



Analyst Group

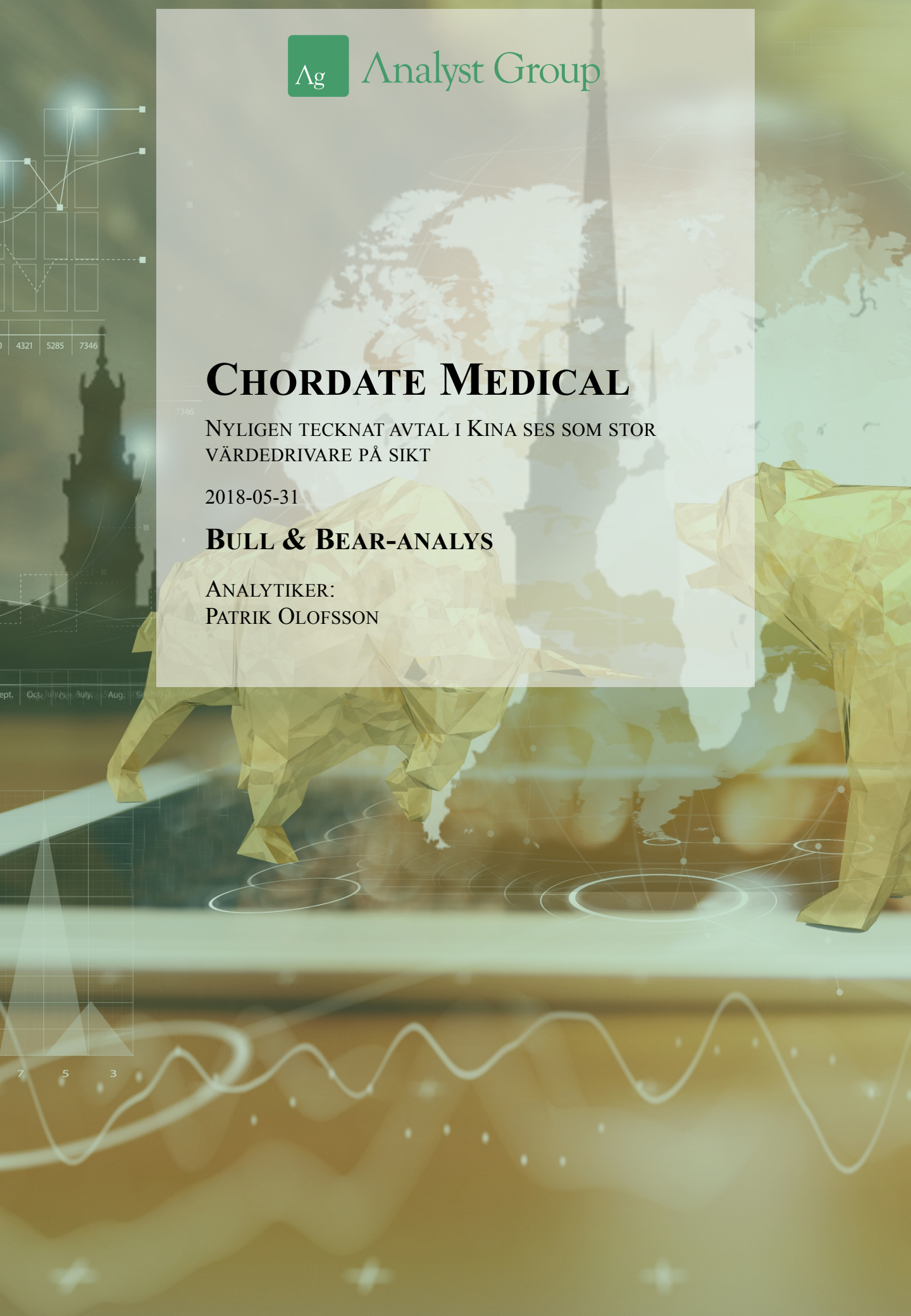
CHORDATE MEDICAL

NYLIGEN TECKNAT AVTAL I KINA SES SOM STOR
VÄRDEDRIVARE PÅ SIKT

2018-05-31

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
PATRIK OLOFSSON





Analyst Groups grundare arbetade från 2011 för en av de då främsta fondkommissionerna under sin studietid, där de bevakade svenska småbolag. De lärde känna varandra och kom till insikt att det då fanns undermålig information och analys rörande små- och medelstora bolag. Tillsammans grundade dem därför Analyst Group tidigt 2014, med visionen att belysa och sprida korrekt information om intressanta små- och medelstora bolag.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm. Samtidigt bejakar vi våra rötter och har kontor kvar i Lund. Vidare samarbetar och håller vi regelbundna utbildningar inom värdering och aktieanalys vid Lunds Universitet.

Vår ambition är att skriva korrekta och objektiva analyser. Vi erbjuder därför två typer av analys. Dels erbjuder vi bolag som vi anser intressanta att på uppdrag utföra analyser mot ersättning. Merparten av våra analyser är dock helt oberoende på bolag som vi anser ha särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att skapa en digital plattform där vi presenterar information och investeringsidéer. Vi tillhandahåller grundliga aktieanalyser som konkretiserar och sammanfattar bolags potential. Vi skriver för att belysa möjligheter och risker för ökad förståelse av mindre bolag. Vårt mål är att skapa ett ökat intresse för det vi på Analyst Group brinner för, nämligen aktier.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen. Under 2017 har vi utarbetat en ny policy [läs här](#)

ÖVERSIKT

Chordate Medical AB ("Chordate" eller "Bolaget") adresserar en marknad av omfattande storlek. Redan vid en mindre marknadsandel kan betydande intäkter genereras, och i ett Base scenario prognostiseras Chordate omsätta omkring 48 MSEK 2022. 2017 uppgick försäljningen till ca 1 MSEK (nettoomsättning). Den försäljningsökningen innebär stora utmaningar och Chordate måste skapa större medvetenhet hos patienter om Chordates fördelar, relativt alternativa behandlingsmetoder. I Analyst Groups scenarion anges ett potentiellt värderingsintervall per aktie mellan 1,0 kr och 7,3 kr, där 5,3 kr antagits i ett Base scenario. Extremerna i värderingsintervallet är en återspeglning av att Chordate anses stå inför en framtidsresa som kommer med både möjligheter och utmaningar.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q1-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-12
Värdering	13
Bull & Bear	14-15
VD-intervju, Anders Weilandt	16
Ledning & styrelse	17
Appendix	18-19
Disclaimer	20

4



Värde drivare

Chordates behandlingsmetod adresserar miljontals patienter och har tydliga fördelar relativt alternativa behandlingar mot kronisk nästärpa. Givet att Chordate når ut på marknaden, där patientdriven efterfrågan är en viktig faktor, kan försäljningen öka. Skälbarheten i tillhandahållna behandlingar möjliggör samtidigt höga marginaler. Om Chordate lyckas så finns god uppsida.

4



Historisk Lönsamhet

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.

4



Riskprofil

Den kommersiella fasen måste fortfarande komma igång och Chordate måste bevisa sin affärsmodell, där ökat antal sålda behandlingar är avgörande för att Bolaget ska nå lönsamhet. Vi har tidigare kommunicerat att Chordate är i behov av externt kapital. Under maj 2018 stärker Bolaget sin kassa via en företrädesemission om 21,2 MSEK (före emissionskostnader), säkerställd till 90 %.

3



Ledning & Styrelse

Chordate består av en gedigen ledning och styrelse med olika kompetenser, vilka lämpar sig väl för att kunna utveckla Bolaget i rätt riktning. Tillförordnad VD Anders Weilandt har god erfarenhet från att leda medtech-bolag. Ordförande Henrik Rammer har arbetat inom Private Equity (PE) på bl.a. Triton. I och med att Henrik äger över 15 % av aktierna i Chordate ingjuter det förtroende.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

CHORDATE MEDICAL HOLDING (CMH MTF)

NYLIGEN TECKNAT AVTAL I KINA SES SOM STOR VÄRDEDRIVARE PÅ SIKT



Chordate Medical AB ("Chordate" eller "Bolaget") kan förbättra förmågan att andas genom näsan hos de miljontals människor som lider av kronisk nästäppa. Givet en patientdriven efterfrågan kan Bolaget öka sin försäljning. Chordate prognostiseras omsätta ca 48 MSEK år 2022. Med en målmultipel om P/S 4, härledd från en relativvärdering, och en hög diskonteringsränta om 15 %, ger det ett nuvärde om 5,3 kr per aktie. Värdet per aktie utgår från att pågående nyemission under maj 2018 fulltecknas, samt tänkt riktad kvittningsemission.

Joint Venture i Kina ses som stark värde drivare

Chordate har under maj 2018 tecknat avtal om Joint Venture (JV) avseende Kina tillsammans med Nanos Medical (Shanghai) Limited ("Nanos Medical"). Nanos Medical tillför 1,5 MUSD och Chordate tillför åtta kinesiska patent. Förhoppningen är att försäljningen kan påbörjas inom tre år. Via denna struktur kan Chordate erhålla potentiella försäljningsintäkter från den kinesiska marknaden som kanske annars inte hade varit möjliga.

Adresserbar marknad om 1,1 mdSEK

En behandling med Chordate antas i genomsnitt generera en intäkt om 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 prinsnivåer. Givet 1,8 miljoner potentiella behandlingstillfällen per år på Chordates första marknader, motsvarar det en årlig omsättningspotential om 1,1 mdSEK för Chordate.

Pay-per-treatment resulterar i höga bruttomarginaler för Chordate

Chordates intäktsmodell består inte enbart av försäljning av produktsystem. Genom en *pay-per-treatment*-metod erhålls återkommande intäkter för varje gjord behandling, där varje installerat system laddas elektroniskt med det antal behandlingar som beställs och som kan fyllas på vartefter dessa använts upp. Enkelheten i intäktsmodellen resulterar i höga bruttomarginaler, och på sikt prognostiseras Chordate kunna nå en bruttomarginal uppåt 70 %, förutsatt att antalet sålda behandlingar ökar.

Verkar i en konservativ och trögrörlig bransch

För att Chordate ska kunna växa måste patienter som lider av kronisk nästäppa bli medvetna om Chordates behandlingsmetod, vilken kan ha fördelar jämfört med andra behandlingsalternativ. Att skapa en patientdriven efterfrågan är en stor utmaning och kommer kräva ytterligare marknadsinsatser.

Stärker kassan via nyemission under maj 2018

Chordate har tidigare kommunicerat att de är i behov av ytterligare kapital. Via pågående nyemission om 21,2 MSEK (exklusive emissionskostnader), garanterad till 90 %, stärker Bolaget sin kassa inför tänkt expansionsfas.

AKTIEKURS 2018-05-30

VÄRDERINGSINTERVALL, 2022 SOM BENCHMARK ¹		
BEAR	3,6 kr	BULL
1,0 kr		7,3 kr
	BASE	
	5,3 kr	

¹Värdering baseras på 2022 års försäljning och har diskonterats tillbaka. Värderingen inkluderar tillkommande aktier från fulltecknad nyemission under maj 2018, samt riktad kvittningsemission.

CHORDATE MEDICAL HOLDING				
Aktiekurs (2018-05-30)		3,60		
Antal Aktier		18 074 934 ²		
Market Cap (MSEK)		65,1		
Nettokassa(-)/skuld(+)		-15,8 ²		
Enterprise Value (EV)		49,3		
V.52 prisintervall (SEK)		2,50 – 12,00		
UTVECKLING				
1 månad		-10,0 %		
3 månader		-10,9 %		
1 år		-62,1 %		
YTD		-27,3 %		
HUVUDÄGARE PER 2018-03-31 (HOLDINGS, MODULAR FINANCE AB)				
Henrik Rammer		15,16 %		
Tiiven Gmbh (per 2017-12-31)		14,68 %		
Fropit Invest AB		8,64 %		
Vilhelm Sundström		6,79 %		
Tommy Hedberg		6,67 %		
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör (t.f.)		Anders Weilandt		
Styrelseordförande		Henrik Rammer		
FINANSIELL KALENDER				
Delårsrapport 2 2018		Augusti 2018		
PROGNOS (BASE)	2017	2018E	2019E	2020E
Intäkter (MSEK)	1,9	6,7	13,9	23,2
Bruttoresultat (MSEK)	n.a.	4,4	9,1	15,2
Bruttomarginal	n.a.	65,0%	65,2%	65,7%
Rörelsekostnader (MSEK)	-17,1	-13,3	-13,8	-14,5
EBITDA (MSEK)	-15,2	-9,0	-4,7	0,8
EBITDA-marginal	-1526 %	-134%	-34%	3%
P/S	65,4	9,7	4,7	2,8
EV/S	49,5	7,3	3,5	2,1
EV/EBITDA	neg	neg	neg	63,4

²Givet fulltecknad nyemission under maj 2018, inkluderar även riktad kvittningsemission. Exklusive eventuell teckning utifrån teckningsoptioner, emission i samband med ersättning till garantier eller emission i samband med övertilldelning.

KOMMENTAR Q1-18

Intressanta händelser under första kvartalet 2018

▪ Avtal i Storbritannien och Finland tecknade under 2018

En av de största sjukvårdsstrukturerna i Storbritannien kommer erbjuda Chordates KOS-behandling. Behandlingen erbjuds initialt vid ett sjukhus i London och avsikten är att ytterligare sjukhus och kliniker över hela Storbritannien ska få ta del av lösningen under 2018. Det framgår inte vem kunden är, men med tanke på att det är en ledande aktör i Storbritannien, kan det antas att det innefattar tiotals kliniker som potentiellt skulle kunna börja använda sig av Chordates KOS-behandling. Finska Steripolar och Chordate har träffat ett exklusivt distributionsavtal för försäljning av Chordates produkter i Finland. Steripolar är ett av Finlands mest framgångsrika medicintekniska distributörsbolag med lång erfarenhet inom Öron-Näsa-Halsmarknaden ("ÖNH"). Att Chordate fortsätter ta ytterligare kliv utanför Sverige är viktigt för att Bolaget ska kunna öka försäljningen, något som är av stor vikt i dagens situation då resultatet fortfarande är negativt.

▪ Produktionsavtal med SMD frigör kapital

Chordate har lagt ut sin produktion till SMD Production AB, vilket dels resulterar i en mindre egen organisation, och således lägre rörelsekostnader, dels innebär det en potentiellt högre produktionsvolym än vad som annars hade varit möjligt med Chordates egna kapacitet. Till följd av detta har Chordate minskat den egna organisation med fyra heltidsanställda. Vid utgången av Q1-18 hade Chordate 3 medarbetare, vilket innebär att organisationen nu mer än halverats. Chordate har därför flyttat till mindre lokal med lägre kostnad. Kostnadsbesparingarna ger ökad möjlighet till investeringar i marknadsföring och försäljning, vilket kan ge god utväxling under kommande kvartal.

▪ Pågående migränstudie i Tyskland kan resultera i ytterligare applikationsområde

Chordate bedriver även en migränstudie på fyra kliniker i Tyskland där delfinansiering har erhållits från VINNOVA. Den 23 mars meddelade Chordate att de inkluderade den första patienten i studien. Enligt en rapport från Global Data Healthcare (2017) uppskattas marknaden för migränrelaterad försäljning att nå ett värde om 8,7 miljarder dollar år 2026, efter att årligen ha växt (CAGR) med 10,3 %. I rapporten framgår det att USA fortsatt kommer stå för störst marknadsandel om 77 %, följt av Tyskland som står för 5,6 %. Att Chordate skulle utöka applikationsområdet till patienter som lider av migrän är intressant att följa framgent.

Intressanta händelser efter kvartalet

▪ Avtal på plats i Kina – anses vara en stark värde drivare

Chordate meddelade den 24 maj att Chordate tillsammans med Nanos bilda ett Joint Venture (JV)-bolag avseende främst marknaden i Kina. I december 2017 kommunicerade Chordate att de ingått en avsiktsförklaring (LOI) avseende ett JV, och nu kan Chordate bekräfta att avsiktsförklaringen övergår till ett avtal och bildandet av ett Shanghai-registrerat bolag. Nanos Medical tillför 1,5 MUSD (ca 13 MSEK) och Chordate tillför åtta kinesiska patent. Bedömningen är att försäljningen på den kinesiska marknaden kan påbörjas inom tre år. Vi anser att detta är en stark värde drivare och att med Nanos Medicals lokala närvaro och starka finanser kan Chordate erhålla potentiella försäljningsintäkter från den kinesiska marknaden som kanske annars inte hade varit möjliga. Avtalet i sig har, med tanke på hur omfattande marknaden i Kina är, ett stort värde som kan motivera en premie i värderingen av Chordate.

Första patient inkluderad i internationell multicenterstudie av KOS-behandling

Chordate har under maj 2018 inkluderat de första patienterna på universitetssjukhusen i Helsingfors och Kuopi i deras internationella multicenterstudie för behandling av kronisk nästäppa. Tidigare studier och Chordates egna, samt andras kliniska erfarenheter i praktiken, har visat att Bolagets behandling ger nytta. Med den pågående internationella studien kan ytterligare långsiktiga vetenskapliga bevis säkerställas.

▪ Företrädesemission om 21,2 MSEK garanterad till 90 procent

Under perioden maj-juni 2018 genomför Chordate en nyemission om 21,2 MSEK är säkerställd till 90 % via teckningsförbindelser och emissionsgarantier. Därmed stärker Bolaget sin kassa, vilket minskar den finansiella risken på kort sikt.

FRIGJORT
RÖRELSE-
KAPITAL ÖKAR
MÖJLIGHET
ATT
INVESTERA I
SÄLJ- OCH
MARKNADS-
FÖRING

AVTALET GER
CHORDATE
MÖJLIGHETEN
ATT HANTERA
POTENTIALEN
I KINA

INVESTERINGSIDÉ

Miljontals människor lider av kronisk nästäppa, en åkomma som dagens vård inte kan hantera. Behandlingsmetoder som nässpray och kirurgiska ingrepp kan vara både ineffektiva eller resultera i långvariga bieffekter för patienten. Chordate kan sitta på lösningen för en marknadspotential i miljardstorlek. Aktien har fallit >80 % sedan noteringen mars 2017, och givet att Chordate kan dra nytta av en patientdriven vård, finns utrymme för uppvärdering från dagens kurs.

Chordates adresserbara marknad är omfattande i storlek

I en studie av Hellings et al (2017) anges att 200 miljoner människor i världen lider av icke-allergisk nästäppa, varav ungefär hälften lider av *idiopathic rhinitis*, vilket är patienter som lider av kronisk nästäppa utan att det finns en underliggande förklaring till varför.¹ Givet att Chordate på sina primära marknader idag kan nå närmare 1 miljon patienter, och med antagen prissättning, kan den adresserbara marknaden idag uppgå till omkring 1,1 mdSEK i försäljningsbart utrymme.

1,1 mdSEK
ÅRLIG
MARKNADS-
STORLEK

Joint Venture i Kina tillsammans med Nanos Medical ses som stark värde drivare

Under maj 2018 bekräftade Chordate att de ingått avtal om bildandet av ett Shanghai-registrerat bolag tillsammans med Nanos Medical. Nanos Medical tillför 1,5 MUSD och Chordate tillför åtta kinesiska patent. Bedömningen är att försäljningen på den kinesiska marknaden kan påbörjas inom tre år. Med Nanos Medicals lokala närvaro och starka finanser kan Chordate erhålla potentiella försäljningsintäkter från den kinesiska marknaden som kanske annars inte hade varit möjliga.

Potential i B2C-marknaden

Under september 2017 öppnade Chordate en egen klinik i anslutning till kontoret i Kista, där Bolaget börjat behandla privatbetalande patienter med hjälp av inhyrd vårdpersonal. Utöver B2B-försäljning är denna B2C-verksamhet en intressant del i affärsmodellen. Givet att konceptet är lyckat i Kista är det inte osannolikt att B2C-försäljningen kan utökas till andra regioner i Sverige. Chordate skulle teoretiskt kunna hyra en lokal på given ort och hyra in vårdpersonal som utför behandlingarna direkt där patientefterfrågan finns. Inhyrd personal resulterar i låg operativ risk och enda risken Chordate i princip tar är en kortare bindningstid på hyresavtalet, vilket är en försumbar risk. Med tanke på enkelheten i denna potentiella B2C-modell kan Chordate snabbt starta upp flera egna kliniker på orter runtom i Sverige.

Erfaren ledning och styrelse

Tillförordnad VD Anders Weilandt har tidigare varit koncernchef i olika medtech-bolag, bl.a. Stille, vars omsättning 2016 uppgick till ca 100 MSEK. Ordförande Henrik Rammer har erfarenhet inom Private Equity (PE) där han mellan 2002 och 2007 arbetade på Triton vars bolagsportfölj tillsammans omsätter omkring 140 mdSEK. Att Henrik äger över 15 % av aktierna i Bolaget ingjuter förtroende. Styrelseledamot Tommy Hedberg har mellan 1998 och 2014 varit VD på medtech-bolaget Atos och Gunilla Lundmark, också styrelseledamot, har över 25 års erfarenhet från branschledande positioner.

En patientdriven efterfrågan är en viktig faktor för ökad tillväxt

I ett Base scenario förväntas Chordate omsätta ca 48 MSEK år 2022. Den stora NAR-studie som ska genomföras i fem länder på 12-14 kliniker kan, givet att kliniska bevis för Chordates metod kan bekräftas, öka sannolikheten för gjorda prognoser. Baserat på en relativvärdering och en applicerad värderingsrabatt, en hög diskonteringsränta om 15 % och P/S 4 som målmultipel på 2022 års försäljning, erhålls ett nuvärde per aktie om 5,3 kr, beräknat utifrån en fulltecknad nyemission under maj 2018 samt den riktade kvittningsemissionen. Ytterligare potentiell värde drivare är om Chordate kan utöka sitt applikationsområde till att även omfatta migrän.

48 MSEK
I OMSÄTTNING
ÅR 2022
(BASE
SCENARIO)

Trög marknad resulterar i utmaningar att etablera Chordates produkt och metod

Diagnosen kronisk nästäppa saknar ordentligt fäste inom sjukvården, och sjukvården i sig är en trögrörlig bransch, något som resulterar i utmaningar när ny teknik och nya behandlingsmetoder ska introduceras. Vad som till stor del kommer avgöra om Chordate lyckas etablera sig på marknaden är om Bolaget kan öka patienters medvetenhet och efterfrågan av en ny och fungerande behandlingsmetod för kronisk nästäppa. Det är ingen enkel uppgift och kommer kräva ytterligare marknadsinsatser. Under maj 2018 genomför Chordate en företrädesemission om 21,2 MSEK (före emissionskostnader), säkerställd till ca 90 %. Bolaget kommer således stärka sin kassa, vilket sänker den finansiella risken på kort sikt.

¹ Hellings, P. W., et al.: Non-allergic rhinitis: Position paper of the European Academy of Allergy and Clinical Immunology, 2017.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BOLAGSBESKRIVNING

55 %
AV PATIENTER
HAR GOD
KVARSTÅENDE
EFFEKT

Chordate är ett medicinteknikbolag som under drygt tio år har utvecklat, patenterat och CE-märkt ett produktsystem för nervstimulerande behandling av kronisk nästäppa. Chordates behandling ämnar att förbättra förmågan att andas genom näsan hos de miljontals människor som lider av kronisk nästäppa. Behandlingen görs via näsborren (näskavitet) med en kateter som avger en lågfrekvent vibration och antas stimulera näsans slemhinna, det autonoma nervsystemet och den neurologiska obalans som kronisk nästäppa utgör.

Behandlingsmetoden baseras på s.k. Kinetic Oscillation Stimulation (KOS), vilket är en ny nervstimulerande metod som med hjälp av lågfrekvent vibration ger läkare nya behandlingsalternativ mot kronisk nästäppa. 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 nästäppa är genom läkemedel eller kirurgiska ingrepp. Tabellen nedan sammanfattar Chordates egna bedömning av styrkor respektive svagheter för de olika behandlingsmetoderna:

	Effekt av behandling	Längd på effekt	Komfort för patient	Biverkningar	Kostnad
Läkemedel (t.ex. nässpray)	Medel	Kort	Hög	Vanliga	Låg
Kirurgiska ingrepp	God	Lång	Låg	Ja	Hög
Chordates behandlingsmetod	God	Medel	Medel	Nej	Medel

Chordate bedriver även en migränstudie på fyra kliniker i Tyskland där delfinansiering har erhållits från VINNOVA.

Chordates produktsystem Chordate System S100 säljs via egen säljorganisation och distributörer till kliniker och sjukhus som i sin tur behandlar patienterna. Exempel på befintliga distributörer är MedCare (norska marknaden), Intramedic (danska marknaden), GDS MedTec (brittiska marknaden), Steripolar Oy (finska marknaden) m.fl.

Intäktskällor

- Systemförsäljning:** detta är en fast engångsintäkt och avser själva systemet, Chordate System S100.
- Behandlingar:** Chordate erhåller betalningar i samband med varje behandling, vilket inkluderar den engångsartikel i form av slang och kateter som förbrukas vid varje enskilt behandlingstillfälle.

Intäktsmodellen grundar sig i en s.k. *pay per treatment*-modell där installerade system laddas elektroniskt med 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 egna behandlingskliniker och kontrakterade privata ÖNH-kliniker i Sverige. Under maj 2018 ingick Chordate ett JV-avtal med Nanos Medical avseende främst den kinesiska marknaden, där målsättningen är att komma igång med försäljningen in om tre år.

Kostnadsdrivare

Chordate har under 2018 tecknat ett produktionsavtal med SMD Production AB Stockholm, avseende helhetsansvar för produktion av Chordates styrenhet. I samband med detta kommunicerade Chordate att de minskar den egna organisationen med fyra heltidsanställda (totalt antal anställda dessförinnan uppgick till sju), samt att flytt till mindre kontor sker till följd av detta. Det kan således antas att produktionen outsourcas helt till SMD, vilket anses vara mer kostnadseffektivt. Chordate avser fortsätta satsa på ökad evidens och genomföra ytterligare kliniska studier för att kunna påvisa patient- och samhällsnytta. Bolaget avser även öka marknadsföringsinsatserna för att skapa högre grad av medvetenhet om kronisk nästäppa och Chordates behandlingsmetod. Detta förväntas bidra till en ökad kostnads massa framgent.

Strategisk utsikt

Chordate verkar i en konservativ och trögrörlig bransch. För att lyckas är det av stor vikt att med kliniska studier kunna påvisa vetenskaplig evidens. Chordate kommunicerade i Q3-rapporten för 2017 att de är i slutfasen av planeringen gällande deras NAR-studie som skall genomföras i fem länder på sammanlagt 12-14 kliniker. Under maj 2018 kommunicerade Bolaget att de inkluderar de första patienterna. Studien är av stor betydelse för att befästa de kliniska bevis Chordate behöver för att realisera sin potentiella tillväxt.

MARKNADSANALYS

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

Givet att 100 miljoner människor världen över lider av kronisk nästäppa (idiopatisk renit), 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 nästäppa



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

Etablerade behandlingsmetoder

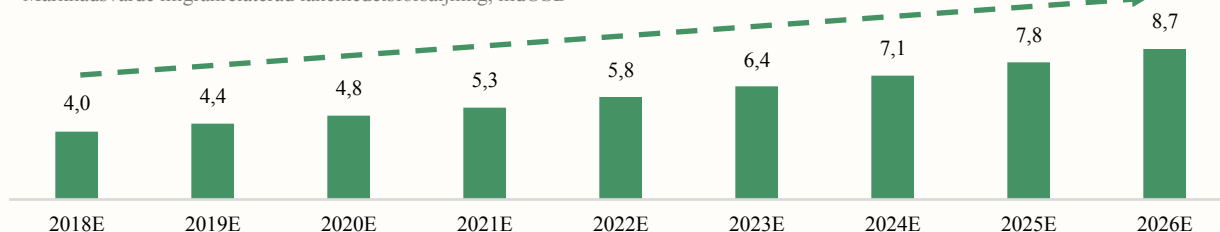
Idag finns olika behandlingsmetoder för kronisk nästäppa, både i form av läkemedel och kirurgi. Läkemedel, t.ex. nässpray, har en lindrande men kortvarig effekt. Nässpray ska inte användas under mer än två veckor och läkemedlet kan leda till överanvändning då responsen gradvis minskar. I realiteten kan 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.

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.¹ 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.² I Europa uppskattas 400 000 arbets- och/eller skoldagar gå förlorade per 1 miljon invånare varje år. Enligt en rapport från Global Data Healthcare (2017) uppskattas marknaden för migränrelaterad läkemedelsförsäljning att nå ett värde om 8,7 miljarder dollar år 2026, efter att årligen ha växt (CAGR) med 10,3 %. I rapporten framgår det att USA fortsatt kommer stå för störst marknadsandel med 77 %, följt av Tyskland som står för 5,6 %.

Marknaden för migränrelaterad läkemedelsförsäljning uppskattas nå ett värde om 8,7 mdUSD år 2016.

Marknadsvärde migränrelaterad läkemedelsförsäljning, mdUSD



Källa: Global Data Healthcare (2017)

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

² Steiner TJ et al. The prevalence and disability burden of adult migraine in England and their relationships to age, gender and ethnicity. *Cephalalgia*. 2003; 23(7):519-27

FINANSIELL PROGNOSE

Chordate antas idag adressera en marknad om 1,1 mdSEK

Chordate adresserar flera olika marknader, där första marknader inkluderar Norden, Storbritannien och Saudiarabien. Baserat på data från World Data Bank (2016) uppgår antalet invånare på nämnda marknader till följande:

Adresserbara marknader*	Totalt antal invånare
Storbritannien	65 637 239
Saudiarabien	32 275 687
Finland, Danmark och Norge	16 459 143
Sverige	9 903 122
Total	124 275 191

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

Det ska tilläggas att Chordate under december 2017 kommunicerade att de tecknat avsiktsförklaring om Joint Venture (JV) avseende Kina tillsammans med Nanos Medical (Shanghai) Limited ("Nanos Medical"). Under maj 2018 bekräftade Chordate att avsiktsförklaringen övergår till ett avtal och bildandet av ett Shanghai-registrerat bolag. Nanos Medical tillför 1,5 MUSD och Chordate tillför åtta kinesiska patent. Bedömningen är att försäljningen på den kinesiska marknaden kan påbörjas inom tre år. Då etableringen fortfarande är i ett tidigt skede inkluderas ej Kina i gjorda prognoser då det är för tidigt att avgöra hur försäljningen kan komma att utvecklas via JV-strukturen. Uppdatering får därför ske kontinuerligt, och även om inga absoluta värden inkluderas i nuvarande prognoser har avtalet i sig, med tanke på hur omfattande marknaden i Kina är, ett stort värde som kan motivera en premie i värderingen av Chordate.

Givet att 1,3 % av befolkningen på Chordates första marknader lider av kronisk nästäppa, motsvarar det ca 1,7 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 miljon personer på sina första marknader. Om en patient i genomsnitt gör två behandlingar per år, motsvarar det 1,8 miljoner behandlingstillfällen per år. Idag finns inga metoder som permanent botar kronisk nästäppa, 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 om 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 1,8 miljoner behandlingstillfällen per år, motsvarar det en årlig omsättningspotential om 1,1 mdSEK för Chordate.

Omsättningstillväxt

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 nästäppa 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 (Chordate System S100)	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.
Maximalt antal möjliga behandlingar per system/år	2 400 st.
Maximalt antal möjliga behandlingar per system/månad	200 st.

1,1 mdSEK

I ÅRLIG

FÖRSÄLJNINGSPOTENTIAL

FINANSIELL PROGNOSE

Givet en konservativ nyttjandegrad om 12 % 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.
Genomsnittligt antal behandlingar per system/månad	24 st.

Då helger antas falla bort innebär det i genomsnitt 1-2 behandlingar 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.

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.

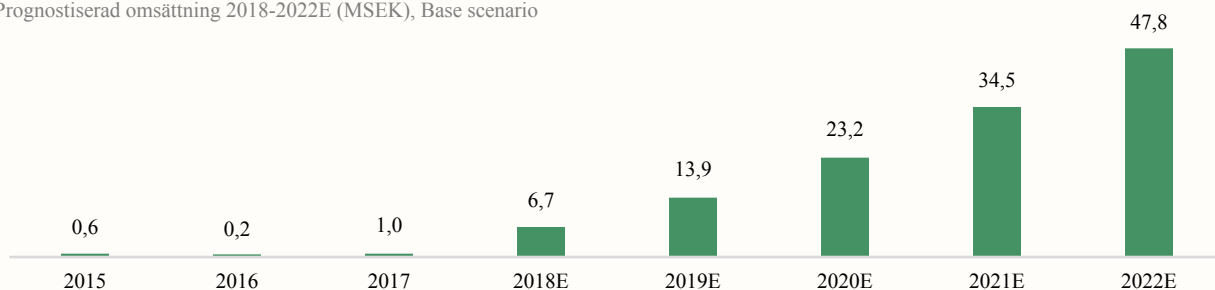
Chordate har installerade system på marknaden idag. Under 2017 har Chordate bl.a. kommunicerat att de erhölet en enskild order om tio system från distributören GMS. Viss systemförsäljning har även skett tidigare, varför antalet system vid utgången av 2017 antas ha varit några fler. För perioden 2018-2022 antas följande genomsnittliga linjära månadsförsäljning av system:

Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis)	Antal	Totalt antal sålda system/år	Ack. antal nya sålda system
2018E	3	36	56
2019E	4	48	104
2020E	5	60	164
2021E	6	72	236
2022E	7	84	320

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 2018-2022E (MSEK), Base scenario



Analyst Groups prognos

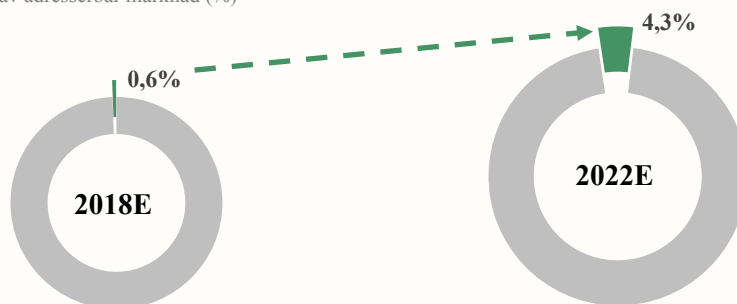
FINANSIELL PROGNOSE

Prognostiserat antal sålda system och tillhandahållna behandlingar per system, resulterar i följande antal behandlingar från de system sålda under perioden 2018-2022E:

År	Sålda behandlingar	Behandlade patienter (givet 2 behandlingar/patient)
2018E	11 186	5 593
2019E	23 222	11 611
2020E	38 657	19 328
2021E	57 490	28 745
2022E	79 721	39 860

Med denna utveckling skulle Chordate nå ca 4 % av totala antalet adresserbara patienter år 2022 på nuvarande första marknader.

Andel behandlade patienter av adresserbar marknad (%)



Analyst Groups prognos

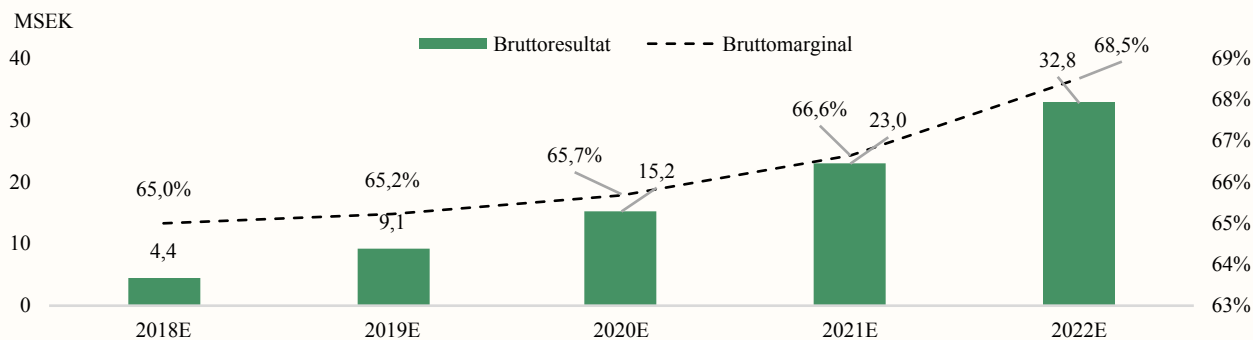
Gjorda prognoser över tillhandahållna behandlingar bedöms rimlig i förhållande till den fortfarande låga penetrationsgraden som det resulterar i.

Bruttomarginal, rörelsekostnader och EBITDA-resultat

Givet att Chordate kan öka antalet sålda behandlingar 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 uppåt 70 %, givet att antalet behandlingar säljs i den takt som prognostiserats. Det som drar ned bruttoreultatet är den engångskostnader som används vid varje behandlingstillfälle, vilken medför en återkommande tillverkningskostnad för Chordate.

Givet att Chordate kan öka volymen av sålda behandlingar, en försäljning som innebär låga rörliga kostnader, kan bruttomarginalen stiga till närmare 70 % på sikt.

Prognostiserat bruttoreultat (MSEK) och bruttomarginal (%) 2018-2022E



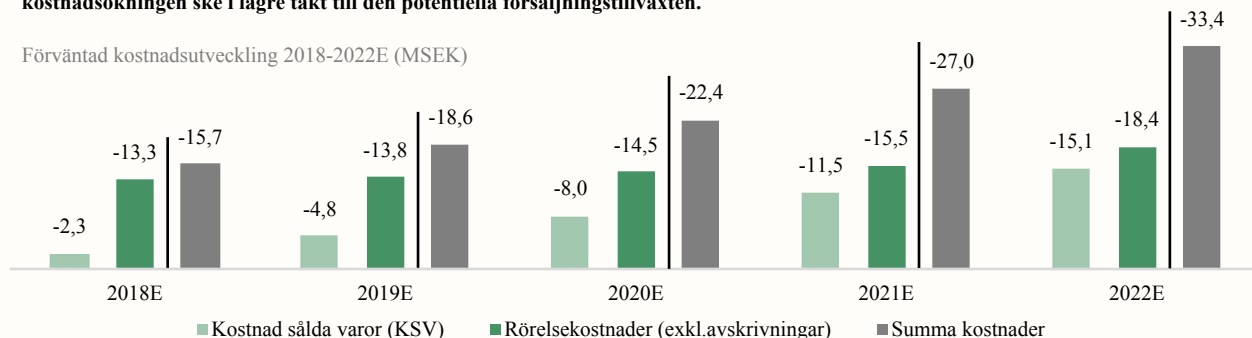
Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSE

Under 2017 uppgick totala rörelsekostnader (exkl. avskrivningar) till ca 17 MSEK. Även om försäljningen förväntas drivas av ökat antal sålda behandlingar, vilket i sig är skalbart, kommer troligen organisationen behöva växa. Det förväntas dock inte ske i hög takt, varför rörelsekostnaderna antas stiga i en lägre takt än omsättningen. Chordate kommunicerade även under januari 2018 att de sagt upp fyra heltidsanställda, vilket inkluderas som en kostnadsbesparing i prognoserna. Dock antas det frigjorda kapitalet investeras i försäljnings- och marknadsaktiviteter.

Chordates kostnader, dels hänförliga till direkt försäljning, dels för att underhålla verksamheten, förväntas öka. Dock förväntas kostnadsökningen ske i lägre takt till den potentiella försäljningstillväxten.

Förväntad kostnadsutveckling 2018-2022E (MSEK)

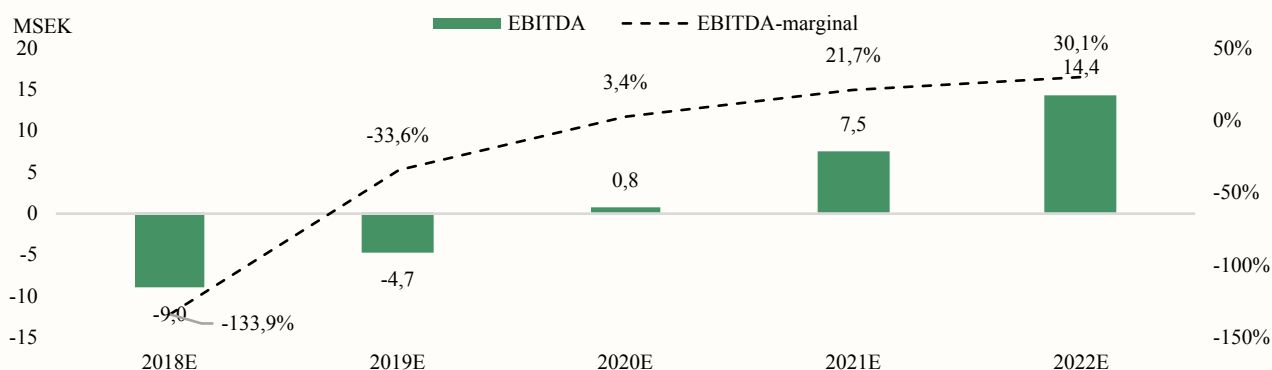


Analyst Groups prognos

Marknadsföringskostnad hänförlig till att skapa en patientdriven efterfrågan och att få patienter att välja Chordates behandlingsmetod, s.k. *Customer Acquisition Fee*, skulle kunna belasta bruttoresultatet då processen för att skapa efterfrågan blir en form av produktionskostnad. I gjorda prognoser har dock denna kostnad inkluderats på rörelsenivå och får således genomslag i EBITDA-resultatet.

Givet gjorda antaganden förväntas Chordate kunna nå *break even* i EBITDA omkring 2020.

Prognostiserat EBITDA-resultat (MSEK) och EBITDA-marginal (%) 2018-2022E



Analyst Groups prognos

Givet gjorda prognoser, en fulltecknad nyemission under maj 2018, den riktade kvittningsemmissionen och till teckningskursen senast betald aktiekurs 3,60 SEK (2018-05-30), värderas Chordate till 65,1 MSEK (Market Cap). Med senaste redovisad kassa och räntebärande skulder (2018-03-31) samt nettoliquid från pågående nyemission, ger det ett Enterprise Value (EV) om 49,3 MSEK. Utifrån detta handlas Chordate till följande multiplar:

Nyckeltal – Base scenario	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
P/S	65,4	9,7	4,7	2,8	1,9	1,4
EV/S	49,5	7,3	3,5	2,1	1,4	1,0
EV/EBITDA	neg	neg	neg	63,4	6,6	3,4

VÄRDERING

För att ge perspektiv till värderingen undersöks aktörerna *Alteco Medical*, *Dignitana* och *VibroSense*. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och Chordate avseende affärsmodell, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och kapitalstruktur.

Alteco Medical

P/S	EV/S	Brutto-marginal
10,6	7,2	79 %

Alteco Medical säljer produkten Alteco LPS Adsorber som består av en behållare med en specialdesignad peptid (en syntetiskt framställd molekyl) vilken fångar upp giftigt LPS från blodet. Försäljning sker främst via distributörer, där nyckelmarknader även bearbetas med egna resurser. Alteco Medical är noterade på AktieTorget, värderas till 51,4 MSEK (2018-05-29) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 4,3 MSEK.



P/S	EV/S	Brutto-marginal
6,0	5,3	94 %

Dignitana har utvecklat det medicintekniska kylsystemet DigniCap som reducerar håravfall vid cellgiftbehandling. Den internationella försäljningen fokuseras mot de marknader där etablerade distributörer finns på plats. I USA arbetar Dignitana med en affärsmodell som bygger på att kunderna, sjukhusen, hyr systemet samt betalar för varje gång DigniCap används, s.k. *pay-per-treatment*. En behandling kostar mellan 175-350 USD. Dignitana är noterade på First North, värderas till 146,4 MSEK (2018-05-29) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 22,7 MSEK.



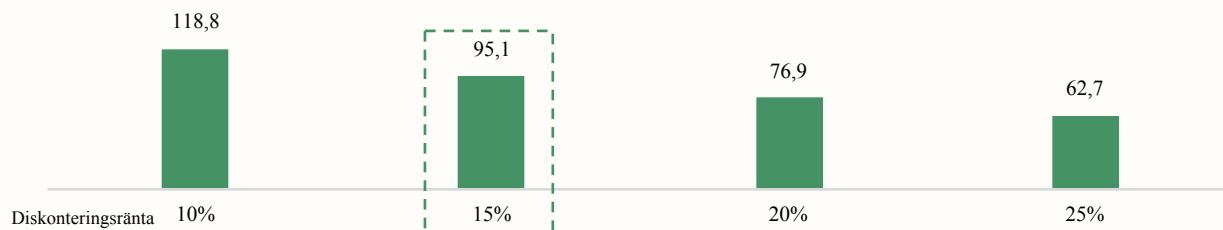
P/S	EV/S	Brutto-marginal
256,1	241,1	n.a

VibroSense utvecklar och säljer medicintekniska produkter till stöd för diagnostik av perifer sensorisk neuropati, dvs. nervskador i händer, armar, fötter och ben. Produktplattformen utgörs av VibroSense Meter-systemet som består av ett fristående mätinstrument och mjukvara som styr mätinstrumentet. VibroSense säljer dels VibroSense Meter, dels hyr ut det via långtidskontrakt med betalning per undersökning. Merparten av försäljningen ska ske via återförsäljare och distributörer. VibroSense är noterat på AktieTorget, värderas till 110,7 MSEK (2018-05-29) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 0,4 MSEK.

Medelvärde av Alteco Medicals och Dignitanas P/S-multiplar är ca 8. Både dessa företag, framförallt Dignitana, har idag en mer etablerad försäljning relativt Chordate, varför Chordate rimligen handlas till en rabatt. VibroSense exkluderas till följd av ej tillämpliga värderingsmultiplar. Givet en större värderingsrabatt mot nämnda två bolag på ca 50 % tillämpas en målmultipl om P/S 4 på 2022 års prognos. Det kan även vara rimligt ur det perspektivet att Chordate tills 2022 förväntas vara ett större företag och således närmar sig en mer normaliserad P/S-multipl för ett mer moget Medtech-bolag. Utifrån prognostiserad försäljning om ca 48 MSEK 2022 ger det en värdering om 190 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, illustrerar följande diagram olika värderingsnivåer:

Om 15 % diskonteringsränta anses tillämplig, innebär det en potentiell uppvärdering till ca 95 MSEK.

Potentiellt Market Cap på 2022 års prognos, givet ca 50 % värderingsrabatt mot alternativinvesteringar



Analyst Groups prognos

5,3 KR¹
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO
PÅ
2022 ÅRS
PROGNOS

Med 15 % diskonteringsränta erhålls ett nuvärde per aktie om 5,3 kr i ett Base scenario på 2022 års prognos.¹ Med dagens marknadsklimat avseende rådande riskpremie och ränteläge, kan 15 % diskonteringsränta vara högt räknat. Det ska dock betonas att Chordate är ett litet bolag vilket medför en småbolagspremie. Dessutom måste Chordate fortfarande bevisa att de kan öka försäljningen. Utmaningarna bedöms som stora, varför en aktieägare rimligen har höga avkastningskrav på investerat kapital. Med tanke på hur illikvid Chordates aktiehandel är idag, kan rörelserna bli stora både vid positiva och negativa nyheter, vilket en investerare bör ta med i sin beräkning.

¹Beräknat utifrån 18 074 934 utestående aktier efter fulltecknad nyemission under maj/juni 2018 samt riktad kvittningsemission.

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario antas en högre efterfrågan där patienter i högre grad efterfrågar den behandling som möjliggörs med Chordates produkt. Således kan Chordate sälja fler system, något som bidrar till att den högre efterfrågan av behandlingar kan tillgodoses.

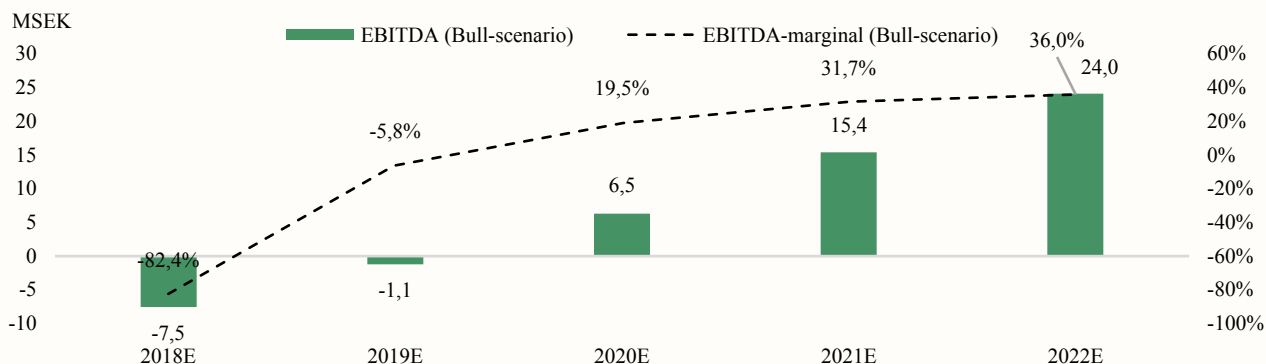
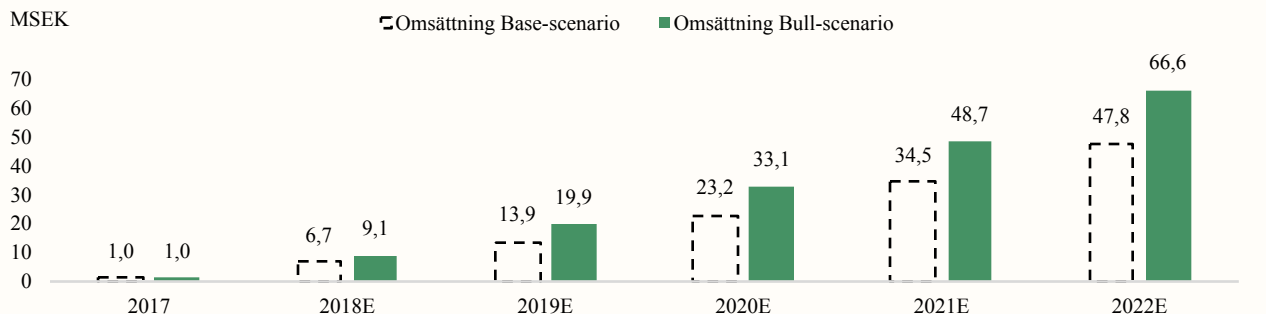
Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis) – Bull scenario	Antal	Skillnad mot Base scenario	Totalt antal sålda system/år	Ack. antal sålda system
2018E	4	+ 33 %	48	68
2019E	5	+ 25 %	60	128
2020E	6	+ 20 %	72	200
2021E	7	+ 17 %	84	284
2022E	8	+ 14 %	96	380

Av den uppskattade adresserbara marknaden om nära 1 miljon patienter skulle Chordate gå från att 2018 nå 0,8 % till att 2022 nå 6 % av marknaden.

Givet att varje system har en nyttjandegrad om 14 % (jämför 12 % i Base scenario), resulterar det ökade antalet tillhandahållna behandlingar i en högre omsättning. För att efterfrågan på Chordates behandlingsmetod ska kunna öka i högre grad antas Bolaget investera mer i olika marknadsföringsinsatser, vilket ökar rörelsekostnaderna och påverkar EBITDA-marginalen. Chordate antas nå *break-even* mellan 2019 och 2020.

I ett Bull scenario ökar antalet sålda behandlingar till följd av en högre patientefterfrågan. Detta är en konsekvens av bl.a. ökade marknadsföringsinsatser, vilket bidrar till något högre rörelsekostnader relativt angivet Base scenario.

Prognostiserad omsättning och EBITDA-resultat 2018-2022E (MSEK) – Bull scenario



Analyst Groups prognos

7,3 KR¹
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO PÅ
2022 ÅRS
PROGNOS

Givet en målmultipel om P/S 4 på 2022 års försäljning 67 MSEK och en diskonteringsränta om 15 %, ger det ett nuvärde om 130 MSEK (MC). Det motsvarar ett nuvärde per aktie om 7,3 kr i ett Bull scenario.

¹Beräknat utifrån 18 074 934 utestående aktier efter fulltecknad nyemission under maj/juni 2018 samt riktad kvittningsemission.

BULL & BEAR

Bear scenario

I ett Bear scenario förväntas Chordate uppleva en lägre efterfrågan från marknaden vilket visar sig i färre antal sålda system och färre antal tillhandahållna behandlingar. Det här är en konsekvens av att Chordate har svårt att nå ut till marknaden och Bolagets marknadsföringsinsatser inte är tillräckligt framgångsrika. Samtidigt som en tillfredsställande försäljningstillväxt uteblir fortsätter koncernens fasta kostnader belasta resultatet negativt, varför Chordate i ett Bear scenario inte förväntas bli lönsamma till år 2022, vilket är slutåret för prognosperioden.

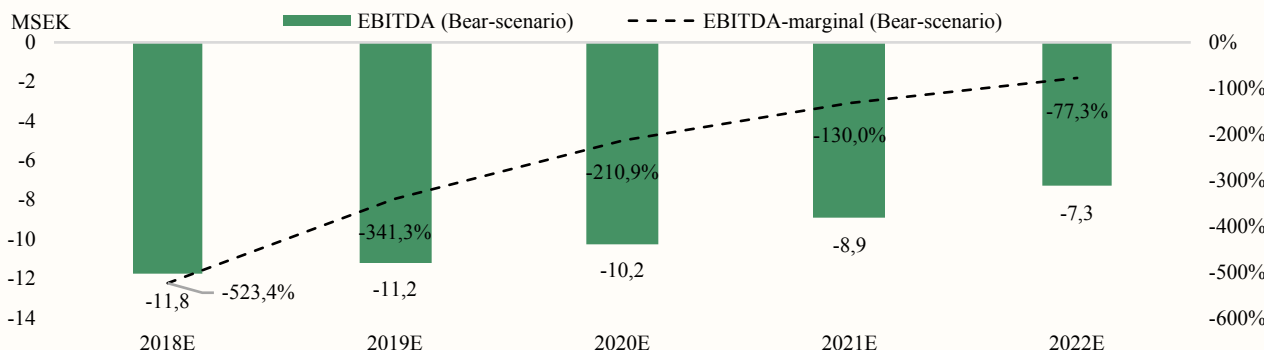
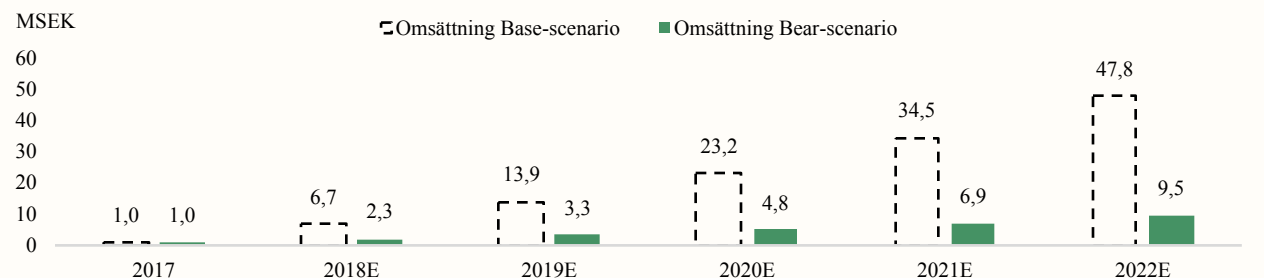
Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis) – Bear scenario	Antal	Skilnad mot Base scenario	Totalt antal sålda system/år	Ack. antal sålda system
2018E	1	- 67 %	12	32
2019E	1	- 75 %	12	44
2020E	2	- 60 %	24	68
2021E	2	- 67 %	24	92
2022E	3	- 57 %	36	128

Av den uppskattade adresserbara marknaden om nära 1 miljon patienter skulle Chordate gå från att 2018 nå 0,2 % till att 2022 nå 0,9 % av marknaden.

Givet att varje system har en nyttjandegrad om 6 % (jämför 12 % i Base scenario), resulterar det minskade antalet tillhandahållna behandlingar i en lägre omsättning. Den lägre försäljningen förväntas innebära en försiktigare investeringstakt från Chordate för att spara kassaflöden. Trots det förväntas inte Chordate i ett Bear scenario bli lönsamma under prognosperioden som sträcker sig till 2022. Som ett resultat av detta, om möjligt vid given tidpunkt, kan ytterligare externt kapital komma att behöva inhämtas utöver den finansieringsrunda som har antagits kunna ske under Q1-18.

En tröghet i marknaden och otillräckliga resurser gör att Chordate inte lyckas öka försäljningen och lönsamhet uteblir.

Prognostiserad omsättning 2018-2022E (MSEK) – Bear scenario



Analyst Groups prognos

1,0 KR¹
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO PÅ
2022 ÅRS
PROGNOS

Givet en målmultipel om P/S 4 på 2022 års försäljning 9,5 MSEK och en diskonteringsränta om 15 %, ger det ett nuvärde om 19 MSEK (MC). Det motsvarar ett nuvärde per aktie om 1,0 kr i ett Bear scenario.

¹Beräknat utifrån 18 074 934 utestående aktier efter fulltecknad nyemission under maj/juni 2018 samt riktad kvittningsemission.

VD-INTERVJU, ANDERS WEILANDT



För de som inte tidigare har hört talas om Chordate, kan du berätta lite mer om vilka ni är, vad ni gör och vilka marknader ni adresserar?

Chordate är ett svenskt medicinteknikbolag fokuserat på att utveckla en produkt för stimulering av näsans slemhinnor i syfte att behandla kronisk nästäppa (icke-allergisk rinit) vilket uppges gälla ca 200 miljoner människor i världen. I nästa steg avser vi dokumentera vår produkt även för förebyggande av migrän. I december 2014 blev Chordates produkt för behandling av kronisk nästäppa CE-märkt och i dagsläget har Chordate 9 patentfamiljer med 50 godkända patent varav 8 i Kina.

Vi inriktar oss initialt på Norden och Storbritannien och i viss mån mellanöstern – marknader där vi bedömer att vi har möjligheter att snabbt nå ut samt där vi har resurser att framgångsrikt marknadsföra vår produkt tillsammans med våra distributörer.

I Sverige till skillnad från andra marknader har vi valt att vända oss direkt till patienten genom vår klinik i Kista. Detta är ett pilotprojekt för att kunna utvärdera om detta är en modell som kan vara framgångsrik.

Kan du berätta lite mer om hur ni idag bemöts av olika aktörer i marknaden när ni presenterar er lösning och ert erbjudande?

Som beskrivits i kommunikén för 2017 så är det mest glädjande att notera den höga nivån av intresse vi möter från ledande akademiker och kliniker i Europa som har tittat på potentialen med KOS-behandlingen. Det vi märker som gör stort intryck och väcker förhoppningar är KOS' potential att fylla det stora gapet mellan nässprej och kirurgiska alternativ där inga andra metoder finns att erbjuda patienterna.

Konservativt bedömer ni att årlig försäljningspotential på era fokusmarknader (exklusive Kina) uppgår till 500 MSEK. Hur ska ni arbeta för att få en större andel av denna försäljning?

Eftersom vi där fortsatt att arbeta i en B2B-modell gentemot opinionsledare och nyckelkliniker via våra distributörer, så är det initialt fokuserat försäljningsarbete riktat mot våra distributörer, och mot ledande kliniker tillsammans med våra distributörer, som gäller i närtid.

Kan du berätta något mer och vilken potential du ser i Kina avseende ert JV-bolag tillsammans med Nanos Medical?

Vi bedömer det tillsammans med Nanos Medicals ledning som sannolikt att viss försäljning kan komma till stånd även innan formellt säljtillstånd har erhållits från de kinesiska myndigheterna. Vad den möjligheten innefattar kan jag i dagsläget inte närmare gå in på. För potentialen som helhet så är den givetvis mycket stor i jämförelse med våra nuvarande fokusmarknader.

Kan du berätta lite mer om den B2C-modell ni börjat driva via egen klinik? Vilken intäktpotential ser du här?

Om man grovt räknar 10M människor i Sverige och följer räkneexemplet med 1,3% patienter och 55% behandlingseffekt i kommunikén så skulle det finnas ca 70T svenskar som potentiellt skulle kunna vara våra kunder. Om dessa tar en behandling per år med vårt publicerade pris för en återbehandling på 1000kr så skulle den totala potentialen vara ca 70Mkr.

Vad skulle du säga gör att ni ”sticker ut” jämfört med andra medtech-bolag som befinner sig i en likande fas som ni?

Till skillnad från många andra intressanta projekt är Chordate i mitt tycke redan i kommersialiseringsfas med CE-märkt och beprövad färdig produkt. Vi har ett fokuserat angreppssätt på en handfull väl valda marknader, för vilka vi har tillräcklig mankraft att hantera. Med de nedbantade fasta kostnaderna och produktionen utlokaliserad kan vi med vårt kärnteam nu ägna oss åt att sälja och supporta våra distributörer.

Det svenska B2C-projektet, avtalet för Kina samt de två kliniska studieprojekten har potential att stegvis ge underlag för en helt annan värdering av bolaget och därmed bygga aktieägarvärde.

Den 4 maj, 2018

LEDNING & STYRELSE



Anders Weilandt, tf. CEO & Styrelseledamot

Anders Weilandt har sedan juli 2017 arbetat som tillförordnad VD för Chordate och har även sedan november 2014 varit styrelseledamot för Bolaget. Anders var VD fram till december 2016 för medtech-bolaget Diabetes Tools Sweden och har tidigare varit styrelseledamot för det First North-noterade bolaget Stille, där han också var koncernchef mellan 2006 och 2009. Anders erfarenhet från ledning och styrelsearbete blir en viktig komponent för Bolaget framgent. *Äger 55 000 aktier i Chordate Medical Holding (1,5 % av aktierna)*



Henrik Rammer, Styrelseordförande

Henrik Rammer, BSc i nationalekonomi från London School of Economics, har sedan november 2014 varit styrelseordförande för Chordate. Henrik har en bakgrund inom Private Equity (PE) från bl.a. Triton där han arbetade mellan 2002 och 2007. Han har sedan 2011 varit aktiv i styrelsearbete i flertalet bolag både som styrelseledamot och ordförande. Henriks relativt höga insiderägande anses positivt för att Henrik fortsatt kommer agera i aktieägarnas bästa intresse. *Äger 531 760 aktier i Chordate Medical Holding (15,2 % av aktierna)*



Niklas Lindercrantz, CFO

Niklas Lindercrantz är CFO sedan oktober 2017. Han är bl.a. VD för rådgivningsföretaget Driven Ekonomi i Stockholm AB och utöver sina nuvarande ledande befattningsroller har han tidigare varit i ledande befattning i flertalet bolag, främst som CFO och finansansvarig. Niklas har en Master of Science in Finance från Stockholm Universitet. *Äger 0 aktier i Chordate Medical Holding*



Jan Hermansson, Clinical Research & Medical Director

Jan Hermansson har en bakgrund som tandläkare och har sedan januari 2012 arbetat som Clinical Researcher & Medical Director på Chordate. Jan har totalt över 25 års erfarenhet från läkemedelsindustrin och jobbade mellan 2001 och 2010 som Director Clinical Research in Market Companies för AstraZeneca. Detta får anses som meriterande givet Chordates nuvarande storlek. Utöver Chordate arbetar Jan även som Medical Director på Biservo Technologies (publ.) sedan maj 2016. *Äger 23 032 aktier i Chordate Medical Holding (0,6 % av aktierna)*



Helena Ossmer Thedius, Sales & Marketing Manager

Helena Ossmer Thedius har sedan juni 2016 arbetat för Chordate och har en ingenjörsexamen från Lunds Tekniska Högskola. Efter examen 2000 började Helena arbeta på Biomet där hon arbetade fram till 2015 som bl.a. International Sales Director och Senior Marketing Manager EMEA. Helenas internationella erfarenhet gällande marknadsföring och försäljning är viktig när Chordates produkter fortsatt ska kommersialiseras i och utanför Norden. *Äger 1 000 aktier i Chordate Medical Holding (0,03 % av aktierna)*



Jan Lindberg, R&D, Production & Quality Manager

Jan Lindberg har sedan juni 2012 arbetat för Chordate och har en ingenjörsexamen i elektroteknik från Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm. Jan har sedan tidigare mångårig erfarenhet av ledande befattningsroller inom elektronikutveckling där han bl.a. har 25 års erfarenhet från St. Jude Medical. Jans långa och väldokumenterade bakgrund inom relevanta områden bör betraktas som mycket betydelsefull för Bolagets framtida produktutveckling. *Äger 2 510 aktier i Chordate Medical Holding (0,1 % av aktierna)*



Tommy Hedberg, Styrelseledamot

Tommy Hedberg har sedan juni 2014 varit styrelseledamot i Chordate och har utöver Chordate ett antal andra styrelseuppdrag. Tommy var mellan 1998 och 2014 VD på medicinteknikbolaget Atos Medical. Tommys framgångsrika karriär på Atos är betydelsefull när Chordate ska ta steget från produktutveckling till kommersialisering och lönsamhet. *Äger 241 627 aktier i Chordate Medical Holding (6,7% av aktierna)*



Gunilla Lundmark, Styrelseledamot

Gunilla Lundmark har sedan april 2017 varit styrelseledamot för Chordate och har över 25 års erfarenhet från ledande positioner inom branschen. Gunilla är sedan 2011 VD på Pharmanest AB och har mångårig erfarenhet från styrelsearbete. Den rutin och goda kännedom om branschen Gunilla bidrar med inger ytterligare förtroende för att Chordates styrelsearbete kommer skötas väl framgent. *Äger 0 aktier i Chordate Medical Holding*

APPENDIX

Base scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Intäkter	1,9	6,7	13,9	23,2	34,5	47,8
Bruttoresultat	n.a.	4,4	9,1	15,2	23,0	32,8
<i>Bruttomarginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>65,0%</i>	<i>65,2%</i>	<i>65,7%</i>	<i>66,6%</i>	<i>68,5%</i>
Rörelsekostnader	-17,1	-13,3	-13,8	-14,5	-15,5	-18,4
EBITDA	-15,2	-9,0	-4,7	0,8	7,5	14,4
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-1526 %</i>	<i>-134%</i>	<i>-34%</i>	<i>3%</i>	<i>22%</i>	<i>30%</i>
P/S	65,4	9,7	4,7	2,8	1,9	1,4
EV/S	49,5	7,3	3,5	2,1	1,4	1,0
EV/EBITDA	neg	neg	neg	63,4	6,6	3,4

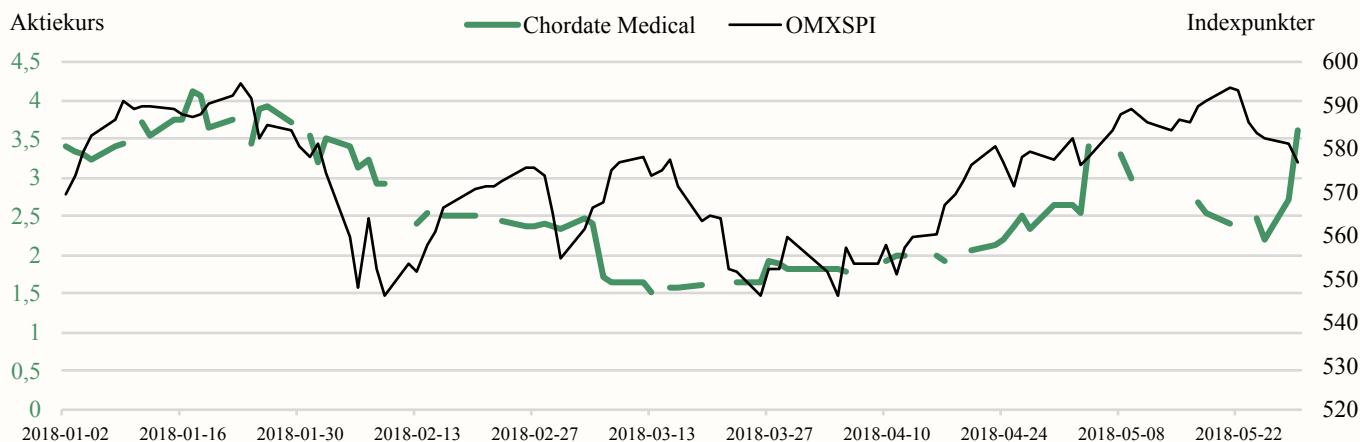
Bull scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Intäkter	1,9	9,1	19,9	33,1	48,7	66,6
Bruttoresultat	n.a.	5,9	13,0	21,8	32,4	45,6
<i>Bruttomarginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>65,0%</i>	<i>65,2%</i>	<i>65,7%</i>	<i>66,6%</i>	<i>68,5%</i>
Rörelsekostnader	-17,1	-13,4	-14,1	-15,3	-17,0	-21,7
EBITDA	-15,2	-7,5	-1,1	6,5	15,4	24,0
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-1526 %</i>	<i>-82%</i>	<i>-6%</i>	<i>19%</i>	<i>32%</i>	<i>36%</i>
P/S	65,4	7,1	3,3	2,0	1,3	1,0
EV/S	49,5	5,4	2,5	1,5	1,0	0,7
EV/EBITDA	neg	neg	neg	7,6	3,2	2,1

Bear scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Intäkter	1,9	2,3	3,3	4,8	6,9	9,5
Bruttoresultat	n.a.	1,5	2,1	3,2	4,6	6,5
<i>Bruttomarginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>65,0%</i>	<i>65,2%</i>	<i>65,7%</i>	<i>66,6%</i>	<i>68,5%</i>
Rörelsekostnader	-17,1	-13,2	-13,3	-13,4	-13,5	-13,8
EBITDA	-15,2	-11,8	-11,2	-10,2	-8,9	-7,3
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-1526 %</i>	<i>-523%</i>	<i>-341%</i>	<i>-211%</i>	<i>-130%</i>	<i>-77%</i>
P/S	65,4	28,9	19,9	13,4	9,5	6,9
EV/S	49,5	21,9	15,1	10,2	7,2	5,2
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	neg

Värderingsmultiplar P/S, EV/S och EV/EBITDA utgår från aktiekurs 3,60 SEK per aktie (2018-05-30), samt tillkommande aktier via nyemission under maj/juni och riktad kvittningsemission. Antalet aktier som beräkningsunderlag är 18 074 934 st.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Resultaträkning (tSEK)	2015	2016	2017	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	Q1-18
Nettoomsättning	645	166	47	273	500	175	47	194
Förändring av lager	-388	233	-1	277	-259	-579	-1	-224
Övriga rörelseintäkter	172	2 446	593	83	562	94	593	98
Totala intäkter	428	2 845	639	633	803	-310	639	68
Övriga externa kostnader	-6 034	-4 642	-4 638	-1 201	-2 194	-2 541	-4 638	-3 484
Personalkostnader	-5 106	-6 101	-1 375	-1 927	-2 048	-1 131	-1 375	-1 242
Övriga rörelsekostnader	-17	0	0	0	0	0	0	-67
EBITDA	-10 728	-7 897	-5 373	-2 495	-3 439	-3 983	-5 373	-4 726
<i>EBITDA-marginal</i>	-1662,9%	-4760,0%	-11353,5%	-915,2%	-687,1%	-2277,0%	-11353,5%	-2431,2%
Av- och nedskrivningar	-5 973	-8 065	-2 014	-1 895	-2 010	-2 012	-2 014	-2 014
EBIT	-16 701	-15 962	-7 387	-4 390	-5 449	-5 995	-7 387	-6 740
<i>EBIT-marginal</i>	-2588,8%	-9620,9%	-15609,6%	-1610,6%	-1088,8%	-3427,2%	-15609,6%	-3467,6%
Resultat från andelar i koncernföretag	0	2 999	0	0	0	0	0	0
Ränteintäkter	1 362	6	1	0	0	2	1	0
Räntekostnader	-738	-750	-38	-119	-44	-36	-38	-116
EBT	-16 078	-13 708	-7 425	-4 510	-5 493	-6 028	-7 425	-6 856
Skatt på årets resultat	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga skatter	-64	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-16 142	-13 707	-7 425	-4 510	-5 493	-6 028	-7 425	-6 856
<i>Nettomarginal</i>	-2502,0%	-8261,8%	-15688,7%	-1654,3%	-1097,6%	-3446,3%	-15688,7%	-3527,1%

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 fransäger 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 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 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE