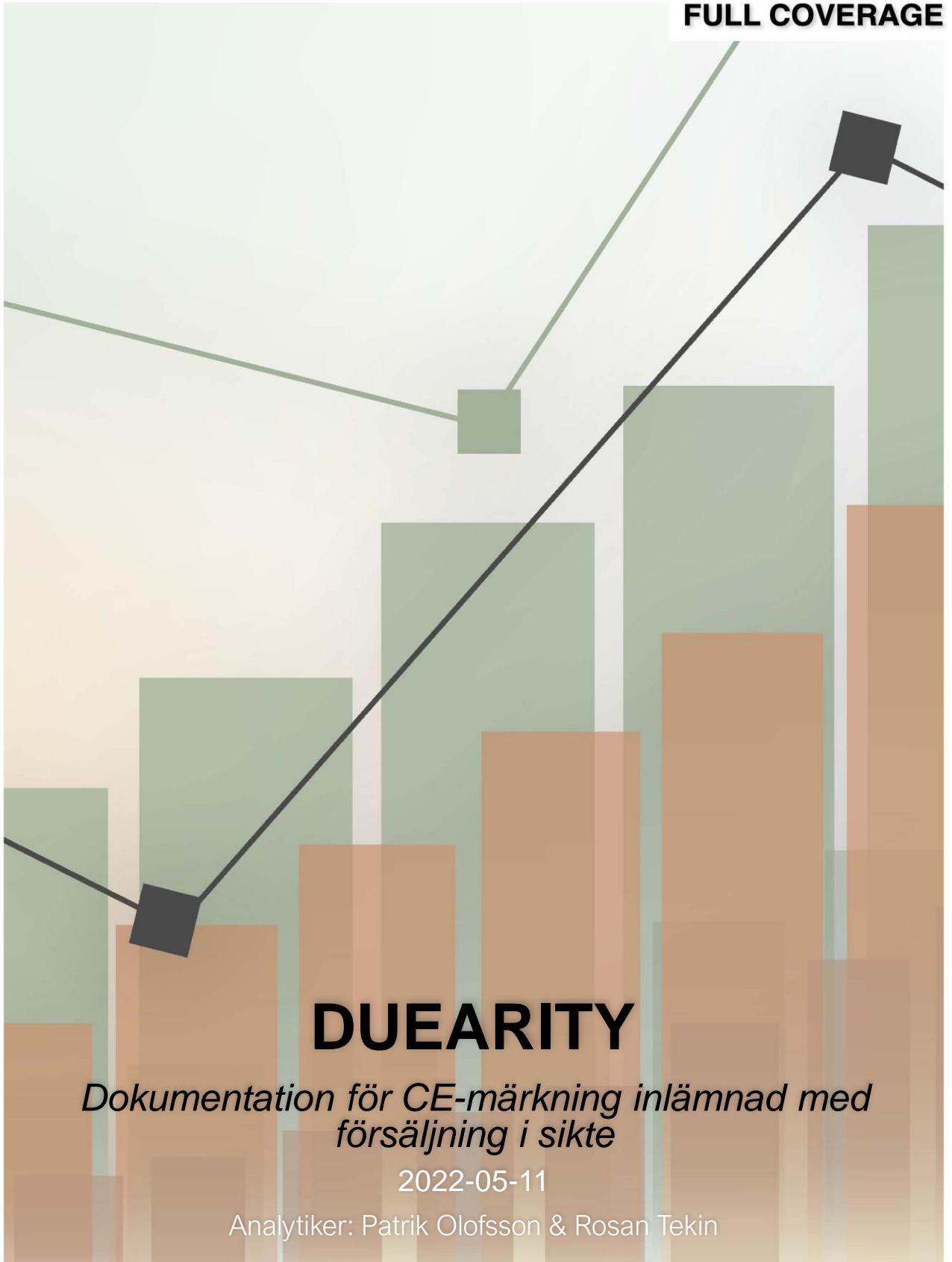


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



DUEARITY

Dokumentation för CE-märkning inlämnad med försäljning i sikte

2022-05-11

Analytiker: Patrik Olofsson & 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

DUEARITY (DEAR)

DOKUMENTATION FÖR CE-MÄRKNING INLÄMNAD MED FÖRSÄLJNING I SIKTE



Duearity AB ("Duearity" eller "Bolaget") erbjuder unika lösningar för lindring och behandling av tinnitus i form av Tinearity vilket är en medicinteknisk produkt. Bolaget har nyligen under Q1-22 initierat *pre-sales* av Tinearity enligt plan. Fokus närmast är den CE-märkningsprocess som Bolaget ska gå igenom innan Tinearity är klart för kommersialisering. Med hänsyn till att Duearity har lämnat in dokumentationen för att få Tinearity godkänd för lansering räknar vi med att Bolaget erhåller CE-märkning under H2-22. Vi väljer att behålla vårt värderingsintervall i absoluta värden, men till följd av kommande emission justeras värdet per aktie. Med hänsyn till detta ser vi ett nuvärde per aktie om 17,4 kr i ett Base scenario utifrån 2024 års prognos.

Utveckling av kostnadsbas, kassa och burn rate

Under Q1-22 uppgick Duearitys totala rörelsekostnader till -5,6 MSEK (-2,8), vilket motsvarar en ökning om 2,8 MSEK jämfört med Q1-21. Kostnadsökningarna kan hänföras till investeringar i produktion och utgifter relaterade till CE-märkning. Sett till kassan minskade denna från 14,1 MSEK till 8,8 MSEK mellan Q4-21 och Q1-22. Duearitys *burn rate* under Q1-22 uppgick till ca -1,7 MSEK per månad vilket är en ökning jämfört med Q4-21 (-1,4 MSEK/månad). Givet nuvarande *burn rate* och senast rapporterade kassa skulle Bolaget vara finansierade till slutet av Q3-22, allt annat lika. Duearity förväntas dock tillföras en emissionslikvid om ca 25 MSEK (före kostnader) under kvartalet vilket kommer hålla bolaget finansierade under en längre period.

Planer för lansering i Nordamerika

Duearity arbetar vidare med det regulatoriska arbetet för att kunna slå sig in på den nordamerikanska marknaden och har som målsättning att lansera Tinearity G1 i USA mellan Q4-22 och Q1-23. Analyst Group ser målsättningen som realistisk då mycket av förarbetet redan är gjort inför CE-märkningen.

Triggers under kommande 6-12 månader

CE-märkning, lansering i USA och preliminära försäljningssiffror från *pre-sales* – är några av de tänkbara värde drivarna under de kommande 6-12 månaderna. Därefter förväntar vi oss ett fullskaligt fokus på att successivt öka försäljningen, med start under H2-22, vartefter Bolaget kan röra sig mot ett positivt rörelseresultat på kvartalsbasis och där resultat gällande målet att nå försäljning av 3 000 kunder utgör ytterligare en potentiell värde drivande trigger.

Justerat intervall efter nyemission

Duearity utvecklas i rätt riktning, varför vi väljer att upprepa vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion i termer av absoluta värden (*Market Cap*). Med hänsyn till kommande företrädesemission har dock värdet per aktie justerats i samtliga tre scenarion (Base-, Bull- och Bear).

AKTIEKURS | 9,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2024 ÅRS PROGNOIS

BEAR 6,6 kr	BASE 17,4 kr	BULL 20,3 kr
-----------------------	------------------------	------------------------

Diskonterad värdering (nuvärde) på 2024 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

DUEARITY AB						
Senast betalt (2022-05-10) (SEK)	9,0					
Antal Aktier (st.) ¹	16 598 404					
Market Cap (MSEK) ¹	149,6					
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) ¹	-27,3					
Enterprise Value (MSEK) ¹	122,3					
V.52 prisintervall (SEK)	5,3 - 27,0					
Lista	Nasdaq First North Growth Market					
UTVECKLING						
1 månad	-32,9 %					
3 månader	-47,9 %					
1 år	35,3 %					
YTD	-49,1 %					
HUVUDÄGARE (2022-03-31, KÄLLA: HOLDINGS)						
Footloose Invest AB (Peter Arndt)	39,2 %					
JeGol Group AB	15,2 %					
Häkull Adventure Capital AB (Fredrik Westman)	6,4 %					
Avanza Pension	1,9 %					
Erik Olof Tjernström	1,6 %					
VD OCH ORDFÖRANDE						
Verkställande Direktör	Fredrik Westman					
Styrelseordförande	Rom Mendel					
FINANSIELL KALENDER						
Halvårsrapport 2022	2022-08-25					
PROGNOS (BASE), MSEK						
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	7,3	23,6	73,9	161,5
Bruttoresultat	-1,0	0,2	5,7	18,3	58,0	128,3
Bruttomarginal	n.a	n.a	77%	78%	78%	79%
Rörelsekostnader	-0,4	-15,5	-22,7	-26,5	-44,2	-63,5
EBITDA	-1,3	-15,4	-17,0	-8,2	13,8	64,8
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	19%	40%
P/S	n.a.	n.a.	20,4x	6,3x	2,0x	0,9x
EV/S	n.a.	n.a.	16,6x	5,2x	1,7x	0,8x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	8,8x	1,9x

¹Givet fulltecknad företrädesemission under maj 2022, samt antagande om högst 5 MSEK i emissionskostnader

INVESTERINGSIDÉ

Målsättningen år 2025 motsvarar en försäljning om uppåt 360 MSEK

10-20 % av befolkningen upplever tinnitus och för Duearity bedöms den adresserbara marknaden sammantaget uppgå till ca 5 % av den totala befolkningen. Det innebär att sett enbart till den svenska marknaden beräknas antalet adresserbara personer uppgå till ca 500 000. Målsättningen vid utgången av 2021 var att minst 3 000 personer ha anmält sitt intresse för att köpa Tinearity, vilket under år 2022, efter att produkten har blivit CE-märkt, ska resultera i just 3 000 kunder. Därefter vill Duearity fortsätta växa och tills år 2025 är målet att minst 60 000 personer ska köpa Tinearity, vilket, baserat på kommunicerad prissättning från Bolaget, skulle kunna innebära en potentiell försäljning om uppåt 360 MSEK år 2025.

Användarvänlighet och närhet till kunderna kan bli avgörande

För att Tinearity ska erhålla bra respons från kunder måste graden av användarvänlighet vara högre än befintliga alternativ. Dagens lösningar är oftast osmidiga och begränsande, t.ex. för tekniker som baseras på s.k. *Bone Conduction Technology* så krävs en bygel som löper från ena örat till det andra. Tinearity är en liten enhet, vilket gör att en person obehindrat kan använda produkten oavsett tidpunkt på dygnet, vilket skapar konkurrensfördelar. När det kommer till själva tekniken så är den redan vetenskapligt bevisad och är en vedertagen behandlingsmetod, vilket sänker den tekniska risken. Eftersom strategin utgår från en direkt B2C-modell via sin egen e-handel kan Duearity själva äga kundkontakten, något vi bedömer som både viktigt och fördelaktigt för att dels öka försäljningen, dels behålla kunderna över tid.

Triggers under kommande 6-12 månader

Den 28 april tillkännagav Duearity sitt beslut om att genomföra en företrädesemission om ca 24,9 MSEK före emissionskostnader, där likviden är tänkt att bl.a. finansiera marknadsföring och marknads lansering i USA, utveckling av AI-lösningen Tinearity-AI, samt investeringar i produktion och logistik. Parallellt med detta arbetar Duearity aktivt med marknadsföring och *pre-sales* i Europa. Vi räknar med att detta, i samband med att Tinearity förväntas vara CE-märkt under H2-22, resulterar i en snabbare tillväxt. Försäljningen ska ske dels genom en egen e-handelslösning, vilket ger en starkare kundrelation, dels genom kompletterande återförsäljare som t.ex. apotek och behandlingskliniker. Sett enbart till Sverige bedömer vi, enligt våra egna beräkningar, att Duearitys totala adresserbara marknaden uppgår till över 1 mdSEK i årlig försäljning och då tinnitusdrabbade personer generellt har en hög benägenhet och vilja att söka efter nya lösningar och hjälpmedel, finns förutsättningarna för Duearity att kunna växa snabbt om Bolaget får gehör för sin produkt. Utöver lanseringen av Tinearity i Europa pågår utvecklingsarbetet med AI-lösningen kopplad till Tinearity, vilken förväntas vara färdigutvecklad 2023 och lanserad under år 2024. Bolaget arbetar just nu även med att ansöka om tillstånd för försäljning av Tinearity i USA under 2022. Det finns således flertalet triggers att se fram emot under kommande 6-12 månader.

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning öka från år 2022 för att under helåret uppgå till en omsättning om ca 7 MSEK, och därefter stiga till 24 MSEK år 2023, 74 MSEK år 2024 samt 162 MSEK år 2025. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är hur pass snabbt *pre-sales* och förbeställning kan ske under H1-22, såväl som mottaganden från kunder. Baserat på en målmultipel om P/S 5x på 2024 års försäljning, och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 17,4 kr.

Produktlansering och bredare accept bland kunder kvarstår

Tinearity ska ännu CE-märkas och det finns en risk att processen med den *Notified Body* som ska ge själva utfärdandet kan dröja, t.ex. om fler följdfrågor än väntat dyker upp. Det skulle i sin tur försena försäljningsstarten, så tillika efterföljande tillväxt. I ett sådant läge skulle Duearity kunna dra fördel av sin idag slimmade organisation, där låga fasta kostnader gör att tillgänglig likviditet kan nyttjas effektivt. I ett sådant scenario, finns en risk att aktien tappar momentum, och om försäljningsökningen blir alltför sen kan ytterligare kapitalanskaffning komma att behövas, med risk för ofördelaktiga villkor. Kassan vid utgången av Q1-22 uppgick till 8,8 MSEK, och givet en antagen *burn rate* om -1,7 MSEK/månad, skulle Bolaget varit finansierade tills Q3-22. Dock, givet att *pre-sales* har initierats, samt bruttoemissionslikviden om ca 24,9 MSEK från den kommande företrädesemissionen, kommer Duearity kunna vara finansierade längre tid än så.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

3 000
KUNDER
ÅR 2022...
↓
60 000
KUNDER
ÅR 2025

MILSTOLPAR

- Eget *Proof of Concept* kring produktversion I
- Produktversion II färdigställd jan-21
- Q1-22: *Pre-sales* och förbeställning av Tinearity
- CE-märkning & försäljningsstart vid H2-22 2022
- Duearitys mål för antal kunder år 2022: 3 000
- Duearitys mål för antal kunder år 2025: 60 000

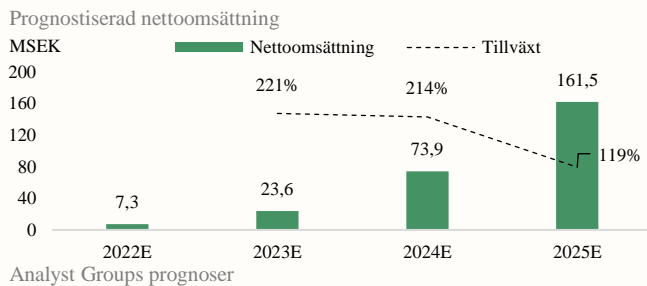
FINANSIELL PROGNOSE

Omsättningsprognos åren 2022-2025

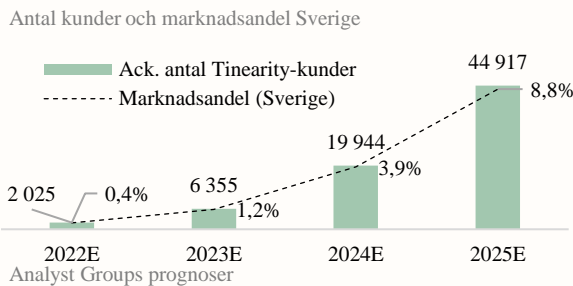
AFFÄRS- MODELL MED ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

Duearity erhåller intäkter dels via engångsförsäljning av ljudgeneratorerna/tillhörande laddplatta, dels återkommande intäkter via försäljning av endagsplåster vilket är det media som används för att applicera enheten mot huden bakom öronen. Utvecklingen av Tinearity-AI har startat men då systemet beräknas vara färdigutvecklat och klart för försäljning först år 2024, och den exakta affärsmodellen kan ändras, exkluderas denna del från våra finansiella prognoser. Från andra halvan av år 2022, efter att Tinearity blivit CE-märkt, förväntas försäljningen i huvudsak ske via en egen e-handelslösning som nu är på plats. Under år 2021, parallellt med produktcertifiering och byggandet av e-handelslösningen, arbetade Duearity med *pre-marketing* aktiviteter och digital marknadsföring, med målbilden att vid utgången av år 2021 ha erhållit 3 000 intresseanmälningar för att köpa Tinearity. Därefter, under år 2022 förväntas antalet kunder öka snabbt och vid utgången av år 2025 är Bolagets målsättning att 97 000 personer ackumulerat ska ha köpt Tinearity. I vårt Base scenario utgår vi från en något mer konservativ ökning där vår estimerade tillväxttakt motsvarar ett ackumulerat användarantal om ca 45 000 personer vid utgången av år 2025, vilket således är ca ~45 % av Duearitys egna målsättning. Det finns således utrymme för justering men redan vid denna försiktigare utveckling av antalet kunder, kan betydande intäkter genereras. Vid *pre-order* av Tinearity ligger priset på 5,8 – 6,8 tSEK År 1 och ca 4 tSEK nästkommande tolv månader, där den initialt högre nivån beror på att ljudgeneratorerna samt tillhörande laddplatta köps. I vår finansiella modell har vi undersökt prissättning kring befintliga lösningar som t.ex. kostnad för glasögon (en form av "engångsförsäljning") och månadslinser med dagsanvändning. Baserat på detta applicerar vi en konservativ prisnivå omkring 2,5 – 3 tSEK i genomsnittlig uppstarts-kostnad för en kund under prognosperioden, och därefter ca 240 kr/månad i genomsnittlig abonnemangskostnad av endagsplåstren. Utifrån estimerad användartillväxt, och applicerade prisnivåer, prognostiseras försäljningen öka i hög takt, där en marknadsandel om ~9 % i Sverige uppnås tills år 2025 i vårt Base scenario.

Duearity förväntas börja generera intäkter under 2022.



Prognosen motsvarar ~9 % marknadsandel i Sverige år 2025.

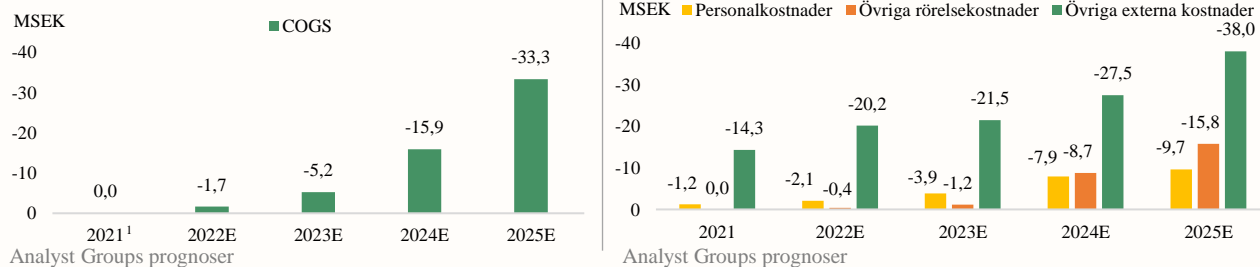


Brutto- och rörelsekostnader åren 2022-2025

75-85 % BRUTTO- MARGINAL

Över tid förväntas COGS utgöra en större del av Bolagets totala kostnadsbas. Enligt Duearity beräknas produktmarginalen uppgå till ca 600 % för ljudgeneratorerna och ca 400 % för endagsplåstren, vilket, utifrån den prissättningen som vi antagit, innebär en bruttomarginal omkring 85 % respektive 75 %. Personal antas utgöra en mindre andel av kostnaderna. Vi estimerar att personalstyrkan kommer öka först från år 2022, givet att försäljningen börjat ta fart. Eftersom försäljningen till stor del förväntas ske via egen e-handel räknar vi med att digital marknadsföring och liknande investeringar kommer att vara nödvändiga i allt högre grad för att dels skapa, dels bibehålla, en stigande försäljning. De externa kostnaderna, vilket innefattar bl.a. detta, estimeras utgöra marparten av den totala kostnadsbasen år 2025.

Utöver COGS, förväntas med tiden de externa kostnaderna, t.ex. digital marknadsföring, utgöra en större andel av Bolagets kostnadsbas.

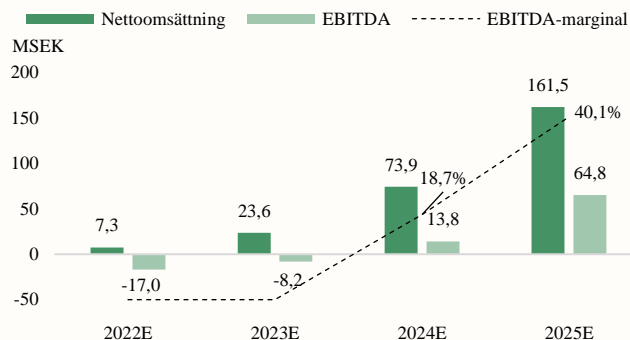


VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Duearity.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2022E	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter	7,3	23,6	73,9	161,5
COGS	-1,7	-5,2	-15,9	-33,3
Bruttoresultat	5,7	18,3	58,0	128,3
Bruttomarginal	77,0%	77,8%	78,5%	79,4%
Externa kostnader	-20,2	-21,5	-27,5	-38,0
Personalkostnader	-2,1	-3,9	-7,9	-9,7
Övriga rörelsekostnader	-0,4	-1,2	-8,7	-15,8
EBITDA	-17,0	-8,2	13,8	64,8
EBITDA-marginal	neg.	neg.	18,7%	40,1%



Analyst Groups prognoser

Värdering: Base scenario

Under 2022 ska produkten CE-märkas, parallellt med marknadsförberedande aktiviteter. Försäljningsstart estimeras under H2-22, med *pre-sales* under H1-22. År 2023 förväntas vara det första året där Bolaget visar lönsamhet på månadsbasis. Till följd av en förväntan om hög tillväxt utgår värderingen från försäljningen, där en P/S-multiplik appliceras. I dagsläget saknar Duearity, enligt Bolaget, noterade konkurrenter men generellt kan det sägas att P/S-multiplik för MedTech-bolag i tidig fas är höga, till följd 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 Duearity appliceras en målmultiplik om P/S 5x på 2024 års försäljning om 74 MSEK. Om Duearity är framgångsrika i sin expansion kommande tre åren, borde det resultera i en försäljnings- och resultatmässig effekt redan under 2022-2024, vilket då skulle ses som ett bevis på att Bolaget dels har ett attraktivt kunderbjudande, dels förmågan att nå ut brett i marknaden. 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 10 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2024 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 17,4 kr idag i ett Base scenario.

17,4 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Bull scenario

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

- CE-märkningen kommer på plats under tidig sommar 2022, vilket parallellt med lyckade *pre-marketing* kampanjer under resten av året gör att försäljningen kan komma igång redan under tidigt Q3-22 och med bra volym under hösten.
- Hur kunder upplever produkten jämfört med nuvarande alternativ kommer vara avgörande och i ett Bull scenario når Tinearity en bred acceptans på den svenska marknaden. I ett sådant läge bör Duearity som bolag snabbt nå positiva marginaler, vilket ska kunna ske redan vid 1 600 kunder.
- Med en initialt lyckad satsning inom befintliga marknader kan det finnas utrymme för Duearity att expandera till ytterligare, t.ex. inom fler länder i Europa.

Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultiplik om P/S 5x på 2024 års försäljning om 90 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 20,3 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.¹

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.
- Tinearity har tills dags dato endast testats i begränsad skala *in-house* och ska ännu genomgå mindre korrigeringar, samt möta den breda konsumentmarknaden. Även om produkten har fördelar mot dagens lösningar, ligger den allmänna kundacceptansen längre fram i tiden, vilket utgör en risk.
- Om tillväxten försenas, eller produkten inte tas emot lika väl som väntat, finns det stor risk till ytterligare extern kapitalanskaffning.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultiplik om P/S 5x samt en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 6,6 kr i ett Bear scenario.¹

¹Se Appendix sida 8 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

INTERVJU MED VD FREDRIK WESTMAN



Första kvartalet för 2022 har nyligen presenterats och vi befinner nu oss omkring mitten av årets andra kvartal. Skulle du kunna ge en kort sammanfattning om Duearitys utveckling under perioden och hur det banar väg för resten av året?

Det har skett ett skifte från teknisk utveckling till produktionsförberedelser vilket upptagit mycket tid och kraft under det gångna kvartalet. Vi beräknar att den första produktionsbatchen produceras nästa månad så att vi därmed kan distribuera de första Tinearity G1 så fort vi erhållit vårt CE-certifikat. Därutöver har vi arbetat väldigt mycket med den digitala marknadsföringen och utarbeta flera kanaler ut på marknaden.

I Q1-rapporten nämner du om att ni just nu jobbar med justeringar för att produktionen skall kunna fortgå, skulle du kunna berätta mer om det?

Att övergå från teknisk utveckling till produktion, ”design transfer”, en process som innebär att ritningar och materialval ska överföras till produktionspartners för fullskalig produktion, är en mycket komplex process. Ett exempel är hur en typ av plast ska fästa på en annan typ och hur det så kallade verktyget då måste justeras. Men vi ligger bra till så den första produktionsbatchen beräknas vara färdig i juni.

Hur går det med etableringen av nya samarbeten tillsammans med audionomer, läkare, forskare, kliniker osv.? Någon eller några som ni får nämna vid namn?

Det arbetet går utmärkt. Vi går såklart inte ut med vilka förrän vi ingått en avsiktsförklaring eller samarbetsavtal. Men generellt vill jag understryka att vi fokuserar på kvalitet framför kvantitet och det ska finnas en tydlig uppsida för Duearity.

Ni för just nu samtal med en europeisk forskare kring ett forskningsprojekt som kan pågå i upp till 12 månader som syftar till att visa att Tinearity G1 är en effektiv behandling för tinnituspatienter. Skulle du kunna berätta mer om det och kanske svara på om det är möjligt att erhålla forskningsanslag?

En studie ska syfta till att öka förtroendet för Tinearity G1 i vår marknadsföring gentemot marknaden. Vi gjorde ett strategiskt val när vi startade Duearity, nämligen att utveckla, CE-märka och därefter genomföra studie. Vår ambition var att starta försäljning och sedan genomföra en studie. Alternativet var att utveckla, genomföra studie och därefter CE-märka och starta försäljning. Ur ett ekonomiskt perspektiv så är det tillvägagångssättet mer gynnsamt då vi snabbare kan skapa kassaflöde.

Det finns möjligheter till att ansöka om anslag från olika institutioner. Ansökningsprocessen kan dock vara byråkratisk och ta lång tid. Detta ska ställas mot alternativet att själva finansiera studien och därmed nå resultat snabbare. Personligen föredrar jag det sistnämnda.

Vad kan en investerare förvänta sig från Duearity under resten av 2022 och finns det något som kan vara särskilt intressant att bevaka framgent?

Det som står närmast på tur är CE-märkningen av Tinearity G1 som förväntas ske i sommar samt inte minst lanseringen som startar så fort CE-märkningen är på plats. En annan viktig händelse är att vi planerar att lämna in en ansökan till FDA om att få ett så kallat ”510-clearance” och därmed få tillstånd att starta marknadsföring och försäljning av Tinearity G1 i USA. Efter lansering kommer intäkterna från vår försäljning att presenteras i kvartalsrapporterna vilket ska bli spännande.

Den 9 maj 2022

APPENDIX

Base scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	7,3	23,6	73,9	161,5
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	0,0	0,2	7,3	23,6	73,9	161,5
COGS	-1,0	0,0 ¹	-1,7	-5,2	-15,9	-33,3
Bruttoresultat	-1,0	0,2	5,7	18,3	58,0	128,3
Bruttomarginal	n.a	n.a	77,0%	77,8%	78,5%	79,4%
Övriga externa kostnader	-0,4	-14,3	-20,2	-21,5	-27,5	-38,0
Personalkostnader	0,0	-1,2	-2,1	-3,9	-7,9	-9,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,4	-1,2	-8,7	-15,8
EBITDA	-1,3	-15,4	-17,0	-8,2	13,8	64,8
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	18,7%	40,1%

Base scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a.	n.a.	20,4x	6,3x	2,0x	0,9x
EV/S	n.a.	n.a.	16,6x	5,2x	1,7x	0,8x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	8,8x	1,9x

¹Räkenskaper för år 2021 är hämtade från Investeringsmemorandum under maj 2022 där kostnaden för sålda varor (COGS), enligt vår tolkning, sammanslagits med övriga externa kostnader

Bull scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	10,5	34,1	89,7	207,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	0,0	0,2	10,5	34,1	89,7	207,4
COGS	-1,0	0,0 ¹	-2,2	-7,3	-18,0	-38,5
Bruttoresultat	-1,0	0,2	8,3	26,9	71,7	168,9
Bruttomarginal	n.a	n.a	78,9%	78,7%	80,0%	81,5%
Övriga externa kostnader	-0,4	-14,3	-20,1	-21,5	-27,0	-38,8
Personalkostnader	0,0	-1,2	-1,8	-4,9	-9,3	-11,7
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-1,3	-9,7	-19,1
EBITDA	-1,3	-15,4	-13,7	-0,8	25,7	99,4
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	28,7%	47,9%

Bull scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a.	n.a.	14,3x	4,4x	1,7x	0,7x
EV/S	n.a.	n.a.	11,7x	3,6x	1,4x	0,6x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	4,8x	1,2x

¹Räkenskaper för år 2021 är hämtade från Investeringsmemorandum under maj 2022 där kostnaden för sålda varor (COGS), enligt vår tolkning, sammanslagits med övriga externa kostnader

Bear scenario, MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	4,0	12,3	26,9	34,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	0,0	0,2	4,0	12,3	26,9	34,2
COGS	-1,0	0,0 ¹	-1,0	-3,0	-6,4	-7,8
Bruttoresultat	-1,0	0,2	3,0	9,3	20,6	26,4
Bruttomarginal	n.a	n.a	75,0%	75,7%	76,4%	77,2%
Övriga externa kostnader	-0,4	-14,3	-20,7	-21,4	-23,1	-24,0
Personalkostnader	0,0	-1,2	-2,2	-2,7	-4,1	-4,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-2,7	-3,4
EBITDA	-1,3	-15,4	-20,4	-16,0	-9,4	-5,5
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

Bear scenario, nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a.	n.a.	37,6x	12,1x	5,6x	4,4x
EV/S	n.a.	n.a.	30,7x	9,9x	4,5x	3,6x
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

¹Räkenskaper för år 2021 är hämtade från Investeringsmemorandum under maj 2022 där kostnaden för sålda varor (COGS), enligt vår tolkning, sammanslagits med övriga externa kostnader

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 **Duearity 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.

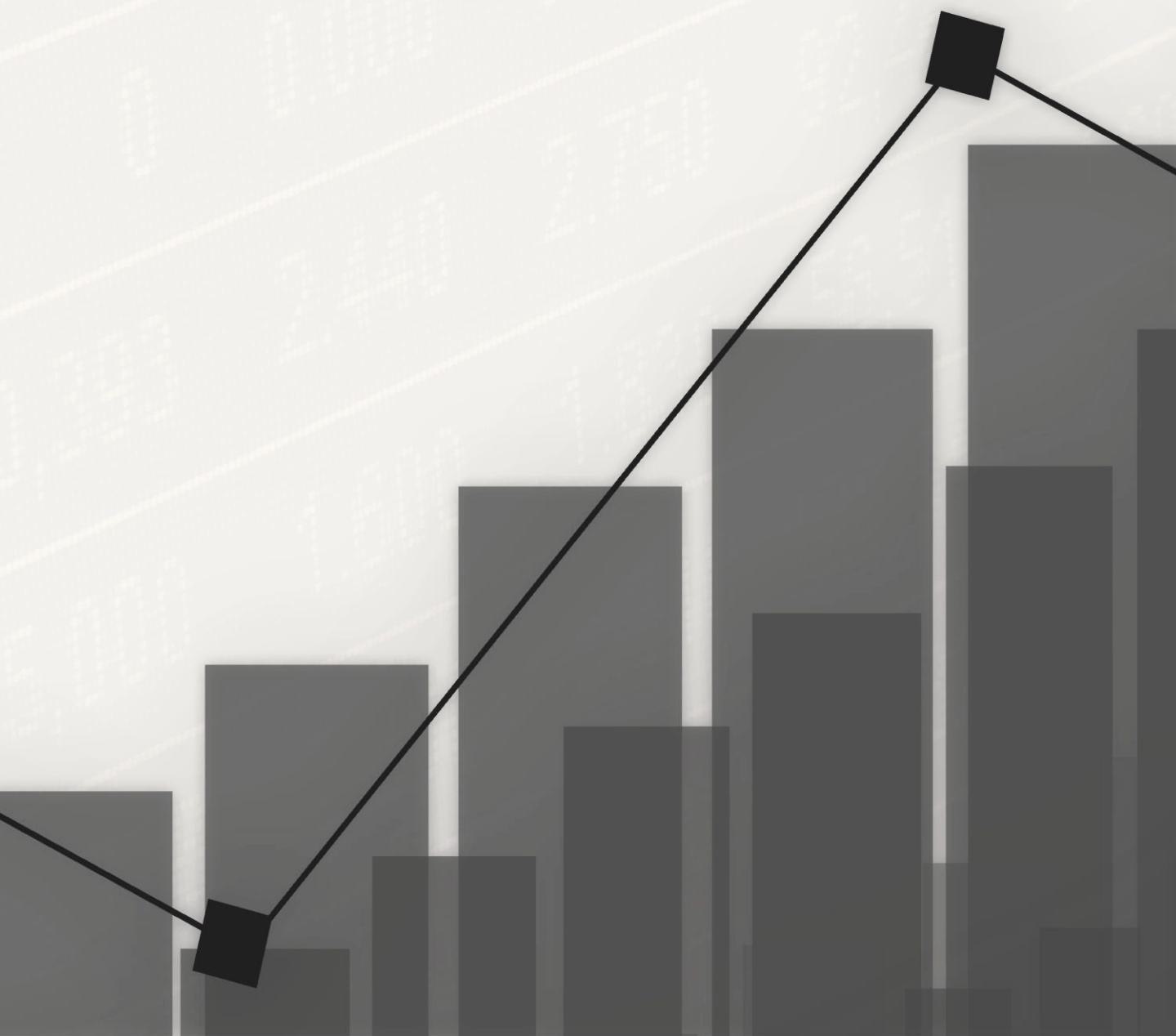
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). 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