



Analyst Group

# CALMARK SWEDEN

I STARTGROPARNA FÖR GLOBAL LANSERING

2019-11-25

## BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:  
PATRIK OLOFSSON



ept. Oct. July. 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 läsare med tillhörande engångstester, där tre viktiga patientnära tester estimeras introduceras under 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 Q3-19	6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8
Marknadsanalys	9
Finansiell prognos	10-14
Värdering	15
Bull & Bear	16-17
VD-intervju, Anna Söderlund	18-19
Ledning & styrelse	20
Appendix	21
Disclaimer	22



### Värde drivare

För 2020 finns tydliga triggers i form av avklarad CE-märkning av Bolagets produkt med hänförliga biomarkörer, kliniska studier samt marknads-lansering av de tre första biomarkörstesterna för Bilirubin, LDH och Glukos under H1-20, varefter volymförsäljning i ett Base scenario estimeras ta fart och från 2021/2022 kunna skalas upp ytterligare.

3



### Historisk Lönsamhet

Eftersom att Calmark i dagsläget ännu 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 planenligt. Försäljningen ska dessutom inledas under 2020. Tilldelat betyg utgår från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

3



### Riskprofil

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

4



### 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 10 % av Calmark vilket inger förtroende.<sup>1</sup> Dock är ett bredare ägande i styrelsen att önska. Värt att nämna är att Wingefors Invest äger ca 35 % av Bolaget.

<sup>1</sup>Exkl. Företrädesemissionen under november 2019



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.

Tills år 2030 beräknar WHO att det kommer födas 1,5 miljarder barn i världen. 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 flera kommunicerade mål i god tid och närmar sig nu en global marknads lansering under 2020. Baserat på en lyckad lansering och den tillväxt samt lönsamhet som affärsmodellen möjliggör, prognostiseras Calmark öka sin omsättning till ca 80 MSEK år 2025 med en rörelsemarginal omkring 20 %. Givet gjorda prognoser och en relativvärdering härleds ett nuvärde idag per aktie om 6 kr i ett Base scenario.

#### ▪ Siktet inställt på marknads lansering under första kvartalet 2020

Fokus nu är att inleda den bredare marknads lanseringen under Q1-20, därmed uppgår Bolagets försäljning idag ännu 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 Q3-19 uppgick Calmarks två största kostnadsposter, personal och övriga externa, till ca -2,2 MSEK, jämfört med -4,8 MSEK under Q2-19 och -2,1 MSEK under Q1-19, så påvisar Calmark således en god kostnadseffektivitet, vilket vi ser positivt på.

#### ▪ Värde drivare i aktien på 12-18 månaders sikt

Calmark är i startgroparna för en global lansering. Under första halvan av 2020 ska lanseringen inledas med Neo-Bilirubin och kort därefter, under första halvan av 2020, kan Calmarks tester Neo-Glukos och Neo-LDH CE-märkas och sedermera också lanseras. Initial försäljning kommer att ske inom Norden för att sedan utökas till marknader som UK och ett urval av asiatiska marknader såsom Vietnam, Singapore, Malaysia, Indien m.fl.. 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.

#### ▪ 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 under 2019 har flera viktiga milstolpar uppnåtts i god tid. Leverans av uppsatta mål kombinerat med att ledning och styrelse har flera likartade och lyckade resor i meritförteckningen är något som bådär gott inför 2020, vilket är året då Calmark förväntas inleda marknads lanseringen.

### TECKNINGSKURS | 3,3 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL (NUVÄRDE)

<b>BEAR</b> 2,8 kr	<b>BASE</b> 6,0 kr	<b>BULL</b> 8,5 kr
-----------------------	-----------------------	-----------------------

CALMARK (PUBL)	
Teckningskurs (Företrädesemission Nov-19)	3,30
Antal Aktier (A+B)	20 258 382 <sup>1</sup>
Market Cap (MSEK)	66,9 <sup>1</sup>
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-28,5 <sup>1</sup>
Enterprise Value (MSEK)	38,4 <sup>1</sup>
V.52 prisintervall (SEK)	3,50 – 7,90
Lista	Spotlight Stock Market

UTVECKLING	
1 månad	-9,2 %
3 månader	-18,5 %
1 år	-3,4 %
YTD	-6,3 %

HUVUDÄGARE KAPITAL (KÄLLA: CALMARK IM, NOV 2019)	
Wingefors Invest AB	35,3 %
OLCON Engineering Aktiebolag	9,7 %
Valetudor Development AB (Mathias Karlsson)	6,8 %
Hans Risberg Förvaltning AB (Hans Risberg)	5,7 %
Flodberg, Måns Ola	4,1 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Anna Söderlund
Styrelseordförande	Mathias Karlsson

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport 4 2019	2020-02-28

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,8	6,4	17,7
Omsättningstillväxt	n.a.	n.a.	n.a.	703,3%	177,9%
Bruttoresultat	1,0	4,5	2,0	5,7	13,5
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	n.a.	n.a.	3%	59%	65%
EBITDA	-5,1	-7,6	-10,8	-7,6	0,2
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EBIT	-5,2	-7,6	-10,8	-7,9	-0,4
EBIT-marginal (adj.) <sup>2</sup>	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	n.a.	n.a.	84,4	10,5	3,8
EV/S	n.a.	n.a.	48,4	6,0	2,2

<sup>1</sup>Antalet aktier, och relaterade mått och nyckeltal, utgår från tillkommande antal aktier och kapital från företrädesemissionen november 2019.

<sup>2</sup>Har justerats genom att exkludera Aktiverat arbete för egen räkning.

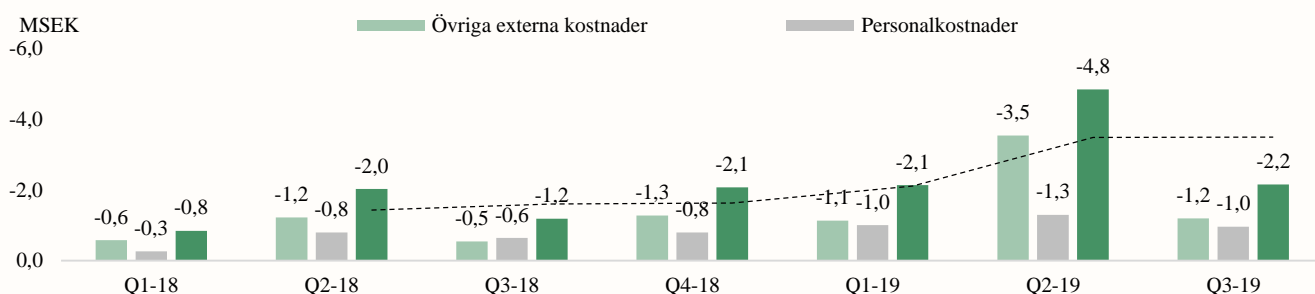
# KOMMENTAR Q3-19

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

Calmark lägger nu ett stort fokus på att inleda sin marknads lansering under första kvartalet 2020, 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 Q3-19 uppgick Calmarks två största kostnadsposter, personal och övriga externa, till ca -2,2 MSEK, jämfört med -4,8 MSEK under Q2-19 och -2,1 MSEK under Q1-19, så påvisar Calmark således en god kostnads-effektivitet.

**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 september uppgick kassan till ca 9,6 MSEK, vilket innebär att Calmarks kapitalförbrukning (*burn rate*) har uppgått till ca 1,8 MSEK/månad under tredje kvartalet. Det är således i nära linje med den genomsnittliga kapitalförbrukningen om 1,7 MSEK/månad under 2019 års nio första månader, vilket innebär att Calmark fortsätter att utvecklas med god kostnadskontroll. Med tanke på vad som ligger i korten för 2020 och framåt kan det dock antas att investeringstakten kommer att öka framgent. Med företrädesemissionen under november om ca 24 MSEK och Analyst Groups estimerade *burn rate* för Calmark för kommande månader, bedömer Analyst Group att Calmark kan vara finansierade tills början av 2021 (exklusive potentiell emissionslikvid från TO 2 B). Företrädesemissionen tillsammans med vidhängande teckningsoptioner med inlösen i december 2020, ska enligt Calmark, om allt går som planerat, räcka tills Bolaget kan stå på egna ben.

**STÄRKER  
KASSAN VIA  
FULLT  
GARANTERAD  
FÖRETRÄDES-  
EMISSION**

## Uppdatering kring prognos och värdering

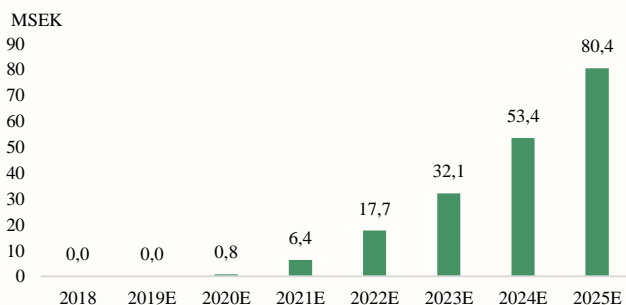
I samband med presenterad Q3-rapport och pågående företrädesemission under november har vissa mindre justeringar gjorts avseende Calmarks estimerade räkenskaper för perioden 2019-2025. Värderingsintervallet är således i ett liknande förhållande som innan, men till följd av 7,4 M tillkommande aktier via företrädesemissionen, med utspädningseffekten som uppstår, påverkas de absoluta värdena per aktie i respektive Base-, Bull- och Bear scenario. Nedan framgår aktuellt värderingsintervall, tillsammans med nuvarande omsättningsprognos.

**Till följd av pågående företrädesemission om ca 24 MSEK under november, är nedan uppdaterat värderingsintervall och omsättningsprognos.**

Värderingsintervall (kr per aktie) och omsättningsprognos (MSEK)

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q3-19	Efter Q3-19
Base	8,0	6,0
Bull	11,5	8,5
Bear	3,5	2,8

Analyst Groups prognoser



# INVESTERINGSIDÉ

Tills år 2030 beräknar WHO att det kommer födas 1,5 miljarder barn i världen. 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 flera kommunicerade mål i god tid och närmar sig nu en global marknads lansering under 2020. Baserat på en lyckad lansering och den tillväxt samt lönsamhet som affärsmodellen möjliggör, prognostiseras Calmark öka sin omsättning till ca 80 MSEK år 2025 med en rörelsemarginal omkring 20 %. Givet gjorda prognoser och en relativvärdering härleds ett nuvärde idag per aktie om 6 kr i ett Base scenario.

## PNA-marknaden estimeras växa till ca 24 mdUSD 2026

Av de ca 1,5 miljarder barn som estimeras att födas fram till 2030 bedömer Calmark själva att ca 20 % 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.

## Värddrivare kommande 12-18 månader

Under november 2019 pågår en företrädesemission om ca 24,3 MSEK, vilken är 100 % säkerställd, och tillför Calmark en nettolikvid om ca 21,6 MSEK. Calmark stärker således sin kassa vilket minskar den finansiella risken på kort sikt, och med vidhängande teckningsoptioner av serie TO 2 B kan Bolaget komma att tillföras ytterligare 9,8 MSEK – 15,5 MSEK under december 2020. Innan årsskiftet 2019 är målsättningen att Calmark ska få klart CE-märkningen av Neo-Bilirubin, ha färdigställda produktionslinor, genomfört produkttester på patient samt etablerat säljorganisationen och inlett diskussioner med distributörer. Calmark står i startgroparna för en global lansering, där inledningen under Q1-20 ska börja med första testet Neo-Bilirubin. Kort därefter, under första halvan av 2020, ska Calmarks tester Neo-Glukos och Neo-LDH CE-märkas och sedermera också lanseras. Initial försäljning kommer att ske inom Norden för att sedan utökas till marknader som UK och utvalda asiatiska marknader såsom Vietnam, Singapore, Malaysia, Indien m.fl.. Samtliga av dessa händelser utgör potentiella värddrivare inom närmaste 12-18 månaderna, vilket parallellt med knutna distributörs- och/eller partneravtal samt ökad försäljning kan resultera i en positiv kursutveckling i aktien från dagens nivåer. Calmark har även en uttalad målsättning om att lansera ytterligare biomarkörstester samt lansera i USA och Kina, vilket kan utgöra ytterligare värddrivare på 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 under 2019 har flera milstolpar uppnåtts. Medicintekniska bolag karaktäriseras ofta av förseningar, att Calmark levererar enligt tidsplan, kombinerat med att ledning och styrelse har flera likartade och lyckade resor i meritförteckningen, är något vi ser mycket positivt på. Sammantaget är utsikterna inför år 2020, som är året då Calmark ska inleda sin marknads lansering, att betrakta som goda.

## Prognos och värdering

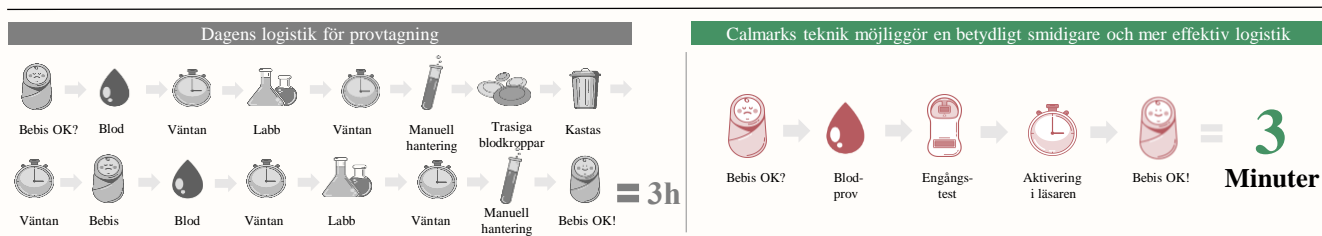
I ett Base scenario estimeras Calmark omsätta ca 18 MSEK år 2022, för att sedan växa med i genomsnitt 65 % per år och omsätta ca 80 MSEK år 2025. Baserat på en relativvärdering, en diskonteringsränta om 12 % och P/S 4 som målmultipel på 2024 års försäljning, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 6 kr. Värderingen baseras på att antagna händelser inträffar, och vid annorlunda utfall, positivt eller negativt, kan värderingen korrigeras.

## Risikfaktorer

Calmark står inför en global marknads lansering av sin produkt, vilket såklart kommer med utmaningar. Geografiska marknader ser olika ut och det kan finnas potentiella stoppklossar i form av långa administrativa processer i de länder som Calmarks produkt ska lanseras i. Dessutom ska större distributörer fortsatt bearbetas och etableras varför Calmarks egna estimerade prissättning och bruttomarginaler ännu kan ändras.

# BOLAGSBESKRIVNING

Calmark, som har sitt ursprung i mer än tio 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 intäktmodell

Calmark avser att generera intäkter via försäljning av läsare och engångsprodukter, där försäljningen, givet godkänd CE-märkning under år 2019 (för Neo-Bilirubin), förväntas inledas under Q1-20. 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.

## Intäkt drivare

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;

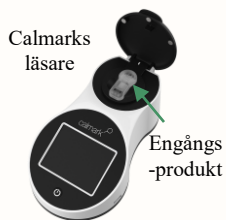
- **Läsaren:** det är viktigt att Calmark snabbt når en stor installerad bas när väl marknads lanseringen sker. Calmark har inte kommunicerat någon exakt prisbild avseende själva läsaren till distributör, men det skulle enligt Analyst Group kunna vara tänkbart att läsaren initialt säljs till ett väldigt 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 prisbild 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 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 relativt sett 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 skalfördelar vid växande försäljning.

## Strategisk utsikt

Calmark estimerar att komplett marknadslansering kan påbörjas år 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 år 2023 och lanserad i större delen av världen innan år 2025.



**+70 %**  
BRUTTO-  
MARGINAL FÖR  
ENGÅNGS-  
PRODUKTEN  
GER BRA  
LÖNSAMHET

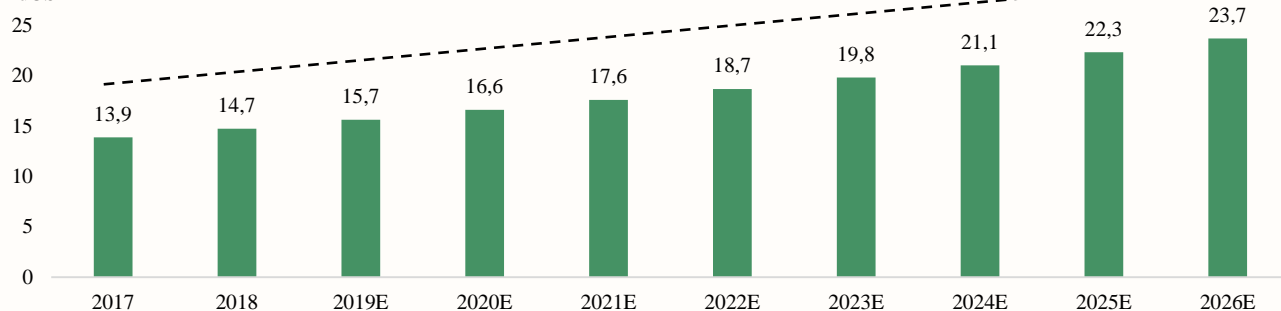
# MARKNADSANALYS

1,5 miljarder barn kommer att födas fram till år 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 diagnostik (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.

Marknaden som Calmark adresserar förväntas uppvisa en stadigt ökande tillväxt under kommande åren.

Marknadstillväxt för patientnära diagnostik (PNA)

mdUSD



Källa: Calmark, 2019

## 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 utskrivning. 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 hjärnsador 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 hjärnsador.

**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 bland 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 (november 2019) har Calmark ingen försäljning utan fokus är att under inledningen av 2020 påbörja den bredare globala lanseringen av Bolagets produkt, 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 marknads lanseringen 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 om 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 marknads lansering

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 marknads lansering, 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.

I ett Base scenario bedömer Analyst Group sannolikheten som god för att Calmark fortsätter på inslagen väg och närmast under första halvan av 2020 inleder en bredare lansering av sin produkt för samtliga biomarkörstester för Bilirubin, Glukos och LDH.

# FINANSIELL PROGNOSES

## Omsättningsprognos åren 2019-2025

De finansiella prognoserna sträcker sig till år 2025 och är således kopplade till Calmarks egna målsättning och vision om att nå en försäljning under år 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 ett konservativt scenario 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 2-5 euro/engångsprodukt, d.v.s. ca 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, erhålls 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 110 000 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 % <sup>1</sup>
Antal behandlingar per dygn	2 st.
Antal behandlingar per vecka	14 st.
Antal behandlingar per månad	56 st.
Antal behandlingar per år	677 st.

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

# FINANSIELL PROGNOIS

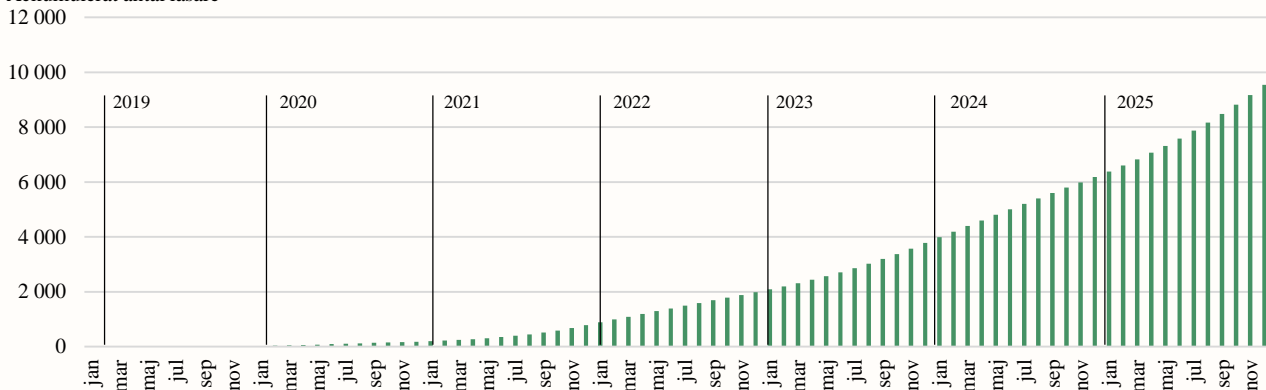
## Volym

Calmark verkar i en konservativ och trögörlig bransch, men genom att använda sig av Calmarks produkt kan sjukvården spara både pengar, tid och patientlidande. Utmaningen idag är att beräkningar görs på klinisknivå, och sjukvården, 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 läsare.

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	180	180	n.a
2021E	600	780	333%
2022E	1 200	1 980	154%
2023E	1 800	3 780	91%
2024E	2 400	6 180	63%
2025E	3 360	9 540	54%

Analyst Groups prognos

## 3 TESTER

PER DYGN

ANTAS

GÄLLA FÖR

EN LÄSARE I

GENOMSNIITT

## Antal tester

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 barnafödelse 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.)
2019Estimat	0	0	n.a
2020E	66 044	66 044	n.a
2021E	280 526	346 570	425%
2022E	974 378	1 320 948	281%
2023E	1 924 178	3 245 126	146%
2024E	3 451 812	6 696 937	106%
2025E	5 296 255	11 993 192	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 PROGNOSS

## Kontroll av omsättningsprognos – marknadsandel för Calmark baserat på gjorda estimat

Givet gjorda antaganden skulle Calmark användas i ca 5,3 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 åren 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 teknikförsprång 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 (snitt)	LDH (%)	Bilirubin (%)	Glukos (%)	LDH	Bilirubin	Glukos	LDH	Bilirubin	Glukos	LDH	Bilirubin		Glukos
2020	140,9	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	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	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	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	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	10%	20%	20%	1,0	2,0	2,0	14,1	28,2	28,2	14,1	56,4	56,4	126,8

~4 %

AV

MARKNADEN  
ADRESSERAS  
UTIFRÅN  
GJORD  
PROGNOS

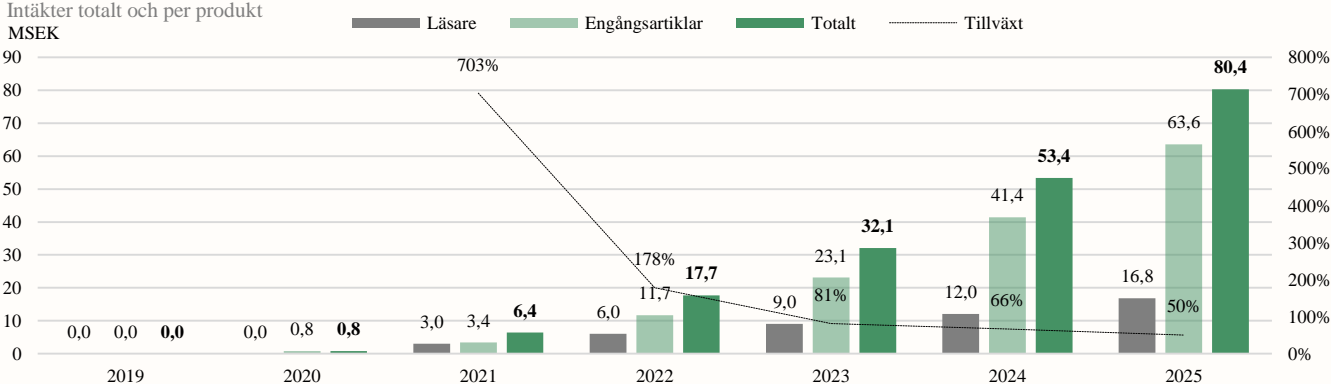
Följande härledning innebär således att Calmark, under ett givet år perioden 2020-2025, har en adresserbar marknad motsvarande ca 127 miljoner tester under ett givet år. Baserat på gjort prognos om ca 5,3 miljoner genomförda tester under 2025, skulle det motsvara en marknadsandel om ca 4 %.

## 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 marknaden Calmark adresserar, estimerar Analyst Group en linjär tillväxt snarare än en exponentiell.

Intäkter totalt och per produkt MSEK



Intäkter	Läsare	Engångsartiklar	Totalt	Tillväxt
2019	0	0	0	n.a.
2020	0	792 530	792 530	n.a.
2021	3 000 000	3 366 313	6 366 313	703%
2022	6 000 001	11 692 533	17 692 534	178%
2023	8 999 999	23 090 135	32 090 134	81%
2024	12 000 000	41 421 738	53 421 738	66%
2025	16 800 000	63 555 059	80 355 060	50%

Analyst Groups prognos

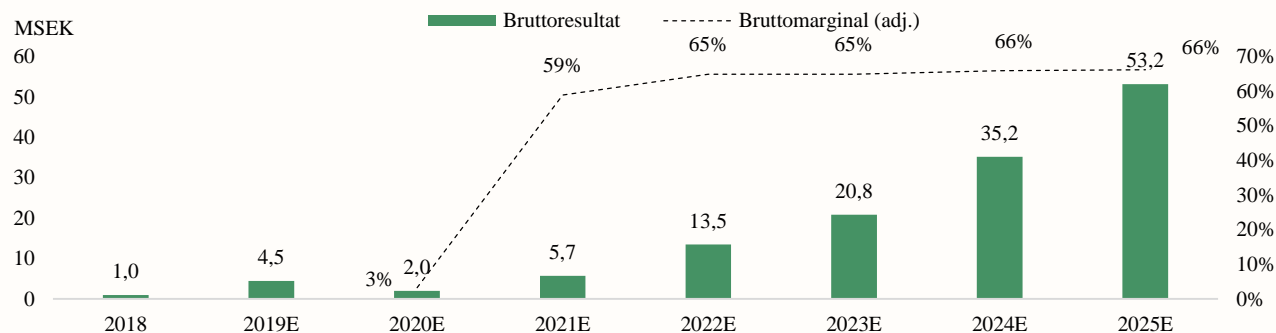
# FINANSIELL PROGNOSS

## 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 år 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 år 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 marknads 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 bruttoreultat (MSEK) 2019-2025



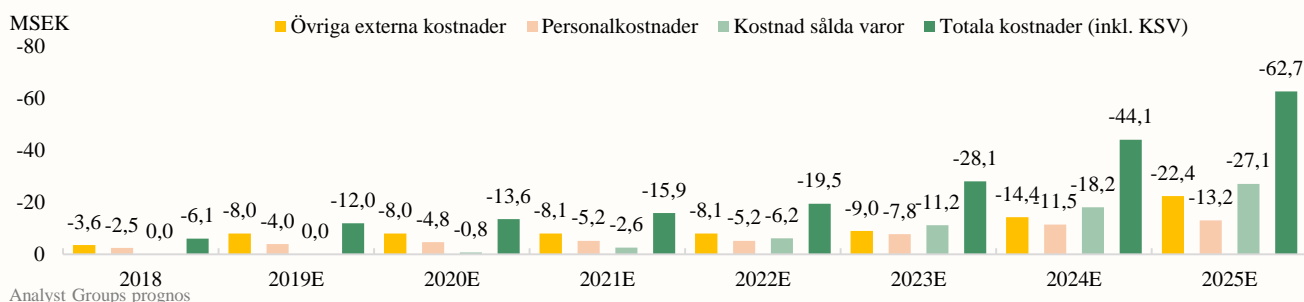
Analyst Groups prognos

## 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 som exempelvis 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 att en viss andel avskrivningar uppstår 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

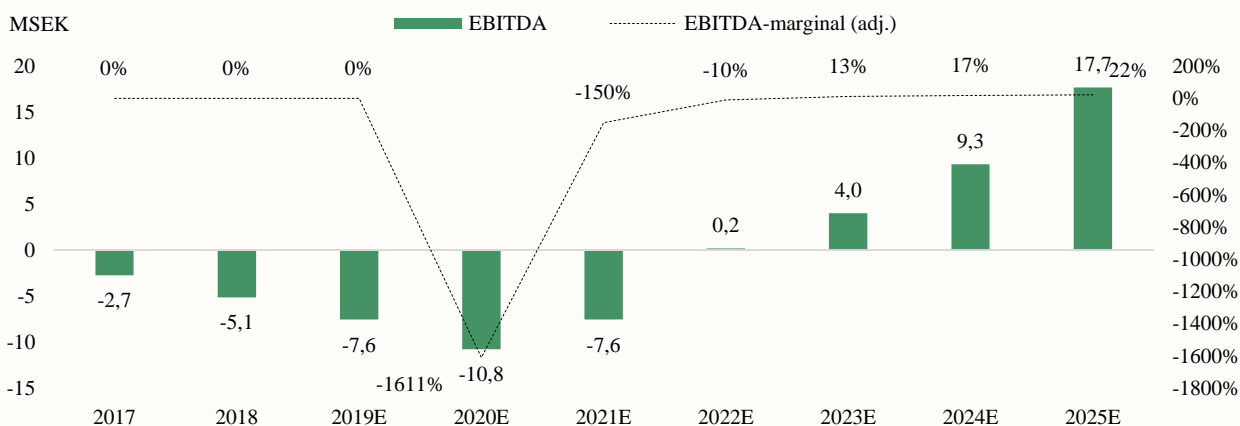


Analyst Groups prognos

# FINANSIELL PROGNOSS

Följande är en sammanfattning av gjord prognos som sträcker sig till år 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 2021/2022 estimeras Calmark nå break-even (EBITDA-nivå) för ett första enskilt kvartal.

Base-scenario (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	0,0	0,8	6,4	17,7	32,1	53,4	80,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	1,0	4,5	2,0	2,0	2,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,8</b>	<b>8,4</b>	<b>19,7</b>	<b>32,1</b>	<b>53,4</b>	<b>80,4</b>
Kostnad sålda varor	0,0	0,0	0,0	-0,8	-2,6	-6,2	-11,2	-18,2	-27,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>4,5</b>	<b>2,0</b>	<b>5,7</b>	<b>13,5</b>	<b>20,8</b>	<b>35,2</b>	<b>53,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	3%	59%	65%	65%	66%	66%
Övriga externa kostnader	-1,8	-3,6	-8,0	-8,0	-8,1	-8,1	-9,0	-14,4	-22,4
Personalkostnader	-1,0	-2,5	-4,0	-4,8	-5,2	-5,2	-7,8	-11,5	-13,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-2,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,8</b>	<b>-7,6</b>	<b>0,2</b>	<b>4,0</b>	<b>9,3</b>	<b>17,7</b>
EBITDA-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	neg.	neg.	neg.	13%	17%	22%
Av- och nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,5	-0,9	-1,4	-3,0
<b>EBIT</b>	<b>-2,8</b>	<b>-5,2</b>	<b>-7,6</b>	<b>-10,8</b>	<b>-7,9</b>	<b>-0,4</b>	<b>3,2</b>	<b>7,9</b>	<b>14,7</b>
EBIT-marginal (adj.)	N/A	N/A	N/A	neg.	neg.	neg.	10%	15%	18%



Nyckeltal (Base scenario)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	N/A	N/A	84,4	10,5	3,8	2,1	1,3	0,8
EV/S	N/A	N/A	48,4	6,0	2,2	1,2	0,7	0,5
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	209,9	9,6	4,1	2,2
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	neg	12,2	4,8	2,6

# 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 205 MSEK (2019-11-25) där 12 månader rullande försäljning uppgår 29 MSEK.

Börsvärde	Bruttomarginal
205 MSEK	76%
P/S	EV/S
7,0	6,0



**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 46 MSEK (2019-11-25) där 12 månader rullande försäljning uppgår 0 MSEK.

Börsvärde	Bruttomarginal
46 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 58 MSEK (2019-11-25) där 12 månader rullande försäljning uppgår 0,7 MSEK.

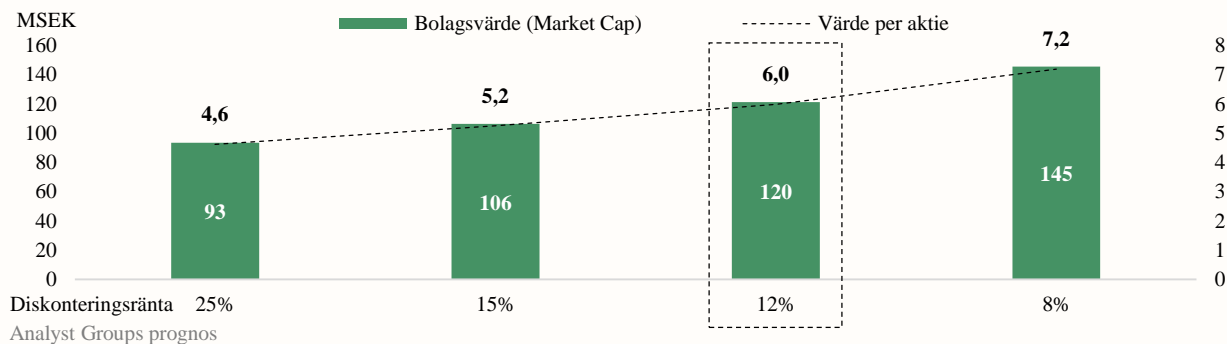
Börsvärde	Bruttomarginal
58 MSEK	72 %
P/S	EV/S
84,5	76,9

Då Calmark prognostiseras växa från en idag (2019-11-25) obefintlig försäljning, och därmed under inledningen av prognosperioden vara olönsamma, utgår värderingen från prognostiserad försäljning. Även om Analyst Group estimerar att *break-even* kan nås omkring år 2021/2022, 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 deras P/S-multiplar 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 på 2024 års prognostiserad försäljning om ca 53 MSEK, ger det en värdering omkring 215 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:

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

Vid 12 % diskonteringsränta, ger det en potentiell uppvärdering (nuvärde) till omkring 120 MSEK idag, jämfört med aktuella 67 MSEK (2019-11-25) *post money* till tekningskurs 3,30 kr/aktie med full teckning av förträdesemissionen under november 2019.

Potentiellt Market Cap idag på 2024 års prognos



# BULL SCENARIO

## Bull scenario

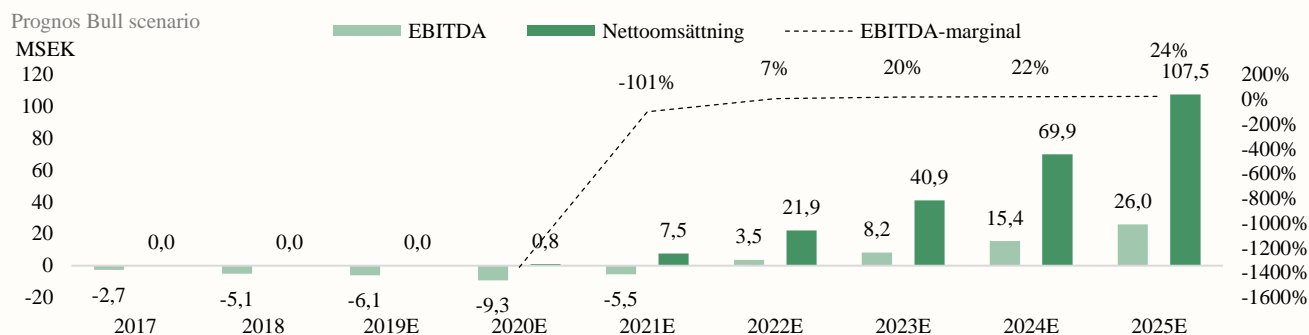
SKALBAR  
AFFÄRS-  
MODELL  
SLÅR  
IGENOM

I ett Bull scenario estimeras en lyckad marknads lansering följas upp av en snabbare marknads-penetration i form av en högre 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 ett tidigare godkännande av såväl kinesiska myndigheter som amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA, vilket skyndar på Calmarks estimerade lanseringsplan (se sida 9). I ett sådant scenario antas att registreringen i USA respektive Kina påbörjas två år efter initial 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 snabbare lansering och tillväxt av Bolagets initiala biomarkörstester avseende Bilirubin, Glukos och LDH möjliggör en accelererad försäljningsökning.
- Administrativa processer flyter på enligt plan överlag, samt specifikt på de stora marknaderna i form av USA och Kina.
- 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 värderingsmultipl.

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.



**8,5 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

I ett Bull scenario estimeras Calmark omsätta ca 70 MSEK år 2024 med en hög EBITDA-marginal om 22 %. Baserat på en målmultipl omkring P/S 4,5 p.g.a. högre tillväxt relativt Base, och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett fundamentalt nuvärde om ca 8,5 kr per aktie i ett Bull scenario.



# BEAR SCENARIO

## Bear scenario

CE-märkning av produkterna samt kommande kliniska studier är en viss riskfaktor, varför Analyst Group i ett Bear scenario utgår från att CE-märkningen av Bolagets produkter för vissa tester dröjer i ytterligare månader (t.ex. då för Glukos och LDH), 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  
OCH  
KONKURRENS  
HOTAR  
OMSÄTTNING-  
PROGNOSEN

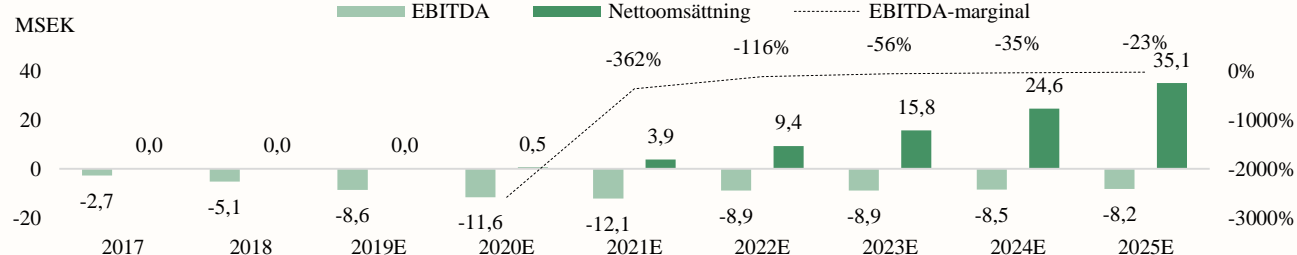
- Långa processer för att registrera produkterna i länder utanför EU, där detta ofta måste göras land för land.
- Långa processer för att sälja in produkterna, såväl för Calmark till distributörer som för distributörer till återförsäljare och mot slutkund. Detta styrs även delvis av marknadens mottagande 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.

2,8 KR  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

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 år 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 4 och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls ett fundamentalt nuvärde omkring 2,8 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

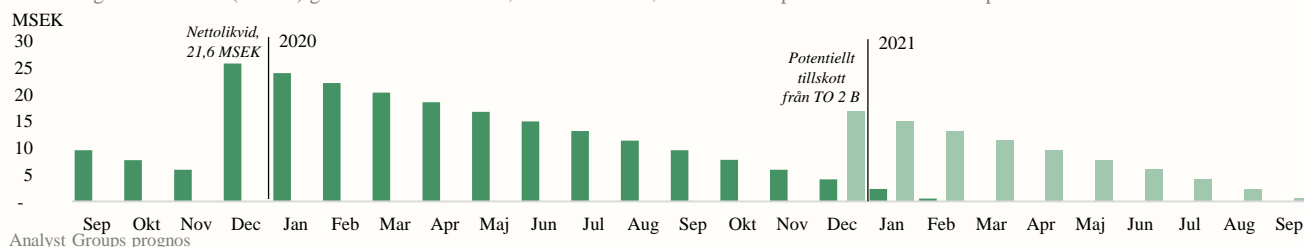


Analyst Groups prognos

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 november 2019 pågår en företrädesemission om ca 24 MSEK, där Calmark tillförs ca 21,6 MSEK efter emissionskostnader vilket därmed stärker kassan.

**Calmark är inte lönsamma idag, men har en bra kostnadskontroll och fyller under november 2019 på kassan via en företrädesemission.**

Utveckling likvida medel (MSEK) givet en burn rate om 1,8 MSEK/månad, med och utan potentiellt tillskott via optionsinlösen under december 2020



Analyst Groups prognos

# VD-INTERVJU, ANNA SÖDERLUND



## Det har minst sagt hänt mycket för Calmark under 2019. Vilka är enligt dig de viktigaste milstolparna som ni har uppnått och du vill belysa extra?

Oj det har som du säger hänt väldigt mycket och det är svårt att välja vilka milstolpar som varit viktigast! Men det är klart, framstegen i utvecklingsprojektet är naturligtvis grunden till allt så jag vill börja med dem!

Beslutet att prioritera upp testet för bilirubin och satsa på att CE-märka det före de andra biomarkörerna har inneburit att resurserna kunnat prioriteras och att detta utvecklingsprojekt den 8 oktober gick vidare till den sista fasen ”verifiering och validering” där även mindre kliniska studier ingår. Etikprövningsmyndigheten har godkänt vår ansökan avseende kliniska studier på nyfödda som kommer att utföras tillsammans med Sachska barnsjukhuset på Södersjukhuset och vi räknar med att studien för bilirubin är avslutad före årsskiftet.

Flera viktiga milstolpar har också uppnåtts i uppbyggnaden av en kostnadseffektiv produktion av produkterna. Redan i februari levererades de första engångstesterna från produktionslinjen för engångsartiklarna och i september togs första steget i automatisering av denna då de maskinerna för filtermontering levererades. Fler steg i automatiseringen kommer att tas för att säkerställa en låg enhetskostnad per test och det är bland annat därför vi genomför en företrädesemission just nu. Första läsarna levererades också i februari och under året har små justeringar gjorts av tekniken och mjukvaran.

I byggandet av bolaget har vi förstärkt organisationen inför lansering och försäljning. Först ut var rollen som Clinical Director som tillträdde i april och därefter rollen som International Sales Director som tillträdde i oktober. Söndering efter potentiella distributörer för nya marknader pågår och vi var närvarande vid den internationella mässan för medicinsk teknik, MEDICA, i mitten av november för att träffa aktörer som visat intresse för Calmark. Förhandlingar pågår fortsatt med Triolab avseende ett avtal om försäljningsrättigheterna i Norden och Baltikum.

Sist skulle jag ju också vilja nämna det hedersomnämmande vi fick av IPO-guiden, som anordnas av SvD Børsplus, där vi blev näst bästa mikrobolag 2018 i kategorin Kvalitet. I kategorin Kursutveckling placerade vi oss på femte plats (av totalt 29 bolag) som ett av de mikrobolag som haft en positiv kursutveckling efter noteringen.

## Kan du berätta lite mer om er egenutvecklade och unika testplattform Neo och vilket värde denna produkt kan bidra med inom vården?

Inom vården är det av stor vikt att snabbt och objektivt kunna bedöma tillståndet hos en nyfödd. Den första veckan i ett barns liv är en kritisk period och medicinska tillstånd som kräver behandling är relativt vanliga. Barnet kan heller inte själv förmedla hur det mår och det är därför vanligt förekommande att blodprov tas. Dessa måste i dagsläget skickas till sjukhuslaboratorier med en väntetid som följd.

I dagsläget finns det, enligt vår bedömning, inga PNA-produkter på marknaden som är primärt framtagna för vården av nyfödda barn. Tester på nyfödda, som har en högre andel röda blodkroppar, skiljer sig från vuxna patienter. Det är till exempel svårare att ta prov på nyfödda då blodkropparna lättare går sönder (hemolys) vilket då leder till att proverna måste tas om och på så vis ökar väntetiden. Vår produkt är anpassad efter nyfödda barns blod och har en högre tolerans mot hemolys än den nuvarande rutinmässiga laboratorieanalysen.

Generellt bidrar Calmark Neo till en tidsbesparing. Även utan problem med hemolys så tar det vid dagens laboratorieanalys cirka 1,5-2 timmar från beslut om provtagning till att svaret erhållits. Med vår produkt tar analysen några minuter.

Förutom detta kan produkten bidra med fördelar som varierar något mellan de olika biomarkörer som planeras att lanseras under 2020:

### ▪ Bilirubin

Bilirubin kan idag mätas genom huden eller med ett blodgasinstrument, men dessa metoder täcker inte behovet hos alla barn. Hudmätning fungerar endast upp till en viss nivå och däröver måste blodprov tas. Mätning med blodgasinstrument avslöjar inte eventuella skador på provet. Till skillnad från blodgasinstrument larmar Calmarks produkt användaren om blodprovet är skadat, och ger snabbare provsvar än de prover som skickas till laboratorium.

# VD-INTERVJU, ANNA SÖDERLUND

## ▪ Glukos

Flertalet PNA-mätare är specifikt framtagna för diabetespatienter och inte optimerade för de nyfödda barnens låga blodsockernivåer vilket ger en nedsatt mätnoggrannhet. Nyfödda barns höga nivå av röda blodkroppar kan också ge falskt låga blodsockervärden. Blodglukosnivåerna har visat sig sjunka med tiden och det är av största vikt att väntetiden mellan provtagning och analys är så kort som möjligt. Calmark Neo kan mäta mycket låga glukoshalter och kan som ensam PNA-produkt ge tillförlitliga analysvar inom några minuter invid patienten. Den är lätt att använda, säker och kostnadseffektiv.

## ▪ LDH

LDH-test finns idag inte som patientnära testmetod. Förlossningsavdelningarna i Sverige använder i dagsläget endast i mindre utsträckning LDH för bedömning och det sker då via analys på ordinarie sjukhuslaboratorium, vilket kan ta upp till flera timmar att få svar på. För att identifiera barn med allvarlig syrebrist och risk för hjärnskador används idag ett blodgasprov (som påvisar vilket pH barnets blod har) i kombination med kompletterande klinisk bedömning av olika kriterier.

I en svensk studie av nästan 13 000 förlossningar, uppfyllde inget av de barn som utvecklade en hjärnskada detta kriterium (pH <7,0). Även uppföljningar av barn som fått kylbehandling visar att LDH är förhöjt hos samtliga barn som fått behandlingskrävande syrebrist medan pH-värdet mätt med blodgasinstrument i flera fall var helt normalt. Med Calmarks patientnära metod erbjuds sjukvården en mätmetod som är tillförlitlig och som i ett kritiskt läge snabbt kan identifiera de nyfödda barn som behöver kylbehandlas.

**Ni adresserar ju en marknad av minst sagt omfattande storlek. Skulle du kunna ge någon illustration kring hur stor ni bedömer att er adresserbara marknad är under de kommande åren?**

Vi uppskattar att cirka 20 procent av alla nyfödda barn kommer att ha nytta av att testas med en eller flera av våra produkter och att vissa barn kommer att behöva testas mer än en gång. Detta ger en total marknad på ca 140 miljoner tester per år globalt. Som exempel kan vi ta USA, där det årligen tas bilirubin-blodprov på över 40 procent av alla nyfödda. Av dessa uppvisar cirka 18 procent av barnen förhöjda värden.

Den globala marknaden för alla PNA-instrument på alla typer av diagnoser uppgick år 2017 till cirka 13,87 miljarder USD och bedöms växa till att år 2026 uppgå till cirka 23,92 miljarder USD.

Den totala världsmarknadspotentialen för produkten bedömer Calmarks styrelse uppgår till cirka 4,5 miljarder SEK per år.

**Ni genomför nu en företrädesemission om ca 24 MSEK, hur avser ni använda emissionslikviden?**

Kapitalet från företrädesemissionen, inklusive inlösen av teckningsoptioner, planeras användas för fortsatt produktionseffektivitet i form av investeringar i produktionslinjen för engångsartikeln, forsknings- och utvecklingsarbete inklusive kliniska prövningar, försäljnings- och marknadsföringsinitiativ samt pågående kostnader för drift och kapitalbuffert. Det är vår bedömning att emissionen täcker rörelsekapitalbehovet för de investeringar som planeras under de kommande två åren. Därefter ska Calmark kunna bära sina egna kostnader.

**Kan du nämna tre anledningar till varför Calmark är en bra investering idag?**

Calmark går nu in i slutfasen av utvecklingsprojektet efter mer än tio års forskning och knäckfrågorna runt teknik och produktion är lösta, det finns ett genuint intresse för produkterna från kommande kunder och CE-märkningen ligger runt hörnet.

I dagsläget finns inga direkta konkurrenter inom PNA och vi vill utnyttja vårt försprång till att komma ut på den globala marknaden snarast möjligt. Genom att tidigarelägga en del av investeringarna i produktionen kan vi sänka tillverkningskostnaden för engångsartiklarna och därmed markant öka våra bruttomarginaler. Så vi har ett starkt business case.

Som om inte det skulle räcka så har Calmark angelägna produkter som verkligen kan göra skillnad i vården av nyfödda, särskilt i delar av världen där sjukhuslaboratorier saknas. En investering som är bra för både hjärna och hjärta.

# 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 styrelseordförande i Valetudor Development AB och styrelsemedlem i Redacta Science AB.

**Antal aktier i Calmark: 1 123 648 st.**

## 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: 3 400 st.**

## 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**

## 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 Hök Instruments, numera en del av Senseair AB, och därtill även Medfield Diagnostics (publ.).

**Antal aktier i Calmark: 118 388 st.**

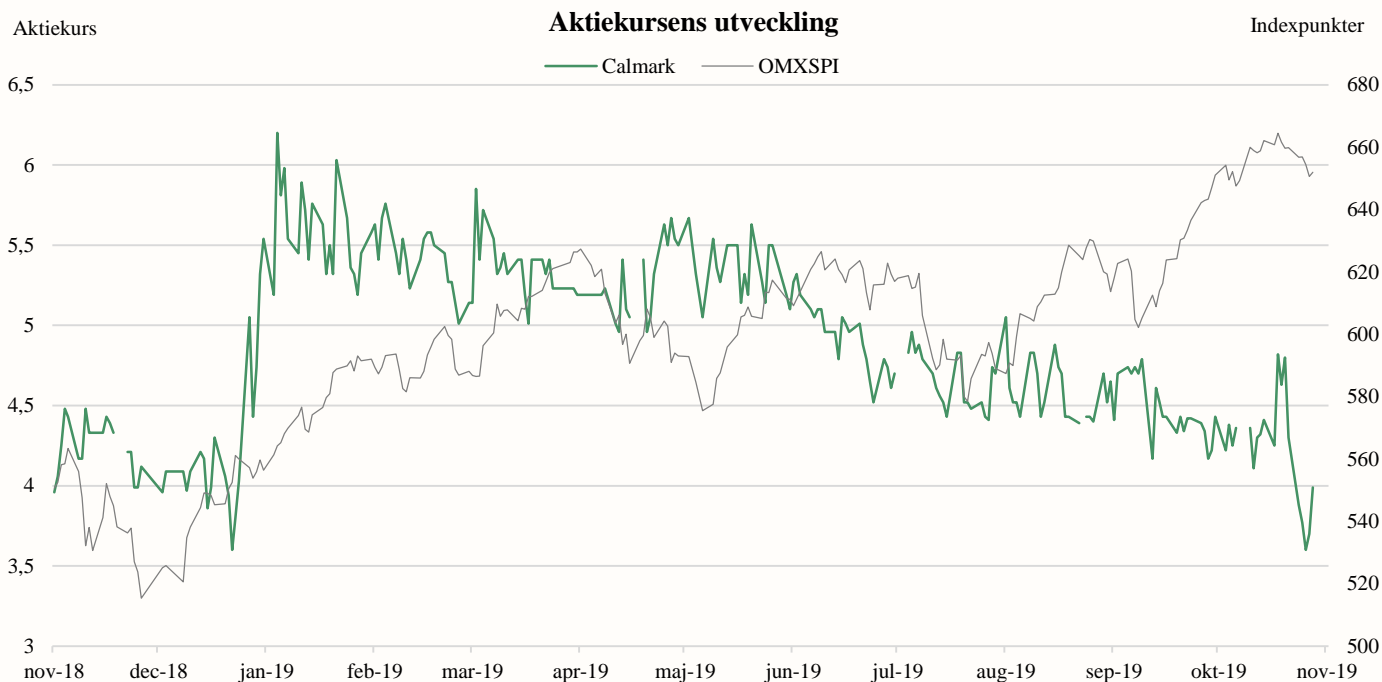
## Sara Lindmark Wili-Blomé, CFO



Sara är CFO i Bolaget sedan april 2019. Hon har en gedigen bakgrund som CFO och controller inom främst design- och produktionsbolag, såsom RNB Retail and Brands, men även från privata aktörer inom det svenska skolväsendet. Hon har en omfattande erfarenhet av att arbeta i miljöer som präglas av snabb och kontinuerlig förändring och har innehaft flertalet ledande positioner inom såväl startups som redan etablerade bolag. Sara är deltidslitad konsult.

**Antal aktier i Calmark: 0**

## APPENDIX



	2017	2018	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19
Nettoomsättning	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aktiverat arbete för egen räkning	0	995 140	0	409 770	325 971	259 399	418 272	2 616 775	708 077
<b>Totala intäkter</b>	<b>0</b>	<b>995 140</b>	<b>0</b>	<b>409 770</b>	<b>325 971</b>	<b>259 399</b>	<b>418 272</b>	<b>2 616 775</b>	<b>708 077</b>
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	0	0	17 904	0	0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>0</b>	<b>995 140</b>	<b>0</b>	<b>409 770</b>	<b>325 971</b>	<b>259 399</b>	<b>436 176</b>	<b>2 616 775</b>	<b>708 077</b>
<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>	<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	-3 541 168	-1 198 773
Personalkostnader	-974 555	-2 501 880	-262 455	-801 655	-639 006	-798 765	-1 005 223	-1 295 590	-959 216
Övriga rörelsekostnader			0	0	0	0	-1 386	-843	-1 026
<b>EBITDA</b>	<b>-2 738 810</b>	<b>-5 129 424</b>	<b>-839 679</b>	<b>-1 614 035</b>	<b>-859 678</b>	<b>-1 816 031</b>	<b>-1 701 761</b>	<b>-2 220 826</b>	<b>-1 450 938</b>
<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>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Av- och nedskrivningar	-29 043	-20 784	-7 261	-7 261	-2 421	-3 842	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-2 767 853</b>	<b>-5 150 208</b>	<b>-846 940</b>	<b>-1 621 296</b>	<b>-862 099</b>	<b>-1 819 873</b>	<b>-1 701 761</b>	<b>-2 220 826</b>	<b>-1 450 938</b>
<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>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Finansnetto	-167 523	-212 633	-55 903	-54 952	-53 001	-49 305	-45 484	-43 400	-39 823
<b>EBT</b>	<b>-2 935 376</b>	<b>-5 362 841</b>	<b>-902 843</b>	<b>-1 676 248</b>	<b>-915 100</b>	<b>-1 869 178</b>	<b>-1 747 245</b>	<b>-2 264 226</b>	<b>-1 490 761</b>
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-2 935 376</b>	<b>-5 362 841</b>	<b>-902 843</b>	<b>-1 676 248</b>	<b>-915 100</b>	<b>-1 869 178</b>	<b>-1 747 245</b>	<b>-2 264 226</b>	<b>-1 490 761</b>
<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>	<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](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 **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](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)