



Analyst Group

# REDSENSE MEDICAL AB

ERBJUDER KONKURRENSKRAFTIG PRODUKT SOM  
RÄDDAR LIV

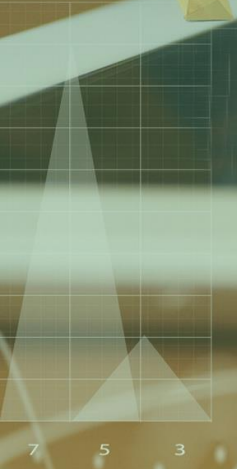
2018-05-25

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
PATRIK OLOFSSON



ept. Oct. July. June. Aug. 5



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 de 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.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

*Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.*

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](#)

# INNEHÅLL

Redsense Medical AB ("Redsense Medical" eller "Bolaget") grundades 2006 baserat på idéer VD Patrik Byhmer och resterande medgrundare utformat sedan tidigt 2000-tal. Bolaget tillhandahåller produkten Redsense, vilket är ett system som upptäcker blodläckage vid hemodialys (bloddialys). Studier har påvisat att det varje dag, globalt, lossnar 2 100 vennålar, och att det varje vecka dör 21 patienter till följd av vennålsutdragning. Det vill Redsense Medical förhindra, och idag består marknaden av 3 miljoner dialyspatienter världen över som får behandling för kronisk njursvikt (ESRD), en siffra som förväntas växa med 6 % per år.

## Innehållsförteckning

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| Introduktion               | 4     |
| Kommentar Q1-18            | 5     |
| Investeringsidé            | 6     |
| Bolagsbeskrivning          | 7     |
| Marknadsanalys             | 8     |
| Finansiell prognos         | 9-14  |
| Värdering                  | 15    |
| Bull & Bear                | 16-17 |
| VD-intervju, Patrik Byhmer | 18    |
| Ledning & styrelse         | 19    |
| Appendix                   | 20-23 |
| Disclaimer                 | 24    |



### Värde drivare

Redsense Medical har en fungerande produkt som använts i hundratusentals dialysbehandlingar. Bolaget har ett etablerat kund- och partnernätverk med faktisk försäljning. När branschen i högre grad börjar efterfråga teknik som möjliggör ökad patientsäkerhet vid dialysbehandling, är Redsense ett konkurrenskraftigt alternativ. Med en etablerad organisation på plats har Bolaget möjlighet att snabbt skala upp försäljningen.



### Historisk Lönsamhet

Redsense Medical grundades 2006 och under de senaste åren har försäljningen ökat, om än från en relativt låg nivå. Bolaget är inte lönsamt och har historiskt gjort flera nyemissioner för att finansiera utvecklingen av verksamheten. Betyget baseras på historisk lönsamhet och är således inte framåtblickande.



### Riskprofil

Redsense Medical är idag inte lönsamma, samtidigt som Bolaget verkar i en trögrörlig och konservativ bransch. Detta kan innebära att fler nyemissioner, eller annan extern finansiering, kan komma att behövas innan lönsamhet. Med senast redovisad kassa (Q1-18), genomförd emission under april 2018 och antagen *burn rate*, prognostiseras Bolaget vara finansierade till senhösten 2018, allt annat lika.



### Ledning & Styrelse

Ledning och styrelse består av personer med hög kompetens inom medicin-teknikbranschen, och med flerårig gemensam branschfarenhet.

Medlemmar av styrelsen har kontakter med stora aktörer inom njursjukvård, samt särskild kunskap om viktiga nyckelmarknader. Ledning och styrelse äger tillsammans ca 35 % av aktierna, vilket ingjuter ytterligare förtroende.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5

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.

# REDSense MEDICAL AB (REDS)

## ERBJUDER KONKURRENSKRAFTIG PRODUKT SOM RÄDDAR LIV



Redsense Medical säger sig erbjuda det enda systemet i världen, Redsense, som möjliggör 100 % patientsäkerhet för dialysövervakning till en kostnad om 1 % av den totala behandlingskostnaden. Omsättningen förväntas stiga kommande år, där merparten av försäljningstillväxten förväntas ske omkring 2020 till följd av ökad bransch efterfrågan. Enligt gjord prognos omsätter Redsense Medical ca 111 MSEK år 2022 och givet en målmultipel om P/S 5,5 på 2022 års prognos, härledd från en relativvärdering, samt en diskonteringsränta om 15 %, erhålls ett potentiellt nuvärde om 29 kr per aktie.

### Redsense Medical adresserar en omfattande marknad

2016 fick 3 miljoner dialyspatienter runtom i världen behandling för kronisk njursvikt (ESRD), en siffra som förväntas öka med 6 % årligen. En patient behöver genomgå omkring tre dialysbehandlingar per vecka och kostnaden per år och patient är omkring 80 tEUR inom EU.<sup>1</sup> Givet en genomsnittlig kostnad om 40 tEUR per patient för resterande delar av världen, och 3 miljoner dialyspatienter, motsvarar det kostnader omkring 120 mdEUR. 1 % av detta, Redsense Medicals andel av totala behandlingskostnaden, ger en marknad om 1,2 mdEUR.

### Konkurrenskraftig produkt med klara fördelar

Redsense är den enda dialysprodukten som uppfyller EU:s direktiv gällande medicinsk utrustning, det innebär i praktiken att Redsense är den enda godkända utrustningen. Hittills har produkten ingått i över 400 000 behandlingar. I USA erbjuder Redsense Medical, i samarbete med NxStage, den enda helhetslösningen som är FDA-godkänt för hemdialys, en marknad som förväntas växa starkt kommande år. Redsense kan enkelt anslutas till dialysmaskiner, vilket innebär att integrering med dialysmaskin kan ge upphov till licensintäkter och potentiellt goda bruttomarginaler.

### Nyckelpersoner spelar viktig roll framöver

Bolaget består av en erfaren ledning och styrelse med rätt kompetenser och förutsättningar för att vidareutveckla organisationen. Grundare, och nuvarande VD Patrik Byhmer, har tidigare arbetslivserfarenhet från medicin-teknikbolag med global organisation. Styrelseordförande Bo Unéus har god erfarenhet från tyska marknaden, en nyckelmarknad för Bolaget. Ledning och styrelsens sammanlagda ägande är 35 %, vilket ingjuter förtroende.

### Olönsamma i en trögrörlig bransch

Sjukvården är en trögrörlig och konservativ bransch, något som innebär utmaningar för Bolaget. Försäljningen är på låga nivåer och resultatet är negativt, varför en försenad tillväxt kan innebära behov av nytt externt kapital. Under april 2018 genomförde Redsense Medical en riktad emission om ca 3,7 MSEK, och med beräknad burn rate prognostiseras Bolaget vara finansierade tills senhösten 2018 (allt annat lika).

### AKTIEKURS | 11,3 kr

VÄRDERINGSINTERVALL (NUVÄRDE) 2022 ÅRS PROGNOSE

**BEAR**  
7,4 kr

**BASE**  
29,0 kr

**BULL**  
49,0 kr

Diskonterad värdering (nuvärde) på 2022 års prognos. Ej riktkurs.

| REDSense MEDICAL   |                       |             |             |             |
|--|-----------------------|-------------|-------------|-------------|
| Stängningskurs (2018-05-24)                                | 11,30                 |             |             |             |
| Antal Aktier   | 10 490 733            |             |             |             |
| Market Cap (MSEK)  | 118,5                 |             |             |             |
| Nettokassa(-)/skuld(+)                                     | -3,0 <sup>2</sup>     |             |             |             |
| Enterprise Value (EV)                                      | 115,5                 |             |             |             |
| V.52 prisintervall (SEK)                                   | 9,3 – 20,5            |             |             |             |
| Lista  | Stockholm First North |             |             |             |
| UTVECKLING   |                       |             |             |             |
| 1 månad  | -14,9 %               |             |             |             |
| 3 månader  | -10,2 %               |             |             |             |
| 1 år   | -10,9 %               |             |             |             |
| YTD  | -18,0 %               |             |             |             |
| ÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2018-03-31)                        |                       |             |             |             |
| Red One And Red Two AB (Susanne Olausson, styrelseledamot) | 18,00 %               |             |             |             |
| Pacar Holding (Patrik Byhmer, VD)                          | 16,69 %               |             |             |             |
| Avanza Pension   | 5,77 %                |             |             |             |
| Hans Martin Sigvard Olausson                               | 2,42 %                |             |             |             |
| Nordnet Pensionsförsäkring AB                              | 2,03 %                |             |             |             |
| VD OCH ORDFÖRANDE  |                       |             |             |             |
| Verkställande Direktör                                     | Patrik Byhmer         |             |             |             |
| Styrelseordförande   | Bo Unéus              |             |             |             |
| FINANSIELL KALENDER  |                       |             |             |             |
| Halvårsrapport 2018  | 2018-08-27            |             |             |             |
| Delårsredogörelse Q3 2018                                  | 2018-11-20            |             |             |             |
| PROGNOS (BASE)   |                       |             |             |             |
|  | 2017                  | 2018E       | 2019E       | 2020E       |
| Nettoomsättning (MSEK)                                     | 1,5                   | 6,4         | 11,6        | 27,4        |
| <b>Bruttoresultat (MSEK)</b>                               | <b>0,9</b>            | <b>3,7</b>  | <b>6,4</b>  | <b>16,0</b> |
| Bruttomarginal   | 20% <sup>3</sup>      | 58%         | 55%         | 58%         |
| Rörelsekostnader (MSEK)                                    | -9,3                  | -10,5       | -12,8       | -18,8       |
| <b>EBITDA (MSEK)</b>                                       | <b>-8,4</b>           | <b>-6,7</b> | <b>-6,4</b> | <b>-2,8</b> |
| EBITDA-marginal  | -566%                 | -105%       | -55%        | -10%        |
| P/S  | 79,8                  | 18,5        | 10,2        | 4,3         |
| EV/S   | 77,7                  | 18,0        | 9,9         | 4,2         |
| EV/EBITDA  | neg                   | neg         | neg         | neg         |

<sup>1</sup>European Renal Care Providers Association, 2016

<sup>2</sup>Inklusive riktad emission efter rapportperiod om 3,7 MSEK..

<sup>3</sup>Exklusive aktiverat arbetet om 0,6 MSEK

# KOMMENTAR Q1-18

## Omsättning och resultat

Nettoomsättningen under Q1-18 uppgick till 1,2 MSEK (0,4), motsvarande en ökning om 163 %.<sup>1</sup> Under 2017 valde många av distributörerna i USA att avvakta och inte fylla på sina lager till följd av osäkerhet kring landets sjukvårdssystem. Läget har nu vänt vilket bidragit till ökad försäljning för Bolaget. Samtidigt använder allt fler vårdaktörer och patienter i USA Redsense Medicals blodläckagealarm, vilket också bidragit till ökad försäljning.

Redsense Medicals omsättning är inte tillräcklig för att täcka Bolagets fasta och rörliga kostnader, varför resultatet är negativt. Under Q1-18 uppgick resultatet före skatt till -1,1 MSEK (-2,5) och har således förbättrats mot jämförbar period.

## Flera intressanta händelser under inledningen av 2018

Redsense Medical meddelade den 16 januari 2018 att de erhållit marknadsgodkännande i Europa och Kanada för automatisk avstängning av blodflödet som fungerar med alla dialysmaskiner. Marknadsgodkännande avser en prototypversion av Redsense Clamp, ett tillbehör till Bolagets alarmsystem som kan stänga av blodflödet automatiskt vid blodläckage oberoende av dialysmaskin. Dialys i hemmet kommer bli vanligare varför Redsense Clamp, som möjliggör automatisk avstängning av blodflödet när personal inte finns i närheten som kan stänga av dialysmaskinen, är en produkt som kommer efterfrågas.

University Hospital Crosshouse i Kilmarnock, Skottland, blev under februari först i världen med att installera Redsense blodläckage-alarm som även kan stänga av dialysmaskinens blodflöde automatiskt om ett blodläckage uppstår.

Redsense Medical meddelade under april att de tecknat samarbetsavtal med University Health Network i Toronto, Kanada, för en studie med Redsense Clamp. Studien som genomförs i Kanada inkluderar hemdialyspatienter och kommer att pågå under perioden Q2-18 till Q4-18. Dr Christopher Chan, ansvarig för hemdialys vid University Health Network, är en erkänd expert inom området och kommer att leda studien. För Redsense Medical kan det antas att Bolaget erhåller ett starkt signalvärde i och med nuvarande samarbete. Både Dr Chan och University Health Network är välkända inom vården, och ur ett försäljningsperspektiv kan det gynna Redsense Medical.

Redsense Medical blir en allt mer etablerad aktör, t.ex. används Bolagets blodläckagealarm nu av 3 av de 5 största leverantörerna av dialysvård i USA: Fresenius, DaVita och American Renal. Redsense används även vid tre av de fem främsta sjukhusen i USA inom njursjukvård: Mayo Clinic, Cleveland Clinic och New York Presbyterian Hospital. Redsense Medical verkar i en trögrörlig och konservativ bransch, vilket gör att försäljningsprocesser är långa och det tar tid att bygga upp stora volymer. Det är av stor vikt att kunna visa upp renommerade och välkända referenser, t.ex. i form av ovan nämnda leverantörer av dialysvård och sjukhus inom njursjukvård.

## Stärkt kassa under april 2018 – finansierade till senhösten 2018

I kvartalsredogörelsen Q1-18 framgår att likvida medel uppgår till 1,2 MSEK vid utgången av mars. Under april genomförde Redsense Medical en riktad emission om 3,7 MSEK till teckningskursen 9,50 per aktie (389 786 styck aktier).

Under 2017 uppgick Bolagets genomsnittliga kapitalförbrukning (burn rate) till ca 0,6 MSEK per månad, vilket kan jämföras med ca 0,4 MSEK under de tre första månaderna 2018. Givet en fortsatt burn rate om 0,5 MSEK per månad, vilken beräknats utifrån det viktade genomsnittet av de senaste fem kvartalen, är Redsense Medical finansierade till senhösten 2018. Den finansiella risk vi såg vid inledningen av året är, till följd av den riktade emissionen under april, nu lägre på kort sikt. Se sida 17 för mer detaljer. Tillkommande aktier, vilket resulterar i utspädning, får mindre effekter på värderingsintervallet:

| Scenario – potentiellt värde per aktie | Före riktad emission april 2018 | Efter riktad emission |
|--|---------------------------------|-----------------------|
| Base, 2022 års prognos (nuvärde):      | 30                              | 29                    |
| Bull, 2022 års prognos (nuvärde):      | 51                              | 49                    |
| Bear, 2022 års prognos (nuvärde):      | 7,7                             | 7,4                   |

Vi ser fortsatt positivt på Redsense Medical som kan erbjuda intressanta värde drivare under 2018. Samtidigt fortsätter vi att betona att en investering bör ses som långsiktig.

<sup>1</sup>Värden redovisade inom parentes avser jämförbar period föregående år.

**REDSENSE  
MEDICAL HAR  
SKAPAT SIG EN  
STÖRRE  
NÄRVARO I  
BRANSCHEN**

**PROGNOSTISERAS  
VARA  
FINANSIERADE  
TILL SENHÖSTEN  
2018**

# INVESTERINGSIDÉ

Redsense Medical säger sig erbjuda det enda systemet i världen, Redsense, som möjliggör 100 % patientsäkerhet för dialysövervakning till en kostnad om 1 % av den totala behandlingkostnaden. Omsättningen förväntas stiga kommande år, där merparten av försäljningstillväxten förväntas ske omkring 2020 till följd av ökad bransch efterfrågan. Enligt prognos omsätter Redsense Medical ca 111 MSEK år 2022 och utrymme bedöms finnas för uppvärdering från dagens nivåer.

## Redsense Medical adresserar en marknad av omfattande storlek

Personer med kronisk njursvikt, även benämnt ”*End-Stage Renal Disease (ESRD)*”, har förlorat mer än 85 % av sin njurfunktion och för att undvika gradvis blodförgiftning måste blodet renas via t.ex. hemodialys. 2016 fanns det 3 miljoner dialyspatienter runtom i världen som fick behandling för ESRD, en siffra som förväntas växa med 6 % årligen. Enligt ERCPA genomgår en patient omkring tre dialysbehandlingar per vecka, vilken varar ca fyra timmar per gång. Inom EU kostar en patient upp till 80 tEUR per år, samtidigt kostar dialysbehandlingar varje år EU:s sjukvårdssystem 14 mEUR, vilket motsvarar 2 % av Europas värdbudget.<sup>1</sup> Givet en genomsnittlig kostnad om 40 tEUR per år per dialyspatient runtom i världen, och 3 miljoner dialyspatienter, motsvarar det kostnader omkring 120 mEUR. 1 % av detta, Redsense Medicals andel av totala behandlingkostnaden, motsvarar en marknad om 1,2 mEUR.

## Redsense har starka konkurrensfördelar

Redsense är den enda dialysprodukten som uppfyller EU:s direktiv gällande medicinsk utrustning, vilket i praktiken innebär att Redsense är det system som bör användas. I USA, i samarbete med NxStage, erbjuder Redsense Medical den enda helhetslösningen för hemodialys som är FDA-godkänd.<sup>2</sup> NxStage är under uppköp av Fresenius Medical Care, världens största integrerade leverantör av produkter och tjänster för personer som genomgår dialys. Det kan ge NxStage tillgång till ett omfattande försäljningsnätverk, vilket i förlängningen gynnar Redsense Medical. Fresenius har uttalat målsättningen att till år 2022 så ska mer än 15 % av hemodialyser i USA ske i hemmet.<sup>3</sup>

## Erfaren ledning och styrelse med högt insiderägande

Redsense Medical består av erfarna lednings- och styrelsepersoner. Patrik Byhmer, VD och grundare, har tidigare erfarenhet från arbete inom medicinteknikbolag med global distribution och äger dessutom själv ca 16 %, av aktierna. Ledning och styrelse äger tillsammans ca 35 % av aktierna. Ordförande Bo Unéus har erfarenhet från bl.a. Nordstjernen och har under flera år varit bosatt och arbetat i Tyskland, en nyckelmarknad för Redsense Medical. Bos kunskap om den tyska marknadsstrukturen är värdefull för Bolaget framgent. I styrelsen finns även personer med erfarenhet från Fresenius Medical Care och Diaverum, vilka är några av världens största organisationer inom njursjukvård.

## Produktfördelar och marknadsförutsättningar motiverar uppvärdering

I ett Base scenario förväntas Redsense Medical omsätta ca 111 MSEK år 2022. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 15 % och P/S 5,5 som målmultipel på 2022 års försäljning, erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 29 kr. Värderingen baseras på att antagna händelser inträffar. Vid annorlunda utfall, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

## Bolaget är idag inte lönsamt och verkar samtidigt i en konservativ och trögrörlig bransch

Genom att använda sig av Redsense kan sjukvården minska sina kostnader genom att olycksfall kan undvikas och liv räddas. Sjukvården i sig är dock konservativ och trögrörlig, och ofta med ansträngd budget. Beslut måste därför komma från högre instanser, som styr sjukvården mot en mer patientsäker produkt så som Redsense. Redsense Medical kommer således behöva bearbeta sjukvårdssystem, politiker och offentliga sjukvårdssystem med övergripande ansvar för hur budgeten används. Den industriella trögheten i sjukvården resulterar i risker att potentiell tillväxt, och lönsamhet, drar ut på tiden. Vid utgången av mars 2017 uppgick Bolagets likvida medel till 1,2 MSEK. Under 2017 uppgick Bolagets burn rate till ca 0,6 MSEK/månad, att jämföra med 0,4 MSEK/månad under tre första månaderna 2018. Med en antagen burn rate om 0,5 MSEK framgent, är Redsense Medical finansierade till senhösten 2018, allt annat lika.

<sup>1</sup>European Renal Care Providers Association, 2016

<sup>2</sup>FDA: US Food and Drug Administration

<sup>3</sup>Reuters, Fresenius Medical banks on home dialysis with \$2 billion NxStage acquisition, 2017

**1,2 mEUR**  
I UPPSKATTAD  
MARKNADS-  
STORLEK

**111 MSEK**  
FÖRVÄNTAS  
OMSÄTTAS  
ÅR 2022

# BOLAGSBESKRIVNING

**+400 000 ST.  
BEHANDLINGAR  
HAR GJORTS  
MED REDSENSE**

Redsense är idag den första, och hittills enda, produkten som korrekt upptäcker vennålsutdragningar och inom hemodialys finns dessutom inget annat adekvat larmsystem. Idag säljs den andra generationen av Redsense och hittills har över 400 000 behandlingar genomförts med Redsense, varav fler än 75 000 med den andra generationen. Redsense består av två delar: en sensor integrerad i ett plåster och därtill en larmenhet. Med hjälp av fiberoptisk teknologi övervakar Redsense kontinuerligt vennålens ingångspunkt. Om nålen åker ut, helt eller delvis och blodläckage upptäcks, larmar systemet omgående. Redsense har följande fördelar:

- Systemets enda funktion är blodupptäckt, vilket innebär få falsklarm.
- Det finns inga elektroniska kretsar nära det öppna såret, d.v.s. ingen risk för ojämn hjärtrytm.
- Sensorplåstret som används är helt plastbaserat, vilket innebär låga kostnader.
- Genom produktens höga patientsäkerhet kan liv räddas och lidande samt medförande kostnader för sjukvården kan undvikas.

Andra fördelar med Redsense är att produktens utformning möjliggör integration med de flesta dialysmaskiner på marknaden. Produkten kan enkelt anslutas via kabel till en port på dialysmaskinen. Det är även möjligt att helt integrera larmenheten i dialysmaskinen. Idag är t.ex. Redsense integrerad med Nikkisos dialysmaskin, vilket innebär att om Redsense upptäcker blodläckage så stängs maskinen av automatiskt. År 2016 omsatte Nikkiso ca 9,2 mdSEK.

Under 2018 har även Redsense Medical introducerat produkten Redsense Clamp. Redsense Clamp är ett tillbehör till Bolagets alarmsystem som kan stänga av blodflödet automatiskt vid blodläckage oberoende av dialysmaskinen. Redsense Clamp är ett s.k. agnostiskt system (applicerbar på samtliga dialysmaskiner på marknaden idag), och prototypversionen av Redsense Clamp är godkänd som medicinsk produkt klass 1 i Kanada och har erhållit CE-märkning i Europa som klass 1 produkt.

## Affärsmodell

Redsense Medicals affärsmodell är att via distributörer sälja produkten Redsense. På Bolagets nyckelmarknader, t.ex. USA och Tyskland, förekommer försäljning med egen organisation. Idag sker tillverkningen hos underleverantörer. Bolaget har även uttalat målsättningen att i framtiden erhålla ökade intäkter från integration av Redsense i relaterade produkter, t.ex. dialysmaskiner.

## Intäktmodell

För produkten Redsense erhåller Bolaget två typer av intäktskällor:

1. Larmenheten: detta är en engångsintäkt som erhålls i samband med försäljningstillfället av Redsense-systemet.
2. Sensorplåstret: vid varje behandlingstillfälle förbrukas sensorplåster, varför det blir en återkommande intäkt för Redsense Medical.

## Kostnadsdrivare

I samband med varje producerat Redsense-system uppstår kostnader för Redsense Medical, där bruttomarginalen för larmenheten är lägre, relativt sensorplåstret. Då Bolagets försäljning i hög grad sker via distributörer finns inget större behov av att skala upp den egna säljorganisationen, varför personalkostnader kan hållas relativt låga trots potentiellt ökad försäljning. Redsense Medical har uttalat att de identifierat särskilda beslutsfattare (budgetansvarig på kliniker, sjukvårdssystem, politiker m.m.) som behöver bearbetas. Dessa marknadsföringsinsatser förväntas bidra till ökad kostnadsmassa framgent.

## Strategisk utsikt

Redsense Medical verkar i en trögrörlig bransch, där beslutsprocesserna är långa och för en mindre aktör såsom Redsense Medical begränsas möjligheterna att påverka besluten. Vårdssystem sparar pengar genom att använda Redsense, men att det är ibland politiska beslut som krävs för att driva kliniker och sjukvården till faktiska orders. Själva systemet har utvecklats som svar till de krav som ställts av dialyspersonal och både sjuksköterskor och patienter uppskattar produkten, vilket kan underlätta införsäljning.

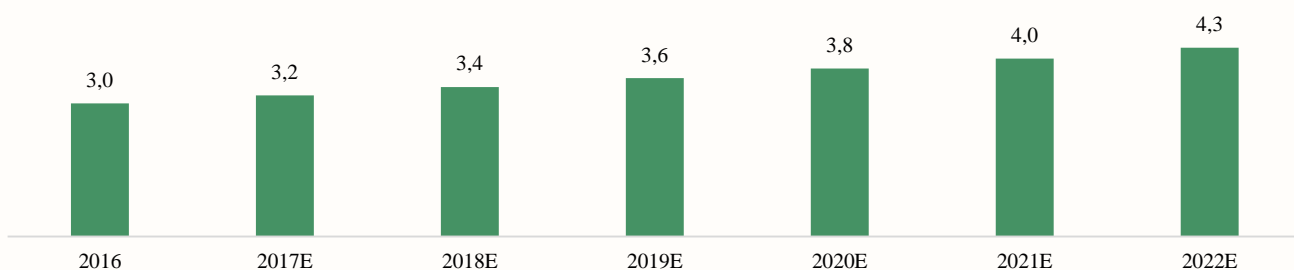
# MARKNADSANALYS

Njurarnas huvuduppgift är att avlägsna vatten ur kroppen och rena blodet från restprodukter. Om njurarna helt eller till stor del slutat fungera, och patienten inte kan erhålla njurtransplantation, måste patienten genomgå dialys. Njursvikt brukar delas in i fem olika stadier, där femte stadiet är mest kritiskt och innebär att patienten förlorat mer än 85 % av sin njurfunktion. Det stadiet benämns som End-Stage Renal Disease (ESRD), och patienten måste då rena blodet via hemodialys eller peritonealdialys. För närvarande är hemodialys vanligast av de två nämnda. I Sverige fick exempelvis 79 % av dialyspatienter hemodialys år 2015 (Svenskt Njurregister Årsrapport, 2016).

2016 fick 3,7 miljoner människor behandling för ESRD runtom i världen. Av dessa uppgick antalet dialyspatienter till ca 3 miljoner, en siffra som förväntas växa med ca 6 % årligen framgent:

**Förekomst av diabetes och högt blodtryck, vilket är sjukdomar som orsakar njurskador, förväntas öka antalet dialyspatienter. En åldrande befolkning anges också som en drivande faktor.**

Antal dialyspatienter (miljoner) som förväntas erhålla behandling för ESRD

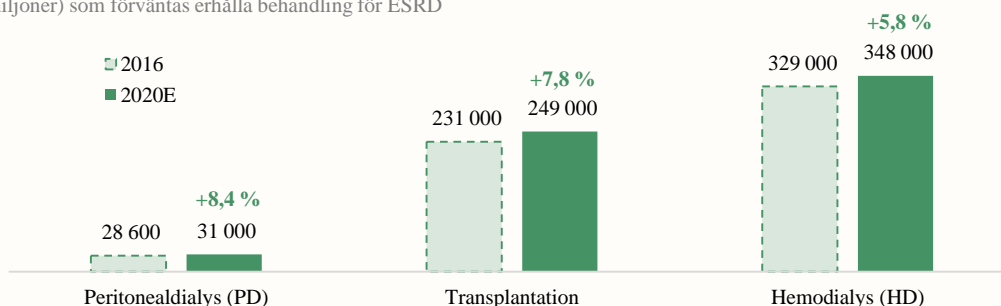


Källa: European Renal Care Providers Association (ERCPA), 2016

Den mest effektiva behandlingsmetoden är en lyckad njurtransplantation. Organ kan hämtas från både levande personer (då en person normalt kan leva ett hälsosamt liv med endast en njure) och avlidna personer. Men trots detta finns det inte tillräckligt med organ. Dessutom, det är inte alltid lämpligt för alla patienter att genomgå njurtransplantation, t.ex. av medicinska skäl. I dessa fall måste patienten genomgå dialysbehandling. ERCPA prognostiserar följande utveckling gällande hur ESRD-patienter kommer behandlas år 2020:<sup>1</sup>

**Personer som drabbats av kronisk njursvikt (ESRD) står inför olika möjliga behandlingsalternativ.**

Antal personer (miljoner) som förväntas erhålla behandling för ESRD



Källa: European Renal Care Providers Association (ERCPA), 2016

## Antal dialyspatienter globalt 2016

Region/land: **Japan**  
Dialyspatienter: ca 330 000  
Andel av total marknad: 11 %

Region/land: **Europa**  
Dialyspatienter: ca 360 000  
Andel av total marknad: 12 %

Region/land: **USA**  
Dialyspatienter: ca 510 000  
Andel av total marknad: 17 %

<sup>1</sup>European Renal Care Providers Association, 2016, [www.ercpa.eu](http://www.ercpa.eu)



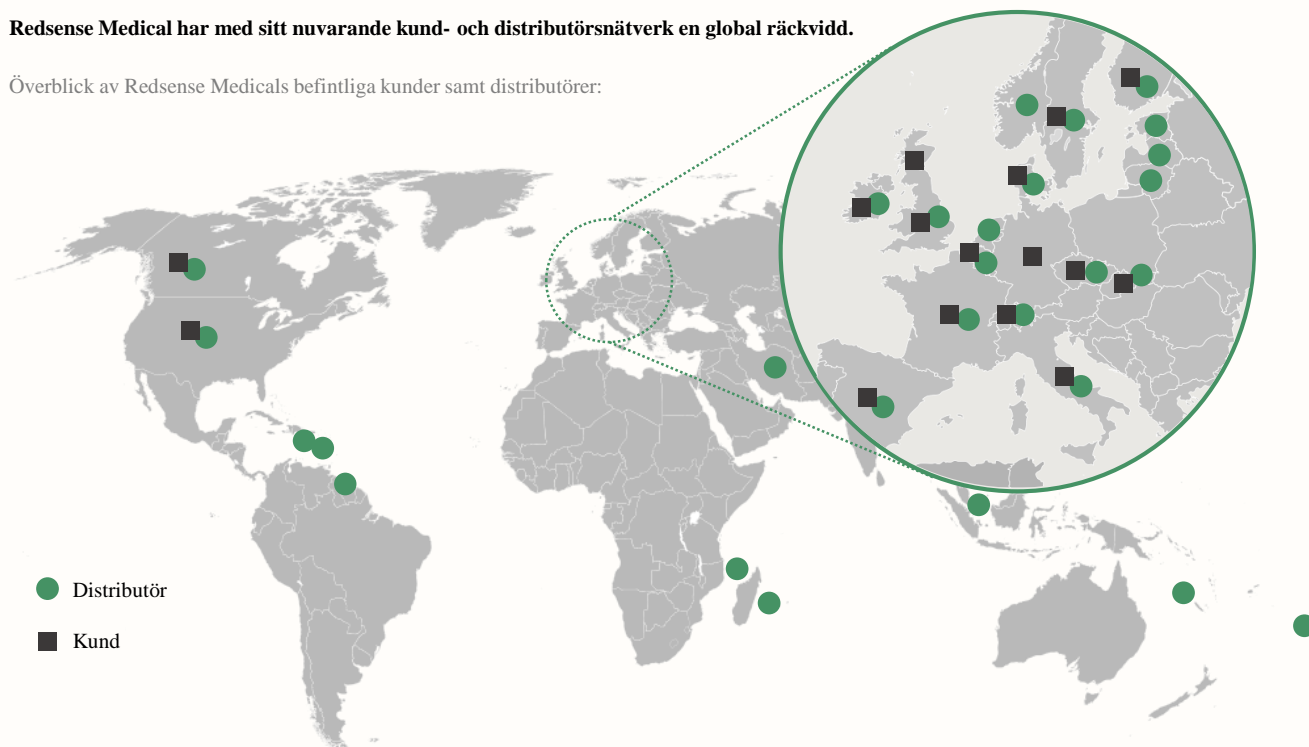
# FINANSIELL PROGNOOS

## Redsense Medical adresserar en stor marknad

I den bolagsbeskrivning som upprättades i samband med noteringen på Nasdaq First North oktober 2017, skrev Redsense Medical att de lyckats attrahera betydande intresse för sin produkt från olika typer av kliniker och sjukhus i Sverige samt andra länder inom Europa och USA. Redsense Medical avser nå ut till marknaden dels via distributörer, dels med egen säljorganisation på nyckelmarknader så som USA och Tyskland. Nedan figur är en grafisk illustration över Redsense Medicals nuvarande distributörs- och kundnätverk:

**Redsense Medical har med sitt nuvarande kund- och distributörsnätverk en global räckvidd.**

Överblick av Redsense Medicals befintliga kunder samt distributörer:



Källa: Redsense Medical, Bolagspresentation (2017)

Förutsatt att branschen i högre grad börjar efterfråga Redsense Medicals produkt, Redsense, t.ex. till följd av politiska beslut, regelverk som gynnar Bolaget m.m., anses säljorganisationen finnas på plats för att möta den potentiellt ökade efterfrågan. Enligt uppgifter från Bolaget kan produktionskapaciteten skalas upp relativt snabbt och enkelt, varför tillväxten inte förväntas hållas tillbaka av flaskhalsar i produktionen.

**430 MILJONER  
DIALYS-  
BEHANDLINGAR  
GÖRS ÅRLIGEN**

Sedan april 2014 har 75 000 behandlingar utförts med andra generationen Redsense och sedan första generationen har systemet använts i över 400 000 behandlingar. Med tanke på att det görs ca 430 miljoner dialysbehandlingar per år är dock produkten inte allmänt utbredd och efterfrågad ännu. Produkten har tydliga konkurrensfördelar och befintliga, samt potentiellt nya, direktiv som gynnar Redsense Medical, vilket kan resultera i ökad försäljning.

Redsense Medical fokuserar på följande marknadsområden: *hemodialys på klinik* (dag- respektive nattetid) och *hemodialys i hemmet* (dag- respektive nattetid). Idag sker omkring 97 % av behandlingar med hemodialys på klinik och endast 3 % i hemmet. Andelen hemodialys i hemmet förväntas dock öka, där t.ex. Redsense kan vara en produkt som bidrar till detta. De finansiella prognoserna baseras primärt på antaganden relaterade till försäljning mot klinik. Det motiveras av att hemodialys i hemmet, trots förväntad tillväxt, står för en liten del av marknaden idag.

# FINANSIELL PROGNOSE

Enligt ERCPA finns det ca 5 400 dialyskliniker inom EU.<sup>1</sup> I en artikel publicerad i NEJM Catalyst, vilka är anknutna till en division av Massachusetts Medical Society, anges aktörerna Fresenius Medical Care och DaVita Healthcare Partners kontrollera ca 70 % av den amerikanska dialysklinikmarknaden. Tillsammans har dessa aktörer ca 3 900 kliniker på olika orter i USA.<sup>2</sup> Totalt finns alltså ca 5 600 dialyskliniker i USA. I den bolagsbeskrivning som upprättades inför noteringen på Nasdaq First North oktober 2017 angav Bolaget att det finns ca 40 000 dialyskliniker i hela världen. I prognoserna antas omkring 10 000 kliniker finnas på RedSense Medicals marknader.

Enligt NEJM Catalyst, baserat på en typisk DaVita-klinik för dialys, består kliniken av 18 dialysmaskiner och hanterar 80 patienter.<sup>ibid</sup> En typisk dialysklinik antas ta hand om 50 – 80 patienter med hjälp av 10 – 20 dialysmaskiner.

En dialysklinik antas ha en maximal kapacitet för i vilken omfattning patienter kan behandlas, där följande antaganden görs:

| Antagen maximal kapacitet per dialysmaskin på en klinik (genomsnitt) | Input      |
|--|------------|
| Genomsnittligt antal behandlingar per dag                            | 2          |
| Antal dagar per vecka systemet är i bruk                             | 6          |
| Antal behandlingar genomförda per vecka                              | 12         |
| Antal behandlingar genomförda per månad                              | 48         |
| <b>Antal behandlingar genomförda per år</b>                          | <b>576</b> |

En klinik, särskilt om den är privatdriven, önskar rimligtvis att ha så pass hög beläggningsgrad som möjligt. Beläggningsgraden är troligen inte 100 %, men i genomsnitt antas den vara hög. Detta då patienter som lider av njursvikt inte har några andra alternativ, om inte t.ex. en njurtransplantation kan genomföras. Följande nyttjandegrad antas gälla för en dialysmaskin:

| Antagen nyttjandegrad av dialysmaskinens kapacitet: | 75 %       |
|---|------------|
| Antal behandlingar per månad                        | 36         |
| <b>Antal behandlingar per år</b>                    | <b>432</b> |

RedSense Medical förväntas framgent i högre grad kunna ingå med sin produkt RedSense i dialysmaskiner och behandlingar. Det kan bli möjligt med hjälp av egna distributör- och säljkanaler, samt via affärsmodeller likt den med Nikkiso. Intäktsmodellen innebär att RedSense Medical och Nikkiso (med sin dialysmaskin), tillhandahåller sina produkter separat till en distributör, som sedan säljer produkterna tillsammans till slutkunden. Det är ingen produktbundling och för RedSense Medical ger det samma intäkter som den försäljning som sker direkt via egna distributörer, medan det för slutkunden innebär ett mervärde att få de olika produkterna tillsammans. I USA erbjuder RedSense Medical en helhetslösning för hemodialys tillsammans med NxStage. RedSense Medical och NxStage arbetar med separata försäljningskanaler, men produkterna måste ingå tillsammans för att hemodialys ska vara godkänt enligt FDA.

RedSense Medical har därmed idag, och förväntas framöver i ännu högre utsträckning, ha flera kanaler för att öka försäljningen av RedSense-system som ingår i dialysmaskiner. RedSense Medical har som nämnts tidigare kommunicerat antalet behandlingar där RedSense har ingått, men inte hur många RedSense-system som har sålts eller i vilken försäljningstakt, varför en uppskattning måste göras. Mellan 2008 och 2015, enligt det memorandum som upprättades i samband med noteringen på AktieTorget 2015, anges RedSense ha använts i 400 000 behandlingar. Det motsvarar i genomsnitt 50 000 behandlingar per år. Givet att en dialysmaskin på klinik antas göra 432 behandlingar om året innebär det att RedSense kan ha installerats i ca 115 dialysmaskiner per år. 115 dialysmaskiner som gör 432 behandlingar på ett år, motsvarar då totalt 50 000 behandlingar. Över en tidsperiod på sju år (2008 till 2015), motsvarar det ca 800 sålda RedSense-system. Som ett konservativt basvärde antas RedSense Medical ha omkring 500 aktiva RedSense-system på marknaden idag, dvs. som är i bruk och löpande ingår i dialysbehandlingar.

<sup>1</sup>European Renal Care Providers Association, 2016, [www.ercpa.eu](http://www.ercpa.eu)

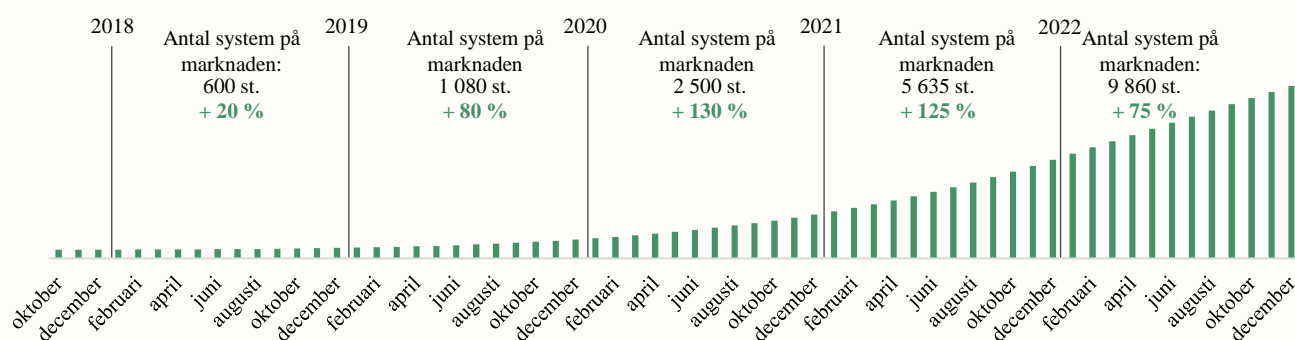
<sup>2</sup>NEJM Catalyst, 2016

# FINANSIELL PROGNOS

Redsense Medical verkar i en konservativ och trögriklig bransch. Genom att använda sig av Redsense kan sjukvården spara pengar genom att olycksfall kan undvikas. Problemet idag är att beräkningar görs på klinisknivå. Sjukvården, konservativ och trögriklig, arbetar generellt med ansträngda budgetar vilket ibland inte är gynnsamt för patientsäkerheten. Beslut måste därför komma från högre instanser, på politisk nivå, som styr sjukvården mot en mer patientsäker produkt såsom Redsense. Dessa strukturella förutsättningar gör att den potentiella tillväxten antas ske exponentiellt, snarare än linjärt, till följd av ökad användning av produkten. Följande diagram visar den förväntade försäljningstakten av nya Redsense-system, där 500 system antas som startvärde:

## Redsense Medical har med sitt nuvarande kund- och distributörsnätverk en global räckvidd.

Prognostiserat antal sålda system (2018-2022E)



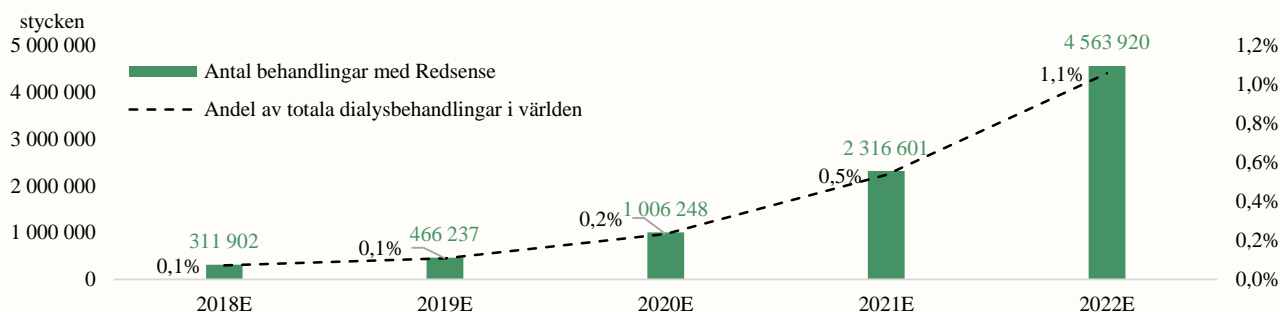
Analyst Groups prognos

Antagandena baseras på att marknaden successivt börjar prioritera högre patientsäkerhet i samband med dialysbehandlingar, och omkring år 2020 förväntas branschen börja lägga större orders. Då Redsense är en så pass konkurrenskraftig produkt, samtidigt som Redsense Medical redan har en etablerad försäljningsorganisation, förväntas efterfrågan kunna mötas. Som nämnts tidigare antas Redsense Medical snabbt kunna skala upp produktionskapaciteten, vilket också möjliggör att efterfrågan kan tillgodoses.

Givet gjorda antaganden skulle Redsense användas i ca 6,1 miljoner behandlingar till utgången av år 2022, d.v.s. på ca fem år. Med tanke på att 400 000 behandlingar tidigare har genomförts, mellan 2008 och 2015, kan det verka högt. Antalet behandlingar förväntas dock ske exponentiellt, där likt försäljningen av nya Redsense-system, där merparten förväntas ske under perioden 2020-2022. Det är möjligt att Redsense framgent blir använd och/eller utsedd som standardpraxis av behöriga myndigheter och organisationer, vilket motiverar ett högre antal behandlingar med Redsense jämfört med historiska siffror.

## Gjorda antaganden resulterar i en marknadsandel omkring 1 % år 2022, mätt i antal behandlingar.

Tillhandahållna behandlingar med Redsense 2018-2022E



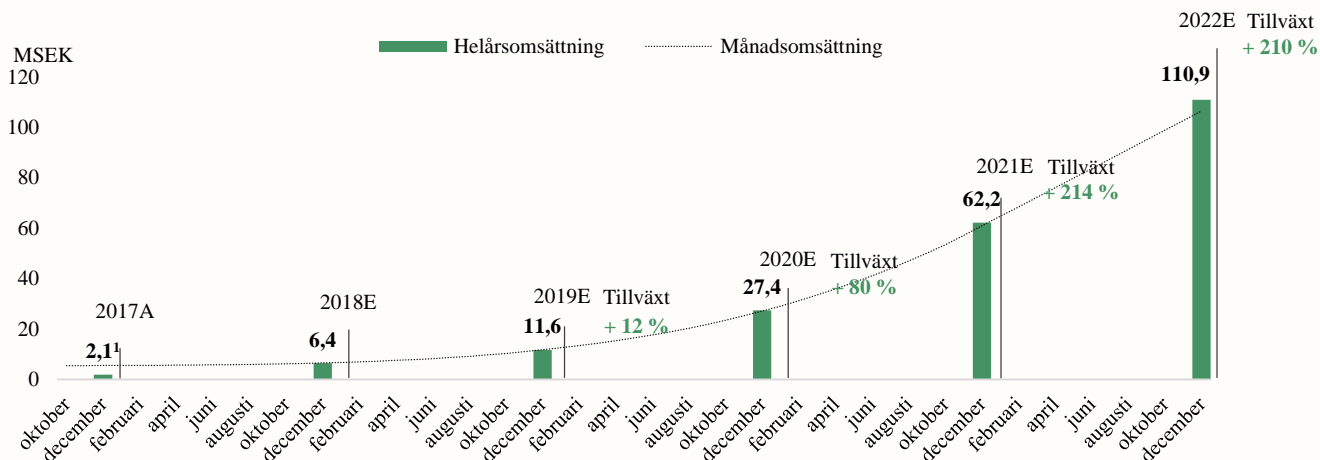
Analyst Groups prognos

# FINANSIELL PROGNOIS

För varje sålt Redsense-system erhålls en engångsintäkt för den larmsensor som produkten bl.a. består av. Därefter erhåller Redsense Medical återkommande intäkter i form av de engångssensorer som förbrukas vid varje enskilt behandlingstillfälle. Priset för larmsensorn antas i genomsnitt uppgå till 6 000 SEK, medan priset per engångssensor antas uppgå till 25 SEK. Det härleds av antagna kostnader för Bolaget att framställa själva produkten, samt ett antaget prispåslag.

**Merparten av Redsense Medicals omsättning förväntas genereras under perioden 2020-2022, som ett resultat av fler sålda system och fler gjorda behandlingar med Redsense.**

Prognostiserad omsättning 2018-2022E (MSEK), Base scenario



Analyst Groups prognos

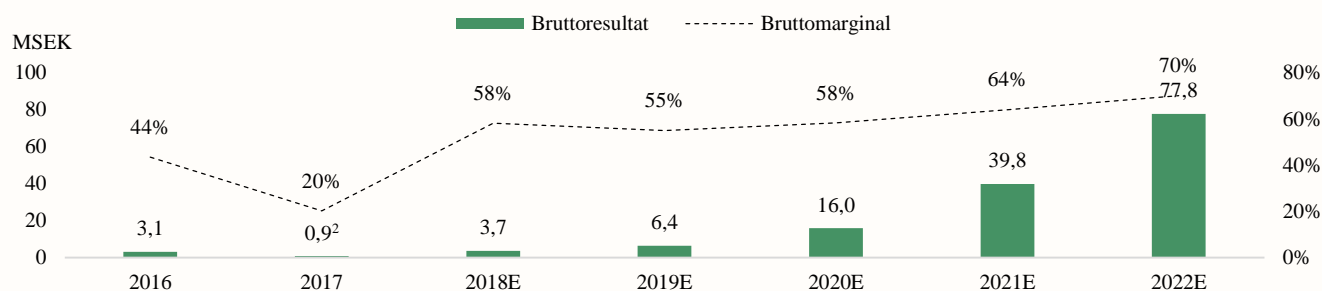
<sup>1</sup>Inkluderar 0,6 MSEK aktiverat arbete

## Bruttomarginaler, rörelsekostnader och lönsamhet

För 2016 uppgick bruttomarginalen till 43,5 %. Baserat på de specifikationer och det material larmsystemet och engångssensorn består av, antas bruttomarginalen för larmsystemet uppgå till ca 40 % medan engångssensorn har en högre bruttomarginal omkring 70 %. I takt med att fler behandlingar genomförs med Redsense, och således förbrukningen av engångssensorer ökar, är det rimligt att anta att bruttomarginalen för koncernen kommer stiga framgent. När volymerna ökar kan det antas att den genomsnittliga produktionskostnaden för de olika komponenterna till Redsense-systemet minskar, vilket resulterar i högre bruttomarginal.

**I ett Base scenario antas Redsense Medical kunna närma sig en bruttomarginal om 70 % till år 2022.**

Prognostiserat bruttoresultat (MSEK) 2018-2022E



Analyst Groups prognos

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

# FINANSIELL PROGNOSS

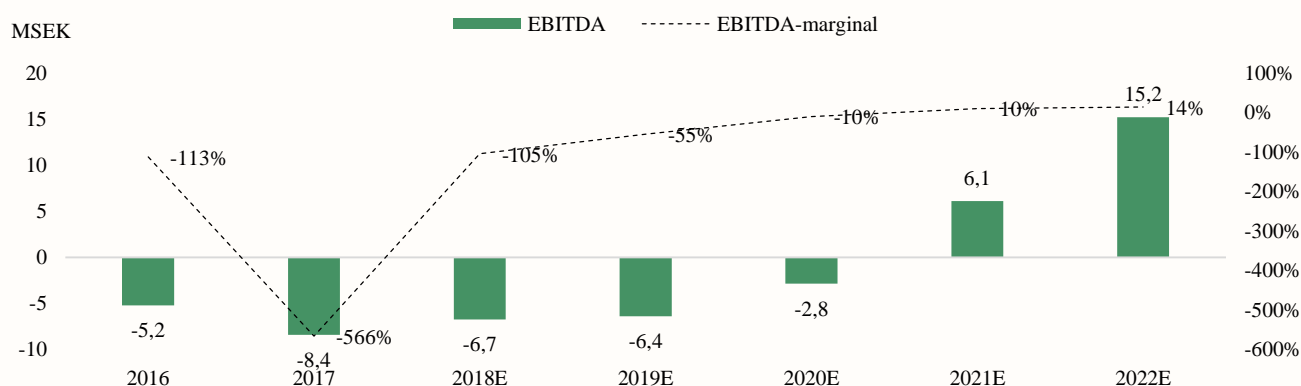
Redsense Medical har en uttalad affärsmodell att sälja produkten Redsense via distributörer, och i begränsad utsträckning via direktförsäljning till kunder i egen regi. På nyckelmarknader, t.ex. Tyskland och USA, kommer Redsense Medical arbeta främst med egen säljorganisation, även om vissa partners i logistiskt syfte kan antas finnas även här. Affärsmodellen förväntas resultera i att Redsense Medical kommer anställa personal i en lägre takt än vad den potentiella omsättningen kommer öka, till följd av att det egna personalbehovet är lågt.

Redsense Medical är en relativt välkänd aktör inom dialysvården, där produkten Redsense är känd för dess fördelar mot nuvarande alternativ, som t.ex. larm som förlitar sig på vennålstrycket. Således antas Redsense Medical ha låga investeringar i marknadsföring av själva produkten Redsense, då den enligt Bolaget redan är känd på marknaden. Däremot har Redsense Medical uttalat att Bolaget behöver bearbeta bl.a. beslutsfattare gällande budget för kliniker och sjukvården, vilket även omfattar politiskt inflytelserika personer och organisationer. Givet en lyckad marknadsinsats är förhoppningen att Redsense ska bli en mer etablerad produkt i branschen. Denna del i affärsutvecklingen förväntas resultera i ökade rörelsekostnader, vilket påverkar marginalerna.

Om än i låg takt, förväntas fortfarande Redsense Medical behöva anställa mer personal allt eftersom organisationen växer. Dessutom kommer resurser behöva investeras i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen för att Redsense ska bli en mer etablerad produkt i branschen. Då dessa kostnader inte förväntas växa i takt med omsättningen, prognostiseras EBITDA-marginalen stiga framöver.

## Redsense Medicals affärsmodell möjliggör högre rörelsemarginaler i takt med att försäljningen ökar.

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



Analyst Groups prognos

Historiskt har Redsense Medical haft avskrivningar som i absoluta tal varit i låga belopp. Under 2017 uppgick avskrivningarna till -0,2 MSEK, motsvarande ca 13 % av omsättningen. För perioden 2018-2022 antas avskrivningarna vara relativt låga då Bolaget inte förväntas göra stora investeringar i fasta tillgångar.

Redsense Medicals räntekostnader uppgick under 2017 till ca 0,16 MSEK och på balansräkningen noteras posten "skulder till kreditinstitut" uppgå till 1,8 MSEK vid utgången av december 2017 (senast tillgänglig information), då motsvarande ca 30 % av balansomslutningen. Räntekostnaderna i förhållande till räntebärande skuld motsvarar en räntekostnad om 9 %, vilket för prognosperioden fortsatt antas gälla.

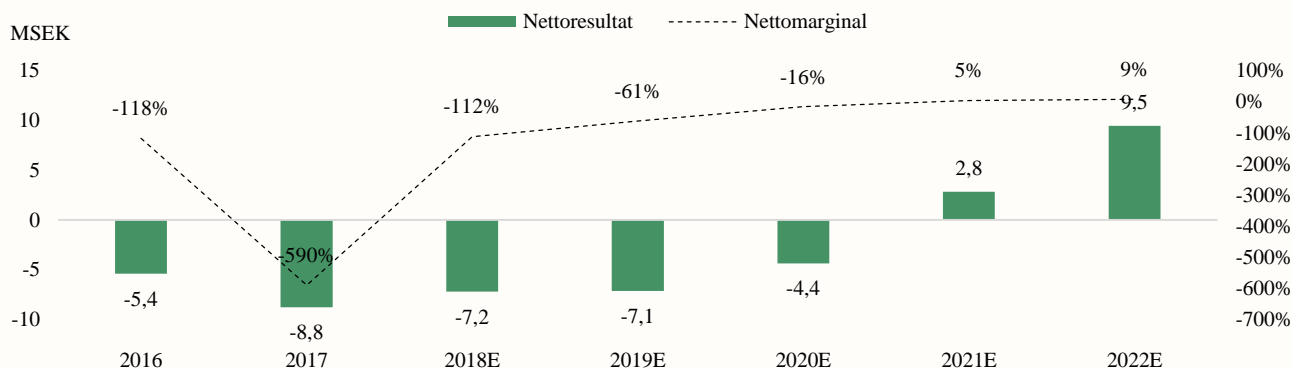
Ränteintäkterna är noll och antas fortsatt vara noll kommande år. Då Redsense Medical inte är ett lönsamt bolag och senaste åren redovisat ett negativt resultat, antas Bolaget kunna göra skatteavdrag när koncernen potentiellt blir lönsam. Då lönsamhet förväntas uppnås omkring 2021, antas ingen skatt för prognosperioden som sträcker sig till år 2022.

# FINANSIELL PROGNOSES

Gjorda antaganden resulterar i följande prognostiserat resultat perioden 2018-2022:

**Omkring år 2021 förväntas Redsense Medical gå *break-even*. 2022 stiger resultatet kraftigt till följd av exponentiellt ökad ordervolym, som ett resultat av ökad efterfrågan från marknaden.**

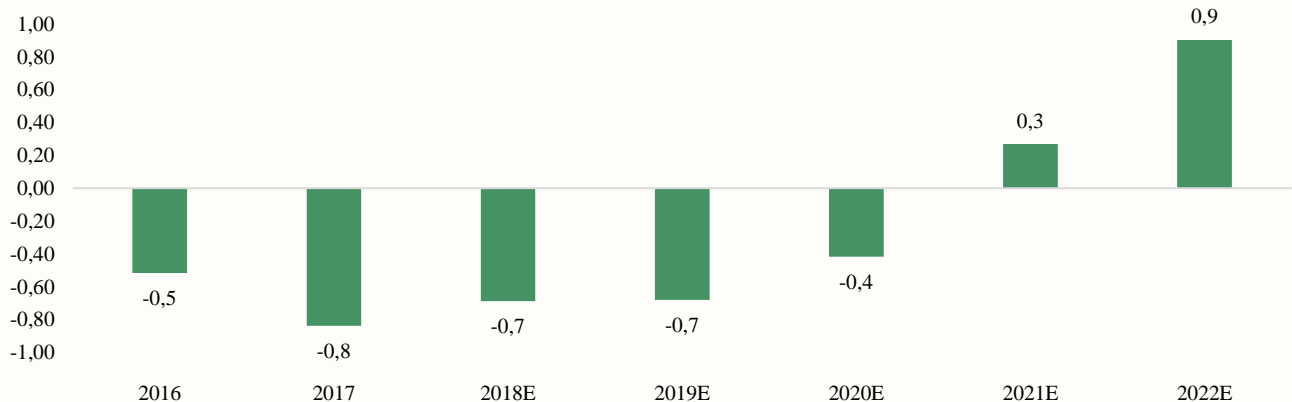
Prognostiserat nettoresultat (MSEK) och nettomarginal (%) 2018-2022E, Base scenario



Analyst Groups prognos

**Givet att Redsense Medical inte kommer förändra sin kapitalstruktur avseende aktiekapital, t.ex. genom nyemission, resulterar gjorda prognoser i följande vinst per aktie. Nuvarande värden inkluderar senaste riktade emissionen under april 2018.**

Vinst per aktie (SEK) 2018-2022E, Base scenario



Analyst Groups prognos

Nuvarande prognoser baseras på ett större skifte i industrin som antas inträffa omkring 2020 och ge kraftig påverkan på perioden 2020-2022. Det som förväntas vara en katalysator är att Redsense blir använd och/eller utsedd som standardpraxis av behöriga myndigheter och organisationer. En sådan process tar tid, vilket innebär att en högre försäljningstillväxt förväntas först omkring år 2020 och framåt.

På gjorda prognoser handlas Redsense Medical idag till följande värderingsmultiplar i ett Base scenario:

| Base scenario, Analyst Groups prognoser | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/S                                     | 25,8 | 79,8 | 18,5  | 10,2  | 4,3   | 1,9   | 1,1   |
| EV/S                                    | 25,1 | 77,7 | 18,0  | 9,9   | 4,2   | 1,9   | 1,0   |
| EV/EBITDA                               | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 18,9  | 7,6   |
| EV/EBIT                                 | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 38,7  | 12,0  |
| P/E                                     | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 42,0  | 12,5  |

# VÄRDERING

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



| P/S       | EV/S            |
|-----------|-----------------|
| 7,4       | 8,9             |
| EV/EBITDA | EBITDA-marginal |
| 70,2      | 10 %            |

Bactiguard är ett svenskt medicinteknikföretag grundat 2005 som tillhandahåller en infektionshämmande lösning som förhindrar vårdrelaterade infektioner orsakade av medicintekniska produkter. Bactiguards teknologi har genomgått omkring 40 kliniska studier och fler än 130 miljoner patienter världen över har använt Bactiguard-behandlade katetrar. Försäljning sker via distributörer och viktiga marknader bearbetas också med egen säljorganisation. Intäkter erhålls genom produktförsäljning samt via licensavtal. Bactiguard är noterade på Nasdaq Small Cap, värderas till 829,2 MSEK (2018-05-24) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 111,4 MSEK.

## Alteco Medical

| P/S       | EV/S            |
|-----------|-----------------|
| 10,9      | 7,5             |
| EV/EBITDA | EBITDA-marginal |
| neg.      | neg.            |

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 47,3 MSEK (2018-05-24) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 4,3 MSEK.



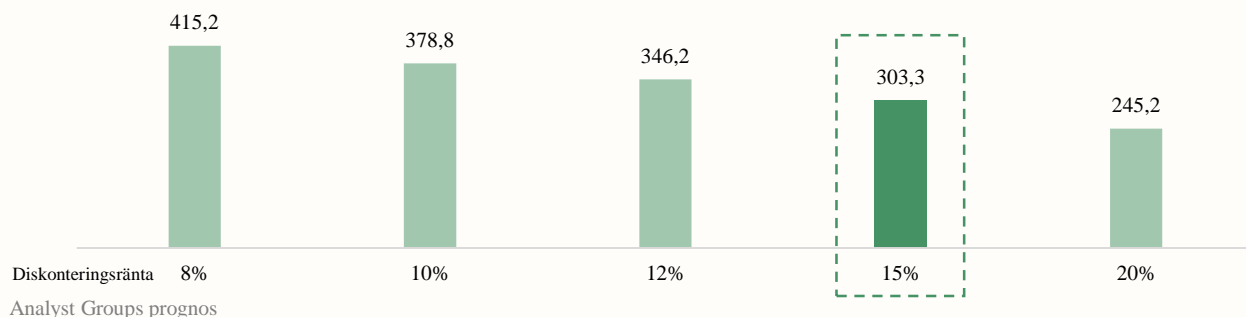
| P/S       | EV/S            |
|-----------|-----------------|
| 6,4       | 5,7             |
| EV/EBITDA | EBITDA-marginal |
| neg.      | neg.            |

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 (2018-05-24) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 22,7 MSEK.

Då Redsense Medical prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från försäljningen. Även om lönsamhet förväntas nås omkring år 2021, anses en försäljningsmultipel mer rättvisande idag. Medelvärdet av ovan nämnda företags P/S- och EV/S-multiplar är 8,3 respektive 7,4. Givet en målmultipel om P/S 5,5 på 2022 års prognostiserad försäljning om ca 111 MSEK, ger det ett nuvärde om 303 MSEK. 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:

**Vid 15 % diskonteringsränta, ger det en potentiell uppvärdering till omkring 300 MSEK, jämfört med 118 MSEK idag (2018-05-24).**

Potentiellt Market Cap på 2022 års prognos



**29 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

Med dagens marknadsklimat avseende rådande riskpremie och ränteläge, kan det argumenteras för att 15 % diskonteringsränta är applicerbar för Redsense Medical, även baserat på hur Bolagets framtidsutsikter ser ut.

Med 15 % diskonteringsränta erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde per aktie om 29 kr i ett Base scenario.

# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas Redsense Medical växa i en högre takt. Vad som kan motivera en högre tillväxttakt är gynnsamma regleringar och direktiv som förespråkar att Redsense ska användas i dialysbehandlingar. Idag är Redsense den enda dialysprodukten som uppfyller EU:s direktiv gällande medicinsk utrustning. Direktivet anger att "[...] tillverkare av dialysutrustning måste tillhandahålla tillgängliga produkter och lösningar, vilka är allmänt kända, för att till det absolut yttersta skydda patienten". I förlängningen innebär det att Redsense bör användas i nuläget.

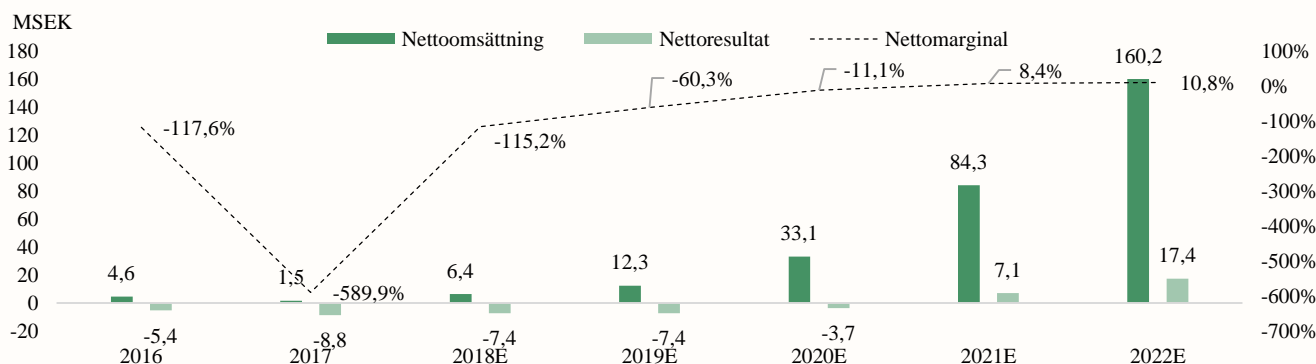
Antalet behandlingar med hemodialys i hemmet förväntas öka, och Redsense kan vara det som behövs för att mängden behandlingar ska börja öka. Det är ytterligare en faktor som kan resultera i högre tillväxt. Redsense Medical har idag avtal med bl.a. Metro Medical, vilket är en av USA:s största distributörer inom dialys. Kedjan har ca 180 000 patienter och ca 40 % av alla USA:s hempatienter. Bolaget har även distributionsavtal med Henry Schein, världens största leverantör av hälso- och sjukvårdsprodukter. I samarbete med NxStage erbjuder Redsense Medical den enda helhetslösningen i USA för hemodialys i hemmet som är FDA-godkänd.

Likt med Nikkisos dialysmaskin, som används tillsammans med Redsense, kan denna typ av integration med dialysmaskiner bidra till ökad tillväxt för Redsense Medical. Redsense kan enkelt kopplas ihop med i stort sett alla standardmaskiner inom dialys, vilket kan driva omsättningen kraftigt framgent.

I ett Bull scenario antas Redsense Medical få genomslag i marknaden tidigare, relativt angivet Base scenario. Högre produktion antas ge skalfördelar och således förbättrad bruttomarginal. Samtidigt kan den egna organisationen behöva växa något, för att underhålla den högre tillväxten. Det resulterar i något lägre rörelsemarginal, men högre än angivet Base scenario.

Redsense som produkt är konkurrenskraftig i sig och givet rådande marknadstrender, lagar och regleringar har Redsense Medical goda förutsättningar att skala upp verksamheten.

Prognostiserad nettoomsättning (MSEK), nettoresultat (MSEK) och nettomarginal (%) 2018-2022E, Bull scenario



Analyst Groups prognos

**49 KR**  
PER AKTIE I  
ETT  
BULL  
SCENARIO

Givet en diskonteringsränta om 15 %, en målmultipel om P/S 6,5 på 2022 års försäljning, vilket motiveras av högre tillväxt än angivet Base scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 49 kr, i ett Bull scenario. Det ska noteras att prognoserna sträcker över fem år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa. Vid avvikelser från gjorda antaganden som kan komma att ske över tid, både i positivt och negativt bemärkelse, måste antaganden förändras vilket då påverkar nuvärdet på Bolagets aktie.



# BULL & BEAR

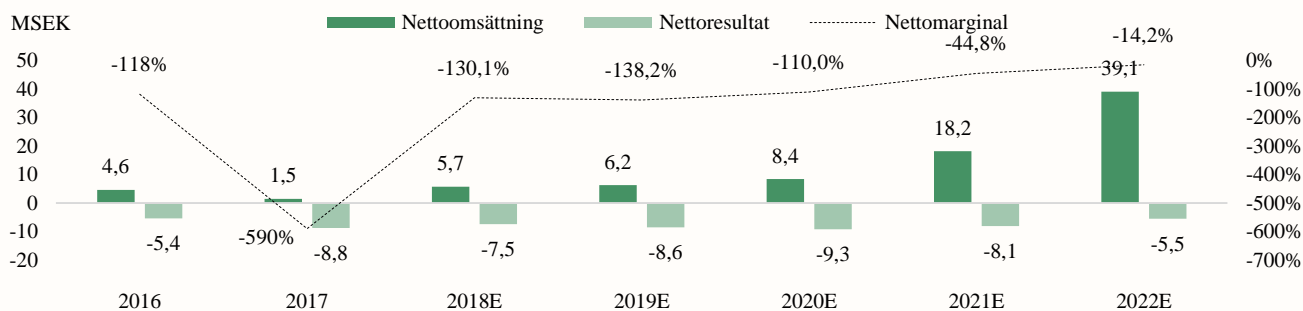
## Bear scenario

Redsense är en produkt som använts i fler än 400 000 behandlingar, men trots detta kan det inte sägas att produkten är allmänt utbredd och efterfrågad. I ett Bear scenario efterfrågas produkten inte i lika hög grad, vilket resulterar i färre antal sålda system, samt färre antal dialysbehandlingar där Redsense ingår. Den minskade produktionen resulterar i minskade skalfördelar för Bolaget, vilket har en negativ påverkan på marginalerna och lönsamheten. Samtidigt, då tillväxten sker i lägre takt, behöver inte samma grad av investeringar göras i organisationen, som t.ex. i ett Base- eller Bull scenario.

En viktig faktor för att Redsense Medical ska kunna nå en exponentiell försäljningstillväxt är att Redsense blir gångbar som standardpraxis av behöriga myndigheter och organisationer. Om detta inte sker är det inte nödvändigtvis negativt för Bolaget, men det bidrar samtidigt inte till ökad försäljningsmöjlighet.

**Redsense Medical är fortfarande en relativt liten aktör i en konservativ och trögrörlig bransch, och Redsense är ännu inte en allmänt etablerad produkt och resan dit innebär stora utmaningar.**

Prognostiserad nettoomsättning (MSEK), nettoresultat (MSEK) och nettomarginal (%) 2018-2022E, Bear scenario



Analyst Groups prognos

## 7,4 KR

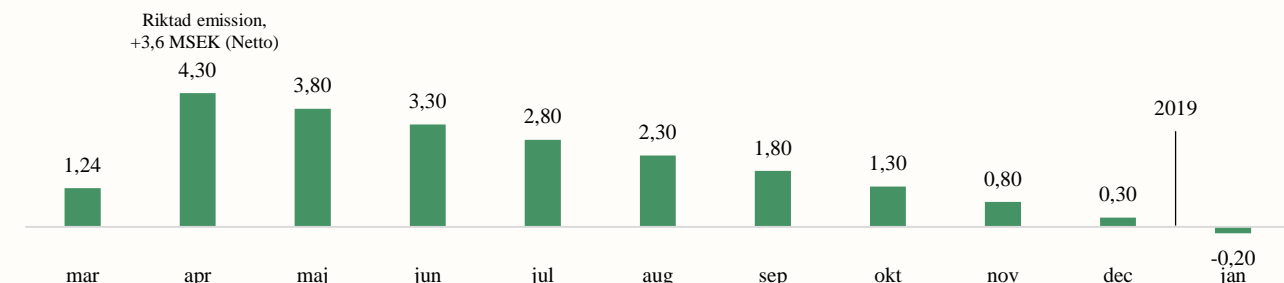
### PER AKTIE I ETT BEAR SCENARIO

Givet en diskonteringsränta om 15 %, en målmultipel om P/S 4 på 2022 års försäljning, motiverat av en lägre tillväxt än tidigare två scenarion, ger det ett nuvärde per aktie om 7,4 kr, i ett Bear scenario.

I angivet Bear scenario blir Redsense Medical inte lönsamma under prognosperioden som sträcker sig till år 2022. Med tanke på det låga resultatet, och hur rörelsekapitalbehovet ser ut, kan det inte uteslutas att Redsense Medical kan komma att behöva inhämta nytt externt kapital, t.ex. genom nyemission, för att fortsatt finansiera verksamheten. Vid utgången av Q1-18 uppgick likvida medel till ca 1,2 MSEK. Under april 2018 genomförde Redsense Medical en riktad emission om 3,7 MSEK, vilket inbringade en nettolikvid ca 3,6 MSEK efter emissionskostnader. Under 2017 har genomsnittlig *burn rate* uppgått till ca 0,6 MSEK/månad, vilket kan jämföras med 0,4 MSEK/månad under tre första månaderna 2018. Givet en genomsnittlig utveckling av historisk kapitalförbrukning senaste fem kvartalen, förväntas kassan utvecklas i följande takt, allt annat lika:

**Redsense Medical är inte lönsamma idag och det kan således inte uteslutas att Bolaget kan komma att behöva ta in nytt kapital för att fortsatt finansiera verksamheten.**

Utveckling likvida medel (MSEK) givet en burn rate om 0,5 MSEK/månad



Analyst Groups prognos

# VD-INTERVJU, PATRIK BYHMER



Redsense Medical grundades 2006 av bl.a. mig, Patrik Byhmer, samt Daniel Envall, från idéer utformade sedan år 2000. Vi tillhandahåller produkten Redsense, vilket är ett system som upptäcker blodläckage vid hemodialys (bloddialys). Vid hemodialys finns det risk för att den vennål, vilken leder blodet från dialysmaskinen genom dialysslangen och vidare till en av kroppens vener, lossnar. I värsta fall kan det leda till att patienten avlider. Studier har påvisat att varje dag världen över lossnar 2 100 vennålar, och varje vecka dör 21 patienter till följd av vennålsutdragnin. Detta vill vi på Redsense Medical förhindra och på en marknad bestående av 3 miljoner dialyspatienter världen över, en siffra som förväntas växa med sex procent per år, har Redsense Medical möjlighet att skapa mervärde både för patienter och våra aktieägare.

## Jämfört med för ett år sedan, kan du berätta om hur ni i dagsläget ser på ert affärsläge?

Jag tycker att vi befinner oss i en väldigt spännande situation. Vi har vunnit en upphandling i Italien tillsammans med Spindial, där vi tillsammans med vårt system har fått positivt gehör. Den första ordern borde komma under kvartal ett eller två 2018. Vi har dessutom flera distributörer som har börjat komma igång inom andra länder. I USA har båda våra distributörer redan lagt orders under första kvartalet i år. Vi har också sett en ökad förfrågan att komma och träna patienter och sjukvårdspersonal.

## Kan du berätta lite om hur ni bemöts av olika aktörer när ni presenterar er produkt?

Överlag positivt, vi får givetvis tillbaka att det kostar pengar, där det för ett privat bolag tas från deras vinst. Det finns en förståelse för problemet och det finns en vilja att adressera problemet. I USA ser vi att fler accepterar lösningen och försöker hitta finansieringsvägar för att implementera. Vi har också sett förändringar när det gäller exempelvis hemodialys hos försäkringsbolag, att det är villiga att ge ut större belopp.

## Vad är ert huvudfokus under 2018?

Försäljning är ett stort fokus under 2018. Under 2018 har vi två större projekt som är viktiga för att nå positivt kassaflöde. Det ena projektet har vi pratat lite om tidigare, vilket är det projektet i Kanada med en ny produkt som kan stoppa dialysmaskinen om nålen åker ut. Det andra projektet avser vi kommunicera under första halvan av 2018. Även hos existerande kunder börjar vi nu se ett mer intensivt arbete med fokus mot hemodialys. I exempelvis USA har det tidigare varit lite avvaktande att dra igång med nya behandlingsformer, men vi ser nu att den trenden börjar vända.

## Vilken marknad tror ni kommer att generera mest försäljning 2018 och framgent?

Jag tror att fram till 2020, och även därefter, så kommer det vara USA som står för störst andel av försäljningen. Det som är väldigt spännande är att vi ser att det nu börjar hända mycket i Europa, där mycket beror på det nya systemet som vi introducerade med kopplingen mellan vår maskin och Nikkiso:s maskin. Det är en öppen standard så koppling kan givetvis göras med andra maskiner också. Upphandlingen i Italien kan resultera i fler affärer i omkringliggande länder, men även inom Italien som i sig är ett stort land med mycket dialysbehandlingar.

## Vilka värde drivande händelser ser du under 2018?

Som investerare hade jag följt framförallt de två projekten vi kommer att dra igång under första halvan av 2018. Ett av projekten kommer vi att annonsera lite senare, och det andra har vi redan indirekt annonserat med en ny produkt som vi kommer att testa i Kanada. Dessa två projekt kan göra att vi kommer väldigt nära, eller till och med hela vägen, till positivt kassaflöde.

28 februari, 2018

# LEDNING & STYRELSE



## Patrik Byhmer, Verkställande Direktör

Patrik har god erfarenhet av ledande befattningsroller i organisationer med personal, distributionsnät och produkter utanför Europa. Han har bl.a. arbetat med marknadsföring på Procter & Gamble, varit affärsområdeschef på medicinteknikbolag med global distribution (Etac AB), samt satt upp affärsverksamhet inom ny teknologi inom mobilteknologi (Global VP Sales & Marketing gigaAnt, Perlos (nuvarande Lit-on), Antenova). Dessa typer av erfarenheter är viktiga inför det potentiella stadiet där Redsense Medical kan komma att skala upp försäljningen. Patrik har en Fil.kand. i beteendevetenskap från Lunds Universitet, Civilingenjörsutbildning i Teknisk Fysik, Lunds Tekniska Högskola (LTH), samt är reservofficer, Infanteriets officershögskola i Halmstad. *Patrik äger, via Pacar Holding AB, 1 685 581 aktier (16,1%) i Redsense Medical.*



## Bo Unéus, Styrelseordförande

Bo har god internationell erfarenhet och har haft ledande positioner inom bl.a. Nordstjernen och Skåne-Gripen. Han har arbetat med förändringsprocesser i större företag, bl.a. Fiat Turin, och han verkar som rådgivare och konsult inom flera olika internationella affärsnätverk. Bo har under flera år varit bosatt och arbetat i Berlin. Den tyska marknaden är viktig för Redsense Medical, varför Bos kunskap om det tyska affärslivet är värdefull. Hans erfarenheter från den tyska marknaden blir även tillämpliga i andra tysktalande länder. Bo är VD och grundare till Hügoth AB, vilket är ett internationellt affärskonsultföretag med affärsmodellen att realisera bolags värden via marknaden i Berlin, för att sedan kunna expandera ut i resten av världen. Bo har även tidigare haft försäljningsansvar på bl.a. BTS. *Bo äger, via egna bolaget Hügoth AB, 14 500 aktier (0,1 %) i Redsense Medical.*



## Brendan Kane, U.S Director of Sales

Brendan har mer än 25 års erfarenhet från branschen och i sin karriär har han haft flera olika försäljnings-, förvaltnings- och affärsutvecklingspositioner, bl.a. vid National Medical Care, Fresenius Medical Care och America Renal Associates. Fresenius Medical Care är världens största integrerade leverantör av produkter och tjänster för personer som genomgår dialys p.g.a. kronisk njursvikt och har ett nätverk av 3 250 dialyskliniker runtom i världen. *Brendan äger inga aktier i Redsense Medical.*



## Jane Hurst, Product Management Director

Jane påbörjade sin karriär 1980 som sjuksköterska och har erfarenheter från områden som nefrologi, hemodialys, brännskador och onkologi. En bit in i sin karriär, år 2002, erhöll Jane certifiering att konsultera i omvårdnadsfrågor inom rättsväsendet. Idag erbjuder hon medicin-juridiska insikter till åklagare, försäkringsbolag, företag och olika myndigheter. Utöver sitt konsultarbete undervisar hon även ett nationellt certifieringsprogram i USA för konsulter inom medicin-juridiska frågor, samt är mentor för medicin-juridiska konsulter. *Jane äger 105 000 aktier (1,0 %) i Redsense Medical.*



## Klas Arildsson, Styrelseledamot

Klas har inom Ericsson Telecom haft flera ledande befattningsroller, bl.a. som kvalitets- samt fabrikschef för Ericssons bredbandsfabrik. I urval har han erfarenhet som VP Operations vid Cardo Door omfattande R&D, produktion, inköp och logistik samt ingick i ledningen för affärsområdet, Senior VP Supply Chain Gambro AB samt vice VD för Gambro Lundia AB och ingick i affärsområdets ledningsgrupp. Klas har även varit VP Supply Chain på Baxter Inc., och ingick i ledningsgruppen för affärsområdet med en omsättning på 4,2 mdUSD. Han har även varit Senior VP Operations Getinge Infection Control. Klas har en teknisk utbildning inom maskinteknik och ingår i näringslivsrådet för Lunds Universitet. *Klas äger 15 000 aktier (0,1 %) i Redsense Medical.*



## Jörgen Hegbrant, Styrelseledamot

Jörgen har mer än 30 års erfarenhet inom nefrologi (docent inom fältet) och dialys, något som givit honom värdefulla kunskaper och insikter inom dialysklinikverksamhet och vårdhantering. Jörgen arbetar idag som Senior VP samt Chief Medical Officer vid Diaverum Renal Service Group. Diaverum är en av världens största leverantörer av njursjukvård och med 10 000 anställda i 20 länder runtom i världen tar Diaverum hand om fler än 30 000 patienter. Jörgen var även Vice VD för medicinsk verksamhet och Senior Medical Director vid tidigare Gambro Healthcare, ett dotterbolag till Gambro AB. *Jörgen äger inga aktier i Redsense Medical.*

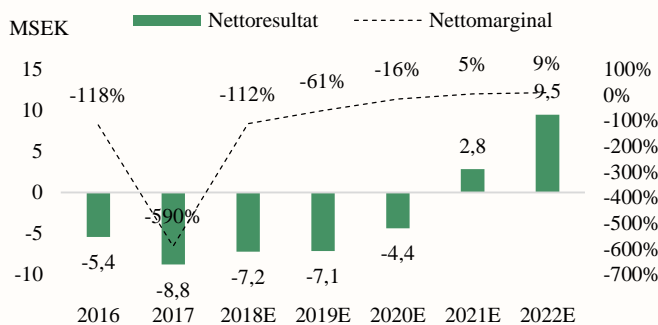
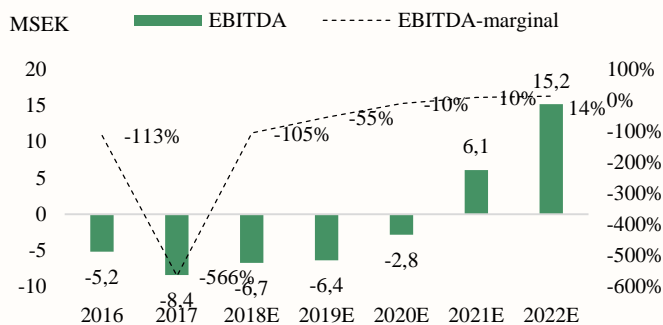
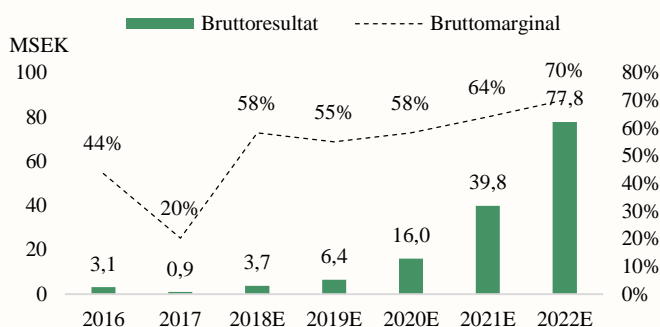
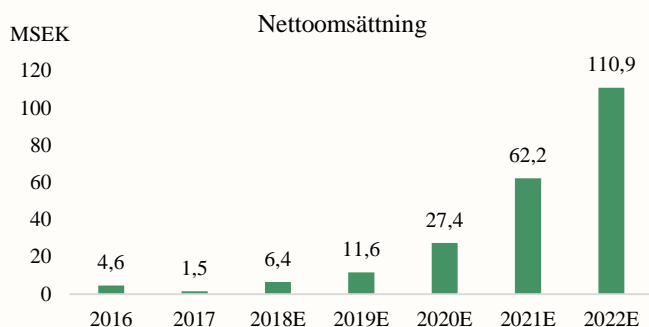


## Susanne Olausson, Styrelseledamot

Susanne har 20 års erfarenhet av försäljning inom läkemedelsindustrin, medicinteknikindustrin och life science. Hon har haft befattningar som VP Commercial Operations, European Congress Manager, Director Sales & Marketing Development, samt erfarenhet som produktspecialist och produktchef inom medicinteknik och pharma. Susanne har en Kandidatexamen med marknadsföringsinriktning från Växjö Universitet. *Susanne äger, via bolaget Red One And Red Two AB, 1 818 419 aktier (18,0 %) i Redsense Medical.*

# APPENDIX

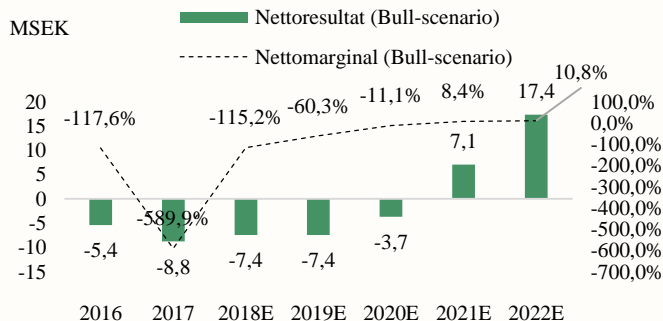
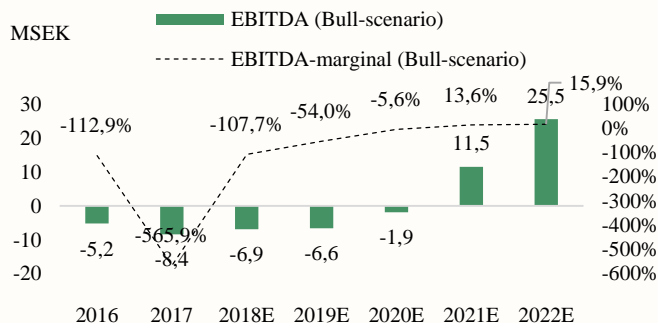
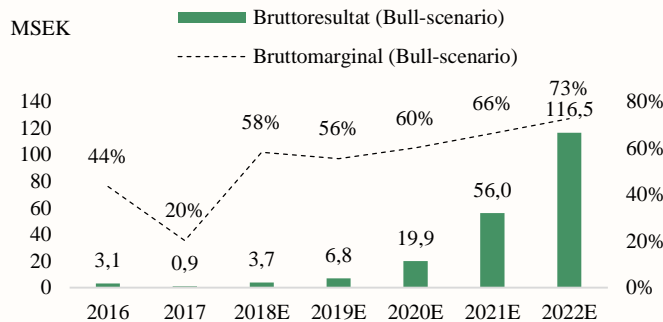
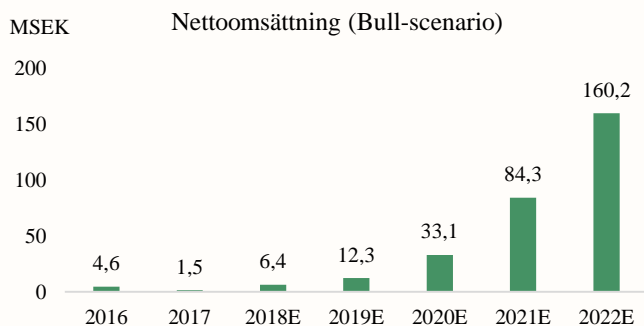
| Base scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK) | 2016         | 2017         | 2018E        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 2022E        |
|--|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Nettoomsättning                                | 4,6          | 1,5          | 6,4          | 11,6        | 27,4        | 62,2        | 110,9        |
| Aktiverat arbete för egen räkning              | 1,0          | 0,6          | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Övriga rörelseintäkter                         | 0,2          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| <b>Totala intäkter</b>                         | <b>5,7</b>   | <b>2,1</b>   | <b>6,4</b>   | <b>11,6</b> | <b>27,4</b> | <b>62,2</b> | <b>110,9</b> |
| Råvaror och förnödenheter (COGS)               | -2,6         | -1,2         | -2,7         | -5,2        | -11,4       | -22,4       | -33,1        |
| <b>Bruttoresultat</b>                          | <b>3,1</b>   | <b>0,9</b>   | <b>3,7</b>   | <b>6,4</b>  | <b>16,0</b> | <b>39,8</b> | <b>77,8</b>  |
| <i>Bruttomarginal</i>                          | <i>44%</i>   | <i>20%</i>   | <i>58%</i>   | <i>55%</i>  | <i>58%</i>  | <i>64%</i>  | <i>70%</i>   |
| Rörelsekostnader                               | -8,3         | -9,3         | -10,5        | -12,8       | -18,8       | -33,7       | -62,6        |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>-5,2</b>  | <b>-8,4</b>  | <b>-6,7</b>  | <b>-6,4</b> | <b>-2,8</b> | <b>6,1</b>  | <b>15,2</b>  |
| <i>EBITDA-marginal</i>                         | <i>-113%</i> | <i>-566%</i> | <i>-105%</i> | <i>-55%</i> | <i>-10%</i> | <i>10%</i>  | <i>14%</i>   |
| Av- och nedskrivningar                         | 0,0          | -0,2         | -0,3         | -0,6        | -1,4        | -3,1        | -5,5         |
| <b>EBIT</b>                                    | <b>-5,2</b>  | <b>-8,6</b>  | <b>-7,0</b>  | <b>-7,0</b> | <b>-4,2</b> | <b>3,0</b>  | <b>9,6</b>   |
| <i>EBIT-marginal</i>                           | <i>-114%</i> | <i>-579%</i> | <i>-110%</i> | <i>-60%</i> | <i>-15%</i> | <i>5%</i>   | <i>9%</i>    |
| Räntenetto                                     | -0,2         | -0,2         | -0,2         | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2         |
| <b>EBT</b>                                     | <b>-5,4</b>  | <b>-8,8</b>  | <b>-7,2</b>  | <b>-7,1</b> | <b>-4,4</b> | <b>2,8</b>  | <b>9,5</b>   |
| Skatt  | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| <b>Nettoresultat</b>                           | <b>-5,4</b>  | <b>-8,8</b>  | <b>-7,2</b>  | <b>-7,1</b> | <b>-4,4</b> | <b>2,8</b>  | <b>9,5</b>   |
| <i>Nettomarginal</i>                           | <i>-118%</i> | <i>-590%</i> | <i>-112%</i> | <i>-61%</i> | <i>-16%</i> | <i>5%</i>   | <i>9%</i>    |
| EPS  | -0,52        | -0,84        | -0,69        | -0,68       | -0,42       | 0,27        | 0,90         |



| Base scenario, Analyst Groups prognoser | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/S                                     | 25,8 | 79,8 | 18,5  | 10,2  | 4,3   | 1,9   | 1,1   |
| EV/S                                    | 25,1 | 77,7 | 18,0  | 9,9   | 4,2   | 1,9   | 1,0   |
| EV/EBITDA                               | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 18,9  | 7,6   |
| EV/EBIT                                 | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 38,7  | 12,0  |
| P/E                                     | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 42,0  | 12,5  |

## APPENDIX

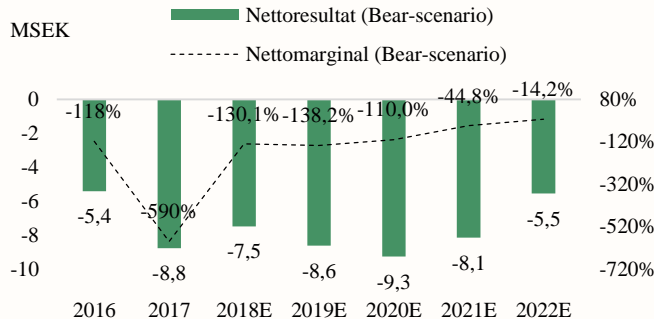
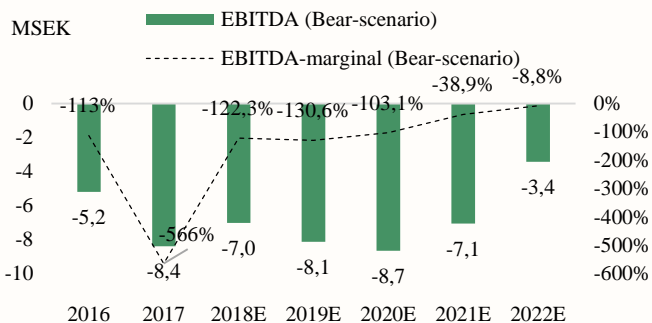
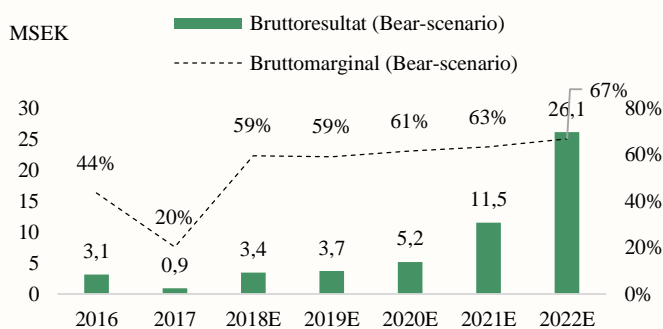
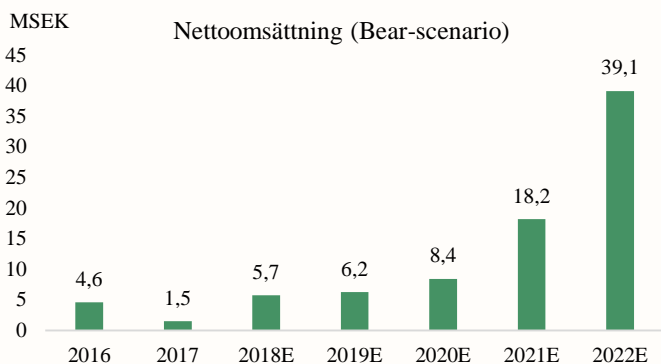
| Bull scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK) | 2016        | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 2022E        |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Nettoomsättning                                | 4,6         | 1,5         | 6,4         | 12,3        | 33,1        | 84,3        | 160,2        |
| Aktiverat arbete för egen räkning              | 1,0         | 0,6         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| Övriga rörelseintäkter                         | 0,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| <b>Totala intäkter</b>                         | <b>5,7</b>  | <b>2,1</b>  | <b>6,4</b>  | <b>12,3</b> | <b>33,1</b> | <b>84,3</b> | <b>160,2</b> |
| Råvaror och förnödenheter (COGS)               | -2,6        | -1,2        | -2,7        | -5,5        | -13,2       | -28,3       | -43,7        |
| <b>Bruttoresultat</b>                          | <b>3,1</b>  | <b>0,9</b>  | <b>3,7</b>  | <b>6,8</b>  | <b>19,9</b> | <b>56,0</b> | <b>116,5</b> |
| <i>Bruttomarginal</i>                          | 44%         | 20%         | 58%         | 56%         | 60%         | 66%         | 73%          |
| Rörelsekostnader                               | -8,3        | -9,3        | -10,7       | -13,5       | -21,8       | -44,5       | -91,0        |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>-5,2</b> | <b>-8,4</b> | <b>-6,9</b> | <b>-6,6</b> | <b>-1,9</b> | <b>11,5</b> | <b>25,5</b>  |
| <i>EBITDA-marginal</i>                         | -112,9%     | -565,9%     | -107,7%     | -54,0%      | -5,6%       | 13,6%       | 15,9%        |
| Av- och nedskrivningar                         | 0,0         | -0,2        | -0,3        | -0,6        | -1,7        | -4,2        | -8,0         |
| <b>EBIT</b>                                    | <b>-5,2</b> | <b>-8,6</b> | <b>-7,2</b> | <b>-7,3</b> | <b>-3,5</b> | <b>7,3</b>  | <b>17,5</b>  |
| <i>EBIT-marginal</i>                           | -114,0%     | -579,0%     | -112,7%     | -59,0%      | -10,6%      | 8,6%        | 10,9%        |
| Räntenetto                                     | 0,0         | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2         |
| <b>EBT</b>                                     | <b>-5,4</b> | <b>-8,8</b> | <b>-7,4</b> | <b>-7,4</b> | <b>-3,7</b> | <b>7,1</b>  | <b>17,4</b>  |
| Skatt  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| <b>Nettoresultat</b>                           | <b>-5,4</b> | <b>-8,8</b> | <b>-7,4</b> | <b>-7,4</b> | <b>-3,7</b> | <b>7,1</b>  | <b>17,4</b>  |
| <i>Nettomarginal</i>                           | -117,6%     | -589,9%     | -115,2%     | -60,3%      | -11,1%      | 8,4%        | 10,8%        |
| EPS  | -0,52       | -0,84       | -0,71       | -0,71       | -0,35       | 0,68        | 1,66         |



| Bull scenario, Analyst Groups prognoser | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/S                                     | 25,8 | 79,8 | 18,5  | 9,6   | 3,6   | 1,4   | 0,7   |
| EV/S                                    | 25,1 | 77,7 | 18,0  | 9,4   | 3,5   | 1,4   | 0,7   |
| EV/EBITDA                               | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 10,1  | 4,5   |
| EV/EBIT                                 | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 15,9  | 6,6   |
| P/E                                     | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | 16,7  | 6,8   |

# APPENDIX

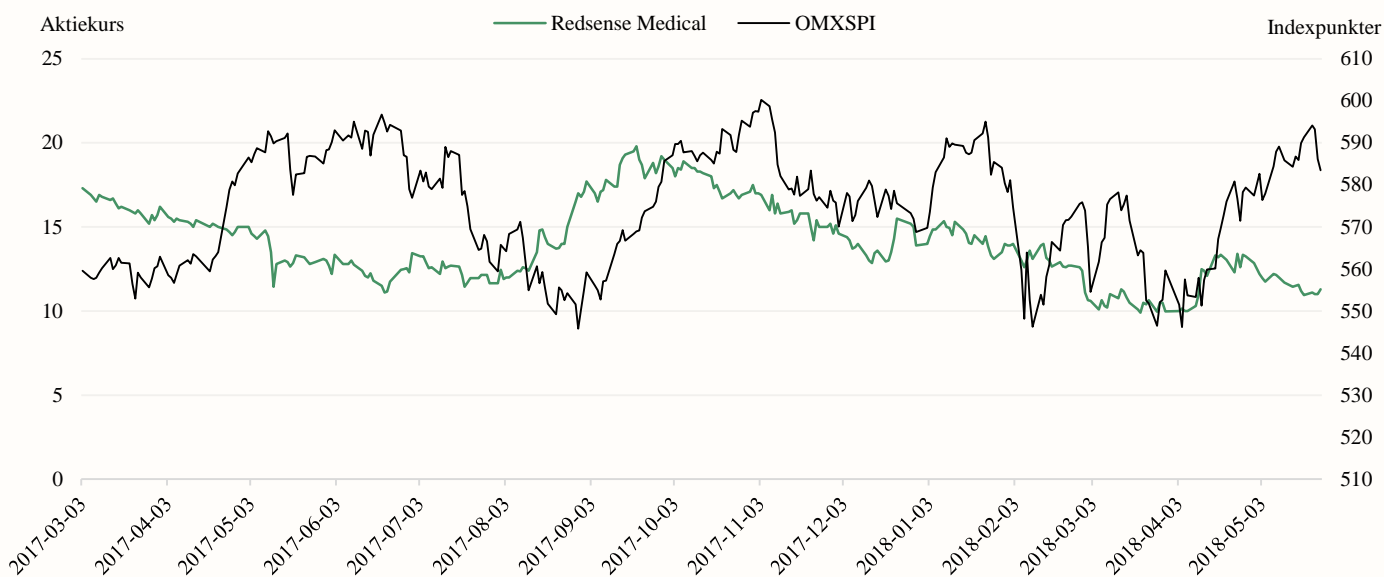
| Bear scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK) | 2016        | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning                                | 4,6         | 1,5         | 5,7         | 6,2         | 8,4         | 18,2        | 39,1        |
| Aktiverat arbete för egen räkning              | 1,0         | 0,6         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Övriga rörelseintäkter                         | 0,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Totala intäkter</b>                         | <b>5,7</b>  | <b>2,1</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,2</b>  | <b>8,4</b>  | <b>18,2</b> | <b>39,1</b> |
| Råvaror och förnödenheter (COGS)               | -2,6        | -1,2        | -2,33       | -2,55       | -3,24       | -6,68       | -13,03      |
| <b>Bruttoresultat</b>                          | <b>3,1</b>  | <b>0,9</b>  | <b>3,4</b>  | <b>3,7</b>  | <b>5,2</b>  | <b>11,5</b> | <b>26,1</b> |
| <i>Bruttomarginal</i>                          | 44%         | 20%         | 59%         | 59%         | 61%         | 63%         | 67%         |
| Rörelsekostnader                               | -8,3        | -9,3        | -10,5       | -11,8       | -13,8       | -18,6       | -29,5       |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>-5,2</b> | <b>-8,4</b> | <b>-7,0</b> | <b>-8,1</b> | <b>-8,7</b> | <b>-7,1</b> | <b>-3,4</b> |
| <i>EBITDA-marginal</i>                         | -113%       | -566%       | -122,3%     | -130,6%     | -103,1%     | -38,9%      | -8,8%       |
| Av- och nedskrivningar                         | 0,0         | -0,2        | -0,3        | -0,3        | -0,4        | -0,9        | -2,0        |
| <b>EBIT</b>                                    | <b>-5,2</b> | <b>-8,6</b> | <b>-7,3</b> | <b>-8,5</b> | <b>-9,1</b> | <b>-8,0</b> | <b>-5,4</b> |
| <i>EBIT-marginal</i>                           | -114%       | -579%       | -127,3%     | -135,6%     | -108,1%     | -43,9%      | -13,8%      |
| Räntenetto                                     | 0,0         | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        |
| <b>EBT</b>                                     | <b>-5,4</b> | <b>-8,8</b> | <b>-7,5</b> | <b>-8,6</b> | <b>-9,3</b> | <b>-8,1</b> | <b>-5,5</b> |
| Skatt  | 0,0         | 0,0         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Nettoresultat</b>                           | <b>-5,4</b> | <b>-8,8</b> | <b>-7,5</b> | <b>-8,6</b> | <b>-9,3</b> | <b>-8,1</b> | <b>-5,5</b> |
| <i>Nettomarginal</i>                           | -118%       | -590%       | -130,1%     | -138,2%     | -110,0%     | -44,8%      | -14,2%      |
| EPS  | -0,5        | -0,84       | -0,71       | -0,82       | -0,88       | -0,78       | -0,53       |



| Bear scenario, Analyst Groups prognoser | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/S                                     | 25,8 | 79,8 | 20,6  | 19,0  | 14,1  | 6,5   | 3,0   |
| EV/S                                    | 25,1 | 77,7 | 20,1  | 18,5  | 13,7  | 6,4   | 3,0   |
| EV/EBITDA                               | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | neg   | neg   |
| EV/EBIT                                 | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | neg   | neg   |
| P/E                                     | neg  | neg  | neg   | neg   | neg   | neg   | neg   |

## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



| Resultaträkning – historisk utveckling (Källa: Redsense Medical), SEK | 2014              | 2015              | 2016              | 2017              |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Nettoomsättning   | 1 421 171         | 1 684 644         | 4 600 206         | 1 486 455         |
| Aktiverat arbete för egen räkning                                     | 0                 | 0                 | 978 000           | 590 885           |
| Övriga rörelseintäkter  | 799 709           | 367 139           | 166 599           | 0                 |
| <b>Totala intäkter</b>  | <b>2 220 880</b>  | <b>2 051 783</b>  | <b>5 744 805</b>  | <b>2 077 340</b>  |
| Handelsvaror (COGS)   | -385 356          | -592 497          | -2 597 374        | -1 185 505        |
| <b>Bruttoresultat</b>   | <b>1 835 524</b>  | <b>1 459 286</b>  | <b>3 147 431</b>  | <b>891 835</b>    |
| Bruttomarginal  | 72,9%             | 64,8%             | 43,5%             | 20,2%             |
| Personalkostnader   | -564 561          | -690 667          | -3 298 845        | -3 581 086        |
| Övriga externa kostnader  | -3 483 781        | -3 559 165        | -5 042 839        | -5 721 922        |
| <b>EBITDA</b>   | <b>-2 212 818</b> | <b>-2 790 546</b> | <b>-5 194 253</b> | <b>-8 411 173</b> |
| EBITDA-marginal   | -155,7%           | -165,6%           | -112,9%           | -565,9%           |
| Av- och nedskrivningar  | -15 066           | -3 755            | -48 900           | -195 600          |
| <b>EBIT</b>   | <b>-2 227 884</b> | <b>-2 794 301</b> | <b>-5 243 153</b> | <b>-8 606 773</b> |
| EBIT-marginal   | -156,8%           | -165,9%           | -114,0%           | -579,0%           |
| Resultat från övriga värdepapper                                      | 0                 | 0                 | 36 223            | 0                 |
| Ränteintäkter   | 2 269             | 243               | 0                 | 0                 |
| Räntekostnader  | -1 292 441        | -557 264          | -201 166          | -161 802          |
| <b>EBT</b>  | <b>-3 518 056</b> | <b>-3 351 322</b> | <b>-5 408 096</b> | <b>-8 768 575</b> |
| Skatt   | 0                 | 0                 | 0                 | 0                 |
| <b>Nettoresultat</b>  | <b>-3 518 056</b> | <b>-3 351 322</b> | <b>-5 408 096</b> | <b>-8 768 575</b> |
| Nettomarginal   | -247,5%           | -198,9%           | -117,6%           | -589,9%           |

# 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: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/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 **Redsense 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](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)