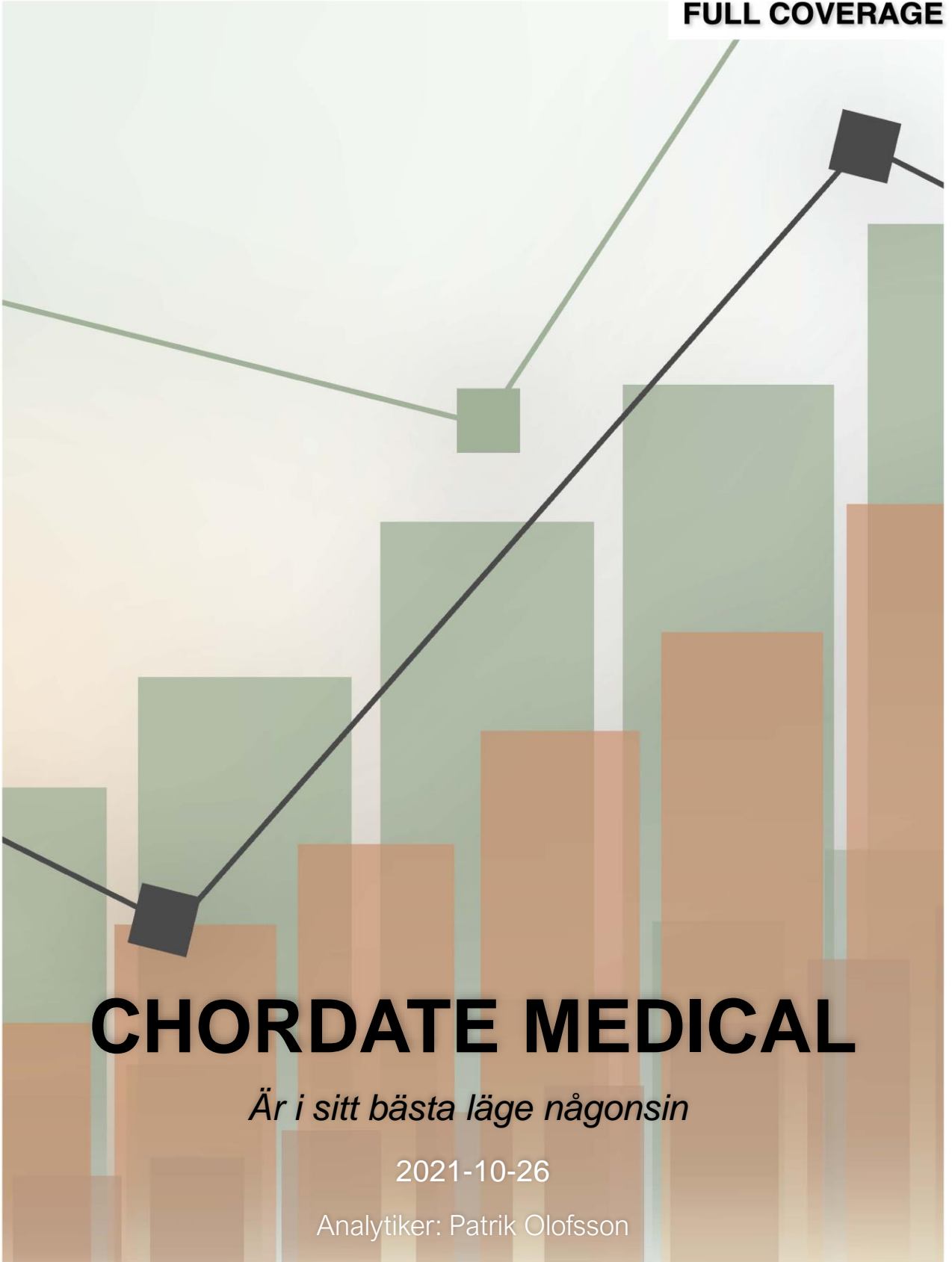


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## CHORDATE MEDICAL

*Är i sitt bästa läge någonsin*

2021-10-26

Analytiker: Patrik Olofsson

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

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

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

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

---

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

# INNEHÅLL

Chordate Medical AB ("Chordate" eller "Bolaget") är ett medicintekniskt bolag som under tio år har utvecklat och patenterat en ny behandlingsmetod mot kronisk nästäppa och kronisk migrän. Den globala läkemedelsmarknaden för migränbehandlingar beräknas uppgå till 84 miljarder SEK per år inom sex år. Chordates patenterade K.O.S-behandling för kronisk migrän CE-märktes i maj 2021, över ett år före Bolagets plan, och den kommersiella resan har inletts. Sedan tidigare har Chordates rinit-behandling erhållit CE-märkning och introducerats på utvalda europeiska marknader samt Saudiarabien. Chordate Medical är noterat på Nordic Growth Market – SME med kortnamnet: CMH. Under september 2021 meddelade Chordate att de har för avsikt att byta handelsplats till Nasdaq First North Growth Market.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Migränmarknaden	7-8
Kronisk rinit	9
Finansiell prognos	10-12
Värdering	13
Ledning & styrelse	14
Appendix	15-16
Disclaimer	17

## VÄRDEDREVARE

6 av 10

Till följd av den erhållna CE-märkning gällande migränområdet har Chordate, nu mer än någonsin, siktet inställt på att skapa sig en stark position inom migränmarknaden. Då Bolaget redan har ett etablerat distributörsnätverk sedan tidigare möjliggörs en accelererad försäljnings-tillväxt. I ett sådant läge ser vi att förutsättningarna är goda för att Chordates tänkta EXIT-strategi kan gå i lås, där en större aktör förvärvar samtliga av Bolagets aktier till en premievärdering.

## HISTORISK LÖNSAMHET

1 av 10

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

## LEDNING & STYRELSE

6 av 10

Chordate består av en gedigen ledning och styrelse med olika kompetenser, vilka lämpar sig väl för att kunna utveckla Bolaget i rätt riktning. VD Anders Weilandt har god erfarenhet från att leda medtech-bolag. Ordförande Henrik Rammer har arbetat inom Private Equity (PE) på bl.a. Triton. Vidare, via nytillskottet Caroline Lundgren Brandberg som styrelseledamot får Chordate en klar kompetensförstärkning. Caroline har dessutom kopplingar till Bolagets huvudägare (Isak Brandberg AB), vilka innehar 12,1 % av aktierna, något vi menar skapar bra förutsättningar för ett gott ägaransvar.

## RISKPROFIL

5 av 10

Den kommersiella fasen måste fortfarande nå upp till en högre nivå och Chordate måste bevisa sin affärsmodell och produktnytta för marknaden, där framförallt migränområdet utgör en viktig beståndsdel. Vi har tidigare kommunicerat att Chordate är i behov av externt kapital och givet att TO7 fortsatt är *in the money* kan detta ge ett kapitaltillskott om upp till ca 36 MSEK under oktober / november 2021.

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

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

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

# CHORDATE MEDICAL HOLDING (CMH MTF)

## ÄR I SITT BÄSTA LÄGE NÅGONSIN



Chordate fortsätter sin kommersiella resa med ett primärt fokus mot migränområdet och genom den pågående inlösen av TO7 ser Chordate ut att kunna stärka sin kassa rejält. Utöver befintliga marknader är nu siktet även inställt mot USA, där en förstudie för marknadstillstånd hos FDA pågår. Efter en slutförd förstudie under Q1-22E, är ambitionen att en fullständig ansökan ska kunna lämnas in under H2-22. Givet en stärkt kassa och balansräkning, CE-märkning inom EU för migränindikationen, påbörjad försäljning inom migränområdet samt ambitionen att ta klivet in på den amerikanska marknaden, anser vi att Chordate befinner sig i en position som bara kan beskrivas som den hittills bästa i företagets historia. Vi upprepar därmed vårt värderingsintervall i termer av bolagsvärde, vilket med hänsyn till, och justerat för, ett antagande om fullt nyttjande av TO7, motsvarar ett nuvärde per aktie om 3,0 kr i vårt Base scenario.

### ▪ Inga överraskningar i rapporten

Likt H1-21 var även Chordates försäljning under årets tredje kvartal blygsam, och uppgick till endast 0,2 MSEK (0,02), med ett EBITDA-resultat om -3,4 MSEK (-3,7). Samtidigt ser vi fortsatt tecken på att det börjar hända allt mer och mer på Bolagets olika marknader. Detta, i kombination med mer av ett "normalläge" i världen, gör att vi håller kvar vid vår tro om att Chordates försäljning kan öka successivt under kommande kvartal.

### ▪ Blickar mot andra sidan Atlanten

Chordate genomför en förstudie avseende marknadstillstånd i USA tillsammans med ett välrenommerat amerikanskt konsultföretag, där målbilden är att arbetet ska vara klart någon gång under Q1-22. Projektet är dessutom inriktat mot att preliminärt komma vidare till ingivandet av en fullständig ansökan under andra halvan av år 2022. Även om en faktisk försäljningsstart i USA ligger långt fram i tiden, ser vi att stegvisa framgångar i ansökningsprocessen potentiellt kan komma att öppna ögonen bland fler tänkbara "tagare" till Chordate, d.v.s. uppköpare, vilket i sig skulle vara värde drivande.

### ▪ Räkningar med att kassan stärks rejält

Kostnadsbasen under Q3-21 var i linje med våra förväntningar och vi ser positivt på att Chordate även under tredje kvartalet har utvecklats med god kostnadskontroll. Vid utgången av september uppgick kassan till 7,7 MSEK och med hänsyn till att aktien just nu handlas omkring 2 kr, ser vi chanserna som goda att Chordate kan komma att tillföras närmare 36 MSEK från TO7.

### ▪ Vi upprepar vårt värderingsintervall

Vi anser att Chordate utvecklas enligt plan, varför vi därmed håller fast vid det bolagsvärde som vi tidigare ansett varit motiverat i våra samtliga tre scenarion Base-, Bull och Bear. Dock, med hänsyn till ungefär 48 miljoner tillkommande aktier, givet fullt nyttjande av TO7, justeras vårt värderingsintervall i termer av värde per aktie.

## AKTIEKURS | 2,0 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (NUVÄRDE 2024 ÅRS PROGNO)

**BEAR**  
1,3 kr

**BASE**  
3,0 kr

**BULL**  
3,9 kr

CHORDATE MEDICAL HOLDING					
Aktiekurs (2021-10-22)	2,0				
Antal Aktier (st.)	158 078 415 <sup>1</sup>				
Market Cap (MSEK)	316,2 <sup>1</sup>				
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-36,4 <sup>1</sup>				
Enterprise Value (MSEK)	279,8 <sup>1</sup>				
V.52 prisintervall (SEK)	0,30 – 6,08				
UTVECKLING					
1 månad	+43,1 %				
3 månader	-35,8 %				
1 år	+268,5 %				
YTD	+316,3 %				
HUVUDÄGARE (PER 2021-09-30, KÄLLA: BOLAGET)					
Isak Brandberg AB med närstående	12,1 %				
HAWOC Investment AB	10,4 %				
Sifonen AB	9,1 %				
Tommy Hedberg	5,4 %				
Henrik Rammer	4,9 %				
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör	Anders Weilandt				
Styrelseordförande	Henrik Rammer				
FINANSIELL KALENDER					
Delårsrapport #3 2021	2022-02-25				
PROGNOS (BASE)					
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Totala intäkter (MSEK) <sup>2</sup>	3,9	3,3	14,9	35,4	56,9
<b>Bruttoresultat (MSEK)</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>10,8</b>	<b>26,9</b>	<b>44,8</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>3</sup>	n.a	50,3%	66,5%	73,9%	77,7%
Rörelsekostnader (MSEK)	-19,6	-20,1	-18,8	-23,8	-27,6
<b>EBITDA (MSEK)</b>	<b>-16,9</b>	<b>-17,1</b>	<b>-8,1</b>	<b>3,1</b>	<b>17,2</b>
EBITDA-marginal <sup>3</sup>	neg.	neg.	neg.	1,5%	27,0%
P/S	511,6	452,6	25,7	9,6	5,8
EV/S	452,6	400,5	22,8	8,5	5,2
EV/EBITDA	-16,6	-16,3	-34,7	90,3	16,2

<sup>1</sup>Givet fullt nyttjande av samtliga TO7 under oktober 2021.

<sup>2</sup>Inkl. aktiverat arbete

<sup>3</sup>Exkl. aktiverat arbete

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# INVESTERINGSIDÉ

## Stor potential i migränmarknaden

Mellan 110 och 170 miljoner personer i världen lider av kronisk migrän, vilket gör att sjukdomen anses vara den tredje vanligaste i världen. Chordate har utvecklat en ny läkemedelsfri metod som genom nervstimulering kan behandla kronisk migrän, där den adresserbara marknaden är minst sagt omfattande. Den globala marknaden för migränläkemedel har ett prognostiserat värde om 80 mdSEK år 2026, med en CAGR om cirka 10 % i de sju största marknaderna. Men att behandla migrän med medicin fungerar inte för alla personer, detta då många av de tillgängliga produkterna idag har starka biverkningar, vilket inte är optimalt eller önskvärt för vissa patienter. I samband med den stundande kommersialiseringen kan uppsidan således vara minst sagt betydande för Chordate.

**1 AV 7  
MÄNNISKOR  
LIDER AV  
MIGRÄN**

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

## CE-märkning - en historisk milstolpe

Reklamslogan "Plötsligt händer det" har nog de flesta hört, och den 10 maj 2021 när Chordate meddelade nyheten om CE-märkning för behandling av kronisk migrän var det nog fler än vi som tänkte just det. I vårt Base scenario hade vi räknat med att Chordate skulle erhålla CE-märkning för migränbehandlingen, däremot hade vi inte estimerat att det skulle erhållas så pass tidigt som ett år innan plan. Tidigare har vi utgått från att den pågående migränstudien i Tyskland och Finland först skulle bli avklarade, där senaste nytt är att patientrekryteringen nått slutfasen och den vetenskapliga artikeln beräknas kunna slutföras under våren 2022. När väl migränstudien slutförts och att därefter ett positivt slutresultat för migränbehandling med K.O.S skulle kunna presenteras, så räknade vi med att det resultatet skulle bli den väsentliga delen i Chordates ansökan om CE-märkning, och därmed tillstånd att marknadsföra behandlingen för förebyggande av migrän i EU. Istället har CE-märkningen beviljats efter granskning av medicinsk effekt och säkerhet som framkommit i resultaten från en tidigare interimanalys avseende migränstudien, vilken var grunden i den ansökan som lämnades in i maj 2019. CE-märkningen innebär att Chordate kan kommersialisera migränbehandlingen fritt inom EU, där bolagets målsättning är att ta en så stor andel som möjligt av antalet behandlingar för kronisk migrän på en given marknad. Chordate har sedan dess erhållit kommersiella orders inom EU, och under oktober 2021 meddelade Bolaget att de även inleder en förstudie för marknadstillstånd hos FDA i USA, där målbilden är att arbetet ska vara genomfört någon gång under första kvartalet 2022. Projektet är inriktat mot att preliminärt komma vidare till ingivande av en fullständig ansökan under andra halvan av år 2022.

**HAR ÄVEN  
USA  
I SIKTE**

## Prognos, värdering och EXIT-möjlighet

I ett Base scenario förväntas Chordate öka omsättningen till ca 54 MSEK år 2024. Baserat på en relativvärdering och en applicerad värderingsrabatt, en diskonteringsränta om 10 % och P/S 10 som målmultiplikator på 2024 års försäljning, erhålls ett nuvärde per aktie om 3,0 kr. Chordate har en uttalad strategi att bolaget vid en lämplig tidpunkt ska säljas, en s.k. "exit". En sådan försäljning skulle kunna inträffa inom 3-5 år, vilket dock ska ses som en ambition och inte en utfästelse. Fokus blir därför att bevisa Bolagets produkt och erbjudande, snarare än att visa kortsiktiga finansiella resultat.

**POTENTIELL  
EXIT  
INOM  
3-5 ÅR**

## Trög marknad resulterar i utmaningar att etablera Chordates produkt och metod

Chordate verkar i en trögriktig och konservativ bransch, något som medför tydliga utmaningar och kommer kräva ytterligare marknadsinsatser. Vid utgången av september uppgick kassan till 7,7 MSEK, där Chordate under september upptog bryggglån om totalt ca 7 MSEK i syfte att finansiera tiden fram till den tänkta inlösen av TO7, där det totala bryggglånet kan kvittas mot TO7, men har en löptid på 12 månader och är upptagna till marknadsmässig ränta. Teckningsperioden för just TO7 löper fram tills den 29 oktober 2021, där en option ger innehavaren rätt att teckna aktier för 0,75 kr/st., vilket vid full teckning kan tillföra Chordate ca 35,9 MSEK. Med tanke på nuvarande aktiekurs, och därmed om TO7 fortsatt "håller sig" *in the money*, skulle det få en signifikant positiv effekt på Chordates finansiella position. Detta blir särskilt tydligt vid en jämförelse med senaste kvartalets *burn rate* om ca -1,6 MSEK/månad, där en liknande kapitalförbrukning framgent skulle innebära att Chordate är finansierade så långt som tills slutet av år 2023, allt annat lika.

**~36 MSEK  
I MÖJLIG  
LIKVID FRÅN  
TO7**

# BOLAGSBESKRIVNING

Chordate är ett medicinteknikbolag som under drygt tio år har utvecklat, patenterat och CE-märkt ett produktsystem för nervstimulerande behandling av kronisk rinit. Bolaget har även under maj 2021 erhållit CE-märkning för kronisk migrän som indikation för samma typ av behandling.

## Behandling av kronisk migrän

Chordate bedriver en migränstudie på ett flertal kliniker i Tyskland, samt Finland, där delfinansiering har erhållits från VINNOVA. Den randomiserade, placebokontrollerade och dubbelblinda multicenterstudien genomförs sedan i mars 2018. Studien omfattar upp till 140 patienter och är utformad för att utvärdera effekten och säkerheten hos K.O.S-behandlingen (*Kinetic Oscillation Stimulation*). Studien avser primärt visa medelförändring i antal huvudvärksdagar per månad, med måttlig till svår intensitet, från studiestart jämfört med en utvärderingsperiod om fyra veckor. Hälften av patienterna får aktiv K.O.S-behandling, medan övriga patienter erhåller placebobehandling. Chordate genomförde under våren 2019 en interimanalys, vilken genomfördes på de 50 första av totalt ca 140 patienter som skall rekryteras, och resulterade i att studien fortsatte enligt rekommendation, utan att Chordate behöver ändra designen eller antalet patienter. Under maj 2021 stod det klart att Chordate erhöll CE-märkning för behandling av kronisk migrän med Bolagets K.O.S-metod, där beviljandet medgavs efter granskning av medicinsk effekt och säkerhet som framkommit i resultaten från en tidigare interimanalys. Chordate har därmed tillstånd att marknadsföra behandlingen för förebyggande av migrän i EU och med tanke på det relativt sett enorma marknadsvärdet som migränvård representerar, finns givetvis en stor potential för Chordate. Själva migränstudien pågår fortsatt och patientrekryteringen har nu nått slutfasen, där den vetenskapliga artikeln beräknas kunna slutföras under våren 2022.

ENORM  
POTENTIAL  
INOM MIGRÄN-  
MARKNADEN

## Behandling av kronisk rinit

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

55 %  
AV PATIENTER  
HAR GOD  
KVARSTÅENDE  
EFFEKT

## Affärsmodell

Chordates produktsystem säljs via egen säljorganisation och distributörer till kliniker och sjukhus som i sin tur behandlar patienterna. Exempel på befintliga distributörer är PO-Medica, ett företag med etablerade försäljningsresurser i hela Norden, Vedise Hospital som är verksamma i Italien, m.fl. Ytterligare en viktig marknad för Chordate är Saudiarabien, där Chordates rinitbehandling täcks av privat sjukvårdsförsäkring på cirka 25 % av de cirka 127 privata sjukhusen i Saudiarabien.

## Intäktskällor

- Systemförsäljning/starter-kit:** detta är en fast engångsintäkt och avser själva huvudsystemet, tillsammans med ett mindre antal behandlingsskoder och engångsartiklar.
- Behandlingar:** Chordate erhåller betalningar i samband med varje behandling, vilket inkluderar behandlingsskod och den engångsartikel i form av slang och kateter som förbrukas vid varje enskilt behandlingstillfälle.

Intäktssmodellen grundar sig i en s.k. *pay per treatment*-modell där installerade system laddas elektroniskt med en kod för ett visst antal behandlingar som beställs ifrån Chordate. Antalet behandlingar kan fyllas på löpande när befintliga har förbrukats, vilket innebär hög bruttomarginal. Chordate har även intäktskällor i form av kontrakterade privata ÖNH-kliniker i Sverige.

PAY PER  
TREATMENT-  
MODELL  
INNEBÄR HÖG  
BRUTTO-  
MARGINAL



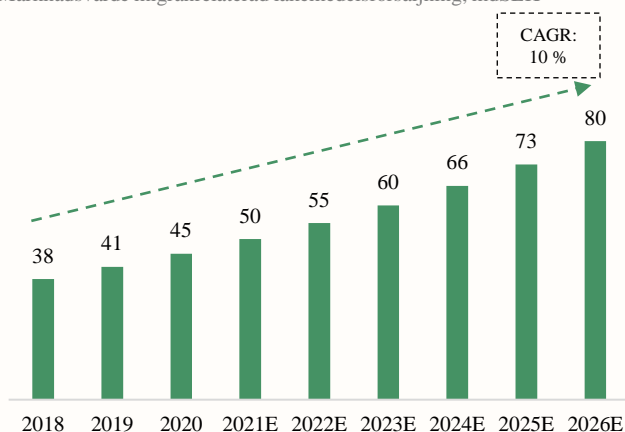
# MIGRÄNMARKNADEN

## Migrän anses vara den tredje vanligaste sjukdomen i världen

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

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

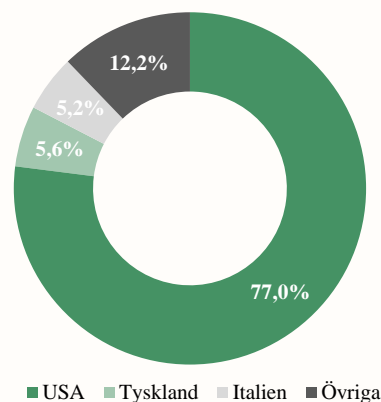
Marknadsvärde migränrelaterad läkemedelsförsäljning, mdSEK



Källa: Global Data Healthcare (2017)

### USA har klart störst andel av marknaden 2026E.

Marknadsandel 7MM, Topp 3



Källa: Global Data Healthcare (2017)

## Det finns en tydlig efterfrågan efter nya lösningar

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

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

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

<sup>1</sup> Steiner TJ et al. Migraine: the seventh disabler. *The Journal of Headache and Pain* 2013, 14:1

<sup>2</sup> Global Data Healthcare report (September 2017)

# MIGRÄNMARKNADEN

## Migrän i vården<sup>1</sup>

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

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

## Påverkan

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

## Marknaden för neurostimuleringsprodukter<sup>3</sup>

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

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

### Marknaden för neurostimulering väntas visa god tillväxt.

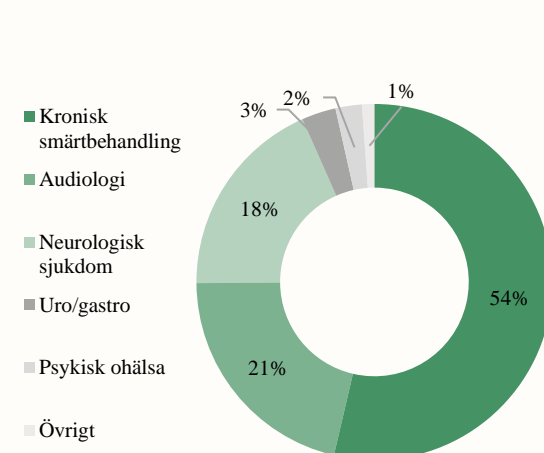
Marknadsvärde neurostimulering och kronisk smärtlindring



Källa: Neurostimulation Devices Market Size (2019)

### Kronisk smärtlindring står klart för störst marknadsandel.

Marknad för neurostimulering, per användningsområde 2018



Källa: Neurostimulation Devices Market Size (2019)

<sup>1</sup>Khan, S. Schoenen, J. Ashina, M. *Cephalalgia* 2015, Vol.34(5) 382-91

<sup>2</sup>Steiner TJ et al. *Migraine: the seventh disabling. The Journal of Headache and Pain* 2013, 14:1

<sup>3</sup>Neurostimulation Devices Market Size, 2019



# KRONISK RINIT

## Miljontals människor lider av kronisk rinit

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

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

Antal personer som kan lida av kronisk rinit



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

## Etablerade behandlingsmetoder

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

# FINANSIELL PROGNOSE

Följande finansiella prognoser utgår från Chordate affärsben som inriktar sig mot behandling av kronisk rinit såväl som migrän, där Bolaget under Q2-21 erhållit CE-märkning för just behandling av kronisk migrän inom EU. Något som åter är aktuellt är det tidigare Joint Venture-avtalet med Nanos Medical i Kina, där Nanos Medical nyligen har återupptagit registreringsprocessen av K.O.S för rinit. Målsättningen är att en registrering ska kunna vara genomförd och på plats inom 15 månader (räknat från augusti 2021), varför detta i dagsläget ej inkluderas i gjorda prognoser.

## Omsättningsprognos 2021-2024: behandling av kronisk rinit

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

Adresserbara marknader*	Totalt antal invånare
Storbritannien (i dagsläget läggs dock begränsat fokus här, tills effekterna av Brexit blivit tydligare)	65,6 miljoner
Saudiarabien	32,3 miljoner
Finland, Danmark och Norge	16,5 miljoner
Sverige	9,9 miljoner
Italien	60,6 miljoner
Israel	8,7 miljoner
<b>Total</b>	<b>193,5 miljoner</b>

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

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

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

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

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

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

**1,6 MDSEK  
I ÅRLIG  
FÖRSÄLJNINGSPOTENTIAL**

# FINANSIELL PROGNOSS

Givet en konservativ nyttjandegrad om 12 % perioden 2021-2024 av ett systems kapacitet, erhålls följande inputs:

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

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

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

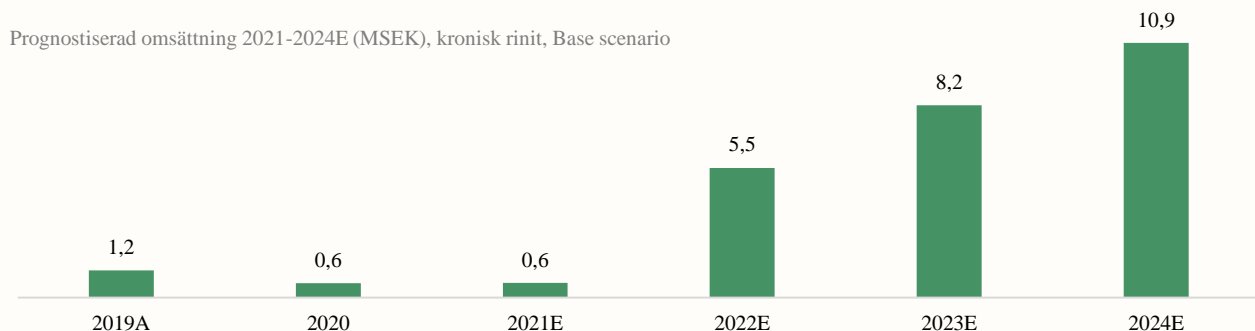
Chordate har installerade system på marknaden idag och har under senaste åren tecknat flera distributionsavtal för olika marknader, t.ex. Norden, Israel, Saudi Arabien, Italien m.fl.. Chordate har även tecknat franchiseavtal i Stockholm, Göteborg och Malmö. För perioden 2021-2024 antas följande *genomsnittliga* månadsförsäljning/leverans av system:

Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis)	Antal	Totalt antal sålda system/år
2021E	1	7
2022E	12	144
2023E	12	144
2024E	13	156

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

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

Prognostiserad omsättning 2021-2024E (MSEK), kronisk rinit, Base scenario



Analyst Groups prognos

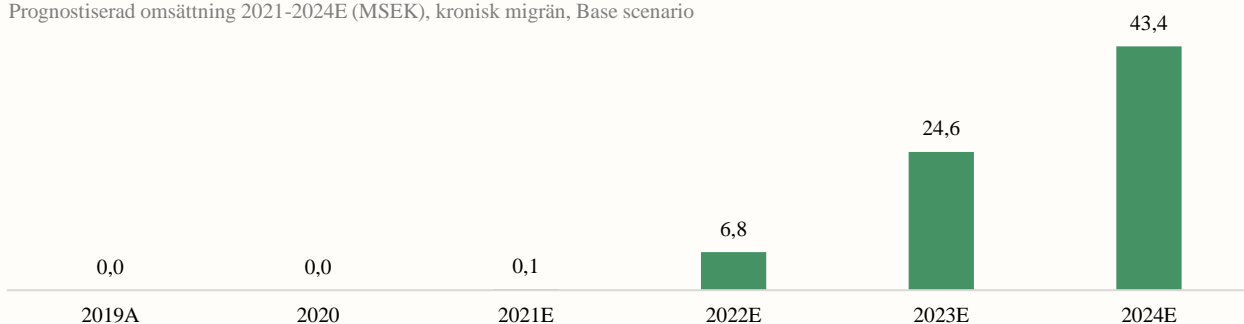
# FINANSIELL PROGNOSS

## Omsättningsprognos 2021-2024: behandling av kronisk migrän

K.O.S-behandling med indikationen förebyggande behandling mot kronisk migrän kommer rikta sig mot patienter över 18 år, där den tidigare erhållna CE-märkningen gör att Chordate kan introducera behandlingsmetoden genom att arbeta med en liknande affärsmodell som den för behandling av kronisk rinit. Det innebär att det redan etablerade nätverket av distributörer, och i vissa fall kliniker för behandling av rinit, är en viktig nyckel för att snabbare komma ut på marknaden med migränbehandlingen. En av de främsta marknaderna är Italien där distributören Vedise före pandemin 2019/2020 presterade mycket goda försäljningsresultat på enbart rinitbehandlingen, och under juni 2021 erhöll Chordate de första kommersiella beställningarna för migränbehandling från Vedise. I våra finansiella modeller räknar vi med att migränområdet kommer att stå för en växande, och allt större andel, av Chordates totala intäkter. Vidare, genom att uppnå ett *proof of concept*, tillika en mer etablerad marknadsposition, räknar vi med att Bolagets förutsättningar för ett högre EXIT-värde stärks i en eventuell förvärvsdialog.

**Chordates K.O.S-metod för behandling av kronisk migrän antas utgöra den större andel av Bolagets totala intäkter.**

Prognostiserad omsättning 2021-2024E (MSEK), kronisk migrän, Base scenario



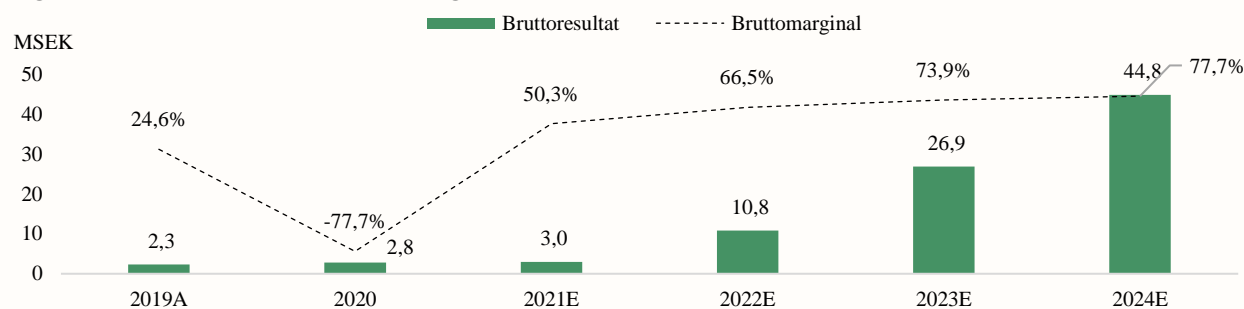
Analyst Groups prognos

## Båda affärsben resulterar i god bruttomarginal

Givet att Chordate kan öka antalet sålda behandlingar för kronisk migrän, såväl som rinit, relativt försäljningen av antal sålda system, kan det antas att bruttomarginalen kommer stiga framgent. Chordate kan elektroniskt ladda på nya behandlingar i kunders system, något som är skalbart och resulterar i hög bruttomarginal. Över tid antas Chordate kunna nå bruttomarginaler överstigande 75 %, givet att antalet behandlingar säljs i den takt som prognostiserats. Det som drar ned bruttoresultatet är den engångskostnader som används vid varje behandlingstillfälle, vilken medför en återkommande tillverkningskostnad för Chordate. Chordate har dock under år 2020 meddelat att två löpande utvecklingsprojekt för förbättrade produkter genomförts. Utvecklingsprojekten innefattade både styrenheten och engångsartikeln för Bolagets behandlingsteknologi. I och med dessa förändringar beräknas tillverkningskostnaderna minska till hälften av nuvarande nivå i båda fallen, vilket stärker marginalen.

**Givet att Chordate kan öka volymen av sålda behandlingar, en försäljning som innebär låga rörliga kostnader, kan bruttomarginalen stiga till över 75 % på sikt.**

Prognostiserat bruttoresultat (MSEK) och bruttomarginal (%) 2021-2024E, Base scenario



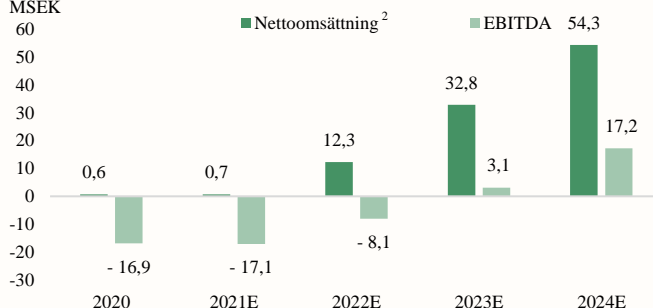
Analyst Groups prognos

# VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Chordate

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Totala intäkter <sup>1</sup>	3,9	3,3	14,9	35,4	56,9
COGS	-1,1	-0,3	-4,1	-8,6	-12,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>10,8</b>	<b>26,9</b>	<b>44,8</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	n.a	50%	67%	74%	78%
Totala rörelsekostnader	-19,6	-20,1	-18,8	-23,8	-27,6
<b>EBITDA</b>	<b>-16,9</b>	<b>-17,1</b>	<b>-8,1</b>	<b>3,1</b>	<b>17,2</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	-3251,9%	-2822,3%	-86,8%	1,5%	27,0%



Analyst Groups prognoser <sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete <sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete

## Värdering: Base scenario

För att ge perspektiv till värderingen undersöks Medtech-bolaget *Dignitana*. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan Dignitana och Chordate avseende affärsmodell, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och kapitalstruktur. Dignitana handlas till en P/S-multipel omkring 10x (LTM), och där Dignitana idag har en mer etablerad försäljning vilken på rullande basis uppgår till ca 51 MSEK idag. Jämfört med Chordate kan Dignitanas värdering idag, ge en fingervisning om vad marknaden kan komma att värdera Chordate till framgent, när högre försäljningsnivåer estimeras för Bolaget. Givet detta applicerar vi en målmultipel om P/S 10x på 2024 års försäljningsprognos för Chordate. Detta kan även vara rimligt ur det perspektivet att Chordate tills 2024 förväntas vara ett större företag och således närmar sig en mer normaliserad P/S-multipel för ett mer moget medtechbolag. Utifrån den prognostiserade försäljningen om ca 54 MSEK 2024 ger det en värdering om 540 MSEK samma år. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, ger det olika värderingsnivåer. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 10 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2024, samt med hänsyn till estimerad nettokassa per den sista oktober 2021 där vi antar fullt nyttjande av TO7, resulterar det i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 3,0 kr idag i ett Base scenario.<sup>1</sup>

**3,0 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

### Bull scenario

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

- Den pågående patientstudien slutförs enligt plan, där en efterföljande akademisk artikel om behandlingens kliniska effekt, med positiva resultat, skulle fungera som ett kraftfullt säljstöd.
- Genom befintligt distributörsnätverk kan Chordates "tid till marknaden" avseende behandling av migrän minska, vilket således öppnar möjligheterna för en accelererad tillväxt.
- Under hösten 2021 tillförs Chordate ca 36 MSEK via TO7, vilket således väsentligt stärker Bolagets finansiella position.

Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultipel om P/S 10 på 2024 års försäljning om 77 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 3,9 kr.<sup>1</sup> Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.<sup>2</sup>

**3,9 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

**1,3 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

### Bear scenario

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

- Även om Chordate redan erhållit CE-märkning för behandling av kronisk migrän, ser vi att den pågående patientstudien utgör en viktig beståndsdel i termer av säljstöd. Om studien inte faller väl ut, skulle det kunna komma att påverka den tänkta marknadsetableringen negativt.
- I ett sådant skede kan "värdet" av Chordates K.O.S-metod för behandling av kronisk migrän komma att ifrågasättas, vilket skulle kunna kasta en skugga över Bolaget och därmed få en negativ effekt i t.ex. en förvärvsdialog.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser, en målmultipel om P/S 8 samt en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 1,3 kr i ett Bear scenario.<sup>1,2</sup>

<sup>1</sup>Baserat på ca 158 miljoner utestående aktier och således inklusive förväntat kapitaltillskott från TO7, givet fullt nyttjande.

<sup>2</sup>Se Appendix sida 16 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida

## Anders Weilandt, CEO



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

## Henrik Rammer, Styrelseordförande



Född 1974. Styrelseordförande sedan november 2014. Henrik Rammer är från november 2014 styrelseordförande för samtliga bolag inom Chordate. Henrik har haft mångårig erfarenhet inom private equity och har arbetat vid Axcel Management AB under åren 2008–2013 och vid Triton Advisers (Sweden) AB under åren 2002–2007. Idag arbetar Henrik som privat investerare i ett flertal andra bolag. BSc, examen från London School of Economics, 1996. *Äger 5 369 798 aktier och 1 280 000 teckningsoptioner i Chordate Medical Holding.*

## Niklas Lindcrantz, CFO



Född 1968. Niklas är finanschef för koncernen Chordate från oktober 2017. Niklas verkar främst som CFO och finance manager i en rad bolag, tidigare som VD för rådgivningsföretaget Driven Ekonomi AB. Niklas har en MSc in Finance från Stockholms Universitet, 1992. *Äger 81 250 aktier och 25 000 teckningsoptioner i Chordate Medical Holding.*

## Jan Hermansson, Clinical Research & Medical Director



Född 1956. Clinical Research & Medical director sedan januari 2012 Jan är i grunden tandläkare med över 25 års erfarenhet inom läkemedelsindustrin. Jan var avdelningschef och i andra ledande befattningar på AstraZeneca AB mellan 2001–2010, under 1998–2001 Therapeutic Area Vice President vid Pharmacia & Upjohn. Under åren 1983–1998 hade han flertalet ledande befattningar vid Astra AB. Jan verkade som lärare vid Tandläkarhögskolan i Huddinge under åren 1981–1983. Examen från Tandläkarhögskolan vid Karolinska Institutet i Stockholm, 1980. *Äger 210 028 aktier och 58 356 teckningsoptioner i Chordate Medical Holding.*

## Jan Lindberg, CTO



Född 1956. R&D, Produktions- & Kvalitetschef sedan juni 2012. Jan Lindberg har en lång karriär inom medicinteknisk industrin. Han har haft ett flertal ledande befattningar vid St. Jude Medical under åren 1988–2012, bl.a. som avdelningschef för hårdvaruutveckling och gruppchef för elektronikutveckling. Innan dess var han utvecklare vid Electrolux 1985–1988 liksom vid RIFA AB 1981–1985. Under studietiden drev han eget företag åren 1977–1981. Ingenjörutbildning vid KTH i Stockholm, 1980. *Äger 22 374 aktier och 6 884 teckningsoptioner i Chordate Medical Holding.*

## Tommy Hedberg, Styrelseledamot



Född 1955. Styrelseledamot sedan juni 2014. Tommy Hedberg har idag ett antal olika styrelseuppdrag i Sverige. Under åren 1998–2014 var Tommy VD och dessförinnan chef för försäljning och marknadsföring på Atos Medical med början 1990. Dessförinnan chef för försäljning och marknadsföring på Medscand AB och Janssen Pharma AB. Kemiteknisk Ingenjörutbildning följt av en postgymnasial ekonomiutbildning, examen 1976. *Äger 5 929 167 aktier och 1 585 896 teckningsoptioner i Chordate Medical Holding.*

## Gunilla Lundmark, Styrelseledamot



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

## Caroline Lundgren Brandberg, Styrelseledamot

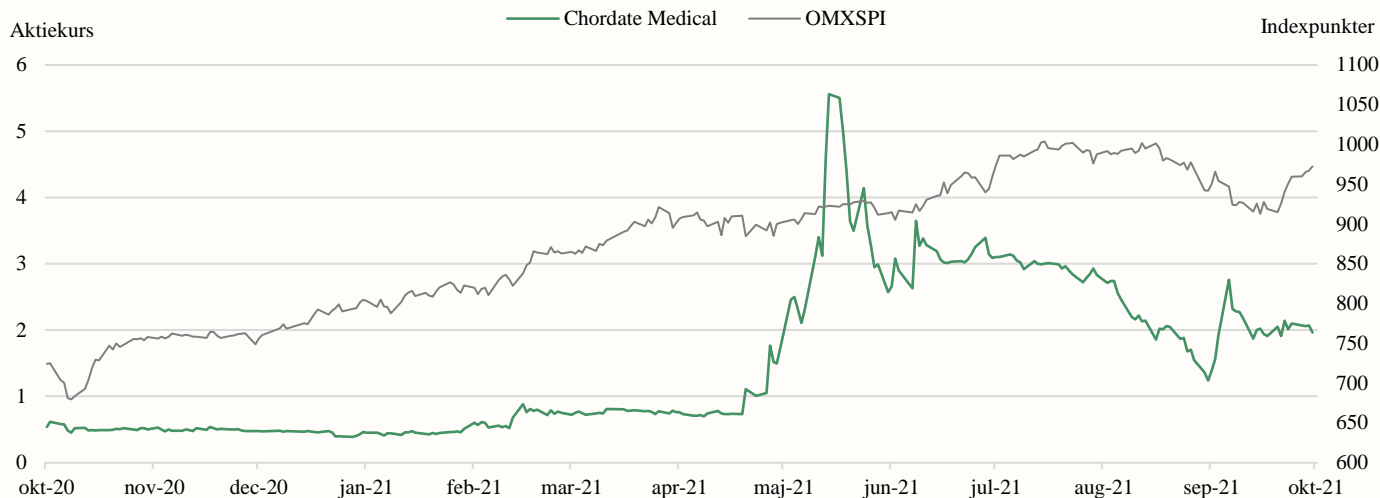


Caroline är idag Global Sales Director på klimattech-bolaget Deedster och har tidigare arbetat inom bland annat Ericsson i olika ledande roller med fokus på sälj och marknadsföring. Hon har också ett antal olika styrelseuppdrag och advisory board-uppdrag, bland annat inom Stockholms Universitet. Caroline är i grunden civilingenjör med inriktning mot teknisk fysik med en Master of Science från Uppsala universitet, samt en Executive MBA från Stockholms Universitet från 2017. *Äger 43 243 aktier i Chordate Medical Holding.*



## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



Resultaträkning, tSEK	2019	2020	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q3-20	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21
Nettoomsättning	1 164	618	58	399	395	311	463	55	19	81	102	166	211
Aktiverat arbete	0	2 995	-91	-241	-199	0	603	707	514	1 170	219	708	374
Övriga rörelseintäkter	1 997	250	2	2	202	1 791	36	198	5	11	34	45	413
<b>Totala intäkter</b>	<b>3 161</b>	<b>3 863</b>	<b>-31</b>	<b>161</b>	<b>399</b>	<b>2 102</b>	<b>1 102</b>	<b>960</b>	<b>538</b>	<b>1 263</b>	<b>355</b>	<b>919</b>	<b>998</b>
Råvaror och förnödenheter	-878	-1 098	0	0	-12	-335	-237	-52	-15	-794	-47	-30	-140
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2 283</b>	<b>2 764</b>	<b>-31</b>	<b>161</b>	<b>387</b>	<b>1 767</b>	<b>865</b>	<b>908</b>	<b>523</b>	<b>469</b>	<b>308</b>	<b>890</b>	<b>858</b>
Bruttomarginal (ej just.)	72%	72%	n.a.	n.a.	97%	84%	78%	95%	97%	37%	87%	97%	86%
Övriga externa kostnader	-17 886	-13 689	-3 755	-4 060	-4 824	-5 246	-3 614	-3 237	-2 961	-3 667	-4 408	-4 125	-2 995
Personalkostnader	-3 161	-5 776	-624	-842	-602	-1 094	-1 343	-1 355	-1 289	-1 999	-1 386	-1 506	-1 263
Övriga rörelsekostnader	-173	-152	-16	-43	-92	-21	-60	-36	-2	-54	-3	-6	-10
<b>EBITDA</b>	<b>-18 936</b>	<b>-16 853</b>	<b>-4 426</b>	<b>-4 785</b>	<b>-5 130</b>	<b>-4 595</b>	<b>-4 152</b>	<b>-3 721</b>	<b>-3 729</b>	<b>-5 251</b>	<b>-5 489</b>	<b>-4 747</b>	<b>-3 410</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Av- och nedskrivningar	-5 606	-2 568	-1 746	-1 209	-1 209	-1 443	-1 278	-637	-317	-335	-309	-309	-309
<b>EBIT</b>	<b>-24 542</b>	<b>-19 421</b>	<b>-6 172</b>	<b>-5 994</b>	<b>-6 339</b>	<b>-6 038</b>	<b>-5 430</b>	<b>-4 358</b>	<b>-4 046</b>	<b>-5 586</b>	<b>-5 798</b>	<b>-5 056</b>	<b>-3 719</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Resultat från andelar i koncernföretag	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ränteintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader	-347	-338	-96	-102	-86	-62	-45	-38	-253	-2	-1	0	0
<b>EBT</b>	<b>-24 889</b>	<b>-19 759</b>	<b>-6 268</b>	<b>-6 096</b>	<b>-6 425</b>	<b>-6 100</b>	<b>-5 475</b>	<b>-4 397</b>	<b>-4 299</b>	<b>-5 588</b>	<b>-5 799</b>	<b>-5 056</b>	<b>-3 719</b>
Skatt på årets resultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga skatter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-24 889</b>	<b>-19 759</b>	<b>-6 268</b>	<b>-6 096</b>	<b>-6 425</b>	<b>-6 100</b>	<b>-5 475</b>	<b>-4 397</b>	<b>-4 299</b>	<b>-5 588</b>	<b>-5 799</b>	<b>-5 056</b>	<b>-3 719</b>
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	-neg.	neg.

## APPENDIX

Base scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1,2	0,6	0,7	12,3	32,8	54,3
Förändring av lager/aktiverat arbete	0,0	3,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,3</b>	<b>14,9</b>	<b>35,4</b>	<b>56,9</b>
COGS	-0,9	-1,1	-0,3	-4,1	-8,6	-12,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>10,8</b>	<b>26,9</b>	<b>44,8</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>24,6%</i>	<i>neg.</i>	<i>50,3%</i>	<i>66,5%</i>	<i>73,9%</i>	<i>77,7%</i>
Rörelsekostnader	-21,2	-19,6	-20,1	-18,8	-23,8	-27,6
<b>EBITDA</b>	<b>-18,9</b>	<b>-16,9</b>	<b>-17,1</b>	<b>-8,1</b>	<b>3,1</b>	<b>17,2</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>1,5%</i>	<i>27,0%</i>
P/S	135,8	255,8	226,3	12,9	4,8	2,9
EV/S	240,4	452,6	400,5	22,8	8,5	5,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	90,3	16,2

Bull scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1,2	0,6	0,9	17,3	40,9	77,3
Förändring av lager/aktiverat arbete	0,0	3,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,5</b>	<b>19,9</b>	<b>43,5</b>	<b>79,9</b>
COGS	-0,9	-1,1	-0,4	-4,8	-6,7	-10,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>15,2</b>	<b>36,8</b>	<b>69,3</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>24,6%</i>	<i>neg.</i>	<i>54,3%</i>	<i>72,5%</i>	<i>83,6%</i>	<i>86,3%</i>
Rörelsekostnader	-21,2	-19,6	-19,8	-21,2	-27,3	-42,8
<b>EBITDA</b>	<b>-18,9</b>	<b>-16,9</b>	<b>-16,7</b>	<b>-6,0</b>	<b>9,5</b>	<b>26,5</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>16,8%</i>	<i>30,9%</i>
P/S	135,8	255,8	174,4	9,1	3,9	2,0
EV/S	240,4	452,6	308,7	16,2	6,8	3,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	29,5	10,6

Bear scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1,2	0,6	0,5	5,9	15,3	24,6
Förändring av lager/aktiverat arbete	0,0	3,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Totala intäkter</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,1</b>	<b>8,5</b>	<b>17,9</b>	<b>27,2</b>
COGS	-0,9	-1,1	-0,4	-3,3	-5,1	-6,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>5,2</b>	<b>12,8</b>	<b>20,6</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>24,6%</i>	<i>neg.</i>	<i>23,9%</i>	<i>44,2%</i>	<i>66,6%</i>	<i>73,3%</i>
Rörelsekostnader	-21,2	-19,6	-20,6	-20,9	-23,9	-27,6
<b>EBITDA</b>	<b>-18,9</b>	<b>-16,9</b>	<b>-17,8</b>	<b>-15,6</b>	<b>-11,1</b>	<b>-7,0</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
P/S	135,8	255,8	324,8	26,8	10,4	6,4
EV/S	240,4	452,6	574,7	47,4	18,3	11,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Chordate Medical Holding AB (publ)** (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.

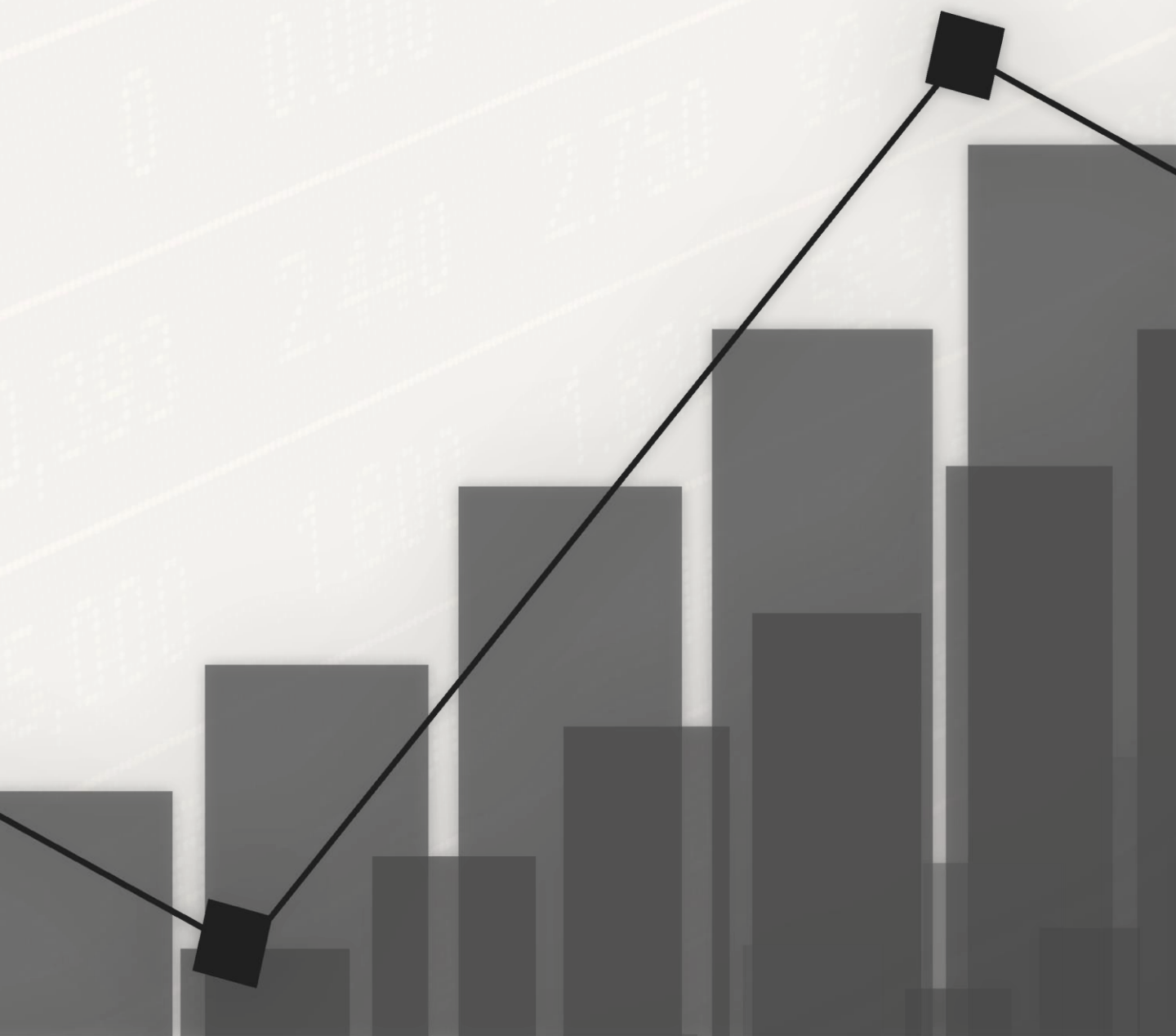
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). 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](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm