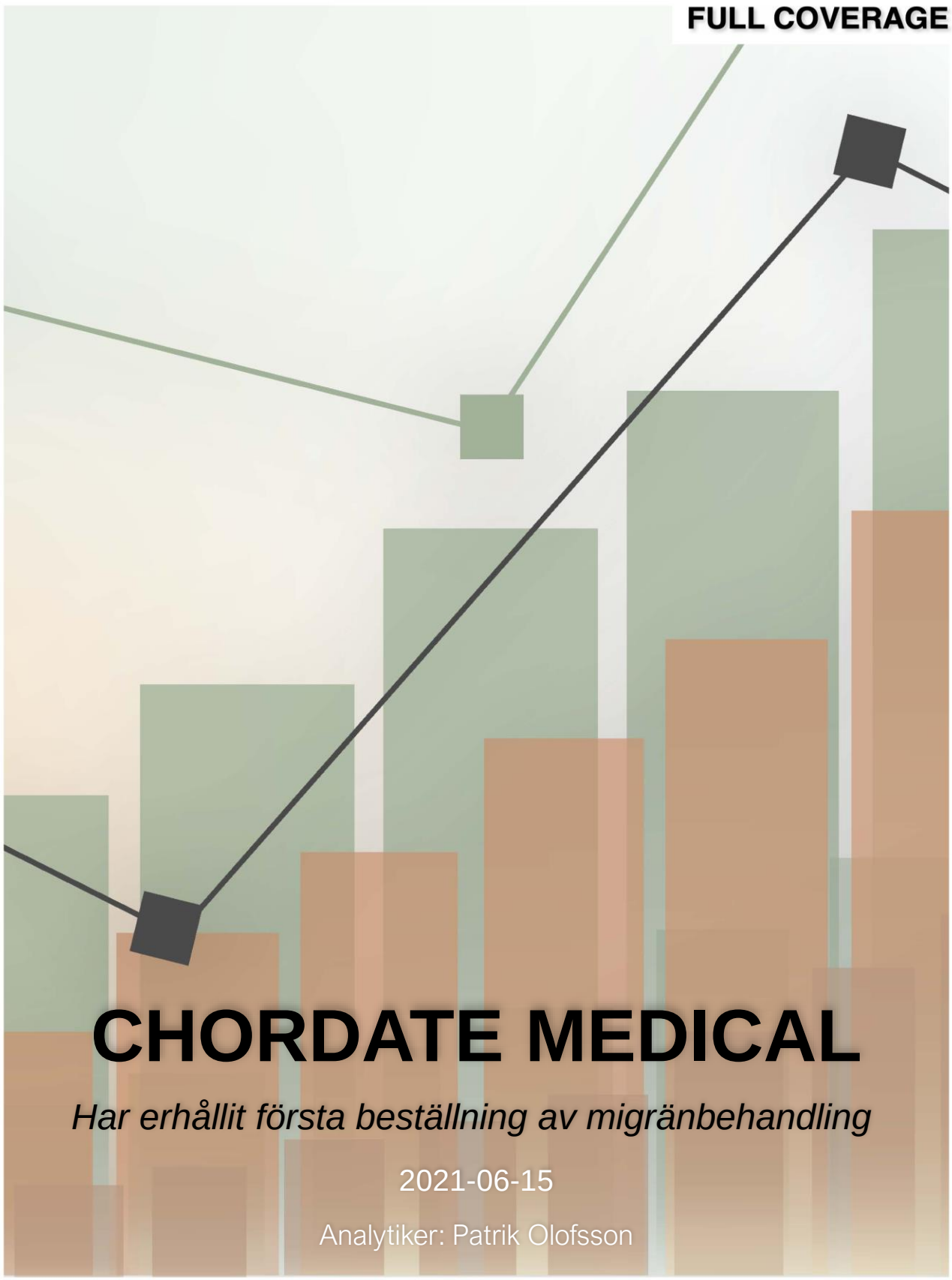


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



CHORDATE MEDICAL

Har erhållit första beställning av migränbehandling

2021-06-15

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 nästärpa och kronisk migrän. Den globala läkemedelsmarknaden för migränbehandlingar beräknas uppgå till 84 miljarder SEK per år inom sex år. Bolagets patenterade K.O.S-behandling för kronisk migrän står inför slutfasen av en patientstudie som förväntas behandla de sista patienterna under Q3-21. Migränbehandlingen CE-märktes i maj 2021, över ett år före Bolagets plan. Sedan tidigare har Chordates rinitbehandling erhållit CE-märkning och introducerats på utvalda europeiska marknader samt Saudiarabien. Chordate Medical är noterat på Nordic Growth Market – SME med kortnamnet: CMH.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Migränmarknaden	7-8
Kronisk rinit	9
Finansiell prognos	10-12
Värdering	13
VD-intervju, Anders Weilandt	14
Ledning & styrelse	15
Appendix	16-17
Disclaimer	18

VÄRDEDREVARE

6 av 10

Till följd av den nyligen erhållna CE-märkning 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 försäljningstillväxt. 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.

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 den nyligen erhållna CE-märkningen för migrän utgör en viktig beståndsdel. Vi har tidigare kommunicerat att Chordate är i behov av externt kapital och med nuvarande utveckling räknar vi fortsatt med att Chordate är finansierade tills oktober 2021. Givet att TO7 fortsatt är *in the money* kan detta då 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)

HAR ERHÅLLIT FÖRSTA BESTÄLLNING AV MIGRÄNBEHANDLING



Det är såklart den senaste tidens utveckling kring migränområdet som har varit högaktuellt för Chordate. I vårt Base scenario hade vi räknat med att Chordate skulle erhålla CE-märkning för migränbehandlingen, däremot hade vi inte räknat med att det skulle erhållas ett år innan plan. CE-märkningen innebär att Chordate nu kan kommersialisera migränbehandlingen fritt inom EU, där fokus nu är att ta en successivt större andel av de tillgängliga marknaderna. En första order från distributören Vedise i Italien har redan erhållits, och vi ser att det nya affärsbenet signifikant förändrar värderingspotentialen av Chordate. I samband med CE-märkningen, och en redan inledd kommersialisering, väljer vi därmed att justera vårt värderingsintervall till ett motiverat nuvärde per aktie om 4,1 kr i ett Base scenario.

▪ **Första ”migrän-ordern” har erhållits**

Betalningsviljan bland personer som lider av kronisk migrän är förhållandevis hög, t.ex. använder många patienter botox som läkemedelsbehandling fyra gånger per år för att lindra sina symtom. Dessutom bör en patient som lider av migrän behandlas vid fler tillfällen än vad som krävs för t.ex. behandling av kronisk rinit. Detta, i kombination med en affärsmodell som för Chordate resulterar i återkommande intäkter vid uppskattningsvis 3 till 6 tillfällen per år och patient, kan ge upphov till en accelererad tillväxt. En första order har dessutom redan erhållits från Italien, en marknad som enligt Vedise består av 7 669 neurologer, vilka skulle kunna adresseras med Chordates K.O.S-metod för migränbehandling.

▪ **36 miljoner anledningar att tänka på TO7**

Vid utgången av mars uppgick kassan till 9,8 MSEK och under Q1-21 uppgick Chordates operativa kapitalförbrukning till -1,9 MSEK/månad. Med hänsyn till de rapporterade omsättningstillgångarna och kortfristiga rörelseskulder per balansdatumet för Q1-21, samt ett antagande om en något lägre *burn rate* kommande månader, finns utrymme för ett bättre rörelsekapital, varpå vi räknar med att Bolaget är finansierade tills omkring oktober, allt annat lika. Chordate har dock teckningsoptioner av serie TO7 utestående, vilka ger innehavaren rätt att teckna aktier för 0,75 kr/st. som vid full teckning kan tillföra Chordate ca 36 MSEK under oktober/november 2021. 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.

▪ **Höjt värderingsintervall i samtliga scenarion**

Till följd av CE-märkningen för migränbehandling ökar intäktpotentialen avsevärt, varför vi i samband med detta väljer att justera upp vårt tidigare värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull- och Bear.

AKTIEKURS | 3,6 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (NUVÄRDE 2024 ÅRS PROGNO)

BEAR
2,0 kr

BASE
4,1 kr

BULL
5,7 kr

CHORDATE MEDICAL HOLDING					
Aktiekurs (2021-06-14)					3,6
Antal Aktier (st.)					108 805 832
Market Cap (MSEK)					391,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)					-15,5
Enterprise Value (MSEK)					376,2
V.52 prisintervall (SEK)					0,30 – 6,08
UTVECKLING					
1 månad					+296,0 %
3 månader					+456,6 %
1 år					+347,2 %
YTD					+732,6 %
HUVUDÄGARE (PER 2021-03-31, KÄLLA: BOLAGET)					
HAWOC Investment AB					10,1 %
Isak Brandberg AB med närstående					10,0 %
Sifonen AB					9,1 %
Midroc Invest AB					5,6 %
Tommy Hedberg					5,4 %
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör					Anders Weilandt
Styrelseordförande					Henrik Rammer
FINANSIELL KALENDER					
Delårsrapport #2 2021					2021-08-30
PROGNOS (BASE)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Totala intäkter (MSEK) ¹	3,9	6,3	19,0	39,5	60,0
Bruttoresultat (MSEK)	2,8	5,5	15,2	31,6	48,4
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a	73,24%	76,07%	78,27%	79,61%
Rörelsekostnader (MSEK)	-19,6	-17,8	-19,4	-24,8	-28,8
EBITDA (MSEK)	-16,9	-12,4	-4,2	6,8	19,6
EBITDA-marginal ²	-3251,9%	-516,6%	-47,4%	9,7%	28,9%
P/S	N/M	N/M	6,9	3,0	1,9
EV/S	N/M	N/M	23,9	10,4	6,6
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	55,5	19,2

¹Inkl. aktiverat arbete

²Exkl. aktiverat arbete

INVESTERINGSIDÉ

1 AV 7
MÄNNISKOR
LIDER AV
MIGRÄN

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.

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 senast angivna prognos är att sista patienten ska behandlas under Q3-21. Covid-19 är dock fortfarande en påverkande faktor, varför denna prognos kan ändras. 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 nu 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. Redan under juni erhöll Chordate, via sin italienska återförsäljaren Vedise, den första kommersiella ordern för K.O.S-systemet S220 för migränbehandling. Ordern omfattar två installationer som ska levereras till respektive klinik omgående.

Prognos, värdering och EXIT-möjlighet

I ett Base scenario förväntas Chordate öka omsättningen till ca 57 MSEK år 2024. Baserat på en relativvärdering och en applicerad värderingsrabatt, en diskonteringsränta om 10 % och P/S 10 som målmultipel på 2024 års försäljning, erhålls ett nuvärde per aktie om 4,1 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 en period om 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 kortsiktig finansiella resultat.

Trög marknad resulterar i utmaningar att etablera Chordates produkt och metod

Chordate verkar i en trögrörlig och konservativ bransch, något som medför tydliga utmaningar och kommer kräva ytterligare marknadsinsatser. Vid utgången av mars uppgick kassan till 9,8 MSEK och utifrån en estimerad *burn rate* om ca 1,2 MSEK/månad framgent, härledd från senaste kvartalets utveckling och ett antagande om lägre kostnadsbas till följd av bl.a. minskade studiekostnader under 2021, samt lägre investeringskostnader, estimerar vi att Chordate skulle vara finansierade tills oktober/november 2021, allt annat lika. Chordate har dock teckningsoptioner av serie TO7 utestående, som ger innehavaren rätt att teckna aktier för 0,75 kr/st. och vid full teckning kan tillföra Bolaget 35,9 MSEK under oktober/november 2021. 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.

POTENTIELL
EXIT
INOM
3-5 ÅR

~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 sista patienten förväntas behandlas under Q3-21.

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 nu täcks av privat sjukvårdsförsäkring på cirka 25 % av de cirka 127 privata sjukhusen i Saudiarabien.

Intäktskällor

- Systemförsäljning:** detta är en fast engångsintäkt och avser själva huvudsystemet.
- 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.

Intäktsmodellen 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

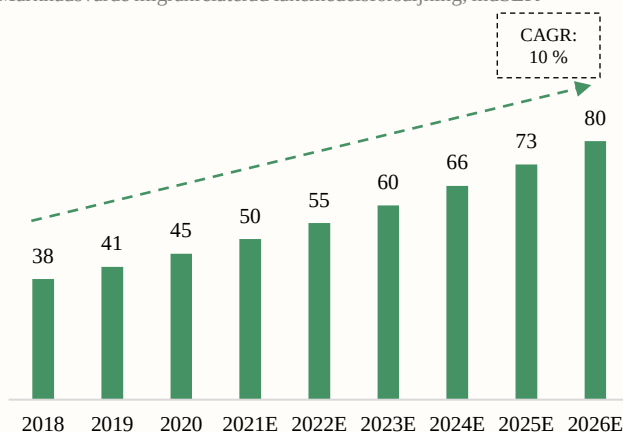
MIGRÄNMARKNADEN

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.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. 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 %).² 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.

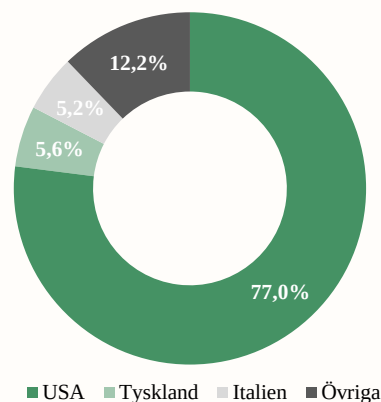
Marknadsvärde migränrelaterad läkemedelsförsäljning, mdSEK



Källa: Global Data Healthcare (2017)

USA har klart störst andel av marknaden 2026.

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 runt om 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.

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

² Global Data Healthcare report (September 2017)

MIGRÄNMARKNADEN

Migrän i vården¹

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 som orsak till 2,9 procent av ”kvalitetsår” av livet som förloras på grund av funktionshinder och 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.²

Marknaden för neurostimuleringsprodukter³

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.

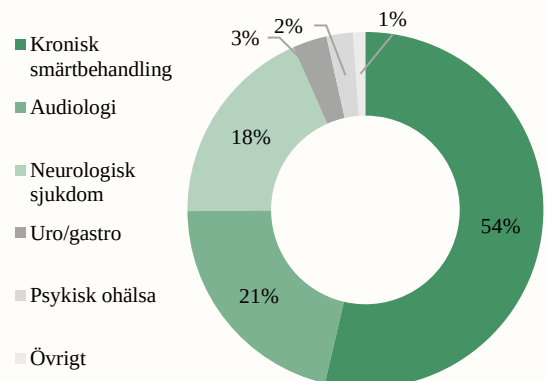
Marknadsvärde neurostimulering och kronisk smärtlindring



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)

¹Khan,S. Schoenen, J. Ashina, M, Caphalalgia 2015, Vol.34(5) 382-91

²Steiner TJ et al. Migraine: the seventh disabler. The Journal of Headache and Pain 2013, 14:1

³Neurostimulation 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 PROGNOSES

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.

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
Total	193,5 miljoner

*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.
Maximalt antal möjliga behandlingar per system/år	2 400 st.
Maximalt antal möjliga behandlingar per system/månad	200 st.

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.
Genomsnittligt antal behandlingar per system/månad	24 st.

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.

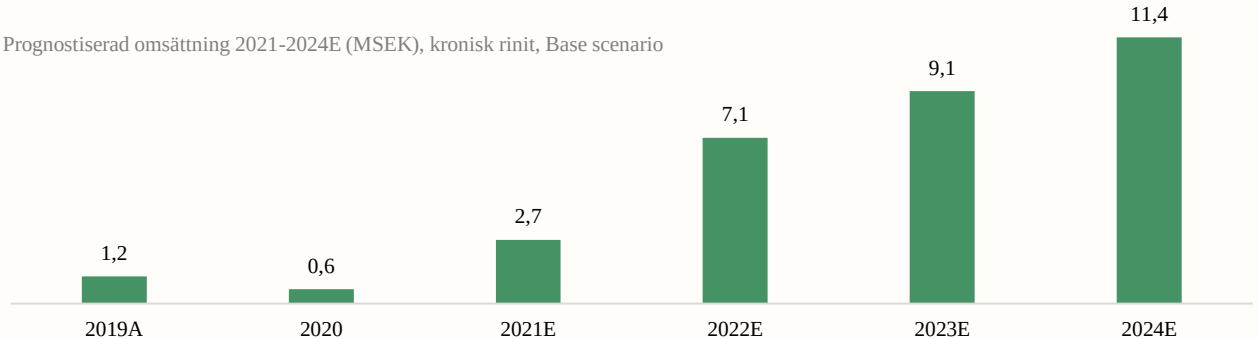
Chordate har installerade system på marknaden idag och har under senaste åren tecknat flera distributionsavtal för olika marknader, t.ex. Norden, Israel, Saudi Arabien, Italien m.fl.. Chordate har även tecknat franchiseavtal i Stockholm, Göteborg och Malmö. För perioden 2021-2024 antas följande *genomsnittliga*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

Genomsnittligt antal sålda system (månadsbasis)	Antal	Totalt antal sålda system/år
2021E	2	24
2022E	12	144
2023E	12	144
2024E	12	144

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

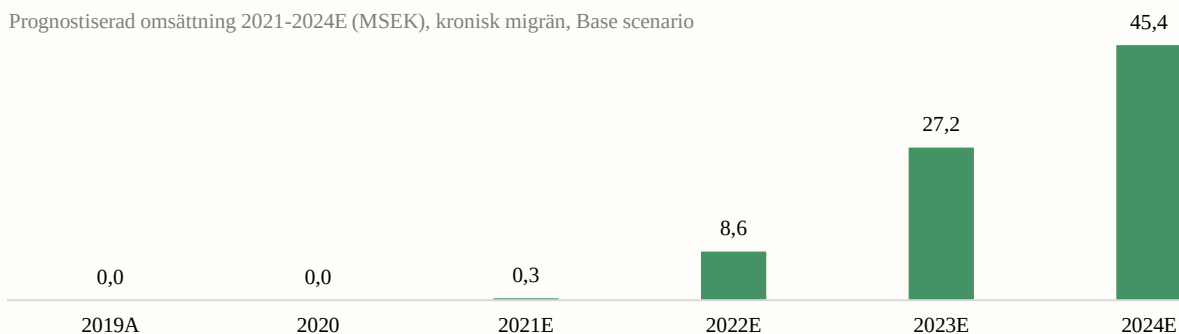
FINANSIELL PROGNOSES

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 nyligen erhållna CE-märkningen gör att Chordate kommer att 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. I våra finansiella modeller räknar vi med att migrän-området 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



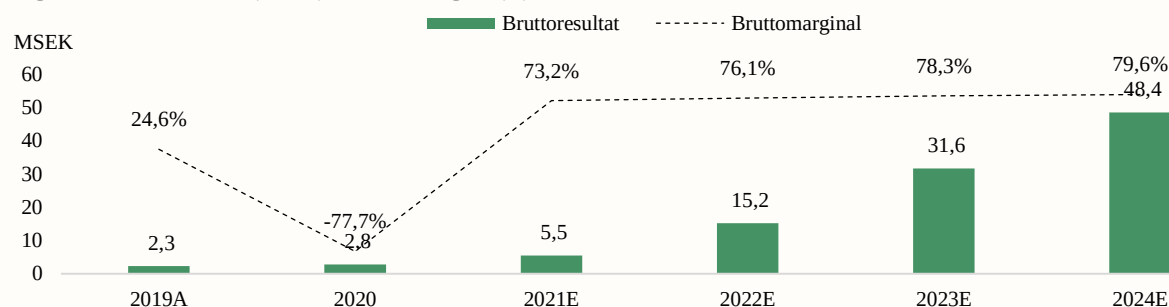
Analyst Groups prognos

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 genomförs. Utvecklingsprojekten innefattar 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



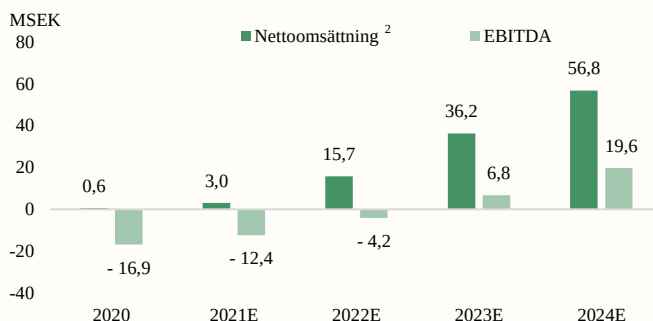
Analyst Groups prognos

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 ¹	3,9	6,3	19,0	39,5	60,0
COGS	-1,1	-0,8	-3,8	-7,9	-11,6
Bruttoresultat	2,8	5,5	15,2	31,6	48,4
Bruttomarginal (adj.) ²	n.a	73%	76%	78%	80%
Totala rörelsekostnader	-19,6	-17,8	-19,4	-24,8	-28,8
EBITDA	-16,9	-12,4	-4,2	6,8	19,6
EBITDA-marginal (adj.) ²	neg.	neg.	neg.	9,7%	28,9%



Analyst Groups prognoser ¹Inkl. aktiverat arbete ²Exkl. 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 48 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 57 MSEK 2024 ger det en värdering om 570 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 2023 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 4,1 kr idag i ett Base scenario.

4,1 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 under Q3-21, 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 78 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 5,7 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.¹

Bear scenario

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

- 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 förvärvsdiallog.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om P/S 10 samt en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 2,0 kr i ett Bear scenario.¹

¹Se Appendix sida 17 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

VD-INTERVJU, ANDERS WEILANDT



Utifrån ert nuvarande distributörsnätverk, ser du att det är någon marknad som kan innebära särskilt stor försäljningspotential för er nu CE-märkta migränbehandling? Om ja, kan du utveckla lite mer kring varför?

En första aspekt är vilka marknader vi tidigt kan få access till, och dit hör Italien eftersom distributören är väl inarbetad med vår produkt för rinit. Vi räknar även in Israel där eftersom vår distributör har stor erfarenhet från neurologimarknaden. En annan aspekt är marknadspotentialens storlek, i tillägg till Italien är Tyskland en av de största i EU, där återstår att välja en bra marknadskanal.

Ni har sedan en tid tillbaka en tydligt uttalad exitstrategi. Skulle du kunna ge något exempel på vad för typ av aktör som skulle kunna vara en tänkbar "tagare"? Exempelvis i termer av storlek, industrifokus, geografisk position osv.?

Inom industrisegmentet neuromodulation återfinns de flesta av de globalt ledande bolagen inom medtech, det är en kategori tagare. Det är heller inte uteslutet att läkemedelsbolag aktiva inom migrän kan ha ett intresse för en kompletterande behandlingsmetod. Därutöver finns alla tänkbara varianter av finansiella aktörer som kan tänkas ha ett intresse. Vi tror att en tagare agerar globalt och förmodligen är en större till mycket stor aktör, relativt sett.

För en investerare, vad skulle du vilja belysa som extra intressant att hålla utkik efter under de resterande månaderna av detta år?

Antagligen håller man utkik efter framsteg vi kan tänkas göra i byggandet av bevis på att vi kan nå ut med produkten kommersiellt till ledande neurologer. Men även hur det går med ersättningsbeslutet från hälsoministeriet i Saudiarabien.

Den 1 juni 2021

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



Anders Weilandt, tf. CEO & Styrelseledamot

Född 1961. Styrelseledamot sedan november 2014 och tf. VD sedan juli 2017. 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 i Chordate Medical Holding.*



Niklas Lindecrantz, 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 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 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. Ingenjörsutbildning vid KTH i Stockholm, 1980. *Äger 22 374 aktier 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 Ingenjörsutbildning följt av en postgymnasial ekonomiutbildning, examen 1976. *Äger 5 929 167 aktier i Chordate Medical Holding.*

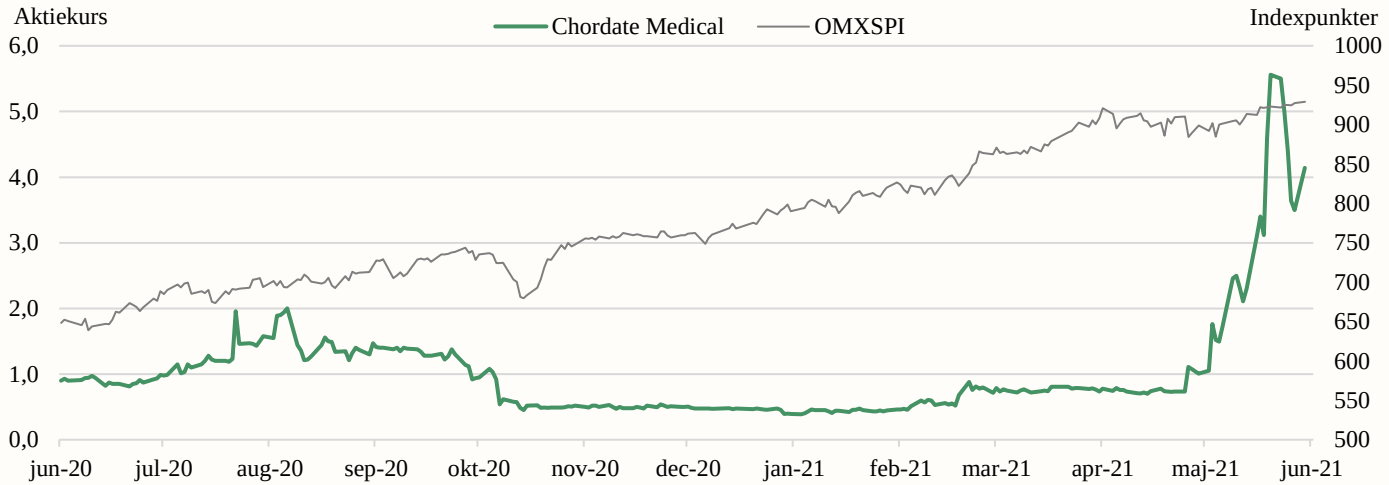


Gunilla Lundmark, Styrelseledamot

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. *Äger 0 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
Nettoomsättning	1 164	618	58	399	395	311	463	55	19	81	102
Aktiverat arbete	0	2 995	-91	-241	-199	0	603	707	514	1 170	219
Övriga rörelseintäkter	1 997	250	2	2	202	1 791	36	198	5	11	34
Totala intäkter	3 161	3 863	-31	161	399	2 102	1 102	960	538	1 263	355
Råvaror och förnödenheter	-878	-1 098	0	0	-12	-335	-237	-52	-15	-794	-47
Bruttoresultat	2 283	2 764	-31	161	387	1 767	865	908	523	469	308
Bruttomarginal (ej just.)	72%	72%	n.a.	n.a.	97%	84%	78%	95%	97%	37%	87%
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
Personalkostnader	-3 161	-5 776	-624	-842	-602	-1 094	-1 343	-1 355	-1 289	-1 999	-1 386
Övriga rörelsekostnader	-173	-152	-16	-43	-92	-21	-60	-36	-2	-54	-3
EBITDA	-18 936	-16 853	-4 426	-4 785	-5 130	-4 595	-4 152	-3 721	-3 729	-5 251	-5 489
EBITDA-marginal	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
EBIT	-24 542	-19 421	-6 172	-5 994	-6 339	-6 038	-5 430	-4 358	-4 046	-5 586	-5 798
EBIT-marginal	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
Ränteintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Räntekostnader	-347	-338	-96	-102	-86	-62	-45	-38	-253	-2	-1
EBT	-24 889	-19 759	-6 268	-6 096	-6 425	-6 100	-5 475	-4 397	-4 299	-5 588	-5 799
Skatt på årets resultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga skatter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-24 889	-19 759	-6 268	-6 096	-6 425	-6 100	-5 475	-4 397	-4 299	-5 588	-5 799
Nettomarginal	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	3,0	15,7	36,2	56,8
Förändring av lager/aktiverat arbete	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Totala intäkter	3,2	3,9	6,3	19,0	39,5	60,0
COGS	-0,9	-1,1	-0,8	-3,8	-7,9	-11,6
Bruttoresultat	2,3	2,8	5,5	15,2	31,6	48,4
<i>Bruttomarginal</i>	<i>24,6%</i>	<i>-77,7%</i>	<i>73,2%</i>	<i>76,1%</i>	<i>78,3%</i>	<i>79,6%</i>
Rörelsekostnader	-21,2	-19,6	-17,8	-19,4	-24,8	-28,8
EBITDA	-18,9	-16,9	-12,4	-4,2	6,8	19,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>9,7%</i>	<i>28,9%</i>
P/S	93,5	176,1	36,0	6,9	3,0	1,9
EV/S	323,2	608,7	124,5	23,9	10,4	6,6
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	55,5	19,2

Bull scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1,2	0,6	3,8	21,3	42,4	78,1
Förändring av lager/aktiverat arbete	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Totala intäkter	3,2	3,9	7,0	24,5	45,7	81,3
COGS	-0,9	-1,1	-1,0	-5,0	-9,0	-14,8
Bruttoresultat	2,3	2,8	6,0	19,5	36,6	66,5
<i>Bruttomarginal</i>	<i>24,6%</i>	<i>-77,7%</i>	<i>73,5%</i>	<i>76,4%</i>	<i>78,7%</i>	<i>81,0%</i>
Rörelsekostnader	-21,2	-19,6	-17,0	-18,7	-25,0	-34,4
EBITDA	-18,9	-16,9	-11,0	0,8	11,6	32,1
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>19,7%</i>	<i>37,0%</i>
P/S	93,5	176,1	28,9	5,1	2,6	1,4
EV/S	323,2	608,7	99,9	17,7	8,9	4,8
EV/EBITDA	neg	neg	neg	450,4	32,4	11,7

Bear scenario (MSEK) - Analyst Groups prognoser	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	1,2	0,6	4,3	12,1	19,9	27,6
Förändring av lager/aktiverat arbete	0,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Övriga rörelseintäkter	2,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Totala intäkter	3,2	3,9	7,5	15,3	23,1	30,9
COGS	-0,9	-1,1	-1,4	-3,9	-6,2	-8,4
Bruttoresultat	2,3	2,8	6,1	11,5	16,9	22,5
<i>Bruttomarginal</i>	<i>24,6%</i>	<i>-77,7%</i>	<i>66,8%</i>	<i>68,1%</i>	<i>68,7%</i>	<i>69,6%</i>
Rörelsekostnader	-21,2	-19,6	-15,7	-16,3	-20,2	-24,4
EBITDA	-18,9	-16,9	-9,6	-4,8	-3,4	-1,9
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>	<i>neg.</i>
P/S	93,5	176,1	25,4	9,0	5,5	3,9
EV/S	323,2	608,7	87,8	31,2	18,9	13,6
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 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.

Analysen innehåller 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.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund