

## PolarCool

11 september, 2023

**PolarCool AB ("PolarCool" eller Bolaget)** är ett medtech-bolag som har utvecklat en unik högkvalitativ kylenhet, vars kylande effekt har en kliniskt bevisad positiv inverkan för återhämtning vid hjärnskakning. Genom att inneha ett *first mover advantage* inom en relativt outforskad bransch har Bolaget möjlighet att kapitalisera på en omfattande marknadspotential med hjälp av den egenutvecklade produkten *PolarCap System*. Med en produkt vars syfte är att reducera de akuta skadeprocesserna vid hjärnskakning, utan tydliga konkurrenter, och en låg värdering i förhållande till jämförbara bolag, ser Analyst Group ett spännande läge för investerare att ta del av PolarCools fortsatta uppskalning globalt.

### Om Bolaget

I början av år 2017 etablerades PolarCool, sprunget ur det medicintekniska bolaget BrainCool som nu närmar sig en miljardvärdering på First North. Sedan avknoppningen 2017 har PolarCool vuxit med ett stort fokus på att utveckla PolarCap System samt ingå avtal med ledande klubbar och landslag för att penetrera sportmarknaden. Genom att applicera PolarCools produkt sänker användaren patientens hjärntemperatur genom selektiv kylning av huvud och nacke. Sänkningen av temperaturen, vilken är kontrollerad, syftar till att minska den akuta skadan vid hjärnskakning med betydligt bättre utsikter i relation till om kylning inte används. PolarCool väntas under hösten 2023 erhålla MDR-certifiering för sitt egna kvalitetssystem och anses ha goda möjligheter att bli ledande på kylbehandlingsmarknaden inom idrott i högre utsträckning. Produkten är även extra relevant inom kylbehandling för sport, eftersom hjärntemperaturen vid tidpunkten för hjärnskakningar inom idrott generellt är förhöjd, som en effekt av att den är starkt korrelerade med förhöjd kroppstemperatur. Således är det inom idrott särskilt relevant att akut kyla ner hjärnan för att minska risken för förvärrad skada som en förhöjd

### First mover advantage på marknad...

Till följd av att PolarCool har välrenommerade referenskunder samt ett tydligt *first mover advantage* på marknaden, med höga inträdesbarriärer för eventuellt inkommande konkurrenter, anses Bolaget ha goda möjligheter att kapitalisera på den stora marknadspotentialen.

### ...där flera sporter adresseras

Till följd av att kylbehandling vid huvudskada kan appliceras inom samtliga sporter med risk för huvudtrauma ser Analyst Group att PolarCool framöver kan anpassa Bolagets strategi utefter sporterna där produkten når högst genombrottskraft.

### Studie påvisar möjligheterna

PolarCap genomförde tillsammans med SHL en studie mellan 2016 och 2021 som påvisade effekten av PolarCap System vid hjärnskakning. Bland annat påvisade studien att antalet totala dagar en klubb hade spelare frånvarande till följd av hjärnskakning årligen sjönk från 102 till 43 dagar för lag som behandlade med PolarCap System.

hjärntemperatur innebär. Utöver att kroppstemperaturen är förhöjd inom idrotten är även hjärnskakningar relativt frekventa inom de sporterna vilka PolarCool har tagit Bolagets produkt till och syftar till att penetrera i ännu högre grad framgent. De flertalet strategiska genombrott som har nåtts under de senaste åren innebär idag att PolarCools produkt nyttjas på sju europeiska nyckelmarknader och inom fyra sporter där risken för hjärnskakning är hög. Bolagets prioriterade sporter, som dessutom utövas av miljontals människor och utgör grunden för den potentiella marknadspotentialen för PolarCool är ishockey, rugby, fotboll och handboll. Framöver väntas Bolaget ha fortsatt goda möjligheter att kapitalisera på den stora marknadspotentialen inom dessa sporter till följd av PolarCools teknikhöjd. Totalt har ca 35 MSEK investerats i PolarCap System sedan år 2017, vilket skapar en vallgrav mot bolag som vill slå sig in på marknaden.



### Tydliga konkurrenter saknas

Det finns idag tre aktör som har utvecklat produkter vilka är verksamma inom kylning avseende idrottssegmentet. Produkterna som tagits fram erbjuder däremot inte samma kraftfulla och kontrollerade kylning. Konkurrerande produkter adresserar i viss omfattning samma marknad inom kylbehandling men PolarCools produkt ses som unik till följd av det centrerade fokuset på akut huvudtrauma.



### Välrenommerade referenskunder

Bolaget har en stark pipeline där ett flertal dialoger förs med namnastarka kunder, såsom United Rugby Championship. Analyst Group ser att referenskunderna såsom topplag inom SHL, LIIGA och europeisk rugby framgent kommer fortsatt ha en stark validerande effekt för att kundpipen ska omsättas till större avtal med fortsatt attraktiva kunder.



### Peers påvisar värderingspotential

Det finns ett flertal noterade bolag som verkar inom medicinsk kylning, däremot inte inom akut hjärnskakning. Analyst Group anser att bolagen, såsom BrainCool, påvisar marknadens efterfrågan efter medicinska kyl-lösningar som har ett flertal positiva effekter. Jämförelsebolagens höga värderingar demonstrerar även ett potentiellt framtida riktmarke för PolarCool vid djupare marknadspenetration.

Under tidigare år anses Bolagets uppskalningsförsök blivit begränsade av den förhållandevis bristfälliga kunskapen som finns hos marknaden rörande denna typ av lösningar. Trots att Bolaget har signerat avtal med bland annat framstående hockeyklubbar på elitnivå i Schweiz och Tyskland, behövs fortsatt validering av produkten för att fortsätta visa på tillväxt och därigenom nå den breda samt extensiva marknaden, samt skala verksamheten framgångsrikt. En pusselbit för att bevisa detta och accelerera Bolagets försäljning är en studie som genomfördes under fem år med start år 2016 och som först publicerades under hösten 2022. Studien, vilken utvärderade PolarCaps effektivitet, var ett samarbete med Svenska Hockeyligan (SHL) samt Hockeyallsvenskan, och påvisade ett flertal signifikant effekter. Studien infattade 132 fall av bekräftade hjärnskakningar där 61 fall



**”Till följd av den attraktiva marknadspotentialen, vilken drivs av både medicinska och ekonomiska incitament, väntas emissionslikviden möjliggöra en fortsatt uppskalning. Kombinerat med en låg värdering i relation till jämförbara bolag ser Analyst Group ett attraktivt läge att delta i emissionen till en låg Pre-money värdering”**, säger ansvarig analytiker på Analyst Group.

behandlades med PolarCap System och visade på signifikanta skillnader i testgrupperna. Bland de som inte behandlades med PolarCap System hade fem spelare fortfarande inte återkommit till spel efter 300 dagar, medan samtliga spelare av de som behandlades med PolarCap System hade återkommit inom 31 dagar. Studien som i oktober 2022 blev publicerad i Journal of Neurotrauma blev under år 2022 en av de mest tre nedladdade studierna i den högt ansedda tidsskriften, vilket understryker intresset och efterfrågan för Bolagets lösningar från marknaden. Det strategiska genombrottet som publiceringen av studien utgjorde väntas tillsammans med ytterligare varumärkesinvesteringar bidra till en starkare marknadspenetration. Utöver den starka medicinska motivationskraften, vilken påvisas av studien, finns det även ett starkt ekonomiskt incitament för klubbar på hög nivå att använda produkten som en effekt av de stora kostnaderna kopplade till frånvarande spelare. Bland SHL-klubbar uppgår den prognostiserade kostnadsbesparingen till ca 300 000 kr årligen vid användning av

PolarCap System, således finns det finansiella incitament för klubbar på elitnivå att använda PolarCools bevisade produkt. Trots de höga frånvarokostnaderna i SHL finns det andra ligor där den finansiella kostnaden för frånvarande spelare är ännu högre, likt engelska Premier League där kostnaden vid frånvaro uppskattas till mer än 100 000 kr per dag. De höga kostnaderna för klubbar på elitnivå anses utgöra en stark motivationsfaktor att använda PolarCap System. De högre kostnaderna för frånvarande spelare på elitnivå, och således klubbarnas högre betalningsvilja, går ur PolarCools ekonomiska perspektiv hand i hand med Bolagets strategi, vilken syftar till att initialt sälja produkten till elitklubbar för att öka varumärkeskännedomen och förtroendet till produkten, för att i ett senare skede rikta försäljningen mot mindre klubbar där en marknadspenetration väntas bli avsevärt lättare som en effekt av erhållen validering från elitklubbar. Valideringen från studien öppnar även upp för potentiellt ytterligare verkningsområden för behandling, exempelvis av rehabylning efter hjärnskakning samt Whiplash-skador.

Bolaget är i slutfasen av att erhålla en MDR-certifiering enligt EU:s nya regelverk. Certifieringen, vilken innebär att Bolaget själva kan CE-märka nyutvecklade produkter, väntas uppnås redan under hösten år 2023 eftersom den avslutande revisionen har genomförts med positiv respons. Därutöver skapar även ett godkänt eget kvalitetssystem i egen regi betydande kostnadsbesparingar. Trots att användningen av Bolagets nuvarande CE-märkning har varit vital för initieringen av Bolagets marknadspenetration antas en egen CE-märkning höja förtroendet för PolarCool utöver övriga fördelar såsom lägre kostnader och ökade möjligheter till marknadsgodkännanden på nya marknader. **MDR-certifieringen utgör således enligt Analyst Group en värde drivare** vars inneboende värde väntas realiseras med start redan under hösten 2023.

För att accelerera det varumärkesbyggande arbetet samt insatserna för att erhålla nödvändiga godkännanden genomför nu Bolaget en företrädesemission, med tecknings- och garantiåtagden om 60 %, vilken vid full teckning estimeras tillföra Bolaget 5 MSEK före emissionskostnader. Därtill finns det teckningsoptioner i erbjudandet vilka kan tillföra Bolaget ytterligare ca 6,3 MSEK. Emissionslikviden avses, förutom lösning av eventuellt kvarvarande bryggglån, främst användas till marknads- och försäljningsaktiviteter inom EU.

#### Nyckeldata per 2023-09-08

|                     |                         |
|---------------------|-------------------------|
| Senast betalt (SEK) | 0,25                    |
| Antal aktier (st.)  | 60 278 265 <sup>1</sup> |
| Börsvärde (MSEK)    | 14,8 <sup>1</sup>       |
| Nettokassa (MSEK)   | 4,8 <sup>1,2</sup>      |
| EV (MSEK)           | 10,0 <sup>1,2</sup>     |
| P/S (LTM)           | 6,7x                    |
| EV/EBIT (LTM)       | Neg.                    |
| Lista               | Spotlight Stock Market  |
| VD                  | Erik Andersson          |



<sup>1</sup>Inklusive den kommunicerade företrädesemissionen under september-oktober 2023

<sup>2</sup>Inklusive kort och lång leasingsskuld per 2023-06-30 samt vid fulltecknad emission

# Marknadsanalys

## Bred men utforskad marknad

Marknaden inom kylbehandlingar är i ett tillväxtstadium där lösningar likt PolarCools har börjat nå till marknaden under de senaste åren. Genom att tillhandahålla en produkt med hög teknikhöjd och potential att revolutionera hur kylbehandling används inom idrott, för att reducera skadorna för individer som drabbas av hjärnskakning, positioneras Bolaget i slagläge för att kapitalisera på marknaden till följd av PolarCools *first mover advantage*. Marknadens extensiva inneboende potential påvisas av antalet professionella lag vilka är verksamma inom de fyra sporterna, hockey, fotboll, rugby och handboll, vilka Bolaget ser som de mest attraktiva att etablera en bred användarbas av PolarCap System inom. Antalet professionella lag i Europa inom de fyra sporterna illustreras nedan:

**Ishockey:** 421 professionella lag

**Fotboll:** 1 634 professionella lag

**Rugby:** 238 professionella lag

**Handboll:** 817 professionella lag

Noterbart är att den globala marknadspotential inom professionell idrott givetvis är större, till följd av att lanseringen påbörjats i Europa ses denna marknad däremot som mest relevant att adressera i dagsläget. Att klart flest professionella lag finns inom fotboll ser Analyst Group vidare som en styrka då det inom fotbollen finns starka ekonomiska incitament för professionella lag att applicera PolarCap Systems kliniskt bevisade egenskaper, till följd av de ofta höga spelarkostnaderna för klubbarna. Således finns det starka argument inom sporten att applicera PolarCap System i praktiken och därmed kraftigt minska antalet dagar en spelare är frånvarande vid hjärnskakning. Den femåriga studien som genomfördes i SHL visar på att det genomsnittliga totala antalet dagar spelare var frånvarande för en klubb årligen sjönk från 102 dagar till 43 dagar om man tillhandahöll PolarCap System. Den stora skillnaden om 59 dagar anses även ge en tydlig fingervisning om minskningen av antalet frånvarande dagar inom övriga sporter vid användning av PolarCap System. Med en genomsnittlig kostnad om 100 000 kr per dags frånvaro i Premier League illustreras det lukrativa värdet som Bolagets produkt besitter. De stora kostnadsbesparingarna som lag med höga spelarkostnader väntas ha möjlighet att uppnå bådär således för en stor betalningsvilja hos lagen och därmed en attraktiv *pricing power* för PolarCool vid försäljning av produkten till kapitalstarka kunder.

## Välrenommerade referenskunder

För att framgångsrikt ta produkten till marknaden i större skala ser Analyst Group att fortsatta satsningar inom varumärkeskännedom och andra marknadsinsatser är vitala. Därutöver väntas den publicerade studien framgent fortsätta påvisa Bolagets *Proof of Concept*, vilket förväntas

driva uppskalningen på marknaden. För att produkten ska nå den extensiva marknaden på bred front krävs det även starka referenskunder vars varumärkesbyggande effekt är viktig för att attrahera ytterligare kunder. Till följd av att PolarCool verkar inom hälsovård är barriärerna för att penetrera marknaden och realisera det underliggande värdet i PolarCool särskilt beroende av starka referenskunder, eftersom hälsovård är en konservativ sektor där nya lösningar, trots ny teknik, ofta ses på med skepticism. Således anses de flertalet framstående klubbar och landslag som PolarCool har ingått avtal med, inom samtliga prioriterade sporter, som essentiella för att fortsatt nå större marknadsandelar. Nedan illustreras flera av referenskunderna som framöver förväntas öppna flera dörrar för PolarCool:

### Ishockey:

- Starkt fäste inom svensk hockey med användande lag i SHL, HockeyAllsvenskan och HockeyEttan.
- Både **KalPa** och **Lukko**, som spelar i den finska högstaligan, signerade tvååriga avtal under 2022.
- De tyska mästarna **Alder Mannheim** har förnyat ett tvåårigt kommersiellt avtal till år 2024.

### Rugby:

- Det **australienska** och **georgiska herrlandslagen** har tecknat avtal för pågående Rugby World Cup i Frankrike.
- Det brittiska storlaget **Bristol Bears** signerade 2023 ett avtal med PolarCool.
- De franska Top 14 klubbarna, **Stade Français**, **Lyon** och **Racing 92** har de senaste säsongerna signerat tvååriga kommersiella avtal.

### Fotboll:

- **Wales fotbollslandslag** använde PolarCap under VM i Qatar.
- Bundesliga klubben **TSG Hoffenheim** signerade ett provkontrakt för 2022/2023.
- **AS Monaco**, hemmahörande i Ligue 1, signerade ett provkontrakt under år 2022.

### Handboll:

- Det **svenska herrlandslaget** använde PolarCap System under EM 2022.
- **Ystads IF**, tillika svenska mästare, signerade ett tvåårigt kommersiellt avtal år 2022.

Det flertalet avtal som tecknats anser Analyst Group påvisar att PolarCool står i startgroparna för att framgångsrikt, som en effekt av valideringen av PolarCap System genom Bolagets referenskunder uppnå, nå en bredare marknad framgent. En ökad närvaro bland elitklubbarna möjliggör även att PolarCool framöver ska nå de lägre divisionen av sporterna vilka estimeras adressera betydligt fler användare. Exempelvis finns det bara i England ca 120 000 fotbollslag.

## Business Case

Nedan beskrivs ett tänkbart händelseförlopp och värde drivare för PolarCool under kommande år.

- Bolaget erhåller MDR-godkännande under hösten år 2023, vilket möjliggör för Bolaget att utveckla en ny headcap som sänker tillverkningskostnaderna i stor utsträckning.
- Uppskalning av försäljningsorganisationen under år 2023 genom att anställa en försäljningschef.
- Godkännande från FDA erhålls år 2024, vilket möjliggör för Bolaget att parallellt med försäljningsarbetet i Europa börja förbereda för lansering i USA.
- Inledd försäljning i Australien och Nya Zeeland efter marknadsgodkännande. Den australienska och nya zeeländska marknaden anses besitta en stor potential till följd av hur utbrett rugby är.
- Under 2025 inleds försäljningen i USA och Kanada. En marknads lansering i USA samt Kanada förväntas vara accelererad i förhållande till lansering i Europa till följd av att Bolaget framgångsrikt penetrerat den europeiska marknaden och därmed skapat högre varumärkeskännetecken.





### Affärsmodell med återkommande intäkter

Bolagets affärsmodell grundar sig på uthyrning av den CE-märkta kylvanheten till kund. Uthyrningsperioden tenderar att vara två till tre år, vilket vidare innebär ett förutsägbart kassaflöde för Bolaget. I ett senare skede när PolarCool väntas ha kommit närmare lönsamhet väntas det förutsägbara kassaflödet optimera Bolagets kapitalstruktur. Utöver uthyrningen av den CE-märkta kylvanheten säljer PolarCool övriga delar som förbrukningsvaror. Till följd av att artiklarna säljs fristående genereras en rörlig intäkt, vilken väntas bidra till en starkare lönsamhet i takt med att den installerade basen successivt växer. Bolaget äger idag 75 kylbehandlingssystem, där drygt hälften redan vid ingången av 2023 var aktiverade hos betalande kunder, d.v.s ca 40 system. Resterande system i lager utgör en omedelbar leveranskapacitet för Bolaget och enligt PolarCools estimat kan lönsamhet uppnås vid uthyrning av ca 150 system. Detta kan därmed tolkas som att PolarCool har kommit ungefär en fjärdedel på vägen mot att visa svarta siffror. I takt med att PolarCool förväntas sälja allt fler system bör detta därmed utgöra en värde drivande effekt i aktien.

### Översikt över jämförbara Peers

I tabellen nedan illustreras flertalet jämförbara bolag till PolarCool. Sammanställningen har gjorts för att påvisa skillnader och likheter mellan Bolaget och peers som kan argumenteras för har affärsmodeller samt produkter som är jämförbara med PolarCools produkt. Samtliga bolag i jämförelsegruppen använder kylning i diverse medicinska syften, däremot skiljer det sig huruvida i vilket medicinskt syfte som kylningen appliceras, således adresserar bolagen olika marknader inom kylning. Jämförelsebolagen har samtidigt kommit olika långt i respektive kommersialisering, de olika faserna i bolagens kommersialisering anses motivera de högre värderingarna i jämförelse med PolarCool.

Analyst Group ser däremot att jämförelsebolagens värderingar potentiellt påvisar det underliggande värdet i PolarCool till följd av det flertalet fördelar kylning i medicinskt syfte erbjuder. För att realisera det underliggande värdet i verksamheten och ha möjlighet att nå värderingarna som jämförelsegruppen uppnått anses det som essentiellt att PolarCool framgent accelererar det varumärkesbyggande arbetet och fortsätter knyta avtal med viktiga referenskunder, vilket Bolaget till följd av den innovativa produkten och väntade emissionslikviden anses ha goda möjligheter att åstadkomma framgent.

| Bolag   | Beskrivning   | Huvudsaklig typ av kylning    | Ägarform | Marknadsfas       | Värdering |
|---|---|-------------------------------|----------|-------------------|-----------|
|  BrainCool  | BrainCool säljer främst system för helkroppskylning av intensivvårdspatienter. Systemet bygger på kylplattor som placeras på huden och som även kan kompletteras med en kylhätta. | Helkroppskylning via huden    | Noterat  | Kommersialisering | 930 MSEK  |
|  Paxman    | Paxman säljer system för skalpkylning. Kylan som överförs via en hätta, reducerar håravfallet hos cancerpatienter som genomgår cytostatikabehandling.                             | Lokal yttlig kylning          | Noterat  | Kommersialisering | 652 MSEK  |
|  Dignitana  | Dignitana säljer system för skalpkylning. Kylan som överförs via en hätta reducerar håravfallet hos cancerpatienter som genomgår cytostatikabehandling.                           | Lokal yttlig kylning          | Noterat  | Kommersialisering | 247 MSEK  |
|  PolarCool | PolarCool säljer system för kortvarig akut kylning av hjärnan. En kylhätta sätts på idrottare i direkt anslutning till de drabbats av hjärnskakning.                              | Lokal akut kylning av hjärnan | Noterat  | Kommersialisering | 7 MSEK    |

## Disclaimer

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 vara 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. Läsare kan anta att Analyst Group har mottagit ersättning för att framställa denna analysartikel.

### **AG Equity Research AB**

Riddargatan 12B  
114 35 Stockholm

Telefon: 08-410 112 15  
E-post: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Hemsida: [www.analystgroup.se](http://www.analystgroup.se)

Org.nr: 556999-0939

Analyst Group är ett växande analyshus med fokus på små- och microcap-bolag i Sverige. Sedan vår start år 2014 har vi utvecklat en djupgående kunskap och erfarenhet av att analysera och erbjuda aktieanalyser, samtidigt som vi hjälper företag att förbättra sina investerarrelationer för ökad förståelse och transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.