



Analyst Group

CALMARK SWEDEN

HAR INLETT FÖRHANDLING MED DISTRIBUTÖR

2019-06-03

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
PATRIK OLOFSSON



ept. Oct. July. June. Aug. 5



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 en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

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

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.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Calmark Sweden AB ("Calmark" eller "Bolaget") är ett medicintekniskt bolag som utvecklar en patientnära analysmetod (PNA) för enklare och snabbare provtagningar av medicinska tillstånd hos nyfödda. Testplattformen består av en avläsare med tillhörande engångstester, där en av tre viktiga patientnära tester estimeras introduceras under 2019 och övriga två tidigt 2020. Calmark siktar på att bli den globala ledaren och att långsiktigt erbjuda alla relevanta tester för nyfödda oavsett var i världen de föds. Calmarks aktie är sedan 2018 noterad på Spotlight Stock Market.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q1-19	6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8
Marknadsanalys	9
Finansiell prognos	10-14
Värdering	15
Bull & Bear	16-17
VD-intervju, Anna Söderlund	18
Ledning & styrelse	19
Appendix	20
Disclaimer	21



Värde drivare

För såväl 2019 som 2020 finns tydliga triggers i form av potentiellt avklarad CE-märkning av Bolagets prover, kliniska studier, samt marknads-lansering av det första testet, Bilirubin under halvår två (2) 2019. Tidigt 2020 estimeras även testen för LDH och Glukos lanseras, varefter volym-försäljning i ett Base scenario estimeras från och med 2022.



Historisk Lönsamhet

Eftersom att Calmark i dagsläget är ett utvecklingsbolag utan försäljning visar Bolaget ett negativt resultat. Analyst Group är dock positiva till Bolagets relativt sett låga *burn rate* samt att utvecklingsarbetet fortskrider bättre än plan. Tilldelat betyg utgår från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.



Riskprofil

Liksom alla utvecklingsbolag är risknivån förhöjd. Bolagets relativt sett goda kostnadskontroll, ledningens goda *track record* av liknande projekt, samt att utvecklingsprojektet fortskrider före plan gör att riskprofilen relativt andra medicintekniska utvecklingsbolag är att betrakta som god. En varningsflagga höjs för att Bolagets accelererade lanseringsplan kortsiktigt ökar kapitalbehovet.



Ledning & Styrelse

För ett bolag av Calmarks storlek är styrelse och lednings sammansättning mycket god, sett till såväl operativ som strategisk kompetens. Flera i styrelse och ledning har god erfarenhet från bolag som har gått från klinisk utveckling till lansering och exit med lyckat resultat. Sammantaget äger grundare samt dess VD drygt 15 % av Calmark vilket inger förtroende. Dock är ett bredare ägande i styrelsen att önska.



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.

CALMARK SWEDEN AB (CALMA B)

HAR INLETT FÖRHANDLING MED DISTRIBUTÖR



Calmark utvecklar en patientnära analysmetod som enklare och snabbare än dagens metoder kan erbjuda beslutsstöd i vården av nyfödda barn. Sedan noteringen 2018 har Calmark uppnått kommunicerade mål i förtid och därför accelererat sin tidsplan för en global marknads lansering. Baserat på en lyckad marknads lansering under 2020, i kombination med tillväxt samt lönsamhet som affärsmodellen möjliggör, prognostiseras Calmark öka sin omsättning till ca 67 MSEK år 2025 med en rörelsemarginal omkring >25 %. Givet gjorda prognoser och en relativvärdering härleds ett nuvärde idag per aktie om 8 kr i ett Base scenario.

Har inlett förhandling med Triolab om distribution

Calmark har inlett förhandlingar med Triolab om ett avtal om försäljningsrättigheterna i Norden och Baltikum för Calmarks produkt, parterna har sedan tidigare ett Letter of Intent (LOI). Triolab är ledande inom humandiagnostik och verkar inom just de kundsegment som Calmark kommer att sälja sina produkter i. Ett potentiellt distributörsavtal med Triolab kan utgöra en trigger i Calmarks aktiekurs.

Calmark har möjlighet att bli marknadsledare

I dagsläget är alternativet till Calmarks produkter laboratorieanalys. Calmarks test sparar upp till en och en halv timme i välutvecklade länder per lyckat test och är det enda alternativet i många utvecklingsländer. Kombinerat med enkelheten att använda både läsare och engångstest samt det konkurrenskraftiga priset gentemot slutkund, torde en lyckad lansering medföra en med tiden signifikant marknadsandel. Fram tills 2025 estimeras Calmark i ett Base scenario öka sin omsättning till ca 67 MSEK, och omkring 2022/2023 visa lönsamhet.

Erfaren ledning följer plan och lite till

Vid noteringen i juli 2018 kommunicerade Calmark ett antal milstolpar vad gäller såväl produktutveckling som marknads lansering och rekrytering. Målen för 2018 nåddes i god tid och redan tidigt Q4-18 aviserades en accelererad tidsplan för CE-märkning och lansering av Bolagets ena test, Bilirubin. Leverans av uppsatta mål kombinerat med att ledning och styrelse har flera likartade och lyckade resor i meritförteckningen bådar gott inför 2020, vilket är året då Calmark förväntas inleda marknads lanseringen.

Trögrörlig bransch kan utgöra stoppkloss

Även om tidigare testresultat varit goda samt att Calmark hittills alltid levererat enligt plan, återstår ändå CE-märkning och kliniska studier i slutet av 2019. Ytterligare potentiell stoppkloss finns i form av långa administrativa processer i de länder som Calmarks produkt ska lanseras, och därtill ska större distributörer bearbetas. Med tanke på att Calmark inte är lönsamma idag, är *time to market* avgörande.

AKTIEKURS 6,20 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR
3,50 kr

BASE
8,00 kr

BULL
11,50 kr

CALMARK (PUBL)					
Stängningskurs (2019-05-31)	5,70				
Antal Aktier	12 864 050 ¹				
Market Cap (MSEK)	73,3				
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-22,2				
Enterprise Value (MSEK)	51,1				
V.52 prisintervall (SEK)	4,00 – 8,55				
Lista	Spotlight Stock Market				
UTVECKLING					
1 månad	0,0 %				
3 månader	-10,0 %				
1 år	+39,0 %				
YTD	+26,9 %				
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, MODULAR FINANCE)					
Lars Wingefors	32,01 %				
Mathias Karlsson	10,19 %				
Johnny Olsson	9,33 %				
Hans Risberg Förvaltning AB	7,10 %				
ALMI	4,76 %				
VD OCH ORDFÖRANDE					
Verkställande Direktör	Anna Söderlund				
Styrelseordförande	Mathias Karlsson				
FINANSIELL KALENDER					
Delårsrapport 2 2019	2019-08-27				
PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,7	5,3	14,7
Omsättningstillväxt	n.a.	n.a.	n.a.	657 %	177 %
Bruttoresultat	1,0	0,0	0,0	3,1	9,6
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	20%	59%	65%
EBITDA	-5,1	-9,0	-9,8	-6,9	-0,5
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EBIT	-5,2	-9,3	-10,0	-7,5	-1,2
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	n.a.	n.a.	111,0	13,8	5,0
EV/S	n.a.	n.a.	77,4	9,6	3,5

¹Antalet aktier, och relaterade mått och nyckeltal, utgår från tillkommande antal aktier och kapital från utestående teckningsoptioner våren 2019.

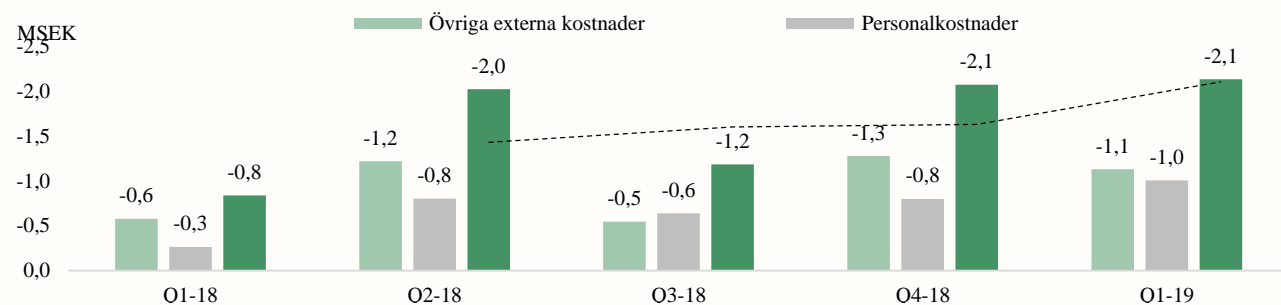
KOMMENTAR Q1-19

Som väntat redovisar Calmark ingen försäljning – har samtidigt en stabil kostnadskontroll

Fokus under 2019 är bl.a. att CE-märka Calmarks produkt för att sedan lansera produkten under Q1-20, därmed uppgår Bolagets försäljning idag till noll kronor. I det här läget, rent operationellt, är det viktigt att Calmark hanterar sina finansiella resurser (t.ex. tillgänglig kassa) på ett effektivt vis och att kostnaderna inte skenar iväg för snabbt innan en stabil intäktsnivå kan nås. Under Q1-19 uppgick Calmarks två största kostnadsposter, personal och övriga externa, till ca -2,1 MSEK. Jämfört med -2,1 MSEK under Q4-18 och -2,0 MSEK under Q3-18 påvisar Calmark således en stabil kostnadskontroll.

Calmark har ännu inte kommit igång med sin försäljning, varför det är viktigt att verksamheten utvecklas med god kostnadskontroll, vilket också har varit fallet senaste kvartaleten.

Utveckling av kostnader, Q-Q



Källa: Bolaget

Vid utgången av mars 2019 uppgick Calmarks kassa till ca 8,1 MSEK, vilket kan jämföras med 12,9 MSEK vid utgången av december 2018. Den 23 maj 2019 inleddes nyttjandeperioden av Calmarks teckningsoptioner av serie TO 1 B, där teckningskursen uppgår till 5,40 kr (se [här](#) för villkoren i sammandrag). Aktien handlas nu omkring 5,7-6,0 kr (2019-05-31) och vid full inlösen av teckningsoptionerna tillförs Calmark ca 16,2 MSEK före emissionskostnader. Det stärker således Calmarks finansiella position och minskar den finansiella risken på kort sikt. Det ska även tilläggas att Calmark från styrelse, ledning och huvudägare erhållit teckningsförbindelser motsvarande ca 53 % av optionsinlösen. Det sänder ett starkt signalvärde att nyckelpersoner visar fortsatt förtroende för Bolaget. Samtidigt guidar Calmark för att utvecklingsprojektet går snabbare än tidigare beräknat, vilket kan innebära att investeringar och kostnader för att bygga upp distributionsnätverk och lager m.m. tidigare läggs. Beroende på hur snabbt distributionsnätet byggs upp och vilka volymer som efterfrågas bedömer styrelsen att behov av ytterligare kapitaltillskott troligtvis kommer att uppstå i början av 2020.

Calmark – näst bästa noteringen 2018

Calmark har tilldelats ett hedersnämmande av IPO-guiden som anordnas av SvD Börsplus, där Calmark var näst bästa bolag i kategorin "Kvalitet" och femte bästa i "Kursutveckling" i storleksklassen "Mikrobolag". Calmark var ett av tre microbolag under 2018 som hade noll varningsflaggor i IPO-guiden av SVD Börsplus (av 29 nynoterade microbolag) och ett av bara sex bolag som hade positiv kursutveckling under första året.

Uppdatering kring prognos och värdering

I samband med presenterad Q1-rapport har inga justeringar gjorts avseende Calmarks estimerade räkenskaper för perioden 2019-2025. Den huvudsakliga motiveringen är att inga större händelser har inträffat sedan senaste analys publicerades (2019-05-08). Med anledningen av detta bibehåller vi prognoserna i linje med tidigare analys och således även vårt värderingsintervall, där 8 kr/aktie fortsatt anses motiverat i ett Base scenario.

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q1-19	Efter Q1-19
Base	8,0	8,0
Bull	11,5	11,5
Bear	3,5	3,5

**STÄRKER
KASSAN
MED
TECKNING-
OPTIONER**

INVESTERINGSIDÉ

Calmark utvecklar en patientnära analysmetod som enklare och snabbare än dagens metoder kan erbjuda beslutsstöd i vården av nyfödda barn. Sedan noteringen 2018 har Calmark uppnått kommunicerade mål i förtid och därför accelererat sin tidsplan för en global marknads lansering. Baserat på en lyckad marknads lansering under 2020, i kombination med tillväxt samt lönsamhet som affärsmodellen möjliggör, prognostiseras Calmark nå en omsättning om 67 MSEK år 2025 med en rörelsemarginal omkring >25 %. Givet gjorda prognoser och en relativvärdering härleds ett nuvärde idag per aktie om 8 kr i ett Base scenario.

PNA-marknaden estimeras växa till ca 24 mdUSD 2026

1,5 miljarder barn kommer att födas fram till 2030 enligt WHO, Calmark bedömer själva att cirka 20 % av alla barn kommer att ha nytta av att testas med någon av Bolagets produkter för patientnära diagnostisk (PNA). PNA-marknaden för år 2017 beräknades till cirka 14 mdUSD och bedöms växa med en CAGR om ca 6 % till att år 2026 uppgå till cirka 24 mdUSD. Calmarks produkt för patientnära diagnostisk resulterar i en betydligt mer effektiv process jämfört med dagens metoder för provtagning och hantering i laborationsmiljö. I länder med mindre utvecklade sjukvårdssystem är dessutom tillgången till laboratorier begränsad och dessa tester tas inte alltid. Calmarks metod tar enbart ett par minuter och de tre testerna i första lanseringsomgången är alla utvecklade för att diagnostisera tillstånd som är lätta att behandla. Calmark adresserar således en omfattande marknad och Bolagets produkt fyller en tydlig funktion.

Värde drivare kommande 12-18 månader

Under maj/juni 2019 pågår inlösen av tidigare utställda teckningsoptioner där en (1) option berättigar till teckning av en (1) aktie till kursen 5,40 kr. Vid full teckning tillförs Calmark ca 16,2 MSEK och stärker således sin kassa vilket minskar den finansiella risken på kort sikt. Närliggande värde drivare finns i form av en godkänd CE-märkning under 2019, för att sedan under första kvartalet 2020 inleda marknads lanseringen av första testet Bilirubin. Kort därefter, tidigt 2020, kan Calmarks tester för Glykos och LDH lanseras. Samtliga av dessa händelser utgör potentiella värde drivare inom närmaste 12-18 månaderna, vilket parallellt med knutna distributörs- och/eller partneravtal samt ökad försäljning kan resultera i en positiv kursutveckling från dagens nivåer. Calmark har även en uttalad målsättning om att lansera ytterligare tester vilket således kan utgöra ytterligare värde drivare på längre sikt.

Ledning och styrelse har bra erfarenheter

Vid noteringen i juli 2018 kommunicerade Calmark ett antal milstolpar vad gäller såväl produktutveckling som marknads lansering och rekrytering. Målen för 2018 nåddes i god tid och redan tidigt Q4-18 aviserades en accelererad tidsplan för CE-märkning och lansering av Bolagets ena test, Bilirubin. Medicintekniska bolag karaktäriseras ofta av förseningar. Leverans av uppsatta mål *före* utsatt tidsplan, kombinerat med att ledning och styrelse har flera likartade och lyckade resor i meritförteckningen, är uppseendeväckande. Sammantaget är utsikterna inför 2020, som är året då Calmark förväntas inleda sin marknads lansering, att betrakta som goda.

Prognos och värdering

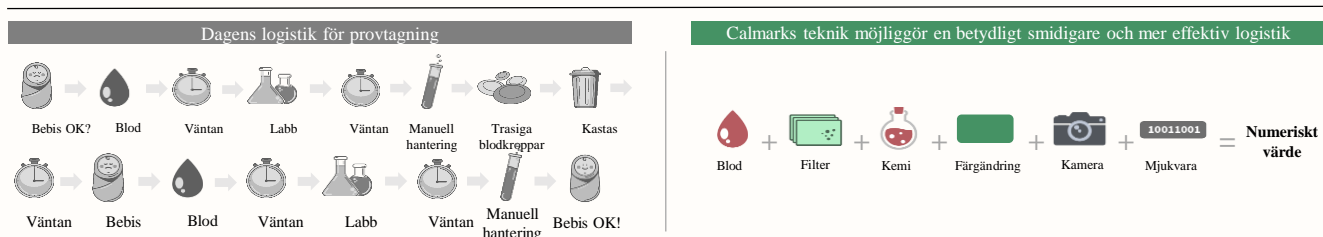
I ett Base scenario förväntas Calmark omsätta ca 15 MSEK 2022, för att sedan växa med i genomsnitt 65 % per år och omsätta ca 67 MSEK 2025. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 12 % och P/S 4 som målmultipel på 2024 års försäljning, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 8 kr. Värderingen baseras på att antagna händelser inträffar. Vid annorlunda utfall, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

Riskfaktorer

Även om tidigare testresultat varit goda samt att Calmark hittills levererat i linje med eller bättre än plan, återstår ändå CE-märkning och kliniska studier i slutet av 2019, vilket ändå är att betrakta som ett riskmoment. Ytterligare potentiell stoppkloss finns i form av långa administrativa processer i de länder som Calmarks produkt ska lanseras i. Dessutom ska större distributörer bearbetas varför Calmarks egna estimerade prissättning och bruttomarginaler ännu kan ändras. Med en estimerad kassa om ca 20 MSEK per sista juni 2019, vilket inkluderar antagande om kapitaltillskott från inlösen av teckningsoptionerna, och en estimerad genomsnittlig *burn rate* om 1,5 MSEK/månad framgent, är Calmark finansierade tills juli 2020 (Se sida 17 för gjorda beräkningar och antaganden). Om teckningsoptionerna ej nyttjas måste Calmark ordna finansiering på annan väg.

BOLAGSBESKRIVNING

Calmark, som har sitt ursprung i mer än 10 års medicinteknisk forskning, har tagit fram ett analysverktyg med inriktning mot patientnära diagnostik (PNA) för nyfödda. Patientnära diagnostik kan beskrivas som tester som tas och analyseras i fysisk och tidsmässig närhet till vårdtillfället, vilket kan vara både på eller utanför en vårdavdelning. En blodsockermätare för diabetiker är ett typiskt exempel på PNA. Calmarks produktportfölj gäller som nämnt PNA för nyfödda barn, för vilka ett analysverktyg utvecklats för snabbare och enklare mätning av biomarkörer för Bilirubin, Glukos och Laktatdehydrogenas (LDH).



Affärs- och intäktsmodell

Calmark avser att generera intäkter via försäljning av läsare och engångsprodukter, där försäljningen, givet godkänd CE-märkning under 2019, förväntas inledas under 2020. Calmark kommer primärt att arbeta via etablerade distributörsnätverk och/eller söka nå avtal med en större världsomspännande aktör. Även om intäkter kan genereras ifrån själva läsaren, kommer merparten av Calmarks intäkter att genereras från försäljningen av engångsprodukten.

Intäktsdrivare

Calmarks PNA-instrument består av en läsare och en engångsprodukt som vid mätning placeras i läsaren. Bolaget kommer således erhålla sina potentiella intäkter baserat på dessa två delar;

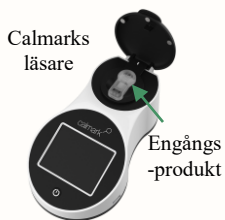
- **Läsaren:** det är viktigt att Calmark snabbt når en stor installerad bas när väl marknads lanseringen sker. Calmark har inte kommunicerat någon exakt prisbild avseende själva läsaren till distributör, men det skulle enligt Analyst Group kunna vara tänkbart att läsaren initialt säljs till ett väldigt lågt pris, eller till och med utan kostnad, för att således nå en bredare del av marknaden. Över tid kan det antas att priserna mot distributör stiger och med tanke på läsarens egenskaper antar Analyst Group att prisbilden kan vara mellan 5 000-15 000 SEK per läsare, beroende på i vilket skede marknads lanseringen är och vilken region som adresseras. Angiven prisbild anses konservativ med utrymme för upprevidering.
- **Engångsprodukt:** kliniken eller sjukhuset kommer att betala för de engångsprodukter som Calmark tillhandahåller, där Calmark tidigare har kommunicerat ett försäljningspris om 2-5 euro/engångsartikel (ca 20-50 kr), beroende på vilken marknad försäljningen sker inom, varav Analyst Group i ett Base scenario estimerar att ca 12 kr tillfaller Calmark.

Kostnadsdrivare

Under 2019 fokuserar Calmark på att CE-märka sin produkt för samtliga tester (Bilirubin, Glukos och LDH) och påbörja uppbyggnaden av produktion vilket således medför relaterade kostnader på kort sikt. Komplet marknadslansering av hela Calmarks nuvarande produktportfölj förväntas ske under 2020. I samband med ökad volymförsäljning kommer tillverkningskostnader för Calmarks läsare och engångsartiklar att tillkomma vilket kommer att bokföras som bruttokostnader. Bolaget har inte specificerat vad tillverkningskostnaderna per enhet kan komma att uppgå till, men för engångsprodukten räknar Calmark med en "god" bruttomarginal. Analyst Group antar en genomsnittlig bruttomarginal för engångsartikeln om ca 70 % över tid. Notera att detta inte är något Bolaget har kommunicerat samt att bruttomarginalen estimeras öka successivt i takt med skal fördelar vid växande försäljning.

Strategisk utsikt

Calmark estimerar att komplett marknadslansering kan påbörjas 2020. Försäljning är primärt avsedd att inledas i de nordiska länderna och delar av Asien, för att därefter utökas till resten av Europa och Asien. Produkten är planerad att vara etablerad på marknaden i Europa 2023 och lanserad i större delen av världen innan år 2025.



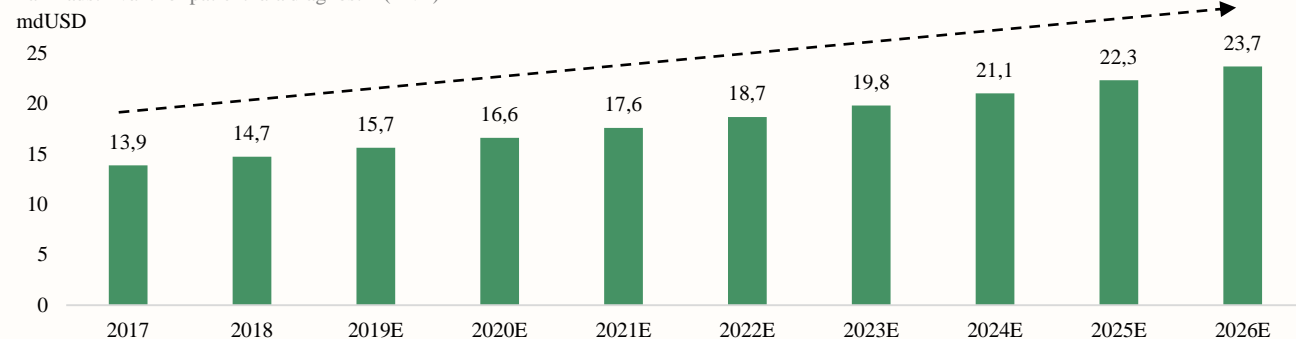
+70 %
BRUTTO-
MARGINAL FÖR
ENGÅNGSPRODUK
TEN GER BRA
LÖNSAMHET

MARKNADSANALYS

1,5 miljarder barn kommer att födas fram till 2030 enligt WHO, Calmark bedömer själva att cirka 20 % av alla barn kommer att ha nytta av att testas med någon av Bolagets produkter för patientnära diagnostisk (PNA). Den globala PNA-marknaden är omfattande och uppgick år 2017 till cirka 14 mdUSD och bedöms växa till att år 2026 uppgå till cirka 24 mdUSD.

Till följd av den marknaden Calmark adresserar, estimerar Analyst Group en linjär tillväxt snarare än en exponentiell.

Marknadstillväxt för patientnära diagnostik (PNA)



Analyst Groups prognos

Behovet av Calmarks tester – djupdykning

Höga koncentrationer av Bilirubin är en av de vanligaste anledningarna till varför nyfödda barn och deras familjer behöver återvända till sjukhus efter hemgång. Bilirubin är ett toxin som produceras naturligt hos nyfödda eftersom hemoglobinet i de röda blodkropparna bryts ner under de första dagarna i livet. Cirka 60–70 % av alla barn ser gula ut och hela 40 % av alla amerikanska barn behöver ta minst ett Bilirubintest under sin första tid i livet.

Bilirubin

60 – 80 % av alla nyfödda blir gula under första levnadsveckan p.g.a. höga nivåer Bilirubin varav 10 % behöver behandling på sjukhus.

Behandling: ljusbehandling

Konkurrens: Patientnära analysmetoder på nyföddas blod, som fungerar globalt, saknas.

Glukos

15 - 20% av alla nyfödda har ett lågt blodsocker under första dagarna efter födelsen. Lågt blodsocker kan i sällsynta fall leda till hjärnskador eller dödsfall utan behandling

Behandling: intag av socker

Konkurrens: Det finns många patientnära blodsocker-mätare på marknaden men de är inte optimerade för nyföddas låga nivåer.

LDH

10% av alla barn har en komplicerad förlossning där barnläkare tillkallas. LDH stiger om barnet har haft syrebrist under förlossningen eller sjukt och behöver extra tillsyn. Syrebrist kan leda till hjärnskador.

Behandling: nedkylning

Konkurrens: Patientnära analysmetoder finns men är ej optimerade för nyfödda.

Vilka alternativ och konkurrerande lösningar finns?

Det finns många företag som utvecklar PNA-produkter, men enligt Calmark finns det i dagsläget inget bolag specialiserat på marknaden för nyfödda. För glukosmätning finns det ett antal PNA-produkter på marknaden, samtliga av dessa produkter är dock utvecklade för vuxna patienter med diabetes (där mätintervallet ligger högre än vad som är relevant för nyfödda) och därmed sämre lämpade för mätning av låga glukoshalter hos nyfödda. Inom området för mätning av LDH finns inga PNA-produkter tillgängliga. De produkter som finns på marknaden för mätning av Bilirubin är mer av screening-verktyg och kan inte analysera höga nivåer Bilirubin.

FINANSIELL PROGNOSS

Calmark adresserar en omfattande marknad och har en planerad lanseringsstrategi

Calmarks affärs- och intäktsmodell är planerad att utgöras av försäljning via ett distributörsnätverk eller genom ett avtal med en stor världsomspännande aktör. I dagsläget (våren 2019) har Calmark ingen försäljning utan fokus är att under året CE-märka produkten. Andra halvåret 2019 samt tidigt 2020 planeras marknadslanseringen av produktportföljen inledas, där Norden tillsammans med Storbritannien och vissa utvalda marknader i Asien kommer att prioriteras. På längre sikt kan länder som USA och Kina bli aktuellt.

Calmark avser att nå sina prioriterade marknader via etablerade distributörsled. I ett första skede kommer Norden tillsammans med UK och delar av Asien att prioriteras.

Överblick av Calmarks preliminära lanseringsplan

Fas 1

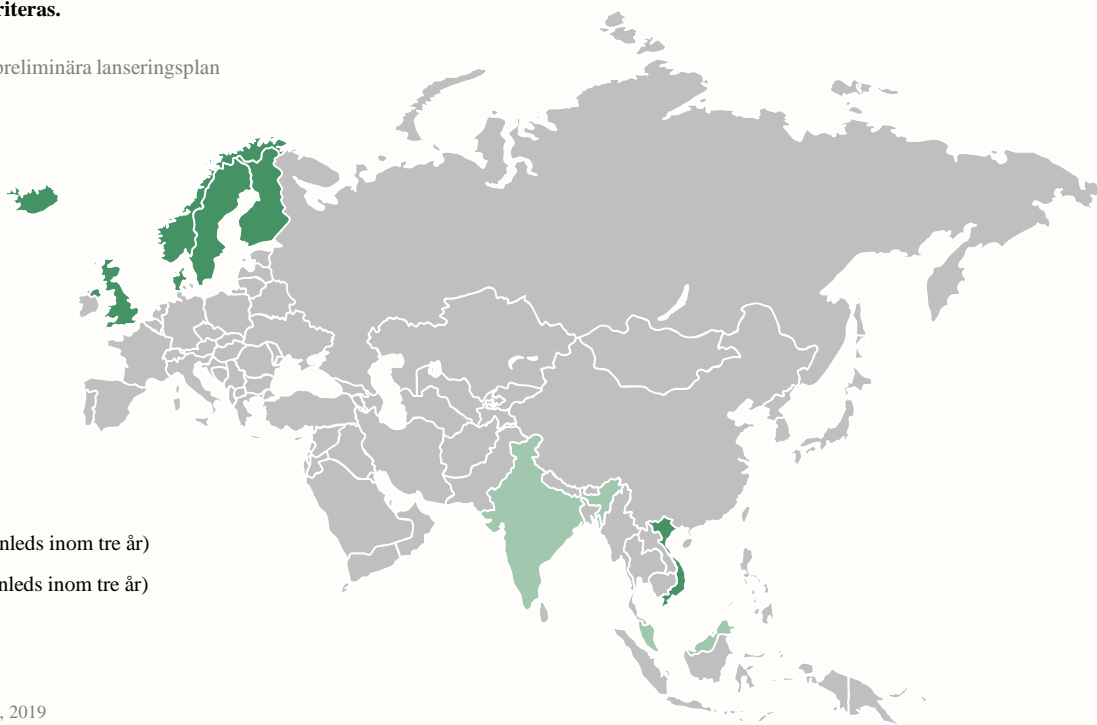
- Norden
- UK
- Vietnam

Fas 2

- Singapore
- Malaysia
- Indien

> Fas 2

- USA (registrering inleds inom tre år)
- Kina (registrering inleds inom tre år)



Källa: Calmark Sweden AB, 2019

Som nämnt tidigare har Calmark inte kommunicerat någon exakt prisbild avseende själva läsaren men det är viktigt att Calmark snabbt når en stor installerad bas när väl marknadslanseringen sker. Enligt Analyst Group skulle det kunna vara tänkbart att läsaren initialt säljs till ett väldigt lågt pris till distributörer, eller till och med utan kostnad, för att således nå en bredare del av marknaden. En sådan strategi skulle kunna skynda på lanseringen, vilket såklart är att anse som positivt. Notera dock att denna strategi kan komma att ändras, varpå analysen får uppdateras. Calmark kommer även erhålla intäkter för de engångsprodukter som säljs till kunder. Calmark har initialt beräknat ett försäljningspris på cirka fem euro per engångsprodukt i Europa, Oceanien, Nord- och Sydamerika respektive cirka två euro per engångsprodukt för resten av världen, med en god bruttomarginal.

Calmarks förutsättningar för en lyckad marknadslansering

Såväl Bolagets VD Anna Söderlund som dess styrelse har, med grundare och styrelseordförande Mathias Karlsson i spetsen, gedigen erfarenhet från tidigare engagemang där man varit med hela vägen från kliniska studier till marknadslansering, kommersialisering och *exit* i form av såväl bolagsförsäljning som börsnotering och utköp. Sannolikt är det denna erfarenhet som Calmark kunnat dra nytta av då man under 2018 klarade av samtliga uppsatta mål, med ytterligare avklarade mål redan tidigt 2019. Calmark befinner sig därmed före utsatt tidsplan.

I ett Base scenario bedömer Analyst Group sannolikheten som god för att Calmark fortsätter på inslagen väg och närmast under 2019 avklarar CE-märkning av sin produkt för samtliga tester (Bilirubin, Glukos och LDH).

FINANSIELL PROGNOSES

Omsättningsprognos 2019-2025

De finansiella prognoserna sträcker sig till 2025 och är således kopplade till Calmarks egna målsättning och vision om att nå en försäljning under 2025 som överstiger 150 MSEK och dessförinnan *break-even*, mål som kommunicerades i noteringsmemorandumet 2018. Analyst Groups estimat utgår primärt från 1) försäljning av läsaren och 2) intäkter från engångsprodukterna relaterade till de olika testerna Calmark erbjuder. I ett första steg härleds en uppskattning avseende prissättning, kapacitet och volym per läsare.

Prissättning

I ett Base scenario utgår Analyst Group från att Calmark 2020 distribuerar läsaren utan kostnad till distributörer för att snabbare nå ut till marknaden under inledningsfasen. Ur ett ekonomiskt perspektiv anses detta vara det mest konservativa scenariot och lämnar således utrymme för upprevidering. Scenariot antas dock inte vara konstant över tid, utan efter initial lansering 2020 estimeras Calmark höja priset för läsaren mot distributör. Gällande engångsprodukterna bedömer Analyst Group ett genomsnittligt pris i mitten på det av Calmark kommunicerade intervallet 1-5 euro/engångsprodukt, d.v.s. 3 euro/engångsprodukt. Prissättningen kan dock komma att variera över tid, dels på grund av ökad volymförsäljning, dels baserat på inom vilka marknader Calmarks försäljning sker. Det ska även nämnas att 3 euro/engångsprodukt är det pris som slutkunden, t.ex. en klinik, erhåller produkten för. I och med att Calmarks försäljning är tänkt att ske via distributörer kommer intäkten delas mellan Calmark och distributör. Calmark har inte kommunicerat hur eventuella intäktsfördelningar kan komma att se ut, men baserat på liknande produkter, koncept och adresserbara kunder, utgår Analyst Group från ett konservativt antagande om att Calmark erhåller ca 12 kr per engångsprodukt.

Härledning av prissättning per läsare och engångsprodukt	Input
Prissättning mot distributör per läsare 2020	0 SEK
Genomsnittlig prissättning mot distributör per läsare 2021-2025	5 000 SEK
Pris per engångsprodukt (SEK) mot slutkund	30 SEK
Andel av intäkt per engångsprodukt (SEK) som Calmark erhåller	12 SEK

Kapacitet per Calmark-läsare

Utifrån antagandet att barnafödelse samt tillhörande vård är tillgänglig under dygnets alla 24 timmar, med förenklingen att det går 4 veckor på en månad samt att varje test tar ca fem minuter att genomföra, fås en *maximal kapacitet* om knappt 97 000 tester per år för varje enskild läsare.

Maximal kapacitet per Calmark-läsare	Input
Antal behandlingar per timme	12 st.
Antal behandlingar per dygn	288 st.
Antal behandlingar per vecka	2 016 st.
Antal behandlingar per månad	8 064 st.
Antal behandlingar per år	96 768 st.

Sett till Sverige som exempel, föds drygt 110 t barn per år vilket motsvarar drygt 300 per dag under ett helår. Calmark har kommunicerat att minst 20 % av alla barn som föds är i behov av *ett eller flera* av Bolagets tester. Givet att ett (1) test görs per barn, motsvarar det totalt 22 000 tester per år på den svenska marknaden. Skulle t.ex. 20 % av en läsares maximala kapacitet nyttjas, skulle en (1) läsare kunna göra nära 20 000 tester per år, vilket således skulle tillgodose hela efterfrågan på den svenska marknaden. Dock, med tanke på att barnafödelse sker på olika orter och en läsare inte kan befinna sig på fler än en klinik åt gången, utgår Analyst Group från en lägre nyttjandegrad per läsare i genomsnitt.

Estimerat antal tester per Calmark-läsare (i genomsnitt)	Nyttjandegrad: 0,7 % ¹
Antal behandlingar per dygn	2 st.
Antal behandlingar per vecka	14 st.
Antal behandlingar per månad	56 st.
Antal behandlingar per år	677 st.

¹Detta är ett illustrativt antagande som görs per läsare i genomsnitt. Nyttjandegraden för en given läsare kan från fall till fall vara betydligt högre.

FINANSIELL PROGNOSS

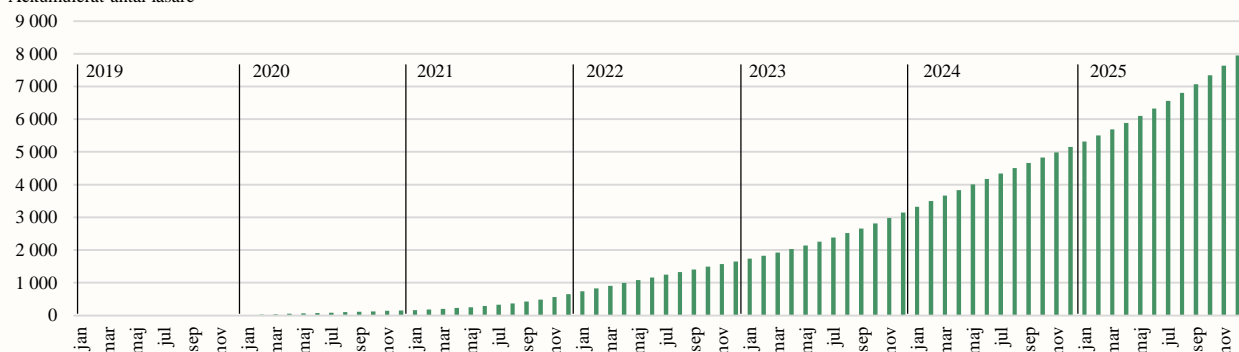
Volym

Calmark verkar i en konservativ och trögrörlig bransch. Genom att använda sig av Calmark kan sjukvården spara både pengar, tid och patientlidande. Utmaningen idag är att beräkningar görs på kliniknivå. Sjukvården, som är konservativ och trögrörlig, arbetar generellt med ansträngda budgetar vilket ibland inte är gynnsamt för patienten. Dessa strukturella förutsättningar gör att den potentiella tillväxten antas ske linjärt, snarare än exponentiellt, till följd av ökad användning av produkten. Följande diagram visar den förväntade försäljningstakten av Calmarks.

Till följd av den marknaden Calmark adresserar, estimerar Analyst Group en linjär tillväxt snarare än en exponentiell.

Antal sålda Calmark-läsare

Akkumulerat antal läsare



Antal system på marknaden	Antal sålda läsare per år	Akkumulerat	Ökning (ack.)
2019E	0	0	n.a
2020E	150	150	n.a
2021E	500	650	333%
2022E	1 000	1 650	154%
2023E	1 500	3 150	91%
2024E	2 000	5 150	63%
2025E	2 800	7 950	54%

Analyst Groups prognos

Antal tester

**3 TESTER
PER DYGN
ANTAS
GÄLLA FÖR
EN LÄSARE I
GENOMSNIITT**

Som visas i tabellen nedan utgår den finansiella modellen från ett antagande om att varje läsare i genomsnitt gör ca 3 tester per dygn över tid. Notera att detta är ett genomsnitt och faktiskt antal gjorda tester per dygn och maskin kan vara både högre eller lägre. Utifrån antagandet att barnafödsel samt tillhörande vård är tillgänglig under dygnets alla 24 timmar, och med förenklingen att det går fyra veckor på en månad, skulle det motsvara ca 80-85 tester per månad per läsare.

Antal gjorda tester	Antal gjorda tester	Akkumulerat	Ökning (ack.)
2019E	0	0	n.a
2020E	55 037	55 037	n.a
2021E	233 772	288 809	425%
2022E	811 981	1 100 790	281%
2023E	1 603 482	2 704 272	146%
2024E	2 876 510	5 580 781	106%
2025E	4 413 546	9 994 327	79%

För att ställa gjord prognos om hur många tester som kan komma att genomföras med Calmarks produkt under prognosperioden 2019-2025, görs på efterföljande sida en uppskattning om den adresserbara marknads storlek och hur stor andel av denna som Calmark kan komma att nå.

FINANSIELL PROGNOIS

Kontroll av omsättningsprognos – marknadsandel för Calmark baserat på gjorda estimat

Givet gjorda antaganden skulle Calmark användas i ca 4,4 miljoner behandlingar år 2025, d.v.s. ca fem år efter marknads lansering. Med tanke på att inga behandlingar tidigare har genomförts, kan det verka högt. Dock, sett till den totala adresserbara marknaden, kan detta vara rimligt. Enligt FN (World Population Prospects, 2017) kommer det mellan 2020 och 2025 att födas ca 700 miljoner barn världen över, vilket motsvarar ca 140 miljoner nyfödda per år. I dagsläget har inte Calmark någon direkt konkurrent, förutom laboratorieanalys, samtidigt som Bolaget har ett relativt långt teknikförspång med många års forskning. Calmark bedömer själva att behovet att göra ett eller flera tester för nyfödda barn är 10 % för LDH, 20 % för Bilirubin och 20 % för Glukos. För varje nyfött barn kan ett eller flera tester genomföras. Om det kan antas att ett (1) test per nyfödd genomförs för LDH och två för övriga, kan följande härledning illustrera Calmarks totala adresserbara marknad.

År	Behov av test			Genomsnittligt antal tester / barn			Antal barn som adresseras (miljontal)			Antal tester / indikation (miljontal)			Totalt antal tester (miljontal)	
	Barn som föds i världen	LDH (%)	Bilirubin (%)	Glukos (%)	LDH	Bilirubin	Glukos	LDH	Bilirubin	Glukos	LDH	Bilirubin		Glukos
2020	140,9 M	10%	20%	20%	1,0	2,0	2,0	14,1	28,2	28,2	14,1	56,4	56,4	126,8
2021	140,9 M	10%	20%	20%	1,0	2,0	2,0	14,1	28,2	28,2	14,1	56,4	56,4	126,8
2022	140,9 M	10%	20%	20%	1,0	2,0	2,0	14,1	28,2	28,2	14,1	56,4	56,4	126,8
2023	140,9 M	10%	20%	20%	1,0	2,0	2,0	14,1	28,2	28,2	14,1	56,4	56,4	126,8
2024	140,9 M	10%	20%	20%	1,0	2,0	2,0	14,1	28,2	28,2	14,1	56,4	56,4	126,8
2025	140,9 M	10%	20%	20%	1,0	2,0	2,0	14,1	28,2	28,2	14,1	56,4	56,4	126,8

3,5 %

AV

MARKNADEN
ADRESSERAS
UTIFRÅN
GJORD
PROGNOS

Följande härledning innebär således att Calmark, under ett givet år perioden 2020-2025, har en adresserbar marknad motsvarande ca 127 miljoner tester under ett givet år. Baserat på gjort prognos om ca 4,4 miljoner genomförda tester under 2025, skulle det motsvara en marknadsandel om ca 3,5 %.

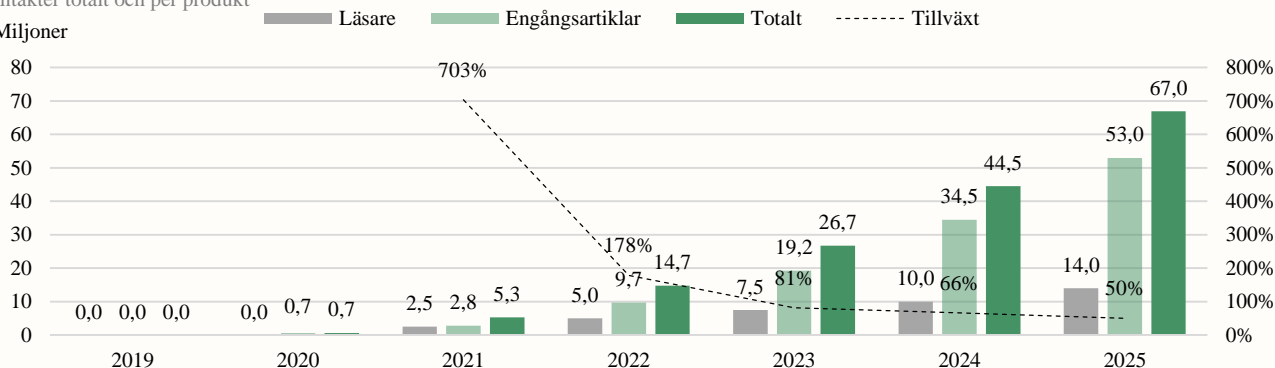
Omsättningsfördelning

Följande sektion sammanfattar gjord omsättningsprognos för Calmark, vilken utgår från 1) marknads lansering under 2020, 2) antal sålda läsare samt 3) antal sålda engångsprodukter relaterade till prognos för gjorda tester. Baserat på gjorda prognoser och antaganden, motsvarar det följande intäktsprognos för Calmark.

Till följd av den marknaden Calmark adresserar, estimerar Analyst Group en linjär tillväxt snarare än en exponentiell.

Intäkter totalt och per produkt

Miljoner



Intäkter	Läsare	Engångsartiklar	Totalt	Tillväxt
2019	0	0	0	n.a
2020	0	660 442	660 442	n.a
2021	2 500 000	2 805 261	5 305 261	703%
2022	5 000 001	9 743 777	14 743 778	178%
2023	7 499 999	19 241 780	26 741 779	81%
2024	10 000 000	34 518 115	44 518 115	66%
2025	14 000 000	52 962 549	66 962 550	50%

Analyst Groups prognos

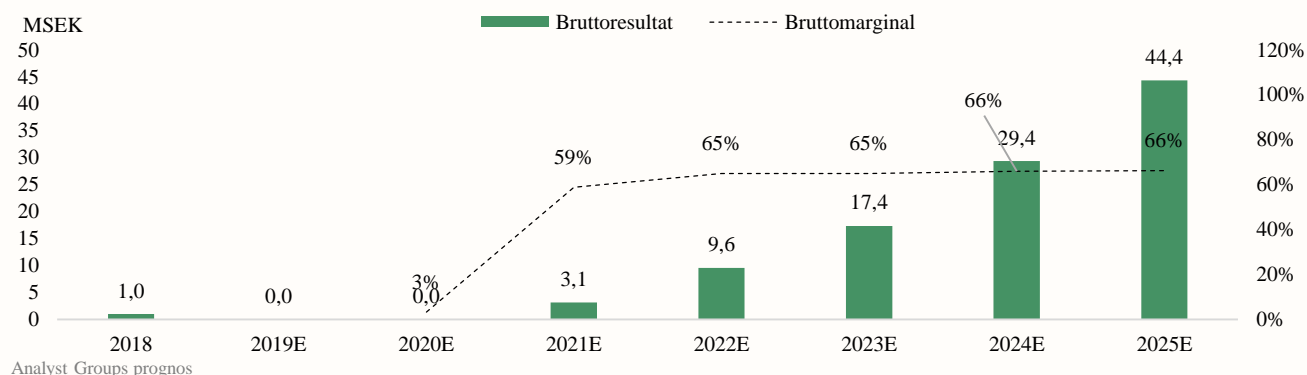
FINANSIELL PROGNOS

Bruttokostnader

För 2018 uppgick bruttomarginalen till noll procent till följd av att Calmark inte hade någon försäljning och således inte heller någon relaterad produktion. Under den inledande fasen av marknads lanseringen, vilken förväntas ske under 2019/2020, kan Calmark komma att distribuera sin läsare till ett väldigt lågt pris, eller till och med utan kostnad, till distributörer för att på så vis snabbare nå ut till marknaden. Det skulle initialt resultera i att Calmark har en svag bruttomarginal för läsaren. Detta förväntas dock inte vara konstant, utan från 2021 estimeras Calmark att kunna prissätta läsaren högre mot distributörer. Viktigt att notera är att strategin inför marknads lansering också kan komma att ändras, varpå en uppdatering av analysen då skulle få göras. Baserat på systemets karaktärsdrag och marknadens priskänslighet är en bruttomarginal omkring 50 % att anse som rimlig. Calmarks engångsprodukt är vad som förväntas driva lönsamheten i Bolaget, baserat på antagen prisbild samt intäktsfördelning mellan Calmark och en given distributör, estimeras en initial bruttomarginal omkring 60 % som sedan stiger succesivt i takt med ökad volym.

I ett Base scenario antas Calmark kunna närma sig en bruttomarginal nära 70 % till år 2025.

Prognostiserat bruttoresultat (MSEK) 2019-2025

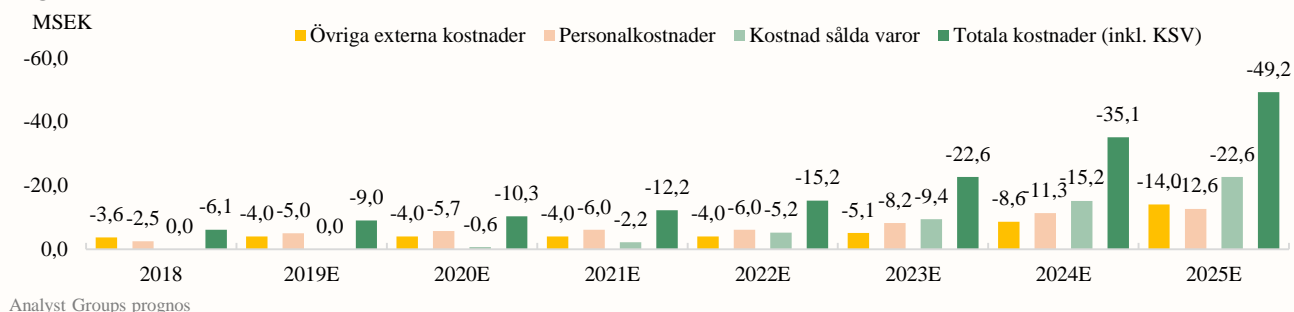


Rörelsekostnader

Calmark har en uttalad affärsmodell att sälja via distributörer, i ett inledande skede kommer marknader närliggande Sverige (Norden, Storbritannien, Europa) att prioriteras, tillsammans med utvalda nyckelmarknader i Asien (t.ex. Vietnam, Singapore, Indien och Malaysia). Affärsmodellen förväntas resultera i att Calmark kommer anställa personal i en lägre takt än vad den potentiella omsättningen estimeras att öka, till följd av att det egna personalbehovet är lågt. Dock, om än i låg takt, förväntas fortfarande Calmark behöva anställa mer personal allt eftersom organisationen växer. Dessutom kommer resurser behöva investeras i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen för att Calmark ska bli en mer etablerad aktör i branschen. Calmark förväntas inte ha några större avskrivningar hänförliga till materiella tillgångar, däremot en viss andel avskrivningar uppstå hänförliga till immateriella tillgångar (t.ex. balanserad F&U-kostnader). Då dessa kostnader inte förväntas växa i takt med omsättningen, prognostiseras EBITDA-marginalen stiga framöver.

Calmarks affärsmodell innebär att "kostnaden för tillväxt" tas på bruttonivå via intäktsfördelning mot distributörer. Det möjliggör en mindre egen organisation och således lägre andel rörelsekostnader.

Prognostiserade rörelsekostnader (MSEK) 2019-2025

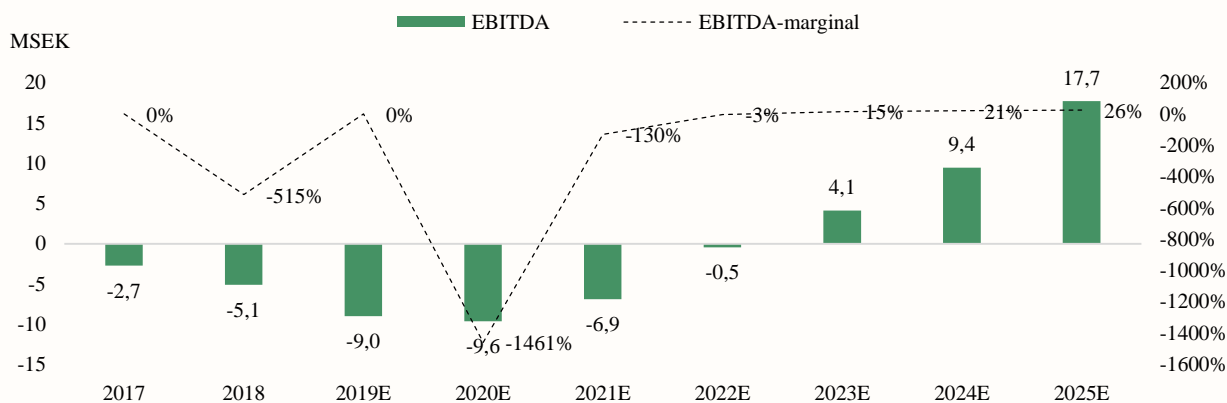


Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSS

Följande är en sammanfattning av gjord prognos som sträcker sig till 2025. Den ökade försäljningsvolymen drivs av antalet läsare som finns tillgängliga på marknaden, antal sålda engångsprodukter och antagen prissättning. Omsättningstillväxten, i kombination med relativt fasta rörelsekostnader, genererar en högre lönsamhet för Calmark. Omkring 2022/2023 estimeras Calmark nå break-even för helåret (EBITDA-nivå).

Base-scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,7	5,3	14,7	26,7	44,5	67,0
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	0,0	1,0	0,0	0,7	5,3	14,7	26,7	44,5	67,0
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	-0,6	-2,2	-5,2	-9,4	-15,2	-22,6
Bruttoresultat	0,0	1,0	0,0	0,0	3,1	9,6	17,4	29,4	44,4
Bruttomarginal	n.a.	n.a.	na	3%	59%	65%	65%	66%	66%
Övriga externa kostnader	-1,8	-3,6	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-5,1	-8,6	-14,0
Personalkostnader	-1,0	-2,5	-5,0	-5,7	-6,0	-6,0	-8,2	-11,3	-12,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-2,7	-5,1	-9,0	-9,6	-6,9	-0,5	4,1	9,4	17,7
EBITDA-marginal	n.a.	n.a.	n.a.	neg.	neg.	-3%	15%	21%	26%
Av- och nedskrivningar	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-1,0	-1,5	-2,8
EBIT	-2,8	-5,2	-9,3	-10,0	-7,5	-1,2	3,1	8,0	14,9
EBIT-marginal	n.a.	n.a.	n.a.	neg.	neg.	neg.	12%	18%	22%



Nyckeltal (Base scenario)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	neg	neg	111,0	13,8	5,0	2,7	1,6	1,1
EV/S	neg	neg	77,4	9,6	3,5	1,9	1,1	0,8
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	12,4	5,4	2,9
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	neg	16,5	6,4	3,4

VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *IDL Biotech*, *Hemcheck* och *ObsteCare*. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och Calmark avseende affärsmodell, intäktsmodell, adresserbar marknadsstorlek och till viss del kapitalstruktur.



IDL Biotech affärsidé är att utveckla och marknadsföra diagnostiska tester för sjukvården. Genom analys av ett enkelt blod- eller urinprov ger bolagets tester möjlighet till säkrare och mer kostnadseffektiv vård som även ökar patientnyttan. IDL Biotech's produktportfölj utgörs av diagnostiska tester inom områdena onkologi och bakteriologi. Företaget har kommit längre än Calmark och idag marknadsför IDL Biotech sina produkter via ett 30-tal distributörer i olika länder. IDL Biotech's aktie är noterad på Spotlight Stock Market och värderas till 105 MSEK (2019-05-31) där 12 månader rullande försäljning uppgår 28,6 MSEK.

Börsvärde	Bruttomarginal
105 MSEK	75%
P/S	EV/S
3,7	2,6

Hemcheck erbjuder engångstest som snabbt, direkt vid provtagningen, identifierar hemolyserade blodprover. Hemolys, d.v.s. trasiga röda blodkroppar, är den vanligaste orsaken till att blodprov inte kan analyseras med korrekta resultat. Hemchecks lösning, bestående av två engångstest, ett för blodprov med vakuumspruta och ett avsett för provtagning med blodgasspruta, samt en gemensam avläsare, lanseras på den svenska marknaden under 2019 och därefter på utvalda internationella marknader. Hemchecks aktie är noterad på Nasdaq First North och värderas till 91 MSEK (2019-05-31) där 12 månader rullande försäljning uppgår 0 MSEK.



Börsvärde	Bruttomarginal
91 MSEK	n.a.
P/S	EV/S
n.a.	n.a.

ObsteCare erbjuder ett system, AFL® Monitoring System, och en patenterad metod för övervakning av förlossningsförloppet genom att mäta mjölksyrahalten i fostervatten. AFL® -systemet har lanserats på den europeiska marknaden och är CE-märkt. I enlighet med det medicintekniska regelverket. Affärsmodellen bygger på att sälja, alternativt hyra ut, mätinstrument till förlossningsavdelningar och därefter generera en kontinuerlig försäljningsintäkt av mätprober under 5-10 år. Målkunderna för ObsteCare är i första hand förlossningskliniker i Europa och USA. ObsteCares aktie är noterad på Spotlight Stock Market och värderas till 47 MSEK (2019-05-31) där 12 månader rullande försäljning uppgår 0,6 MSEK.



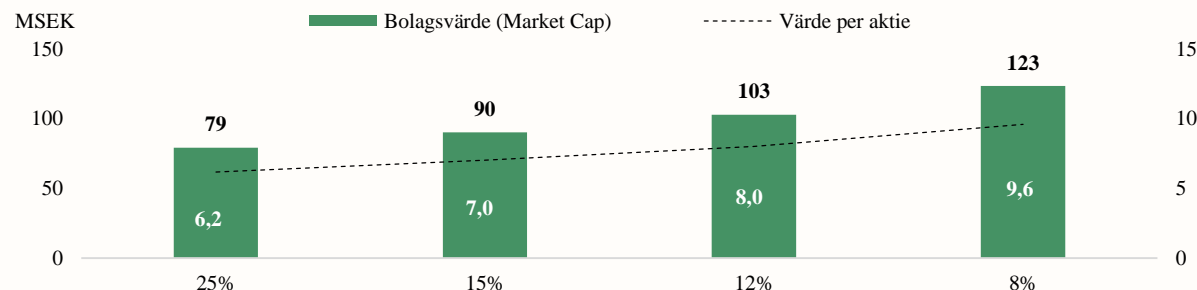
Börsvärde	Bruttomarginal
47 MSEK	77 %
P/S	EV/S
75,1	59,0

Då Calmark prognostiseras växa från en idag (2019-06-03) obefintlig försäljning, och därmed under inledningen av prognosperioden vara olönsamma, utgår värderingen från prognosticerad försäljning. Även om break-even förväntas nås omkring år 2022/2023, anses en försäljningsmultipl mer rättvisande idag. Hemcheck har ännu inte kommit igång med någon rapporterad försäljning och ObsteCare befinner sig ännu försäljningsmässigt i ett tidigt stadiet, varför företagens P/S-multipler blir extremt höga och missvisande. IDL Biotech har etablerade försäljningskanaler och företaget kan idag anses ha delar av de finansiella karaktärsdrag som Calmark estimeras ha 2024/2025, vilket är slutåret på prognosen. Givet en målmultipl om P/S 4, vilket är i nära linje med IDL Biotech, på 2024 års prognostiserad försäljning om ca 45 MSEK, ger det en värdering omkring 180 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 nuvärden, d.v.s. motiverat värde per aktie idag:

8 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Vid 12 % diskonteringsränta, ger det en potentiell uppvärdering (nuvärde) till omkring 100 MSEK idag, jämfört med aktuella 73 MSEK (2019-05-31) *post money* givet full teckning av teckningsoptioner under juni 2019.

Potentiellt Market Cap idag på 2024 års prognos



Analyst Groups prognos

BULL SCENARIO

Bull scenario

SKALBAR
AFFÄRS-
MODELL
SLÅR
IGENOM

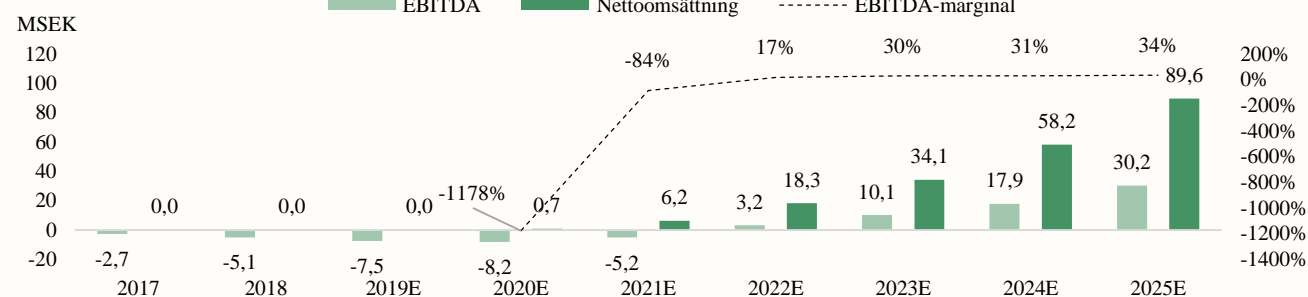
I ett Bull scenario estimeras en lyckad marknads lansering följas upp av en snabbare marknads penetration i form av en högra försäljningstakt av antal läsare samt engångsprodukter. I dagsläget bedömer Calmark att de saknar direkta konkurrenter, något som idag har givit Bolaget ett teknikförsprång. I ett Bull scenario utblir ytterligare konkurrens, varför Calmark kan ta en större del av marknaden tidigare relativt angivet Base scenario. Detta drivs på ytterligare av att godkännande av såväl kinesiska myndigheter som amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA kommer i den tidigare delen av den av Calmarks estimerade lanseringsplanen (se sida 9). I ett sådant scenario antas att registreringen i USA respektive Kina påbörjas två år efter en eventuellt CE-märkning, d.v.s. 2022, samt att godkännande tar två år i ett av Calmark angivet intervall om upp till tre år.

I ett Bull scenario slår Calmarks skalbara affärsmodell igenom fullt ut i resultaträkningen. I och med att Calmark ska använda sig av distributörer, möjliggörs det att omsättningen kan öka utan att Bolaget behöver etablera en egen omfattande organisation med t.ex. kontor och personal i de länder Calmark väljer att gå in i. Dessutom estimeras Calmark i ett Bull scenario att växa genom att ta en större marknadsandel av de marknader Bolaget väljer att gå in i, snarare än att etablera närvaro på fler marknader. Sammanfattningsvis, men inte uteslutande, anses ett Bull scenario drivas av följande faktorer:

- Lyckad CE-märkning och kliniska studier tillsammans med tidigareläggandet av lanseringen av Bilirubin möjliggör en accelererad marknads lansering.
- Administrativa processer flyter på enligt plan överlag, samt specifikt på de stora USA- och Kina-marknaderna.
- Begränsat intåg av konkurrerande produkter, vilket möjliggör uthålliga marginaler.
- I ett Bull scenario leder den högre omsättningen till att Calmark når betydligt högre lönsamhet. I ett sådant scenario är Calmark att betrakta som ett stadigt växande medicekniskt bolag med stark marknadsposition, vilket motiverar en högre värderingsmultipel.

I ett Bull scenario sker marknads lanseringen i snabbare takt, samtidigt som Calmark kan ta en större marknadsandel i de länder Calmark har närvaro i.

Prognos Bull scenario



Analyst Groups prognos

11,5 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

I ett Bull scenario estimeras Calmark omsätta ca 58 MSEK år 2024 med en hög EBITDA-marginal om 31 %. Baserat på en målmultipel om P/S 4,5 p.g.a. högre tillväxt relativt Base, och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett fundamentalt nuvärde om ca 11,5 kr per aktie.

BEAR SCENARIO

Bear scenario

CE-märkning av testproverna samt kommande kliniska studier är en riskfaktor, varför Analyst Group i ett Bear scenario utgår från att CE-märkningen av Bolagets produkter dröjer i 6-12 månader, vilket i sin tur leder till fördröjd lansering i såväl EU som USA och Kina. Detta bedöms dock inte som den huvudsakliga risken på sikt, vilken snarare består av följande delar.

- Långa processer för att registrera produkterna i länder utanför EU, där detta ofta måste göras land för land.
- Långa processer för att sälja in produkterna, såväl för Calmark till distributörer som för distributörer till återförsäljare och mot slutkund. Detta styrs även delvis av marknadens mottagande av själva produkten samt dess prissättning
- Intåg av konkurrerande produkter vilket då kan påverka både Calmarks omsättning och marginaler på grund av lägre priser.
- I ett Bear scenario dröjer det för Calmark att nå lönsamhet, varför en eller flera externa kapitaltillskott kan komma att behövas. I ett scenario där Calmark utvecklas i en långsammare takt än väntat, kan det resultera i en fallande värdering och således högre utspädning i samband med en eventuell nyemission.

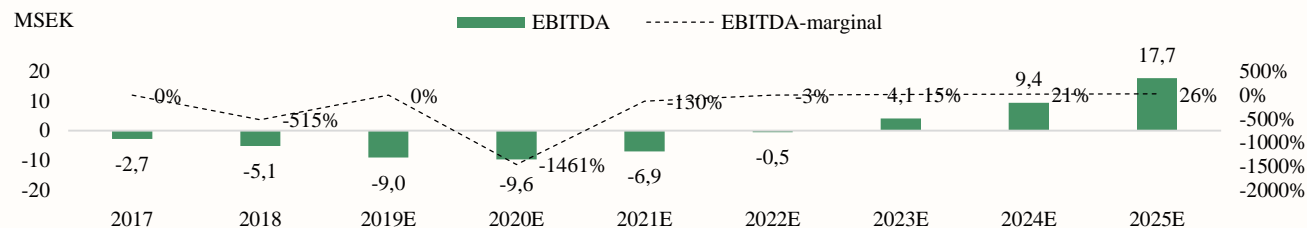
I ett Bear scenario estimeras en lägre tillväxttakt. Liksom kommunicerat av Calmark, bedömer Analyst Group att utvecklingsarbetet fortskrider i god takt. Den primära drivaren av den lägre omsättningsprognosen i ett Bear scenario är istället en lägre marknadspenetration än Calmarks egna estimat beroende framför allt, men inte uteslutande, på ovan nämnda faktorer. Detta medför att Calmark ej når uppsatta mål om en omsättning om ca 150 MSEK 2025. Samtidigt, med den sänkta intäktsprognosen sjunker Calmarks kostnader, i första hand drivet av uteblivna kostnader för sålda varor, men också beroende på att Bolaget i ett Bear scenario troligen krymper sin kostnadskostym. Baserat på en målmultipel om P/S 3,8 och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett fundamentalt nuvärde omkring 3,5 kr per aktie i ett Bear scenario.

LÅNGA
PROCESSER
OCH
KONKURRENS
HOTAR
OMSÄTTNINGS-
PROGNOSEN

3,5 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

I ett Bear scenario tar det längre tid än väntat för Calmark att få fäste på marknaden, vilket resulterar i lägre försäljning och negativt resultat.

Prognos Bear scenario

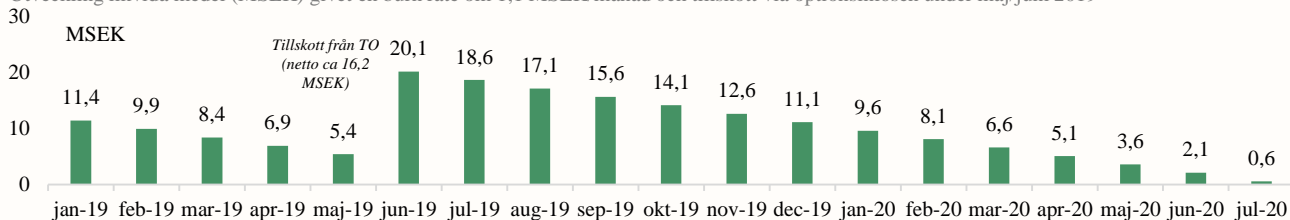


Analyst Groups prognos

Med tanke på det låga resultatet, och hur rörelsekapitalbehovet ser ut, kan det inte uteslutas att Calmark kan komma att behöva inhämta nytt externt kapital, t.ex. genom nyemission, för att fortsatt finansiera verksamheten. Under maj/juni 2019 pågår dock inlösen av teckningsoptioner, där Calmark vid full teckning tillförs ca 16,2 MSEK före emissionskostnader vilket således stärker kassan.

Calmark är inte lönsamma idag, men har en bra kostnadskontroll och kan snart ha fyllt på kassan via inlösen av teckningsoptioner.

Utveckling likvida medel (MSEK) givet en burn rate om 1,1 MSEK/månad och tillskott via optionsinlösen under maj/juni 2019



Analyst Groups prognos

VD-INTERVJU, ANNA SÖDERLUND



Hur ska ni få potentiella kunder/aktörer att förstå möjligheterna med er produkt? Vilka strategier arbetar ni med för att "sälja in" era lösningar? I Sverige och Globalt?

Vi kommer att sälja via återförsäljare/distributörer som har liknande produkter och som har utvecklat försäljnings- och marknadsföringskanaler gentemot våra slutkunder; sjukhus och kliniker. Vi kommer att samarbeta med återförsäljarna i olika kampanjer för information, marknadsföring och försäljning.

Framöver, vilka faktorer är avgörande för att ni ska kunna skala upp er verksamhet?

Att vi hittar distributörer i de delar av världen som är prioriterade för respektive fas. Här har vi tagit hjälp av konsultfirman Luctor Medical som har en stor och lokal närvaro på många marknader som är intressanta för oss. Andra viktiga faktorer är att vi har tillräckliga produktionsresurser hos våra tillverkningspartners och att vi kan producera engångstesterna till ett lågt pris.

Vad är prioriterat inom organisationen 2019, 2020 och 2021?

2019 - att slutföra CE-märkningen av de tre första testerna; bilirubin, glukos och LDH.

2020 - att börja försäljningen! Säkerställa avtal med ett antal väl valda distributörer/återförsäljare. Starta upp processen med registrering i prioriterade länder.

2021 - att påbörja processen för märkning i USA och Kina.

Kan du beskriva användningsprocessen för er produkt? Vilken kompetens behöver personalen? Vilken utrustning? Kan du jämföra med någon annan produkt, t.ex. laboratorieanalys?

Processen startar med att man tar en droppe blod från den nyfödda bebisen och applicerar i Calmarks engångstest som sedan läggs i avläsaren. Locket stängs och testet aktiveras. Efter ett antal minuter - olika beroende på vilket test - visas värdet på den testade biomarkören i läsarens display. Personalen behöver ingen särskild utbildning för handhavandet, en kort introduktion räcker. Det behövs heller ingen ytterligare utrustning. I jämförelse med laboratorieanalys krävs det en mindre mängd blod, hela processen går mycket snabbare och all klinisk personal klarar av att utföra testerna.

Vad definierar en lämplig kund för Calmark? Vilka kan de typiska karaktärsdragen vara?

I utvecklade sjukvårdssystem kommer våra slutkunder att vara sjukhus, framförallt förlossnings- och BB-avdelningar men även mödravården/barnvårdscentraler för efterkontroller efter hemgång. I mindre utvecklade sjukvårdssystem saknas ofta sjukhuslab och förlossningar sker på fler ställen, här kommer vår produkt verkligen kunna göra skillnad.

Vilken teknikhöjd finns i era produkter och tjänster?

Relativt hög. Läsaren innehåller optik/kamera och en mjukvara för varje enskilt test. Engångstestet innehåller filter som reagerar på den biomarkör vi letar efter samt en RFID-tag som visar för läsaren vilket test som ska utföras.

Om en läkare/sköterska/användare skulle säga nej till er lösning, vad är den vanligaste orsaken till det då enligt dig?

Jag har svårt att se någon anledning till detta. Provtagningarna tas redan idag och Calmarks produkt gör inte dessa gruppers arbete svårare eller mera tidsödande.

Enligt dig, vad gör Calmark till en bra investering idag?

Patientnära tester är en marknad med mycket stark tillväxt. Calmark har många års forskning bakom sig och ligger nära lanseringsfas. Vi har en nischad produkt där konkurrensen är liten på världsmarknaden, samtidigt som produkten kan göra stor skillnad för kunderna och patienterna – både ekonomiskt och humant.

Den 7 maj 2019

LEDNING & STYRELSE

Mathias Karlsson, Styrelseordförande och medgrundare



Mathias Karlsson, född 1972, är bolagets styrelseordförande sedan 2016 samt medical advisor. Mathias är utbildad läkare vid Karolinska Institutet där han doktorerade med en avhandling om perinatal asfyxi. Mathias är även grundare till Hemcheck AB (publ.), som utvecklat ett PNA-verktyg för detektion av Hemolys. Utöver sina uppdrag för Calmark är han Chief Medical Officer för IBM i Norden, samt styrelsemedlem i Valetudor Development AB och Redacta Science AB.

Antal aktier i Calmark: 1 060 030

Anna Söderlund, VD



Anna Söderlund, född 1966, är Calmarks VD sedan 2016. Anna är utbildad sjuksköterska vid Högskolan i Gefle och har därefter under lång tid arbetat med klinisk forskning, bl.a. på Jolife AB, Igelösa Life Science samt Vivoline Medical (tidigare publikt som blev utköpt av Xvivo 2016), där hon även var säljchef. Vidare har Anna tidigare suttit i styrelsen för Hög Instruments, numera en del av Senseair AB, och därtill även Medfield Diagnostics (publ.).

Antal aktier i Calmark: 99 305

Kjersti Berg Marthinsen, Styrelseledamot



Kjersti Berg Marthinsen, född 1972, innehar en MSc i strategi från Handelshögskolan BI i Oslo. Kjersti har en bakgrund som managementkonsult på PA Consulting och Sariba AS, där hon arbetade drygt 9 år. Därefter innehade Kjersti under 14 år ledande befattningar vid Landstinget i Värmland. Utöver sitt engagemang i Calmark är Kjersti managementkonsult på Effect Management Development.

Antal aktier i Calmark: 0

Stefan Blomsterberg, Styrelseledamot



Stefan Blomsterberg, född 1964, har en bakgrund som officer inom Försvarsmakten där han tidigare var major. Därefter arbetade Stefan mellan 2002 och 2012 med bl.a. HR, logistik och strategi på Vitrolife (publ.), och 2012 till 2017 som projektledare och chef för projektutveckling på Mölnlycke Health Care. Stefan är Utöver sitt engagemang i Calmark VD för Medfield Diagnostics (publ.).

Antal aktier i Calmark: 0

Anna-Karin Edstedt Bonamy, Styrelseledamot

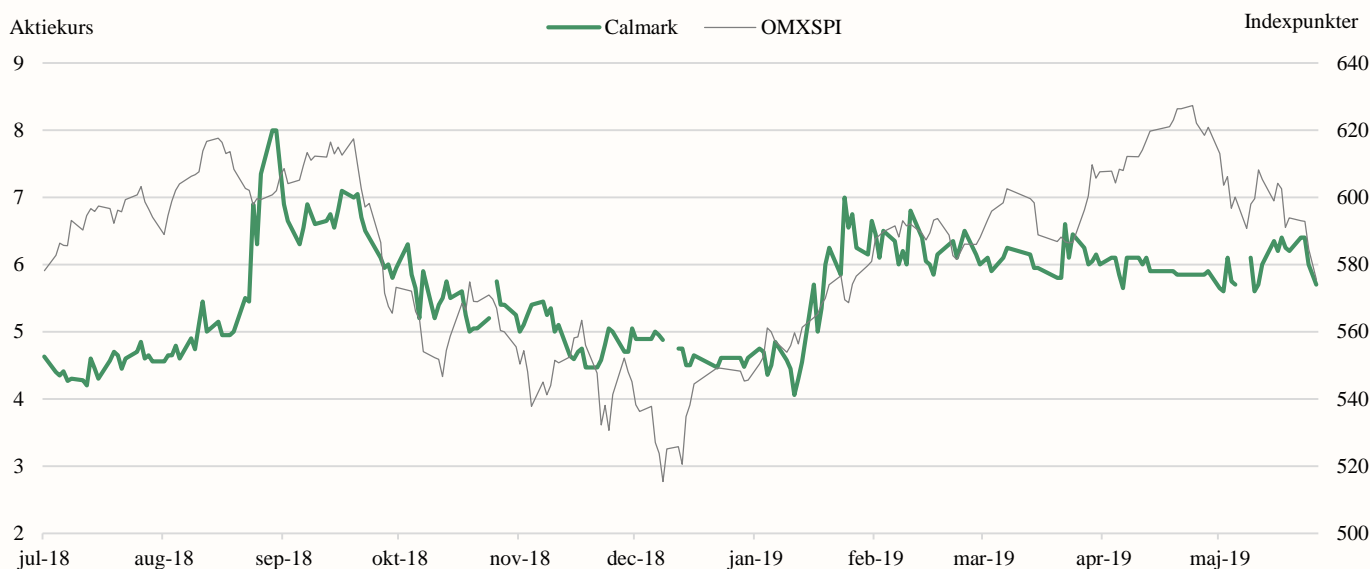


Anna-Karin, född 1974, doktorerade i pediatrik 2008 och är sedan 2014 docent i pediatrik vid Karolinska Institutet, samt specialist i barn- och ungdomsmedicin sedan 2009. Hon har även arbetat som läkare i neonatalvården mellan 2006 och 2017 samt som projektledare för den svenska delen av ett europeiskt forskningsprojekt (EPICE) om vård av för tidigt födda barn. Utöver sitt engagemang i Calmark är Anna-Karin läkarchef och ansvarig för medicinsk produktutveckling på e-hälsobolaget Doctrin.

Antal aktier i Calmark: 0

APPENDIX

Aktiekursens utveckling sedan IPO



	2017	2018	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19
Nettoomsättning	0	0	0	0	0	0	0
Aktiverat arbete för egen räkning	0	995 140	0	409 770	325 971	259 399	418 272
Totala intäkter	0	995 140	0	409 770	325 971	259 399	418 272
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	0	0	17 904
Bruttoresultat	0	995 140	0	409 770	325 971	259 399	436 176
<i>Bruttomarginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Övriga externa kostnader	-1 764 255	-3 622 684	-577 224	-1 222 150	-546 643	-1 276 665	-1 131 328
Personalkostnader	-974 555	-2 501 880	-262 455	-801 655	-639 006	-798 765	-1 005 223
Övriga rörelsekostnader			0	0	0	0	-1 386
EBITDA	-2 738 810	-5 129 424	-839 679	-1 614 035	-859 678	-1 816 031	-1 701 761
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Av- och nedskrivningar	-29 043	-20 784	-7 261	-7 261	-2 421	-3 842	0
EBIT	-2 767 853	-5 150 208	-846 940	-1 621 296	-862 099	-1 819 873	-1 701 761
<i>EBIT-marginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Finansnetto	-167 523	-212 633	-55 903	-54 952	-53 001	-49 305	-45 484
EBT	-2 935 376	-5 362 841	-902 843	-1 676 248	-915 100	-1 869 178	-1 747 245
Skatt	0	0	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-2 935 376	-5 362 841	-902 843	-1 676 248	-915 100	-1 869 178	-1 747 245
<i>Nettomarginal</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>

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: 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 **Calmark Sweden AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). 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 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE