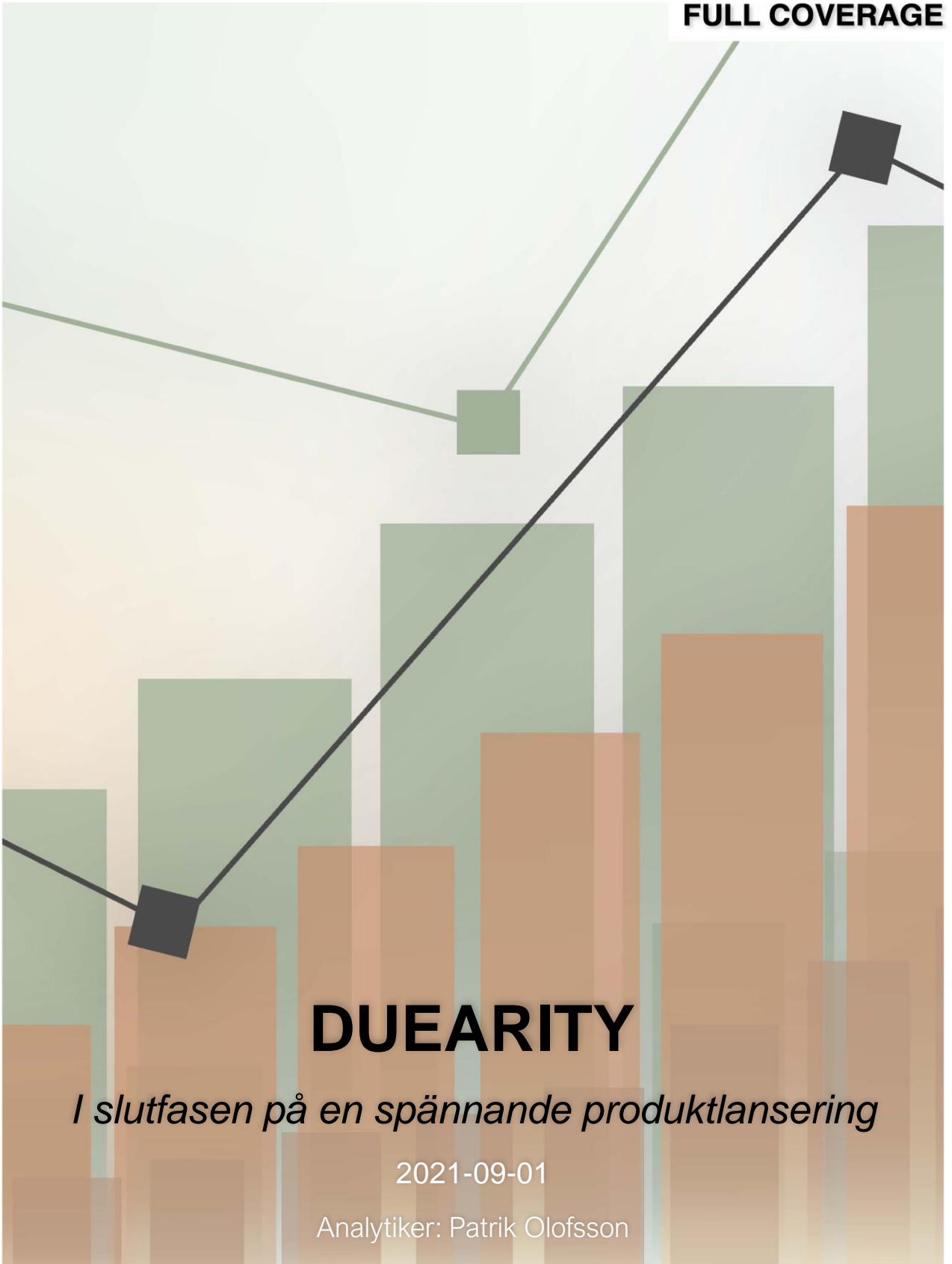


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## DUEARITY

*I slutfasen på en spännande produktansering*

2021-09-01

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

# DUEARITY (DEAR)

## I SLUTFASEN PÅ EN SPÄNNANDE PRODUKTLANSERING



Den tidigare presenterade Q2-rapporten var i linje med våra förväntningar, där utvecklingsarbetet av Tinearity har fortskridit enligt plan. Fokus närmast för Duearity (eller "Bolaget") är den CE-märkningsprocess som Bolaget ska gå igenom innan Tinearity är klart för kommersialisering. Med hänsyn till att Duearity har inlett ett samarbete med en certifieringspartner för att få Tinearity godkänd för lansering räknar vi med att Bolaget erhåller CE-märkning under H2-21, bredare lansering under H1-22 och att omsättningen tills år 2025 har stigit till 162 MSEK. Utifrån en tillämpad målmultipel och diskonteringsränta ger det ett nuvärde om 7,9 kr (7,9) per aktie i ett Base scenario.

### Kostnadsutveckling i linje med förväntningar

Under Q2-21 uppgick Duearitys totala rörelsekostnader till -4,2 MSEK, vilket är en ökning med ca 59 % jämfört med föregående kvartal (Q1-21). Ökningen under andra kvartalet beror främst på, förutom kostnader hänförliga till börsnoteringen, intensifierat utvecklingsarbete och ökade utvecklingskostnader. Kostnadsbasen i andra kvartalet är i linje med våra förväntningar och vi kan konstatera att Duearity kan dra fortsatt fördel av sin slimmade organisation.

### Förberedelser inför kommersialisering

Duearity har efter utgången av Q2-21 ingått ett samarbete med Rosti Group för produktion av Bolagets adapters. Rosti Group och Duearity har samarbetat i produktionsanpassning av adaptern, samt att Rosti Group har visat att man kan producera i enlighet med de kvalitetsmål, volymer och kostnader som specificerades i Duearitys *proof of concept*. Att Duearity har inlett ett samarbete med en produktionspartner i ett tidigt skede anser vi reducerar risken för eventuella problem vid produktionsstart.

### Produktfördelar kan möjliggöra högre tillväxt

Då Tinearity bygger på en redan vedertagen behandlingsmetod, samt uppvisar en högre användarvänlighet än befintliga lösningar, finns förutsättningarna för att snabbt nå acceptans bland konsumenterna. Genom aktiva *Pre-Marketing* kampanjer under 2021 och insamlande av intresseanmälningar att köpa produkten, kan försäljningsvolymerna komma att stiga snabbt från Q1-22.

### Ett antal milstolpar i sikte kommande kvartal

Verifiering, validering, CE-märkning och marknads-lansering – detta är några av de tänkbara värdedrivarna under de kommande 6-10 månader. Därefter förväntar vi oss ett fullskaligt fokus på att successivt öka försäljningen, med start under H1-22, varpå Bolaget även under Q4-22 uppnår ett positivt rörelseresultat. Tills år 2023 bedöms även AI-lösningen kopplad till Tinearity vara färdigutvecklad, vilket kan bidra till en starkare *stickiness*, d.v.s. behållningsgrad, och lägre *churn* i kundbasen.

### AKTIEKURS

6,4 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNO

**BEAR**  
4,1 kr

**BASE**  
7,9 kr

**BULL**  
10,5 kr

*Diskonterad värdering (nuvärde) på 2023 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.*

DUEARITY AB						
Senast betalt 2021-08-31 (SEK)	6,4					
Antal Aktier (st.)	13 486 204					
Market Cap (MSEK)	86,3					
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-20,9					
Enterprise Value (MSEK)	65,4					
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.					
Lista	Nasdaq First North Growth Market					
UTVECKLING						
1 månad	+9,0 %					
3 månader	+0,3 %					
1 år	n.a.					
YTD	n.a.					
HUVUDÄGARE (2021-06-30, KÄLLA: HOLDINGS, 2021)						
Footloose Invest AB (Peter Arndt)	39,2 %					
JeGol Group AB	15,2 %					
Häkull Adventure Capital AB (Fredrik Westman)	6,5 %					
Nordnet Pensionsförsäkring	2,6 %					
Avanza Pension	2,6 %					
VD OCH ORDFÖRANDE						
Verkställande Direktör	Fredrik Westman					
Styrelseordförande	Rom Mendel					
FINANSIELL KALENDER						
Delårsrapport #3 2021	2021-11-18					
PROGNOS (BASE), MSEK						
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	7,3	23,6	73,9	161,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,1</b>	<b>18,9</b>	<b>59,7</b>	<b>130,8</b>
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	83%	80%	81%	81%
Rörelsekostnader	-0,4	-11,8	-14,0	-17,9	-35,6	-54,8
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>24,1</b>	<b>75,9</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	4%	33%	47%
P/S	n.a.	n.a.	11,8	3,7	1,2	0,5
EV/S	n.a.	n.a.	8,9	2,8	0,9	0,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	65,3	2,7	0,9

# INVESTERINGSIDÉ

## Målsättningen år 2025 motsvarar en försäljning om uppåt 360 MSEK

10-20 % av befolkningen har tinnitus och för Duearity bedöms den adresserbara marknaden sammantaget uppgå till ca 5 % av den totala befolkningen. Det innebär att sett enbart till den svenska marknaden beräknas antalet adresserbara personer uppgå till ca 500 000, och för Duearitys del förväntas Bolaget nå *break even* redan vid 1 600 kunder. Målsättningen är att vid utgången av 2021 ska minst 3 000 personer ha anmält sitt intresse för att köpa Tinearity, vilket under år 2022, efter att produkten har blivit CE-märkt, ska resultera i just 3 000 kunder. Därefter vill Duearity fortsätta växa och tills år 2025 är målet att minst 60 000 personer ska köpa Tinearity, vilket, baserat på kommunicerad prissättning från Bolaget, skulle kunna innebära en potentiell försäljning om uppåt 360 MSEK år 2025.

3 000  
KUNDER  
ÅR 2022...

↓

60 000  
KUNDER  
ÅR 2025

## Användarvänlighet och närhet till kunderna kan bli avgörande

En minst sagt viktig parameter för att Tinearity ska erhålla bra respons från kunder är att graden av användarvänlighet måste vara högre än befintliga alternativ. Dagens lösningar är oftast osmidiga och begränsande, t.ex. för behandlingar som baseras på s.k. *Bone Conduction Technology* så krävs en bygel som löper från ena örat till det andra. Tinearity är en liten enhet, motsvarande storleken av ett mynt, vilket gör att en person kan använda produkten dygnet runt utan hinder i vardagen, vilket skapar konkurrensfördelar. När det kommer till själva tekniken så är den redan vetenskapligt bevisad och är en vedertagen behandlingsmetod, vilket sänker den tekniska risken. Eftersom strategin utgår från en direkt B2C-modell via sin egen e-handel kan Duearity själva äga kundkontakten, något vi bedömer som både viktigt och fördelaktigt för att dels öka försäljningen, dels behålla kunderna över tid. Dessutom, genom den tänkta AI-lösningen kan graden av kundnytta stiga, vilket kan bidra till en högre *stickiness* och således lägre *churn*.

## MILSTOLPAR

- Eget *Proof of Concept* kring produktversion I
- Produktversion II färdigställd jan-21
- H2-22: verifiering, validering, CE-märkning
- Redo för marknads-lansering vid årsskiftet 21/22
- Duearitys mål för antal kunder år 2022: 3 000
- Duearitys mål för antal kunder år 2025: 60 000

## Triggers under kommande 12-36 månader

I samband med noteringen på First North tillfördes Duearity ca 21 MSEK, där majoriteten av likviden är öronmärkt för bl.a. slututveckling av Tinearity, verifiering, validering, CE-märkning och produktion av de första batcherna. Parallellt med detta arbetar Duearity aktivt med marknadsföring och *Pre-sales*. Vi räknar med att detta, i samband med att Tinearity förväntas vara färdigutvecklad och klar för försäljning från och med december i år, resulterar i en snabbare tillväxt med start under H1-22. Försäljningen ska alltså ske dels genom en egen e-handelslösning, vilket ger en starkare kundrelation, dels genom kompletterande återförsäljare som t.ex. apotek och behandlingskliniker. Sett enbart till Sverige bedömer vi, enligt våra egna beräkningar, att Duearitys totala adresserbara marknaden uppgår till över 1 mdSEK i årlig försäljning och då tinnitusdrabbade personer generellt har en hög benägenhet och vilja att söka efter nya lösningar och hjälpmedel, finns förutsättningarna för Duearity att kunna växa snabbt om Bolaget får gehör för sin produkt. Utöver lanseringen av Tinearity pågår utvecklingsarbetet med AI-lösningen kopplad till Tinearity, vilken förväntas vara färdigutvecklad och lanserad under år 2023. Det finns således flertalet triggers att se fram emot under kommande 12-36 månader.

## Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning öka från år 2022 för att under helåret uppgå till en omsättning om ca 7 MSEK, och därefter stiga till 24 MSEK och 162 MSEK år 2023 respektive år 2025. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är hur pass snabbt den initiala marknads-lanseringen kan ske under H1-22, såväl som mottaganden från kunder. Baserat på en målmultipel om P/S 6 på 2023 års försäljning, och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 7,9 kr.

## Produktlansering och bredare accept bland kunder kvarstår

Tinearity ska ännu CE-märkas och det finns en risk att processen med den *Notified Body* som ska ge själva utfärdandet kan dra ut på tiden, t.ex. om fler följdfrågor än väntat dyker upp. Det skulle i sin tur försena försäljningsstarten, så tillika efterföljande tillväxt. I ett sådant läge skulle Duearity kunna dra fördel av sin idag slimmade organisation, där låga fasta kostnader gör att tillgänglig likviditet kan tillvaratas effektivt. Dock, i ett sådant scenario, finns en risk att aktien tappar momentum och om försäljningsökningen blir alltför sen kan ytterligare kapital-anskaffning komma att behövas, med risk för ofördelaktiga villkor. Genom noterings-emissionen under Q2-21 tillfördes Duearity en nettolikvid om ca 21 MSEK och givet en *burn rate* om -1,0 MSEK/månad, skulle Bolaget vara finansierade tills Q4-22/Q1-23, allt annat lika.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOIS

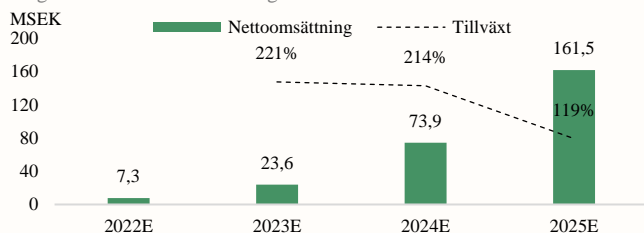
## Omsättningsprognos åren 2021-2025

### AFFÄRS- MODELL MED ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

Duearity erhåller intäkter dels via engångsförsäljning av ljudgeneratorerna/tillhörande laddplatta, dels återkommande intäkter via försäljning av endagsplåster vilket är det media som används för att applicera enheten mot huden bakom öronen. Utvecklingen av Tinearity-AI har startat men då systemet beräknas vara färdigutvecklat och klart för försäljning först år 2023, och den exakta affärsmodellen kan ändras, exkluderas denna del från våra finansiella prognoser. Från första halvan av år 2022, efter att Tinearity blivit CE-märkt, förväntas försäljningen i huvudsak ske via en egen e-handelslösning, vilken ska vara på plats redan under hösten 2021. Under år 2021, parallellt med produktcertifiering och byggandet av e-handelslösningen, arbetar Duearity med *Pre-marketing* aktiviteter och digital marknadsföring, med målbilden att vid utgången av år 2021 ha erhållit 3 000 intresseanmälningar för att köpa Tinearity. Därefter, från år 2022, ska antalet kunder öka snabbt och vid utgången av år 2025 är Bolagets målsättning att 97 000 personer ackumulerat ska ha köpt Tinearity. I vårt Base scenario utgår vi från en något mer konservativ ökning där vår estimerade tillväxttakt motsvarar ett ackumulerat användarantal om ca 45 000 personer vid utgången av år 2025, vilket således är ca ~45 % av Duearitys egna målsättning. Det finns således utrymme för justering men redan vid denna försiktigare utveckling av antalet kunder, kan betydande intäkter genereras. Duearity har kommunicerat en prisbild om 5-6 000 SEK År 1 och ca 2 900 SEK nästkommande tolv månader, där den initialt högre nivån beror på att ljudgeneratorerna samt tillhörande laddplatta köps. I vår finansiella modell har vi undersökt prissättning kring befintliga lösningar som t.ex. kostnad för glasögon (en form av "engångsförsäljning") och månadslinser med dagsanvändning. Baserat på detta applicerar vi ett pris omkring 2 500 – 3 000 kr i uppstartskostnad för en kund, och därefter ca 240 kr/månad i abonnemangskostnad av endagsplåstren. Utifrån estimerad användartillväxt, och applicerade prisnivåer, prognostiseras försäljningen öka i hög takt, där en marknadsandel om ~9 % i Sverige uppnås tills år 2025 i vårt Base scenario.

### Duearity förväntas börja generera intäkter under H1 2022.

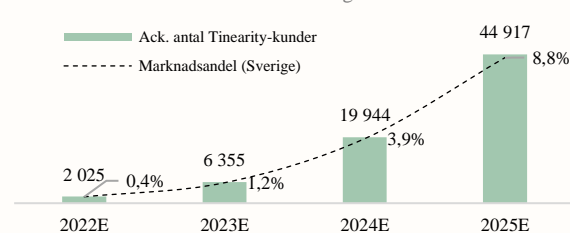
#### Prognostiserad nettoomsättning



Analyst Groups prognoser

### Prognosen motsvarar ~9 % marknadsandel i Sverige år 2025.

#### Antal kunder och marknadsandel Sverige



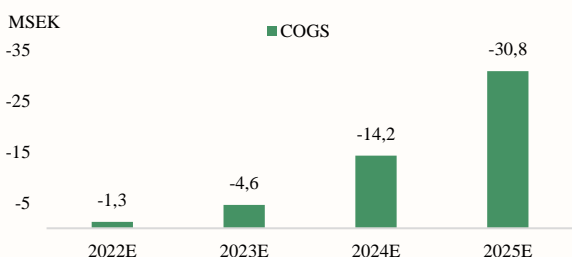
Analyst Groups prognoser

## Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2024

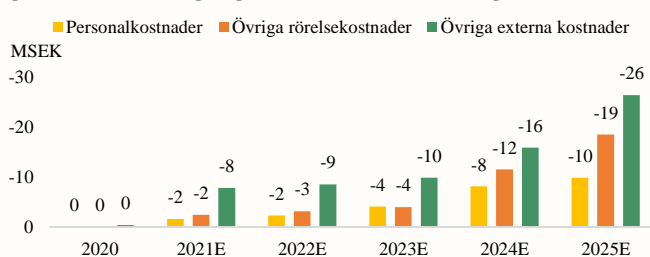
Över tid förväntas COGS utgöra en större del av Bolagets totala kostnadsbas. Enligt Duearity beräknas produktmarginalen uppgå till ca 600 % för ljudgeneratorerna och ca 400 % för endagsplåstren, vilket, utifrån den prissättningen som vi antagit, innebär en bruttomarginal omkring 85 % respektive 75 %. Personal antas utgöra en mindre andel av kostnaderna och i dagsläget är VD Fredrik Westman den enda anställda i Bolaget. Vi estimerar att personalstyrkan kommer öka först från år 2022, givet att försäljningen börjat ta fart. Eftersom försäljningen till stor del förväntas ske via egen e-handel räknar vi med att digital marknadsföring och liknande investeringar kommer att vara nödvändiga i allt högre grad för att dels skapa, dels bibehålla, en stigande försäljning. De externa kostnaderna, vilket innefattar bl.a. detta, estimeras utgöra ca 30 % av den totala kostnadsbasen år 2025.

### 75-85 % BRUTTO- MARGINAL

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



Analyst Groups prognoser



Analyst Groups prognoser



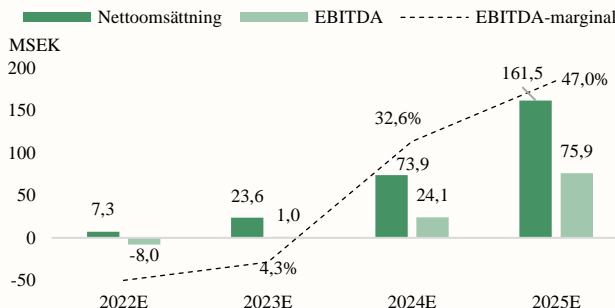
# VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Duesday.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter	0,0	0,0	7,3	23,6	73,9	161,5
COGS	-1,0	-1,1	-1,3	-4,6	-14,2	-30,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,1</b>	<b>18,9</b>	<b>59,7</b>	<b>130,8</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	82,7%	80,3%	80,7%	80,9%
Externa kostnader	-0,4	-7,8	-8,6	-9,9	-15,9	-26,4
Personalkostnader	0,0	-1,6	-2,3	-4,1	-8,1	-9,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	-2,4	-3,2	-4,0	-11,5	-18,5
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>24,1</b>	<b>75,9</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	4,3%	32,6%	47,0%

Analyst Groups prognoser



## Värdering: Base scenario

Under 2021 ska produkten CE-märkas, parallellt med marknadsförberedande aktiviteter. Försäljningsstart estimeras under H1-22 och år 2023 förväntas vara det första helåret där Bolaget visar lönsamhet, vilket därmed, på månadsbasis, förväntas ske under Q4-22. Till följd av en förväntan om hög tillväxt utgår värderingen från försäljningen, där en P/S-multiplik appliceras. I dagsläget saknar Duesday, enligt Bolaget, noterade konkurrenter men generellt kan det sägas att P/S-multiplik för HealthCare-bolag i tidig fas är höga, till följd av en initialt låg eller obefintlig omsättning. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplik att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. För Duesday appliceras en målmultiplik om P/S 6x på 2023 års försäljning om 24 MSEK. Om Duesday är framgångsrika i sin expansion kommande tre åren, borde det resultera i en försäljnings- och resultatmässig effekt redan under 2022/2023, vilket då skulle ses som ett bevis på att Bolaget dels har ett attraktivt kunderbjudande, dels förmågan att nå ut brett i marknaden. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 10 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2023 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 7,9 kr idag i ett Base scenario.

**7,9 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

### Bull scenario

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

- CE-märkningen kommer på plats under H2-21, vilket parallellt med lyckade *pre-marketing* kampanjer under resten av året gör att försäljningen kan komma igång redan under Q1-22 och med bra volym.
- Hur kunder upplever produkten jämfört med nuvarande alternativ kommer vara avgörande och i ett Bull scenario når Tinearity en bred acceptans på den svenska marknaden. I ett sådant läge bör Duesday som bolag snabbt nå positiva marginaler, vilket ska kunna ske redan vid 1 600 kunder.
- Med en initialt lyckad satsning inom befintliga marknader kan det finnas utrymme för Duesday att expandera till ytterligare, t.ex. inom fler länder i Europa.

Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultiplik om P/S 6 på 2023 års försäljning om 34 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 10,5 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.<sup>1</sup>

### Bear scenario

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

- En CE-märkning kan försenas, t.ex. om följdfrågor och ytterligare kompletteringar begärs. Det i sin tur skulle resultera i en uppskjuten lansering och tillika tillväxt. En CE-märkning bör dock, enligt vår bedömning, kunna komma på plats även i ett Bear scenario, och då senast under H1-22.
- Tinearity har tills dags dato endast testats i begränsad skala *in-house* och ska ännu genomgå ett mindre *usability test*, samt möta den breda konsumentmarknaden. Även om produkten har fördelar mot dagens lösningar, ligger den allmänna kundacceptansen längre fram i tiden, vilket utgör en risk.
- Om tillväxten försenas, eller produkten inte tas emot lika väl som väntat, finns det stor risk till ytterligare extern kapitalanskaffning.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultiplik om P/S 6 samt en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 4,1 kr i ett Bear scenario.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Se Appendix sida 9 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

# INTERVJU MED VD FREDRIK WESTMAN

---



**Andra kvartalet för 2021 är avklarat och rapporten är publicerad. Sedan er notering, vad vill du lyfta fram som du är särskilt nöjd med, och finns det något du tycker att ni hade kunnat göra ännu bättre?**

Det jag är mest nöjd med är att vi lyckats driva flera mycket viktiga processer parallellt. Särskilt vill jag lyfta fram fyra faktorer. Bolaget har nått slutfasen i det tekniska utvecklingsarbetet av Tinearity, den regulatoriska processen har tagit stora steg framåt och produktionsförberedelserna pågår för fullt. För det fjärde har vi lyckats göra detta inom ramen för de budgeterade kostnaderna. Sammantaget innebär detta att vi har goda förutsättningar för att uppnå den övergripande målsättningen att sälja till åtminstone 3 000 kunder år 2022 och uppnå break-even. Visst finns det saker som irriterar mig, men det är mindre problem som vi kunnat lösa snabbt och som inte påverkat det stora förloppet.

**Den 1 juli ingick ni ett produktionssamarbete med Rosti Group för bolagets adapters, kan du berätta lite mer om samarbetet och er produktionspartner?**

Rosti är ett bolag som vi sedan en längre tid har god kontakt med och har mycket bra erfarenhet av. Duearity är ett litet bolag för Rosti. Men Rosti tar emellanåt in mindre bolag om man anser att de uppfyller vissa kriterier. Till exempel analyserar man det lilla bolagets kompetens och förmåga att genomföra den process som leder fram till skarp produktion. De analyserar också potentialen och om man anser att produkten har goda förutsättningar på marknaden och därmed möjlighet till "massproduktion".

Vi har sedan en tid tillbaka arbetat tillsammans med Rosti för att produktionsanpassa adaptern, det så kallade endagsplåstret, som man fäster ljudelementet bakom örat med. Produktionsanpassning är en mycket komplex process, men det har gått stadigt framåt, framför allt tack vare ett välfungerande samarbete mellan Duearitys utvecklare och ingenjörerna på Rostis anläggning i Polen. Produktionsanläggningen är certifierad för produktion av medicintekniska produkter och är en bland flera runt om i världen. Men vi valde tillsammans med Rosti en anläggning inom EU eftersom detta underlättar för oss och sparar tid och resor.

**Ni har meddelat att responsen har varit över förväntan på era pre-marketing kampanjer under första halvåret, kan du berätta lite mer om responsen ni har fått och din syn på marknadens intryck av er produkt?**

Vi startade vår digitala kampanj i mitten av februari med målet att i slutet av Q3-21 ha 3 000 personer i vår intressedatabas. Det övergripande syftet har dock varit att testa olika digitala kanaler, budskap och bilder. Vi följer noggrant exempelvis antal klick, konverteringsgrad och vilka länder personer som besöker tinearity.com kommer ifrån. Till exempel kan vi dra slutsatser om vilka tidpunkter som de olika kanalerna fungerar bäst och vilka bilder och budskap som är mest attraktiva. Vi kan också konstatera att det finns särskilt många personer i ett större asiatiskt land som besöker vår webbsida, vilka europeiska länder, regioner och städer som kan komma att bli särskilt viktiga initialt för bolaget, etc. Så vi har dragit viktiga slutsatser inför den skarpa försäljningsstarten.

Den direkta responsen består inte bara av besök på tinearity.com och registrering i vår intressedatabas. Vi har fått oerhört många mejl och telefonsamtal från personer med tinnitus. Men också familjemedlemmar och anhöriga har kontaktat oss. Till exempel har man bett om att få köpa våra prototyper, vilket vi såklart inte kan gå med på. Vidare så upplever jag inte att våra presumtiva kunder är särskilt priskänsliga, man vill ha lindring och man vill ha det så snabbt som möjligt. Det har varit intressant och ofta hjärtskärande att prata med personerna, men det har gett en mycket djup förståelse av hur personer med tinnitus känner, tänker och mår. Efter alla dessa mejlkonversationer och telefonsamtal gör jag bedömningen att vi kommer att sälja Tinearity så fort den är CE-märkt och färdig för försäljning och att vår målsättning om att sälja till minst tre tusen personer 2022 är ett rimligt mål. Inte minst mot bakgrund av att fem procent av befolkningen i Europa har besvär eller svåra besvär av tinnitus.

# INTERVJU MED VD FREDRIK WESTMAN

---

## För en investerare, vad skulle du vilja lyfta fram som särskilt intressant att hålla utkik efter under årets resterande månader?

Det finns en rad viktiga händelser som kommer att visa huruvida det finns möjlighet att uppnå målet om break-even under 2022. Låt mig lyfta fram tre milstolpar:

- Inom kort kommer vi att kunna visa upp de Tinearity som producerats i vår nollserieproduktion. Då tror jag att produkten blir mer konkret för såväl investerare som våra presumtiva kunder.
- En viktig händelse är när vi slutfört det tekniska utvecklingsarbetet, då vi fattar beslut om en så kallad ”*design freeze*”. Efter detta så kommer inte Tinearitys design att förändras eftersom det i så fall riskerar att leda till en försenad produktionsuppstart och ökade kostnader för bolaget.
- En tredje väsentlig händelse är såklart när vi lämnar in vår så kallade tekniska fil till vår certifieringspartner, bolagets *notified body*. När detta görs går vi in i den skarpa CE-märkningsprocessen. I samband med detta kommer vi också att kunna ge en prognos om när Tinearity kan bli CE-märkt.

Utöver de tre milstolparna så kommer vi att fortsätta det förberedande arbetet med att introducera Tinearity i Nordamerika.



# APPENDIX

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	7,3	23,6	73,9	161,5
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>7,3</b>	<b>23,6</b>	<b>73,9</b>	<b>161,5</b>
COGS	-1,0	-1,1	-1,3	-4,6	-14,2	-30,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>6,1</b>	<b>18,9</b>	<b>59,7</b>	<b>130,8</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	82,7%	80,3%	80,7%	80,9%
Övriga externa kostnader	-0,4	-7,8	-8,6	-9,9	-15,9	-26,4
Personalkostnader	0,0	-1,6	-2,3	-4,1	-8,1	-9,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	-2,4	-3,2	-4,0	-11,5	-18,5
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-12,9</b>	<b>-8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>24,1</b>	<b>75,9</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	4,3%	32,6%	47,0%
Base scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a	n.a	11,8	3,7	1,2	0,5
EV/S	n.a	n.a	8,9	2,8	0,9	0,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	65,3	2,7	0,9
Bull scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	10,5	34,1	89,7	207,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>10,5</b>	<b>34,1</b>	<b>89,7</b>	<b>207,4</b>
COGS	-1,0	-1,5	-1,8	-6,4	-16,0	-34,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>8,7</b>	<b>27,7</b>	<b>73,7</b>	<b>172,9</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	82,9%	81,1%	82,1%	83,4%
Övriga externa kostnader	-0,4	-4,8	-5,9	-9,4	-16,1	-30,2
Personalkostnader	0,0	-1,6	-2,4	-6,0	-10,4	-12,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	-2,4	-2,5	-3,7	-12,1	-21,5
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-10,3</b>	<b>-2,1</b>	<b>8,6</b>	<b>35,1</b>	<b>108,4</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	25,2%	39,1%	52,3%
Bull scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a	n.a	8,2	2,5	1,0	0,4
EV/S	n.a	n.a	6,2	1,9	0,7	0,3
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	7,6	1,9	0,6
Bear scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	4,0	12,3	26,9	34,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>4,0</b>	<b>12,3</b>	<b>26,9</b>	<b>34,2</b>
COGS	-1,0	-1,0	-0,7	-2,4	-5,2	-6,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,3</b>	<b>9,9</b>	<b>21,7</b>	<b>27,6</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	82,5%	80,3%	80,6%	80,9%
Övriga externa kostnader	-0,4	-7,8	-8,2	-9,1	-10,5	-11,2
Personalkostnader	0,0	-1,6	-2,0	-2,4	-3,9	-4,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	-2,4	-2,8	-3,7	-5,1	-5,8
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-12,8</b>	<b>-9,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>2,2</b>	<b>6,3</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	8,2%	18,5%
Bear scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a	n.a	21,7	7,0	3,2	2,5
EV/S	n.a	n.a	16,4	5,3	2,4	1,9
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	29,6	10,3

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

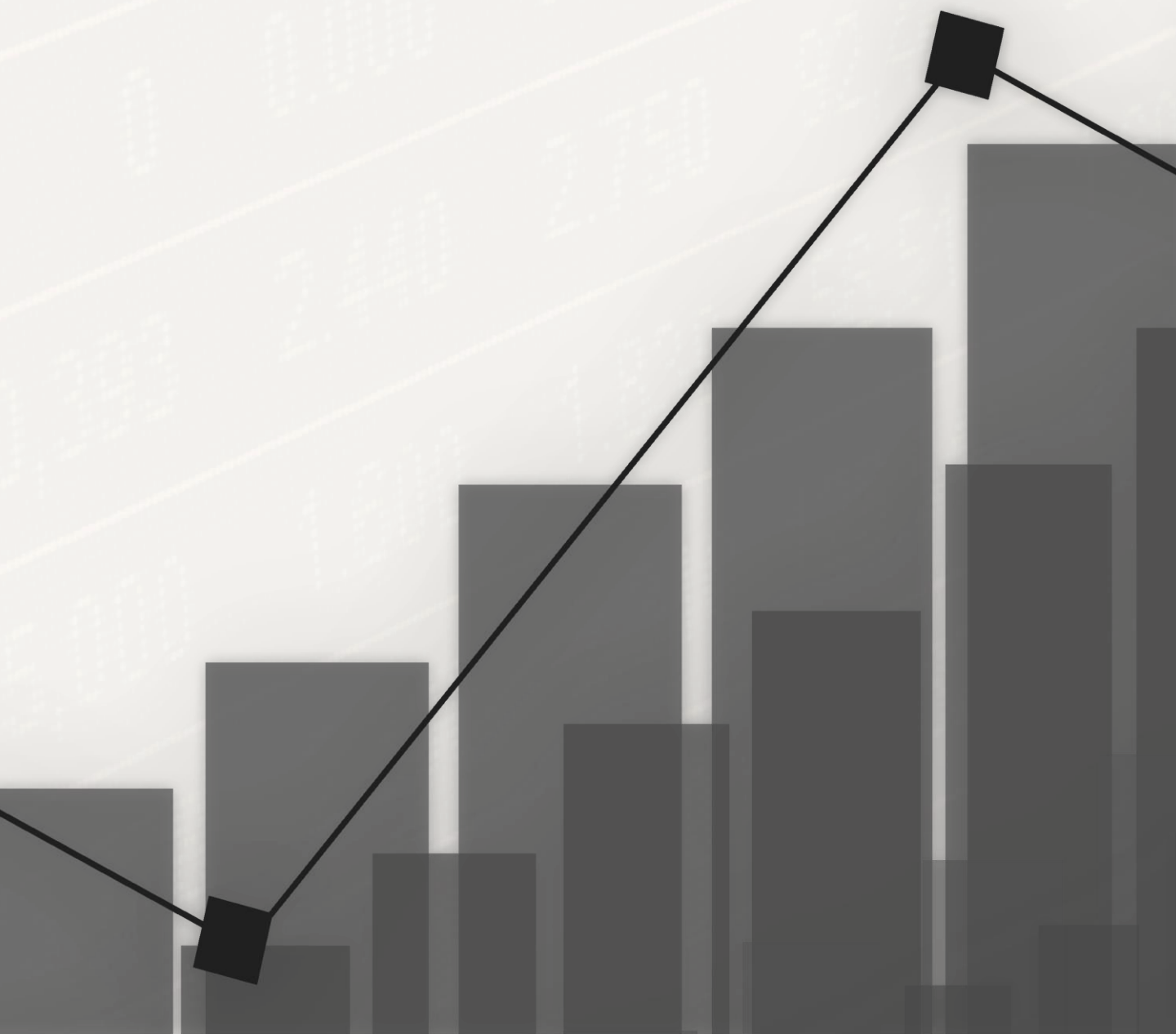
## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Duearity AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). 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](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund