska skallskador med hjälp av artificiell intelligens och mikrovågor. MD100 Strokefinder-systemet är skapat för att underlätta och möjliggöra tidigare och säkrare detektion av stroke samt i framtiden urskilja huruvida uppkomsten av stroke beror på en blödning eller propp för att snabbare och säkrare kunna ta beslut om rätt behandling. Således kan tiden till behandling förkortas avsevärt och patienters chans att tillfriskna förbättras vilket medför kostnadsbesparingar inom vården samt minskar onödigt lidande. Bara i Europa uppgår kostnaden för stroke och traumatiska skallskador till 64 mEUR respektive 100 mEUR årligen.

Medfields affärsmodell beror på fyra olika intäktsströmmar

Illustrativ och förenklad bild av Medfields affärsmodell



Källa: Medfield, Informationsmemorandum 2021

Medfield har i huvudsak fyra primära intäktsströmmar vilket är:

- **B2B/Distribution av MD100 Strokefinder:** Medfield riktar sin försäljning mot sjukhus och prehospitala enheter i första hand. Direktförsäljning med en egen säljstyrka förväntas ske i Norden, medan i utomnordiska länder som, till exempel Kina, USA och Australien, förväntas Bolaget förlita sig av distributörer. MD100 kan anskaffas genom betalning i två installationer (vid beställning och leverans), alternativt betalning vid beställning och sedan månatlig betalning över tre år i form ett leasingavtal.
- **Licensförsäljning av mjukvara:** Medfield avser att ta betalt för uppgraderingar och applikationer som medför prestandaökningar relaterade till MD100s detektionsalgoritm, vilket troligen kommer ske månatligen eller årligen på återkommande basis i form av ett abonnemang.
- **Service, reparationer och utbildningar:** Eftermarknadsservice av instrumentet kommer erbjudas av Bolaget vilket kan inkludera till exempel kalibreringar, reparationer, tekniskt stöd, utbildningar etc.
- **Försäljning av engångsartiklar:** Engångsartiklarna kommer i form av hygienplastpåsar, vilka används i samband med detektering för att skydda patienten.

Strategisk utsikt

Diskussioner med Notified Body har inletts och Medfields målsättning var initialt att erhålla CE-märkning för MD100 Strokefinder 2021, samt påbörja kommersialisering av produkten, men p.g.a. förseningar ser det mer troligt ut att målsättningen kommer realiseras under 2022. Bolaget har således utformat en *Go-to-Market* strategi som är uppdelad i tre delar vilket omfattar: (1) försäljning till *Key Opinion Leaders* inom akut stroke- och traumavård; (2) försäljning till early adopters och; (3) expansion av försäljning på etablerade marknader. En granskning tar i genomsnitt sex till nio månader¹ innan det anmälda organet certifierar ett bolags kvalitetsstyrningssystem (QMS – ISO13485), således förväntar vi oss att Medfield erhåller CE-märkning tidigast under H2-22, givet att den tekniska dokumentationen inte behöver kompletteras med ytterligare data från kliniska prövningar. Medfield har även pågående studier för att utvärdera andra indikationer utöver stroke som innefattar buk- och bröstblödningar vilket är en mycket intressant nästa applikation.

MILSTOLPAR



Algoritmen för MD100 färdigställd



Ansökan om CE-märkning



Erhålla CE-märkning



Etablering av säljstyrka



Nå *break-even* år 2024 på EBITDA-basis



Expandera användningen av MD100 till nya indikationer

1. Notified Bodies (johnner-institute.com)

MARKNADSANALYS

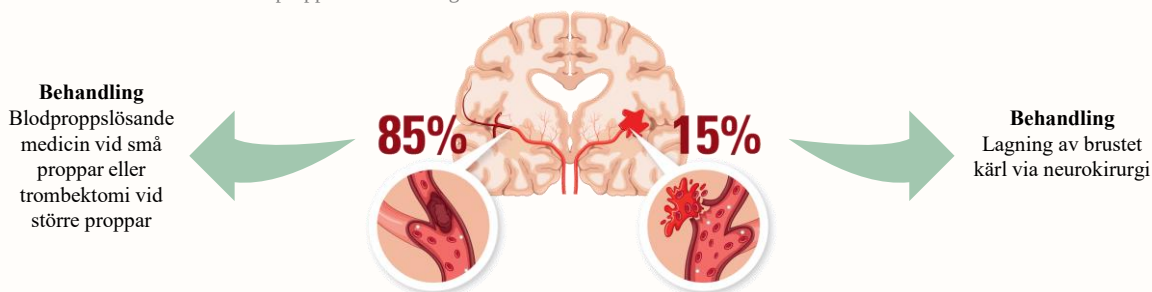
Massiva kostnader hänförliga till stroke

**18 mdSEK
ÅRLIG
KOSTNAD
I SVERIGE**

Stroke är samlingsnamnet för skador som orsakas av blodproppar eller blödningar i blodkärl kring hjärnan, där vanliga symptom är plötslig förlust av olika funktioner som hjärnan styr, till exempel syn, tal, känsel eller rörelser med olika kroppsdelar. Stroke är uppdelad på blodproppar i hjärnan (85 %) eller blödningar i hjärnan/hjärnhinnan (15 %). I Sverige drabbas cirka 25 000 personer av stroke årligen där majoriteten är över 65 år, och det uppskattas att den årliga kostnaden för samhället är drygt 18 mdSEK². Konsekvenserna av stroke gör att en patient måste vårdas längre på sjukhus eller sjukhem än någon annan kroppslig sjukdom vilket gör stroke till den dyraste kroppsliga sjukdomen att behandla, det uppskattas att stroke kräver en miljon vård dagar årligen i Sverige².

De två olika typerna av stroke – blodproppar (85 %) och hjärnblödningar (15 %) – samt respektive behandling

Illustrativ bild som visar skillnaden mellan blodproppar och blödningar



Källa: iForm

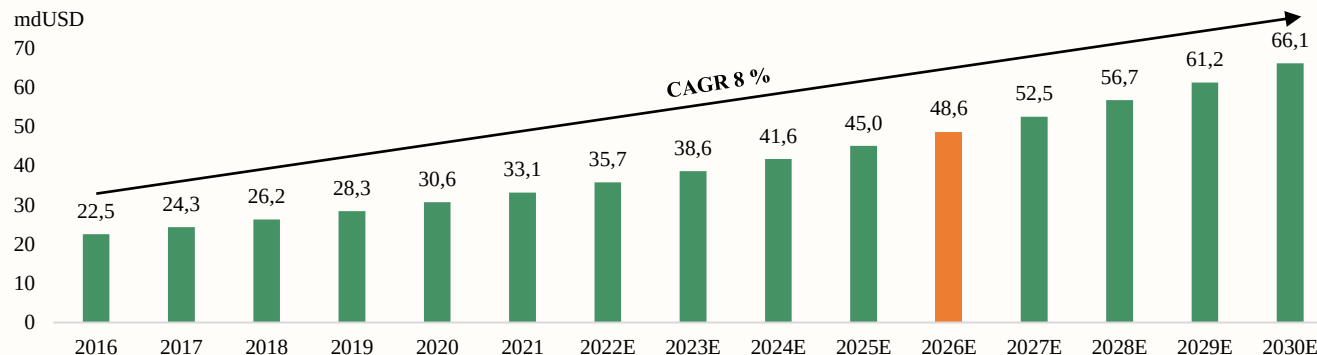
Den globala marknaden för strokebehandling och diagnostik

**24 mdUSD
ESTIMERAD
TOTAL
MARKNAD
FÖR
MEDFIELD
2026E**

Enligt marknadsrapporter från Allied Market Research³ och Precedence Research⁴ värderades den globala marknaden för stokediagnostik och behandling till drygt 31 mdUSD under år 2020 och förväntas att växa till cirka 66 mdUSD år 2030 vilket resulterar i en CAGR om 8 % mellan 2021-2030. De trender som kan tillskrivas tillväxten inkluderar bland annat en växande population av patienter som är i riskzonen för stroke, ökad patientmedvetenhet om sjukdomen, ökade sjukvårdskostnader och en stor andel åldrande befolkning. Faktorer som riskerar att hämma marknadstillväxten inkluderar höga diagnostikkostnader samt ökade statliga regleringar avseende nya avancerade produkter. Slutkunder som inkluderas i rapporten är sjukhus, hemsjukvård, ambulerande sjukvård och kliniker. Medfield avser att utöver dessa segment rikta sig in på kryssningsindustrin och offshoremottagningar vilket innebär att den totala marknaden för MD100 Strokefinder kan vara större än vad rapporten räknat med. Analyst Groups prognos sträcker sig till 2026 vilket innebär att den estimerade totala marknaden för Medfield är ca 24 mdUSD, givet att segmentet för stokediagnostik antas utgöra minst hälften av marknaden.

Den globala marknaden för stokediagnostik och behandling värderas till ca 48,6 mdUSD år 2026

Tillväxtprognos för den globala marknaden 2021-2030



Källa: Allied Market Research, Precedence Research

2. Information om stroke | (riksstroke.org)

3. Stroke Management Market Size, Share and Industry Analysis to 2023 (alliedmarketresearch.com)

4. Stroke Diagnostic and Therapeutic Market Size 2021-2030 (precedenceresearch.com)

MARKNADSANALYS

Standard of care - existerande lösningar

Datortomografi (CT) och magnetresonanstomografi (MRI) är idag standard för diagnostisering av stroke- och traumaskador men på grund av CT-instrumentens storlek och vikt är de inte lämpade för prehospitala miljöer. Detta innebär att en patient med stroke snabbt måste transporteras till närmsta akutmottagning för att diagnostiseras och skannas vilket tar 2-3 timmar i genomsnitt. Dessutom alstrar de joniserande strålning vilket är skadligt för kroppens celler och ökar risken för cancer vid upprepade användning. Slutligen är CT-scanners associerade med substantiella kostnader. En billigare CT-scanner kostar cirka 300 tUSD och de årliga servicekostnaderna uppgår till 100 tUSD⁵.

Nya innovativa lösningar och produkter på frammarsch

Konkurrenter till Medfield som erbjuder liknande lösningar inkluderar EMVision och EMTensor. Dessa aktörer erbjuder en liknande lösning som Medfield, och har även liknande intäktsmodeller. EMVision har två produkter: första generationen och andra generationens strokedetektor, andra generationens strokedetektor är en mindre variant som liknar MD100 Strokefinder. EMVision har ansökt om Breakthrough Device Designation (BDD) hos FDA i USA för den första generationens produkt vilket innebär att en interaktiv kommunikation erbjuds till bolaget samt att FDA prioriterar genomgången av produktens utvecklings- och valideringsdokument. Baserat på en presentation från EMVision så kan det antas att priset för första generationens produkt kommer vara ca 150 tUSD per enhet vilket motsvarar ca 1,3 MSEK, att jämföra med Medfields pris om 800 tSEK. EMTensors BrainScanner är likt MD100 tänkt att användas för prehospital vård som komplement till existerande lösningar. Baserat på en bolagspresentation från EMTensor antas priset på en BrainScanner vara 500 tUSD, motsvarande 4,5 MSEK vilket gör den dyrast i klassen. Priset på Medfields MD100 Strokefinder antas vara ca 800 tSEK per enhet vilket innebär att den erbjuds till en lägre kostnad.

Konkurrerande produkter till Medfields MD100 Strokefinder

EMVision: första och andra generationens hjärnscanner, samt EMTensors BrainScanner



Analyst Groups illustration, Källa: Medfield, EMVision, EMTensor, bolagspresentationer

Konkurrensfördelar och skillnader

Utöver prisbilden finns det ett flertal faktorer som Analyst Group har identifierat när det kommer till eventuella konkurrensfördelar för Medfield.

- Storleken på instrumentet: Baserat på de bilder som finns ser MD100 Strokefinder ut att vara betydligt mindre andra konkurrerande instrument och väger dessutom endast 6 kg vilket medför en hög grad av mobilitet och högre lämplighet för prehospital vård.
- Mikrovågstekniken: Mikrovågor påverkas människokroppens alstring av elektriska impulser och ger sålides mätningar med hög sensitivitet för biologisk vävnad med högt vatteninnehåll. Andra tekniker som till exempel ultraljud-, infraröd- eller impedansteknik har svårigheter att penetrera skallbenet för att mäta hela hjärnan medan mikrovågor kan ta sig igenom skallbenet och undersöka hela hjärnan.

5. How Much Does a CT Scanner Cost in 2021? Lease VS Buying (excedr.com)

FINANSIELL PROGNOSS

I detta avsnitt sammanfattas den finansiella ställningen samt Analyst Groups prognoser.

Medfield kommer från en historik av forskning och utveckling. Bolaget har tagit in cirka 18 MSEK Q2 2021 för att påbörja kommersialiseringen av MD100 Strokefinder.

Historiska räkenskaper för de tre senaste åren samt tolv månader rullande (LTM)

Historiska räkenskaper (SEK)	2018	2019	2020	LTM
Nettoomsättning	0	853 508	1 200 001	400 000
Förändring av lager och av produkter i arbete	954 426	-57 954	-125 673	425 000
Aktiverat arbete för egen räkning	3 133 441	3 473 171	6 322 184	7 352 000
Övriga rörelseintäkter	1 015 211	701 547	296 273	162 000
Totala intäkter	5 103 078	4 970 272	7 692 785	8 339 000
Halvfabrikat och komponenter	-985 204	-482 212	-1 565 389	-1 376 000
Övriga externa kostnader	4 117 874	4 488 060	6 127 396	6 963 000
Bruttoresultat	80,7%	90,3%	79,7%	83,5%
Bruttomarginal				
	-4 073 618	-3 791 432	-6 927 486	-7 334 000
Personalkostnader	-6 890 191	-8 596 381	-6 388 418	-6 799 000
Av- och nedskrivningar	-170 165	-169 040	-62 337	0
Övriga rörelsekostnader	-14 467	-15 588	-4 304	-3 000
EBIT	-7 030 567	-8 084 381	-7 255 149	-7 173 000
EBIT-marginal	neg	neg	neg	neg
Ränteintäkter	0	0	0	23 000
Räntekostnader	-7 576	-2 408	-386	-18 000
EBT	-7 038 143	-8 086 789	-7 255 535	-7 168 000
Skatt	0	0	0	0
Nettoresultat	-7 038 143	-8 086 789	-7 255 535	-7 168 000
Nettomarginal	neg	neg	neg	neg

Källa: Medfield

-2,8 MSEK

**KASSAFLÖDE
LÖPANDE
VERKSAMHETEN**
1 jul - 30 sep. 2021

-1,8 MSEK

**KASSAFLÖDE
INVESTERINGS-
VERKSAMHETEN**
1 jul - 30 sep. 2021

-4,6 MSEK

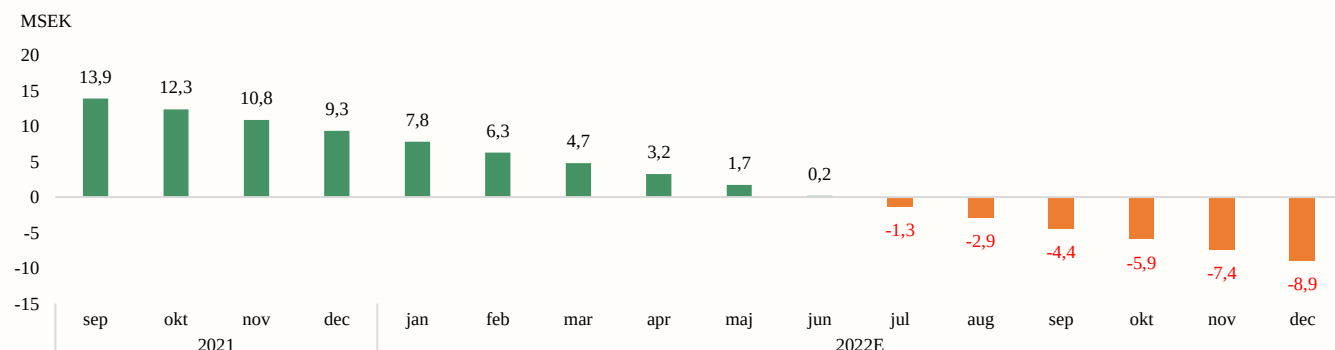
**FRITT
KASSAFLÖDE
(BURN RATE)**
1 jul - 30 sep. 2021

Coronapandemin har resulterat i förseningar av de kliniska studierna, samtidigt som det regulatoriska regelverket och väntetiderna därav utgjort en flaskhals för hela Medtech-industrin. Trots detta så har Medfield kommit långt i utvecklingen, och en CE-märkning är nästa milstolpe inom räckhåll för att möjliggöra kommersialisering i större skala. Fram tills idag har modesta intäkter generats via försäljning av ett tjugotal MD100 Strokefinder-system till bl.a. Sahlgrenska Akademien, Hunter Medical Research Institute, Kent Surry Sussex Air Ambulance Service och Equinor för validering av tekniken. Analyst Group uppskattar att försäljningen kommer ta fart först under år 2022 efter att CE-märkning har erhållits.

Under maj 2021 genomförde Medfield en företrädesemission, vilket tillförde Bolaget en nettolikvid om cirka 18 MSEK. Vid utgången av Q3-21 uppgick Medfields likvida medel till cirka 14 MSEK vilket ger ett starkare utgångsläge inför kommersialiseringssfasen. Baserat på senaste kvartalet uppgick Medfields *burn rate* till ca -1,5 MSEK/månad. Givet en liknande kapitalförbrukning kommande kvartal skulle Bolaget vara finansierade till slutet på H1-22 och vara i behov av nytt kapital under Q2-22, allt annat lika (se figuren nedan). Detta innebär att sannolikheten är stor för ännu en nyemission under 2022.

Bolaget har tagit in cirka 18 MSEK Q2-21 för att påbörja kommersialiseringen av MD100 Strokefinder år 2022.

Kassans utveckling och *burn rate* baserat på senaste kvartalets fria kassaflöde



Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSE

Prognosperiod för åren 2022 till 2026

De finansiella prognoserna sträcker sig till år 2026, där Analyst Groups estimat primärt utgår ifrån försäljning på målmarknader i Europa (Norden, Tyskland, Frankrike och UK) samt Australien. Medfield har på längre sikt ambitioner att expandera geografiskt till USA och Kina, och skulle dessa planer konkretiseras under prognosperioden finns det utrymme för ytterligare upprevidering. I ett Base scenario antas dock en konservativ ansats där estimaten utgår ifrån lansering i Europa och Australien.

Omsättningsprognos

Medfield har idag etablerat ett flertal samarbeten med partners i olika industrier inom sjukvård, prehospitälvård samt offshore- och kryssningsindustrin. Dessa avtal kan ses som ett kvitto på att Bolagets produkter och tjänster har en efterfrågan. Totalt har Medfield sålt ca 20 enheter MD100 Strokefinder fram tills idag vilket motsvarar intäkter om cirka 8 MSEK. Analyst Group ser detta som ett gott tecken då det visar att intresse och efterfrågan finns för Bolagets erbjudanden från en rad olika aktörer. Givet att Medfield erhåller CE-märkning under H2-22 förväntas omsättningsstillväxten primärt att drivas av befintliga samarbetsavtal med partners, såväl som etablering av nya. Således är det kritiskt att Medfield fortsätter bygga nya kundrelationer framgent i syfte att kunna skala upp försäljningsvolymerna och nå lönsamhet.

Medfield har sedan 2017 avtal om kontraktsproduktion med Propoint AB i Kungälv som är en etablerad tillverkare av medicinska tekniska produkter och är certifierade genom ISO90001, ISO13485 samt ISO14001. Propoint har kapacitet att tillverka ca 500 antal enheter per år utan större investeringar. Medfield har inte kommunicerat några målsättningar för hur många enheter som avses att säljas kommande år då Bolaget har som avsikt att monitorera hur MD100 Strokefinder tas emot av marknaden initialt för att sedan utvärdera resultatet.

För att härleda intäktsprognoserna i ett Base scenario har antaganden gjorts om vilka volymer som kan uppnås av Propoint vid tillverkning av MD100-systemet, hur många slutkunder Medfield kan nå med sin säljstyrka, samt vilka prisnivåer som varje intäktsben kan tänkas ha. Kommersiellt pris per MD100 Strokefinder-system antas vara 800 tSEK (inklusive mjukvara) och hålls konstant över prognosperioden. I Medfields informationsmemorandum 2021 kunde man avläsa ett pris till ca 400 tSEK, men i verkligheten kan priset vara högre då det är vanligt att offentliggjorda priser inkluderar rabatter som är sekretessbelagda samt att MD100 var i prototypstadiet när priset angavs. Detta betyder att det troligen finns utrymme för ett högre pris vid framgångsrik kommersialisering, och att 800 tSEK är konservativt i ett Base scenario. För mjukvaran antas priset vara inkluderat i enhetspriset för MD100 Strokefinder då det i dagsläget finns för stora osäkerheter kring prismodellen att räkna på. Likt Microsofts Office 365 Enterprise-abonnemang skulle man kunna anta att Medfield kommer erbjuda olika typer av abonnemang för olika åtkomster där t.ex. strokedetektering kan liknas vid PowerPoint eller detektion av skallskador kan liknas vid Excel. För engångsartiklarna appliceras ett pris om 40 kr styck vilket baseras på undersökningar av befintliga lösningar och konkurrenters erbjudanden, där det antas att 100 artiklar säljs per MD100 Strokefinder. Jämförelsevis så har EMVision en prissättning om 20 USD per engångsartikel. Service, reparation och kalibrering antas vara inkluderat i priset för MD100 Strokefinder under prognosperioden då produkten är ny och kommer behöva viss anpassning tills optimal prestanda kan uppnås.

Det är viktigt att understryka att prissättningen kan variera beroende på typ av avtal, ordervolym och geografiskt område. Således är samtliga prisnivåer substantiellt generaliserade och medför stora osäkerheter.

Antagna prissättningsnivåer på Medfields olika intäktsströmmar i ett Base scenario

Prissättning per MD100 Strokefinder inklusive mjukvara och service	800 000 SEK
Pris per engångsartikel	40 SEK/styck

MEDFIELD
HAR
TIDIGARE
SÅLT 20
ENHETER
MD100

800 TSEK
PER MD100
SYSTEM I
ETT BASE
SCENARIO

FINANSIELL PROGNOSE

Gjorda antaganden resulterar i en försäljning av ca 150 enheter MD100 år 2026.

Försäljningsvolym och intäkter per år

Intäkter i ett Base scenario	Antal sålda MD100	Tillväxt Y/Y	Intäkter MD100	Intäkter engångsartiklar	Förändring Y/Y	Totala intäkter
2022E	18	na	14 791 260	73 680	na	14 864 940
2023E	37	100%	29 582 520	147 360	100%	29 729 880
2024E	68	83%	54 234 620	270 160	83%	54 504 780
2025E	104	55%	83 817 140	417 520	55%	84 234 660
2026E	147	41%	118 330 080	589 440	41%	118 919 520
Ackumulerat över perioden	375	68% (CAGR)	300 755 620	1 498 160	68% (CAGR)	302 253 780

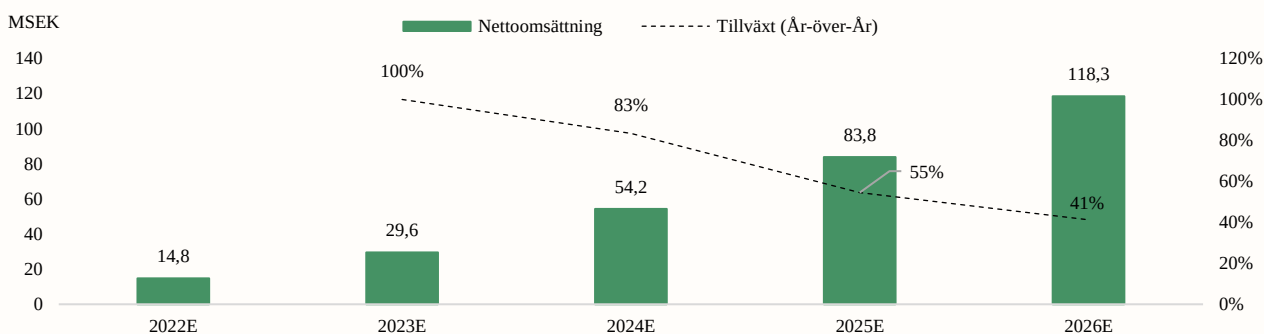
Analyst Groups prognos

Utifrån gjorda antaganden utgår Analyst Groups finansiella modell från en genomsnittlig linjär utveckling. I praktiken är det dock viktigt att notera att försäljning kommer vara beroende av hur avtal är utformade, kundefterfrågan, köp eller leasing av produkten m.m.

Utifrån ett försäljningspris om 800 tSEK per MD100 Strokefinder inklusive mjukvara och service, 40 kr per engångsartikel som implementerats i modellen, samt estimerad volym under åren 2022-2026, genererar det följande omsättningsprognos.

Givet att Medfield kan attrahera nya samarbetspartners och öka försäljningsvolymen, ger affärsmodellen utrymme för en hög tillväxt.

Estimerade totala intäkter i ett Base scenario



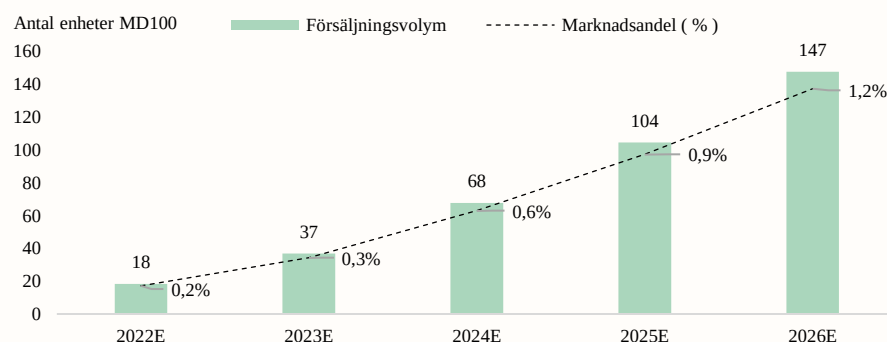
Analyst Groups prognos

Marknadsandel för Medfield baserat på uträknade estimat

I Australien och Europa uppskattar Analyst Group enligt egna undersökningar att det finns ca 12 000 mottagningar och ambulanser där Medfield kan placera en MD100 Strokefinder. Vidare så prognostiserar Analyst Groups att Medfield under år 2026 kommer leverera ca 147 enheter av MD100 Strokefinder, vilket inkluderar den australiensiska marknaden samt utvalda länder i Europa som utgångspunkt, vilket skulle motsvara en marknadsandel om 1,2 %. Det ska även tilläggas att Medfield även kan komma att nå andra marknader inom t.ex. USA och Kina då de har pågående patentansökningar.

Gjorda antaganden resulterar i en marknadsandel omkring 1,2 % år 2026 i Europa, mätt i antal sålda MD100 Strokefinders

Försäljningsvolym och marknadsandel i Europa/Australien 2022-2026, Base scenario



Analyst Groups prognos

Vid en första anblick kan ~1,2% marknadsandel år 2026 verka lågt, men det ska då nämnas att medicinskt tekniska innovationer tar tid för marknaden att acceptera på grund av hårda regleringar med krav på patientsäkerhet och kostnadseffektivitet. Detta skapar en tröghet i branschen där säljcyklerna blir långa vilket medför att det tar längre tid att uppnå större marknadsandelar.

FINANSIELL PROGNOSE

**58%
BRUTTO-
MARGINAL
ANTAS VID
SLUTET AV
PROGNOS-
PERIODEN**

Bruttokostnader

Medfields affärsmodell utgår ifrån att sälja medicinska tekniska produkter och tjänster relaterade till stroke- och traumadiagnostik där Bolagets huvudprodukt, MD100 Strokefinder, antas stå för merparten av försäljningen över prognosperioden. Således måste även tillverkningskostnader uppskattas för tillverkningen av MD100. I Analyst Groups prognoser antas bruttomarginalen vid slutet av prognosperioden uppgå till ca 58 % då detta är omkring medelvärdet för produkter inom kategorin medicinsk utrustning⁶ och motsvarar en kostnad av sålda varor omkring 320-400 tSEK utifrån försäljningspriset på 800 tSEK. På längre sikt finns det potential för ytterligare marginalexpansion då mjukvaruintäkterna förväntas växa och bli den dominerade intäcksströmmen, där Bolaget går mot att bli mer av ett SaMD-bolag (Software as a Medical Device) snarare än ett klassiskt medicinteknikbolag som enbart säljer utrustning med tillbehör.

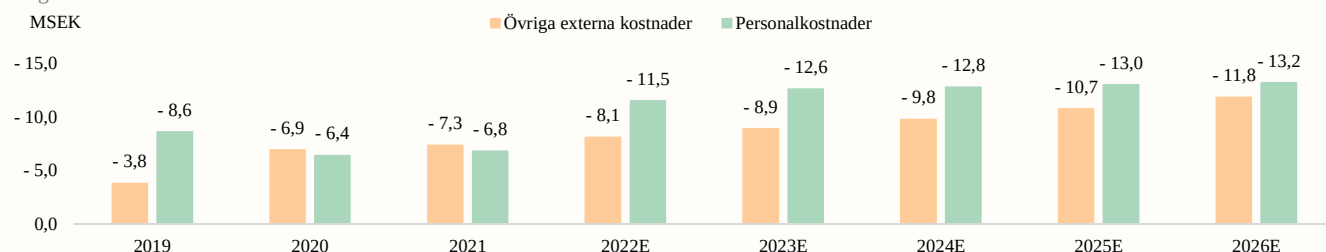
Rörelsekostnader

Medfield har som mål att bli en ledande aktör inom stroke- och traumadiagnostik. Det kräver avtal och samarbeten med olika aktörer i värdekedjan såsom t.ex. distributörer, key opinion leaders, early adopters, sjukhuspersonal, med flera vilket ger upphov till rörelsekostnader. Med tanke på att hälsovårdssektorn som helhet är relativt trögriktig med månads- eller årslånga säljcykler, kommer det kräva att resurser investeras i olika marknadsinsatser för att driva på försäljningsarbetet. För att driva på inträdesbarriärerna mot konkurrenter blir det även viktigt att samla in data från kliniska prövningar som stärker värdet kring Medfields affärsidé, se till att kritiska regulatoriska godkännanden är på plats, samt bygga en stark patentplattform kring Bolagets mikrovågsteknik. Med hänsyn till Medfields adresserbara kundgrupp är det tänkbart att vissa anpassningar kommer behöva göras av Medfields kliniska prövningar och patentportfölj, vilket kan ge upphov till både OPEX- och CAPEX-investeringar. Vidare, om än i låg takt vilket möjliggörs av Bolagets affärsmodell, förväntas Medfield behöva investera i mer personal allt eftersom organisationen växer och i dagsläget utgörs av ca tio personer. Givet Medfields finansiella ställning och framtidsutsikter estimerar Analyst Group att Bolaget kommer anställa upp till fyra personer inom sälj- och marknadsföring under prognosperioden vilket givetvis kommer driva upp rörelsekostnaderna. Dock förväntas det vara på en nivå där vi ser att Bolaget kommer kunna öka EBITDA-marginalen. Övriga externa kostnader förväntas växa i samma takt som tidigare om ca 10 % per år vilket är medelvärdet för de 5 senaste åren.

**INVESTERINGAR I
FÖRSÄLJNINGS-
ARBETE ATT
VÄNTA**

Medfields personalkostnader förväntas stå för merparten av företagets kostnader, exklusive kostnaden för sålda varor (COGS).

Prognos av rörelsekostnader fram till 2026

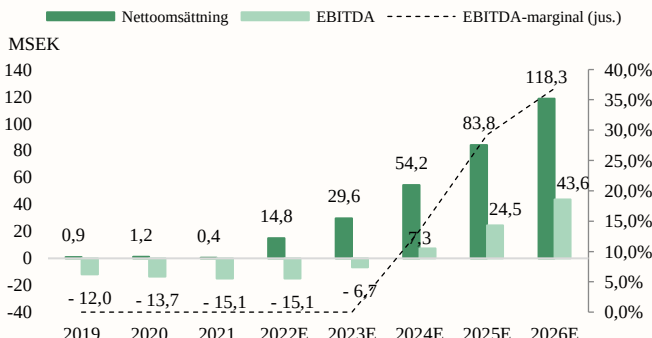


Analyst Groups prognos

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Medfield

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,9	1,2	0,4	14,8	29,6	54,2	83,8	118,3
Kostnad sålda varor	-0,5	-1,6	-1,4	-10,4	-14,8	-24,4	-35,6	-49,7
Bruttoresultat	0,4	-0,4	-1,0	4,4	14,8	29,8	48,2	68,6
Bruttomarginal (jus.)	43,5%	neg	neg	30,0%	50,0%	55,0%	57,5%	58,0%
Övriga externa kostnader	-3,8	-6,9	-7,3	-8,1	-8,9	-9,8	-10,7	-11,8
Personalkostnader	-8,6	-6,4	-6,8	-11,5	-12,6	-12,8	-13,0	-13,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-12,0	-13,7	-15,1	-15,1	-6,7	7,3	24,5	43,6
EBITDA-marginal (jus.)	neg	neg	neg	neg	neg	13,5%	29,2%	36,9%



Analyst Groups prognos

6. Healthcare Sector Profitability, Gross Margin, Net Margin, Cash Flow Margin, ROE (csimarket.com)

VÄRDERING

Relevanta peers inom strokediagnostik med mikrovågsteknik

Mikrovågstekniken är inget nytt i sig, men att applicera den på det sätt som Medfield gör för att detektera stroke är nytänkande vilket medför att konkurrensen är väldigt begränsad. Analyst Group har emellertid identifierat bolag inom den marknad som Medfield är verksam inom. Två exempel på bolag med liknande lösningar är EMVision och EMTensor.

EMVision är ett australiensiskt bolag som utvecklar portabla hjärnscannern för *Point of Care* (PoC), strokediagnostik och monitorering. I dagsläget har EMVision två olika produkter: första generationens hjärnscanner och andra generationens hjärnscanner. Första generationens hjärnscanner är tänkt att användas vid intervention och monitorering av patienter där datortomografi (CT) eller magnetröntgen (MRI) inte är tillgängligt eller praktiskt. Andra generationens scanner är tänkt för användning inom prehospital vård för att snabbt detektera och urskilja typen av stroke så att rätt behandling kan sättas in så snabbt som möjligt likt MD100. EMVision har en nästan identisk affärsmodell som Medfield, d.v.s. intäktsströmmar som består av produktförsäljning, mjukvaruintäkter, försäljning av engångsartiklar och service. Bolaget har ett marknadsvärde på ca 200 MAUD vilket motsvarar ca 1,2 mdSEK. Vidare så äger ledningen, styrelsen och grundarna tillsammans ca 20 % av de utestående aktierna. EMVision är börsnoterat på Australian Securities Exchange (ASX).

EMTensor är ett österrikiskt bolag som också utvecklar portabla hjärnscannern för prehospital vård, inklusive akutmottagningar, intensivvård och radiologiavdelningar. Bolaget har rest över 20 MUSD i kapital över tid och har över 23 patent. EMTensors BrainScanner genomgår i dagsläget två kliniska prövningar med totalt 300 patienter där planen är att erhålla FDA-clearance runt mitten på 2022 och initiera försäljning i större skala vid slutet på 2022 enligt en av deras bolagspresentationer.

Värdering: Base scenario

I ett Base scenario förväntas Medfield erhålla CE-märkning samt komma igång med försäljning och marknadsföring under H2-22. Vidare så prognostiseras Medfield omsätta ca 118 MSEK år 2026 med ett EBITDA-resultat om ca 43,6 MSEK. Till följd av en förväntan om hög omsättningstillväxt utgår värderingen från försäljningen, där en P/S-multiplik appliceras. Generellt kan det sägas att P/S-multiplik för Medtech-bolag i tidig fas är höga, på grund av en initialt låg eller obefintlig omsättning. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplik att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. För Medfield appliceras därför en konservativ målmultiplik om P/S 4x på 2026 års försäljning om 118 MSEK. P/S-multiplik om 4x är i det lägre intervallet bland peers (se tabell nedan), vilket kan motivera varför det är ett konservativt antagande, men trots detta finns det fortfarande en stor osäkerhet då små ändringar av multiplik medför stora skillnader i slutvärderingen (se Appendix för sensitivitetsanalys). 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. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 12 %, vilket utifrån ett börsvärde år 2026 diskonterat till dagens värde resulterar i ett nuvärde per aktie om 8,5 kr idag i ett Base scenario.

**8,5 KR PER
AKTIE I ETT
BASE
SCENARIO**

Ett urval av globala och svenska utvecklingsbolag i kommersialiseringsfas inom Medtech med liknande affärsmodell och storlek som Medfield. Urval av sektorbolag inom Medtech, värdena visar 12 månaders rullande siffror från och med 2021-12-10, och är angivna i MSEK

Peers (LTM)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	Bruttomarginal	EBITDA-marginal	Market Cap	Kassa	Räntebärande skulder	EV	Omsättning	EBITDA
Acusort	45,1x	44,9x	-25,1x	17%	-179,0%	292	1,7	0	290	6,4	-11,5
BrainCool	17,6x	17,4x	-18,7x	4,6%	-93,0%	473	7,2	0	466	27,0	-25,1
Calmark	12,9x	12,2x	-7,0x	72,6%	-174,1%	131	7,5	1	124	10,1	-17,7
Dignitana	9,4x	9,1x	-16,8x	60,6%	-54,3%	546	21,0	5	530	58,1	-31,5
EMTensor	5,0x	-	-	-	-	545	-	-	-	-	-
EMVision	360,9x	342,5x	-18,5x	-	-1855,1%	1 207	62,9	6	1 150	3,4	-62
GPX Medical	3,9x	3,3x	-4,0x	90,6%	-83,5%	32	4,6	0	27	8,3	-7
Redsense Medical	13,9x	13,7x	-18,9x	53,8%	-72,5%	257	4,3	0	253	18,5	-13,4
Vibrosense Dynamics	104,3x	96,8x	-26,4x	82,5%	-366,6%	191	13,8	0	177	1,8	-6,7
Zenitor Medical	5,7x	5,8x	125,4x	80,4%	4,6%	141	3,8	5	142	24,7	1,1
Medelvärde	57,9x	60,6x	-1,1x	57,8%	-319,3%	381	14	2	351	18	-19
Median	13,4x	13,7x	-18,5x	66,6%	-93,0%	275	7	0	253	10	-13
Högsta	360,9x	342,5x	125,4x	90,6%	4,6%	1 207	63	6	1 150	58	1
Lägsta	3,9x	3,3x	-26,4x	4,6%	-1855,1%	32	2	0	27	2	-62

Källa: Börnsdata

BULL & BEAR

Bull scenario

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

- CE-märkningen kommer på plats tidigt under H2-22, vilket parallellt med en framgångsrik lanseringstrategi och marknadsföringskampanjer under resten av året medför att försäljningen kan komma igång snabbare.
- Medfield lyckas penetrera marknaden mer än vad Analyst Group räknat med men som vilket medför ökade försäljningsvolymen. I ett Bull scenario antar Analyst Group en marknadspenetration om ca 2,1 % år 2026, jämfört med 1,2 % i ett Base scenario.
- Med en initialt framgångsrik satsning inom befintliga marknader estimeras det finnas utrymme för Medfield att expandera snabbare till nya geografier utanför Europa eller nya marknader som funnits på agendan men som inte ännu har kunnat penetreras (t.ex. offshore- och kryssningsindustrin).

Givet en diskonteringsränta om 12 % och en målmultipel om P/S 4x på 2026 års försäljning om 207,1 MSEK i ett Bull scenario till följd av ökad acceptans av produkten samt ökad marknadspenetration, ger det ett nuvärde per aktie om 14,8 kr per aktie.

Bear scenario

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

- En CE-märkning kan försenas, t.ex. om följdfrågor och ytterligare kompletteringar begärs. Det i sin tur skulle resultera i en uppskjuten lansering och tillika tillväxt. En CE-märkning bör dock, enligt vår bedömning, kunna komma på plats även i ett Bear scenario, och då senast under H2-22.
- MD100 har endast sålts i begränsad skala och genomgår fortfarande kliniska prövningar. Även om produkten har fördelar mot existerande lösningar, ligger den allmänna kundacceptansen längre fram i tiden, samt att Medfield måste kunna bevisa att MD100 är kostnadseffektiv baserat på data från de kliniska studierna, vilket utgör en risk där Medfield kan behöva acceptera lägre prisnivåer för MD100 Strokefinder.
- Om försäljningen försenas, eller produkten inte tas emot lika väl som väntat, finns det stor risk till ytterligare extern kapitalanskaffning. Med dagens *burn rate* skulle kassan vara slut inom ca sex månader, givet att inga nya intäkter genereras eller kostnader minskas.

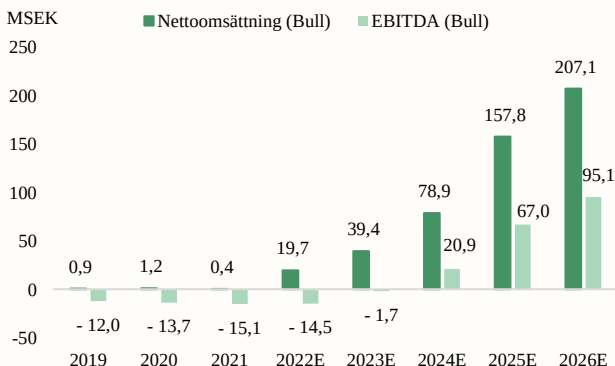
I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien till följd av lägre prissättning om 400 tSEK per MD100 Strokefinder. Givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om P/S 4x på 2026 års försäljning om ca 74 MSEK samt en diskonteringsränta om 12 % motiveras ett nuvärde per aktie om 5,3 kr i ett Bear scenario, detta till följd av förseningar av CE-märkning, försäljning och lägre prisbild än förväntat.

14,8 KR PER
AKTIE I ETT
BULL
SCENARIO

5,3 KR PER
AKTIER I
ETT BEAR
SCENARIO

Ett Bull scenario baseras på ökad marknadspenetration till följd av tidig lansering och framgångsrik marknadsföringsstrategi.

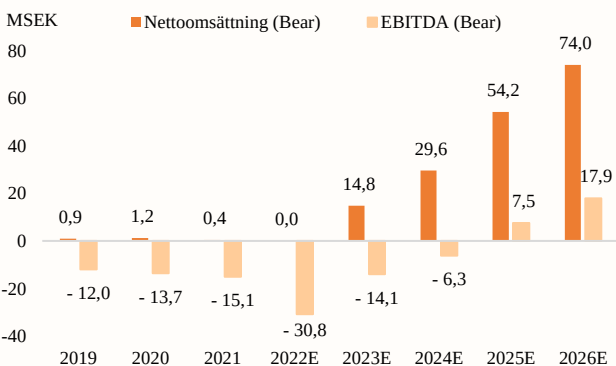
Prognos Bull scenario, åren 2021-2026



Analyst Groups prognos

Ett Bear scenario baseras på försenad försäljning och lägre prisbild än vad som förväntats.

Prognos Bear scenario, åren 2021-2026



Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE



Stefan Blomsterberg, VD

Stefan har tidigare varit styrelseledamot i Medfield (2016-2017) och är sedan 2017 VD. Mellan 2012-2017 var han verksam i Mölnlycke Healthcare där han var ansvarig för global projektledning, utveckling och effektivisering av produktutvecklingsprocesser. Dessförinnan var han verksam i Vitrolife inom olika funktioner som logistik, Supply Chain, Inhouse Sales och distribution. Stefan har även ett förflutet som officer inom Försvarsmakten. *Stefan innehar totalt 30 195 aktier i Bolaget (inkl. närstående) samt 32 400 personaloptioner.*



Andreas Fhager, Forskningschef

Andreas är medgrundare och forskningschef i Medfield samt docent vid Chalmers Tekniska Högskola där han leder en forskningsgrupp inom biomedicinsk elektromagnetik. Andreas avhandling utgör grunden för Medfields teknologi. Som teknisk forskningschef i Medfield har han fokus på algoritmer och artificiell intelligens. *Andreas innehar totalt 1 534 479 aktier i Bolaget.*



Harald Jacobsson, Utvecklingschef

Harald har en doktorsexamen i fysik från Chalmers Tekniska Högskola. När det kommer till forskning- och utveckling har han 19 års erfarenhet inom mikrovågsteknik från Ericsson i olika ledande ställningar samt specialiserade tjänster. Harald är utvecklingschef sedan september 2015. *Harald innehar inga aktier i Bolaget.*



Jenny Höglén, Medical Affairs Director

Jenny har över 18 års erfarenhet i seniora roller inom life science. Innan Jenny började hos Medfield var hon verksam i Dentsply Implants som Senior Manager Global Clinical Research mellan 2016-2020. Utöver det har hon varit verksam som Clinical Research och Operations Manager i bolag som Isofol Medical, Mölnlycke Healthcare och Astra Tech. Jenny var även Head of Medical Information Nordics på Bayer Health Care i 6 år (2002-2007). *Jenny innehar inga aktier i Bolaget.*



Åse Rinman, Quality Assurance/Regulatory Affairs (QA/RA) Director

Åse har en mastersexamen i elektroteknik samt över 20 års erfarenhet inom medicinteknik, produktinnovation och ledningsroller. Åse är sedan 2018 ansvarig för frågor gällande kvalitetssäkring och regleringar kring medicinskt tekniska produkter. *Åse innehar inga aktier i Bolaget.*

LEDNING & STYRELSE



Anders Nordin, Styrelseordförande

Anders är Medfields styrelseordförande, VD i Transcutan AB som utvecklar, marknadsför och säljer estetiska samt funktionella transkutana portar. Han har flera års erfarenhet av marknads-, sälj- och ledarroller i både små utvecklingsbolag och globala medtechbolag inriktade på strokediagnostik. Listan av företag som Anders har varit verksam i inkluderar Balt Extrusion, Perimed AB, AstraZeneca och Dentsply Implants. *Anders innehar totalt 20 000 aktier i Bolaget, via eget bolag eller närstående.*



Mikael Persson, Styrelseledamot och Medgrundare

Mikael är medgrundare tillsammans med Andreas Fhager och näst största ägare efter Equinor Ventures. Han är professor och ansvarig för forskningsgruppen inom biomedicinsk elektromagnetik vid Chalmers Tekniska Högskola. Mikael är rådgivare till Medfield och tar hand om utveckling som berör det akademiska nätverket. Övriga uppdrag inkluderar en VD-post på Electromagnetic Consulting AB samt styrelseledamot för AB Sigrid Rudebecks Skola. *Mikael innehar totalt 3 798 208 aktier via eget bolag samt 54 000 personaloptioner.*



Stefan Jacobsson, Styrelseledamot

Stefan har en stark affärsmässig bakgrund och många års finansiell erfarenhet som bland annat CFO på Vitrolife och grundare av Biolin AB. Stefan har för närvarande positionen som VD på Jowa AB som tillhandahåller miljöskyddsutrustning inom den maritima industrin och har gjort det i över 60 år. *Stefan innehar totalt 7 583 aktier samt 54 000 personaloptioner.*



Bengt Arne Sjöqvist, Styrelseledamot

Bengt Arne är Professor of Practice i forskargruppen Medicinska signaler och system vid Chalmers Tekniska Högskola. Bengt Arne har även en pionjär inom eHälsa i mitten av 1980-talet och har bidragit till att utveckla system och lösningar som nu finns tillgängliga i ambulanser runt om i världen. Med många års erfarenhet av olika chefsbefattningar inom MedTech, har han ett särskilt intresse för att stärka samarbetet mellan den akademiska världen, vårdgivare och industri. Har varit styrelseledamot sedan 2013. *Bengt Arne innehar totalt 5 517 aktier i Bolaget.*



Erik Brobjer, Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: MSc i Marketing, Accounting & Finance vid Göteborgs Universitet. Erik har omkring 15 års inom Pharma och Medtech där han har en gedigen meritlista från ett flertal olika ledarpositioner inom försäljning, marknadsföring samt affärsutveckling, såväl lokalt som globalt. Erik kommer närmast från en tjänst som Global Market Development Director på Mölnlycke Healthcare och har varit styrelseledamot i Medfield sedan 2018. *Erik innehar totalt 23 750 aktier via bolag eller närstående.*



Claes Beckman, Styrelseledamot

Utbildning och erfarenhet: PhD i Applied Electron Physics vid Chalmers Tekniska Högskola i Göteborg. Claes är grundare och föreståndare av centret för trådlösa system samt gästprofessor inom antensystem vid Kungliga Tekniska Högskolan. Övriga uppdrag inkluderar en roll som senior expert vid Icomera AB, teknisk rådgivare till InCoax AB, Allgon AB, samt styrelseledamot i Utvecklingsavdelningen AB, H&E Solutions och Claes Beckman Consulting AB. Claes har varit styrelseledamot i Medfield sedan 2018. *Claes innehar 23 333 aktier i Bolaget via eget bolag eller närstående.*

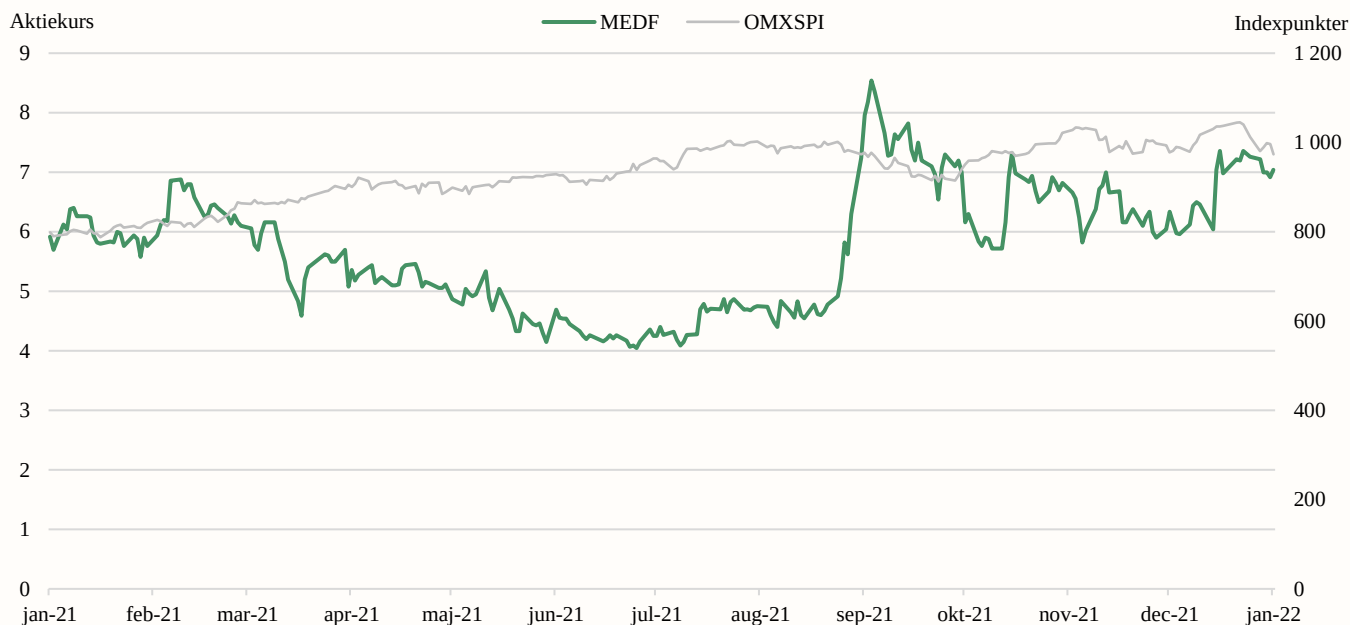


Jan Ellevset, Styrelseledamot

Jan har en MBA från Handelshögskolan i Norge, har över 20 års erfarenhet av bolagsutveckling, och är Senior Investment Director på Equinor (tidigare Statoil), ett av världens största bolag när det kommer till offshore-utvinning av olja och naturgas. *Jan representerar Equinor som innehar totalt 4 485 872 aktier och är således största ägare i Bolaget.*

APPENDIX

Aktiekursens utveckling 12 månader



Resultaträkning (SEK)	2016	2017	2018	2019	2020
Nettoomsättning	1 165 242	3 208 843	0	853 508	1 200 001
Förändring av lager och av produkter i arbete	-448 800	-965 114	954 426	-57 954	-125 673
Aktiverat arbete för egen räkning	1 797 399	2 291 248	3 133 441	3 473 171	6 322 184
Övriga rörelseintäkter	3 847 967	3 786 491	1 015 211	701 547	296 273
Totala intäkter	6 361 808	8 321 468	5 103 078	4 970 272	7 692 785
Halvfabrikat och komponenter	-893 152	-248 448	-985 204	-482 212	-1 565 389
Bruttoresultat	5 468 656	8 073 020	4 117 874	4 488 060	6 127 396
Bruttomarginal	86,0%	97,0%	80,7%	90,3%	79,7%
Övriga externa kostnader	-4 094 540	-4 936 824	-4 073 618	-3 791 432	-6 927 486
Personalkostnader	-5 716 141	-7 095 805	-6 890 191	-8 596 381	-6 388 418
Av- och nedskrivningar	-64 201	-174 522	-170 165	-169 040	-62 337
Övriga rörelsekostnader	-20 781	-13 583	-14 467	-15 588	-4 304
EBIT	-4 427 007	-4 147 714	-7 030 567	-8 084 381	-7 255 149
EBIT-marginal	neg	neg	neg	neg	neg
Ränteintäkter	956	0	0	0	0
Räntekostnader	-10 937	-715	-7 576	-2 408	-386
EBT	-4 436 988	-4 148 429	-7 038 143	-8 086 789	-7 255 535
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-4 436 988	-4 148 429	-7 038 143	-8 086 789	-7 255 535
Nettomarginal	neg	neg	neg	neg	neg

APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,9	1,2	0,4	14,8	29,6	54,2	83,8	118,3
Totala intäkter	0,9	1,2	0,4	14,8	29,6	54,2	83,8	118,3
Kostnad sålda varor	-0,5	-1,6	-1,4	-10,4	-14,8	-24,4	-35,6	-49,7
Bruttoresultat	0,4	-0,4	-1,0	4,4	14,8	29,8	48,2	68,6
Bruttomarginal (jus.)	43,5%	neg	neg	30,0%	50,0%	55,0%	57,5%	58,0%
Övriga externa kostnader	-3,8	-6,9	-7,3	-8,1	-8,9	-9,8	-10,7	-11,8
Personalkostnader	-8,6	-6,4	-6,8	-11,5	-12,6	-12,8	-13,0	-13,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-12,0	-13,7	-15,1	-15,1	-6,7	7,3	24,5	43,6
EBITDA-marginal (jus.)	neg	neg	neg	neg	neg	13,5%	29,2%	36,9%
Base scenario	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	293,2x	208,5x	625,6x	16,9x	8,5x	4,6x	3,0x	2,1x
EV/S	276,9x	197,0x	590,9x	16,0x	8,0x	4,4x	2,8x	2,0x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	32,4x	9,7x	5,4x

Små ändringar av diskonteringsräntan eller P/S-multipeln medför stora skillnader i slutvärderingen.
Sensitivitetsanalys av Medfields värde per aktie utifrån diskonteringsränta (WACC) och P/S-multipel

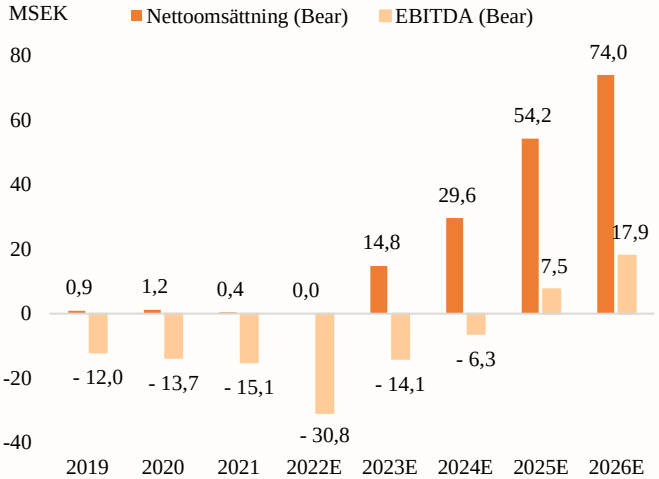
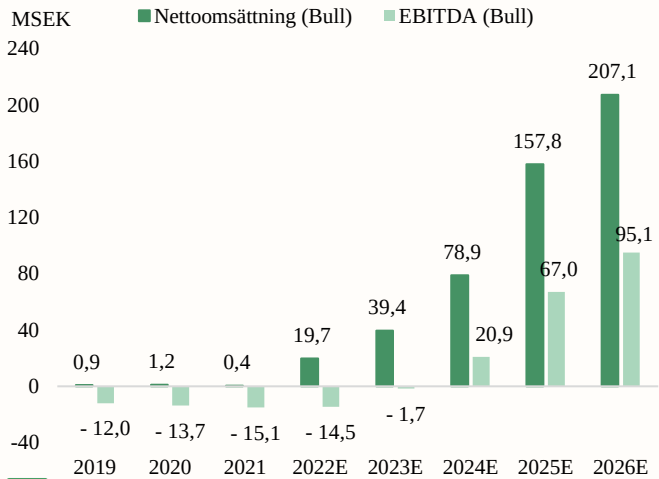
WACC	8%	4,9	7,3	9,8	12,2	14,7
	10%	4,5	6,8	9,1	11,4	13,6
	12%	4,2	6,3	8,5	10,6	12,7
	14%	3,9	5,9	7,9	9,9	11,8
	16%	3,7	5,5	7,4	9,2	11,0
		2,0x	3,0x	4,0x	5,0x	6,0x
		P/S-multipel				

Analyst Groups analys

APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,9	1,2	0,4	19,7	39,4	78,9	157,8	207,1
Totala intäkter	0,9	1,2	0,4	19,7	39,4	78,9	157,8	207,1
Kostnad sålda varor	-0,5	-1,6	-1,4	-13,8	-19,7	-35,5	-67,1	-87,0
Bruttoresultat	0,4	-0,4	-1,0	5,9	19,7	43,4	90,7	120,1
Bruttomarginal (jus.)	43,5%	neg	neg	30,0%	50,0%	55,0%	57,5%	58,0%
Övriga externa kostnader	-3,8	-6,9	-7,3	-8,1	-8,9	-9,8	-10,7	-11,8
Personalkostnader	-8,6	-6,4	-6,8	-12,4	-12,6	-12,8	-13,0	-13,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-12,0	-13,7	-15,1	-14,5	-1,7	20,9	67,0	95,1
EBITDA-marginal (jus.)	neg	neg	neg	neg	neg	26,4%	42,5%	45,9%
Bull scenario	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	293,2x	208,5x	625,6x	12,7x	6,3x	3,2x	1,6x	1,2x
EV/S	276,9x	197,0x	590,9x	12,0x	6,0x	3,0x	1,5x	1,1x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	11,3x	3,5x	2,5x

Bear scenario (MSEK)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	0,9	1,2	0,4	0,0	14,8	29,6	54,2	74,0
Totala intäkter	0,9	1,2	0,4	0,0	14,8	29,6	54,2	74,0
Kostnad sålda varor	-0,5	-1,6	-1,4	-10,4	-7,4	-13,3	-23,0	-31,1
Bruttoresultat	0,4	-0,4	-1,0	-10,4	7,4	16,3	31,2	42,9
Bruttomarginal (jus.)	43,5%	neg	neg	na	50,0%	55,0%	57,5%	58,0%
Övriga externa kostnader	-3,8	-6,9	-7,3	-8,1	-8,9	-9,8	-10,7	-11,8
Personalkostnader	-8,6	-6,4	-6,8	-12,4	-12,6	-12,8	-13,0	-13,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-12,0	-13,7	-15,1	-30,8	-14,1	-6,3	7,5	17,9
EBITDA-marginal (jus.)	neg	neg	neg	na	neg	neg	13,8%	24,2%
Bear scenario	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	293,2x	208,5x	625,6x	na	16,9x	8,5x	4,6x	3,4x
EV/S	276,9x	197,0x	590,9x	na	16,0x	8,0x	4,4x	3,2x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	neg	31,6x	13,2x



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

Medfield Diagnostics 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.

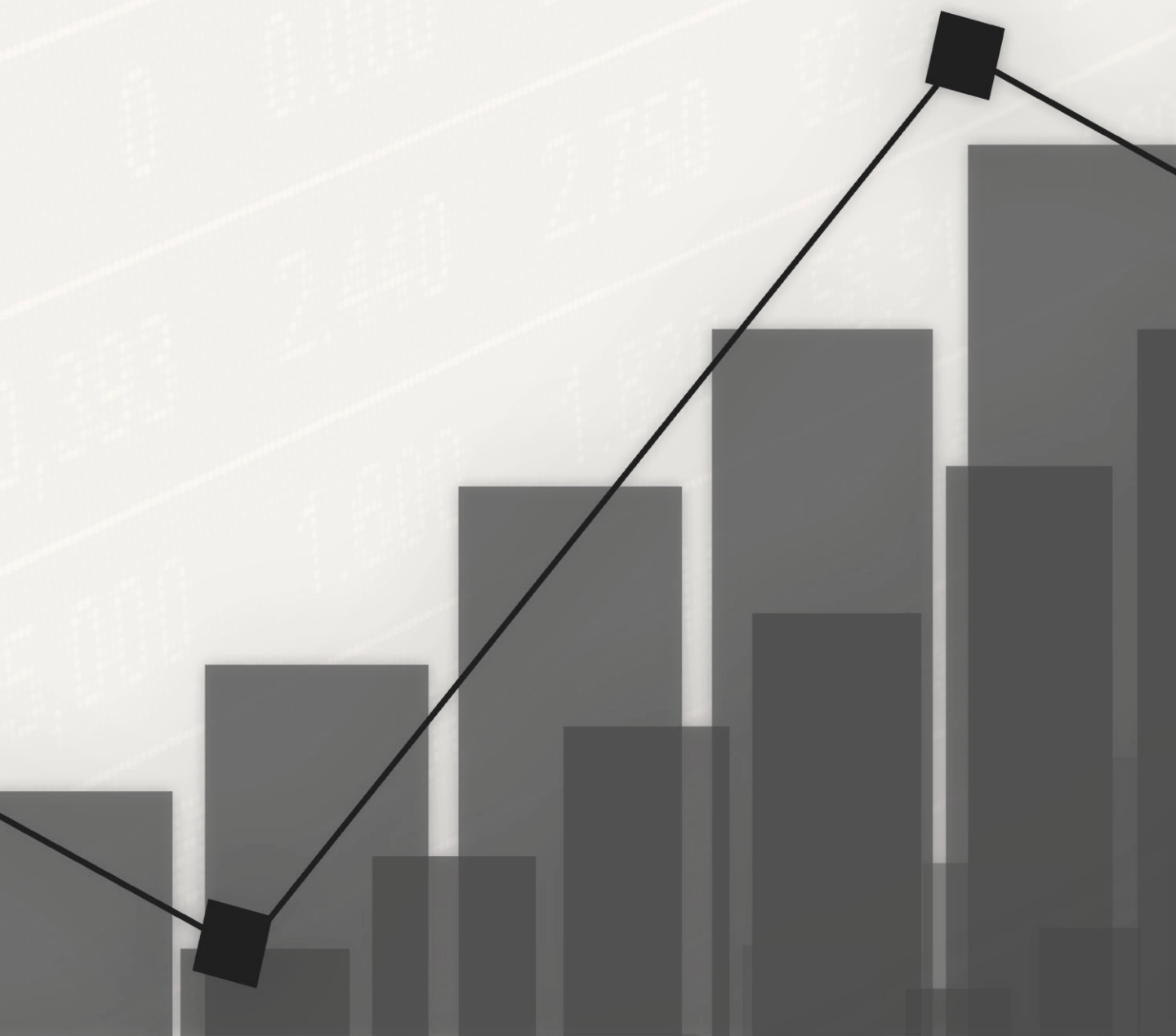
Analytikern äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). 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 12B, 114 35, Stockholm