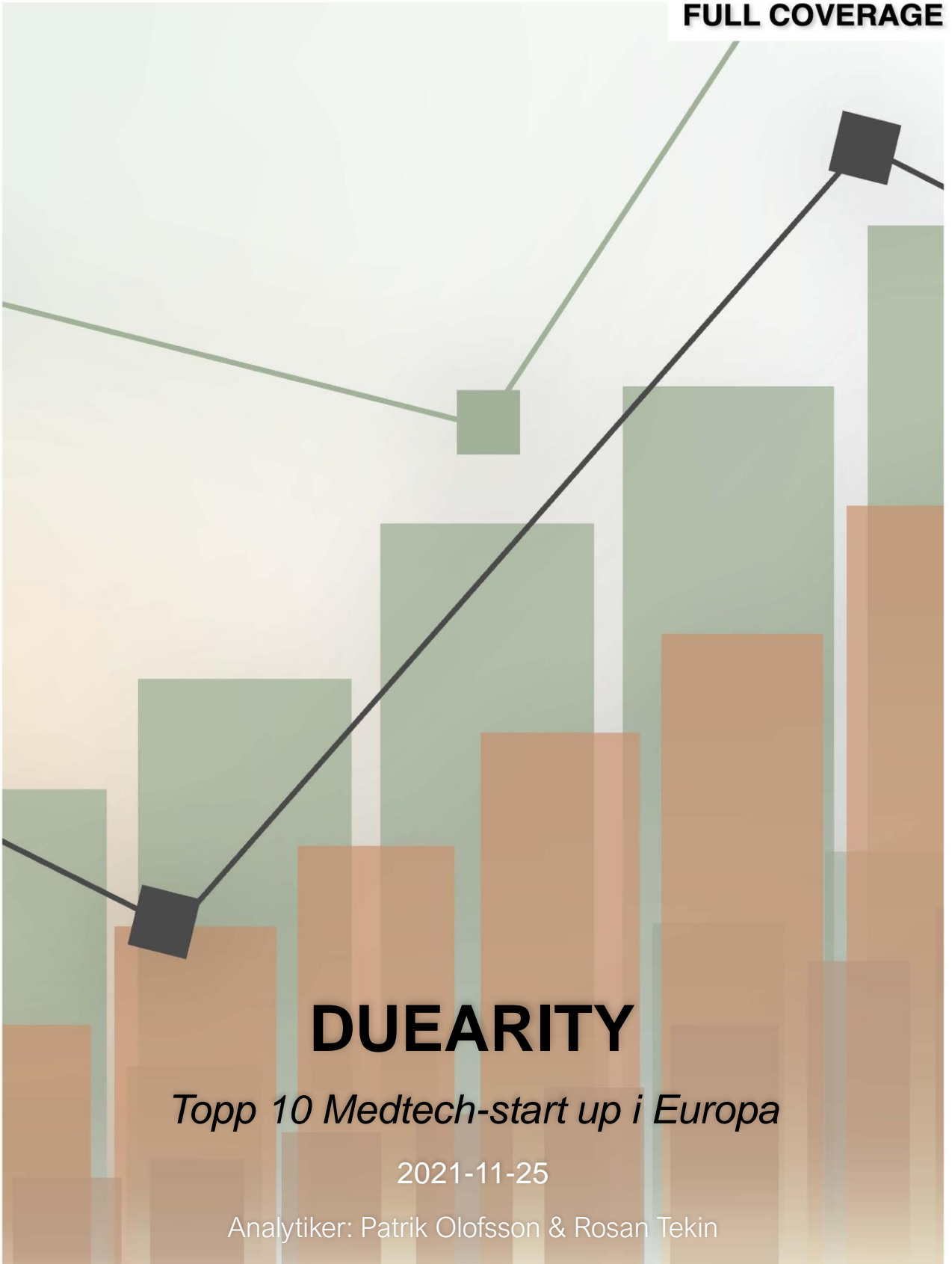


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## DUEARITY

*Topp 10 Medtech-start up i Europa*

2021-11-25

Analytiker: Patrik Olofsson & Rosan Tekin

**Analyst Group grundades 2014**, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

**Idag är Analyst Group** ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

# DUEARITY (DEAR)

## TOPP 10 MEDTECH-START UP I EUROPA



Duearity AB ("Duearity" eller "Bolaget") har kvalat in på Topp-10-listan för de mest intressanta Medtech-bolagen i Europa – vilket fått aktien att minst sagt klättra uppåt. Därefter har Duearity presenterat sin Q3-rapport, vilken var linje med våra förväntningar och bekräftar att utvecklingsarbetet av Tinearity fortskrider enligt plan. Fokus närmast är den CE-märkningsprocess som Bolaget ska gå igenom innan Tinearity är klart för kommersialisering. Med hänsyn till att Duearity har inlett ett samarbete med en certifieringspartner för att få Tinearity godkänd för lansering räknar vi med att Bolaget erhåller CE-märkning under H2-21, förbeställningar under H1-22 och att omsättningen tills år 2025 har stigit till 162 MSEK. Utifrån en tillämplad målmultipel och diskonteringsränta ger det ett nuvärde om 21,5 kr per aktie i ett Base scenario.

### Kostnadsutveckling enligt budget

Under Q3-21 uppgick Duearitys totala rörelsekostnader till -3,9 MSEK (-4,2), vilket är i linje med Q2-21. Sett till kassan minskade denna från 22,4 MSEK till 18,6 MSEK mellan Q2-21 och Q3-21, d.v.s. -1,3 MSEK/månad. I och med att utvecklingen av produkten är så gott som klar förväntar vi oss att Duearitys kapitalförbrukning (*burn rate*) kommer minska, och att Bolaget i kombination med försäljning kommer vara finansierade tills en bit in på 2023.

### Planer för Nordamerika

Duearity arbetar även vidare med det regulatoriska arbetet för att kunna slå sig in på den nordamerikanska marknaden och har som målsättning att lämna in den så kallade tekniska filen till FDA i USA under 2022. Analyst Group ser målsättningen som realistisk då mycket av förarbetet redan är gjort inför CE-märkningen och all dokumentation redan finns på plats. Vidare ser Analyst Group att Duearity troligen kommer gå via den så kallade *510(k) pathway*, även kallat FDA-clearance. Detta innebär att om Bolaget kan demonstrera att Tinearity är "substantiellt ekvivalent" med en redan legalt marknadsförd produkt som finns på marknaden, erhålls clearance för kommersiell försäljning.

### +150 000 besökare på årsbasis

Duearity har kunnat uppvisa tiotusentals besökare på sin hemsida och i samband med Q3-rapporten framgår det att antal besökare på årsbasis nu uppgår till ca 150 000, detta trots nedskärningar i den digitala marknadsföringen. Vi ser det som ett styrkebesked inför kommande lansering och tecken på ett högt intresse för produkten finns.

### Ett antal milstolpar i sikte kommande kvartal

CE-märkning, marknads lansering i Europa och ansökan till FDA i USA – detta är några av de tänkbara värde drivarna under de kommande 6-12 månader. Därefter förväntar vi oss ett fullskaligt fokus på att successivt öka försäljningen, med start under H1-22, varefter Bolaget kan röra sig mot ett positivt rörelseresultat på kvartalsbasis.

## AKTIEKURS | 19,2 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2024 ÅRS PROGNOIS

<b>BEAR</b> 8,1 kr	<b>BASE</b> 21,5 kr	<b>BULL</b> 25,0 kr
-----------------------	------------------------	------------------------

*Diskonterad värdering (nuvärde) på 2024 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.*

DUEARITY AB						
Senast betalt 2021-11-24 (SEK)	19,2					
Antal Aktier (st.)	13 486 204					
Market Cap (MSEK)	258,9					
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-18,6					
Enterprise Value (MSEK)	240,3					
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.					
Lista	Nasdaq First North Growth Market					
UTVECKLING						
1 månad	+127,5 %					
3 månader	+189,8 %					
1 år	n.a.					
YTD	n.a.					
HUVUDÄGARE (2021-09-30, KÄLLA: HOLDINGS)						
Footloose Invest AB (Peter Arndt)	39,2 %					
JeGol Group AB	15,2 %					
Häkull Adventure Capital AB (Fredrik Westman)	6,5 %					
Nordnet Pensionsförsäkring	2,0 %					
Avanza Pension	1,7 %					
VD OCH ORDFÖRANDE						
Verkställande Direktör	Fredrik Westman					
Styrelseordförande	Rom Mendel					
FINANSIELL KALENDER						
Bokslutskommuniké 2021	2022-02-24					
PROGNOS (BASE), MSEK						
Nettoomsättning	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
	0,0	0,0	7,3	23,6	73,9	161,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>5,8</b>	<b>18,4</b>	<b>58,1</b>	<b>127,9</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	79%	78%	79%	79%
Rörelsekostnader	-0,4	-14,8	-17,0	-20,9	-38,5	-57,8
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-14,7</b>	<b>-11,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>19,5</b>	<b>70,1</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	26%	43%
P/S	n.a	n.a	35,3	11,0	3,5	1,6
EV/S	n.a	n.a	32,7	10,2	3,3	1,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	12,3	3,4

# INVESTERINGSIDÉ

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

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

3 000  
KUNDER  
ÅR 2022...  
↓  
60 000  
ÅR 2025

## Användarvänlighet och närhet till kunderna kan bli avgörande

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

## Triggers under kommande 12-36 månader

I samband med noteringen på First North tillfördes Duearity ca 21 MSEK, där majoriteten av likviden är öronmärkt för bl.a. slututveckling av Tinearity, verifiering, validering, CE-märkning och produktion av de första batcherna. Parallellt med detta arbetar Duearity aktivt med marknadsföring och *Pre-sales*. Vi räknar med att detta, i samband med att Tinearity förväntas vara CE-märkt omkring halvårsskiftet 2022, resulterar i en snabbare tillväxt. Försäljningen ska ske dels genom en egen e-handelslösning, vilket ger en starkare kundrelation, dels genom kompletterande återförsäljare som t.ex. apotek och behandlingskliniker. Sett enbart till Sverige bedömer vi, enligt våra egna beräkningar, att Duearitys totala adresserbara marknaden uppgår till över 1 mdSEK i årlig försäljning och då tinnitusdrabbade personer generellt har en hög benägenhet och vilja att söka efter nya lösningar och hjälpmedel, finns förutsättningarna för Duearity att kunna växa snabbt om Bolaget får gehör för sin produkt. Utöver lanseringen av Tinearity pågår utvecklingsarbetet med AI-lösningen kopplad till Tinearity, vilken förväntas vara färdigutvecklad 2023 och lanserad under år 2024. Bolaget tittar även på möjligheten att ansöka om tillstånd för försäljning av Tinearity i USA under 2022. Det finns således flertalet triggers att se fram emot under kommande 12-36 månader.

## Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning öka från år 2022 för att under helåret uppgå till en omsättning om ca 7 MSEK, och därefter stiga till 74 MSEK och 162 MSEK år 2024 respektive år 2025. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är hur pass snabbt *pre-sales* och förbeställning kan ske under H1-22, såväl som mottaganden från kunder. Baserat på en målmultipel om P/S 5 på 2024 års försäljning, och en diskonteringsränta om 10 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 21,5 kr.

## Produktlansering och bredare accept bland kunder kvarstår

Tinearity ska ännu CE-märkas och det finns en risk att processen med den *Notified Body* som ska ge själva utfärdandet kan dröja, t.ex. om fler följdfrågor än väntat dyker upp. Det skulle i sin tur försena försäljningsstarten, så tillika efterföljande tillväxt. I ett sådant läge skulle Duearity kunna dra fördel av sin idag slimmade organisation, där låga fasta kostnader gör att tillgänglig likviditet kan tillvaratas effektivt. Dock, i ett sådant scenario, finns en risk att aktien tappas momentum, och om försäljningsökningen blir alltför sen kan ytterligare kapitalanskaffning komma att behövas, med risk för ofördelaktiga villkor. Kassan vid Q3-21 uppgick i 18,6 MSEK, och givet en *burn rate* om -1,3 MSEK/månad, skulle Bolaget vara finansierade tills Q4-22. Bolaget har dock kommunicerat att produktutvecklingen i stort är klar, och således finns utrymme att för en faktiskt lägre kapitalförbrukning.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

## MILSTOLPAR

- Eget *Proof of Concept* kring produktversion I
- Produktversion II färdigställd jan-21
- Q1-22: *Pre-sales* och förbeställning av Tinearity
- CE-märkning & försäljningsstart vid Halvårsskiftet 2022
- Duearitys mål för antal kunder år 2022: 3 000
- Duearitys mål för antal kunder år 2025: 60 000

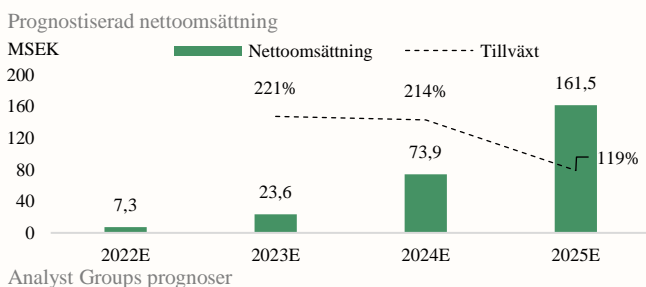
# FINANSIELL PROGNOSE

## Omsättningsprognos åren 2021-2025

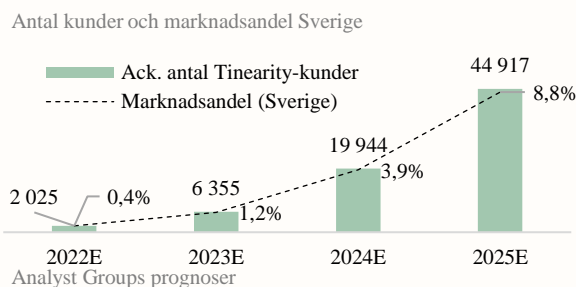
### AFFÄRS- MODELL MED ÅTERKOMMANDE INTÄKTER

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

### Duearity förväntas börja generera intäkter under 2022.



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

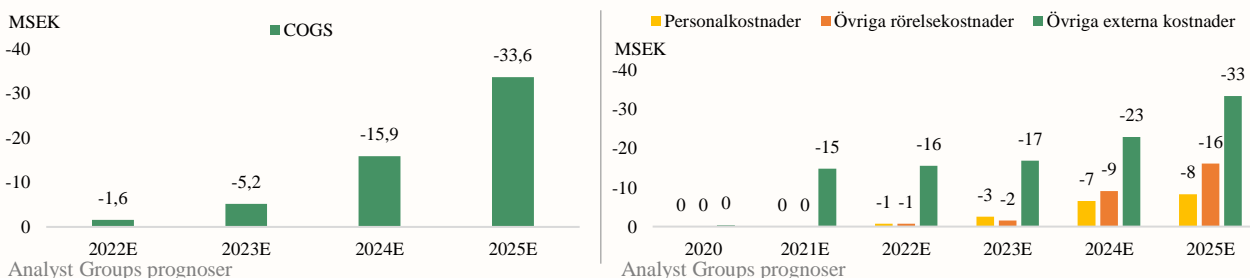


## Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2024

### 75-85 % BRUTTO- MARGINAL

Över tid förväntas COGS utgöra en större del av Bolagets totala kostnadsbas. Enligt Duearity beräknas produktmarginalen uppgå till ca 600 % för ljudgeneratorerna och ca 400 % för endagsplåstren, vilket, utifrån den prissättningen som vi antagit, innebär en bruttomarginal omkring 85 % respektive 75 %. Personal antas utgöra en mindre andel av kostnaderna och i dagsläget är VD Fredrik Westman den enda anställda i Bolaget. Vi estimerar att personalstyrkan kommer öka först från år 2022, givet att försäljningen börjat ta fart. Eftersom försäljningen till stor del förväntas ske via egen e-handel räknar vi med att digital marknadsföring och liknande investeringar kommer att vara nödvändiga i allt högre grad för att dels skapa, dels bibehålla, en stigande försäljning. De externa kostnaderna, vilket innefattar bl.a. detta, estimeras utgöra ca 37 % av den totala kostnadsbasen år 2025.

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



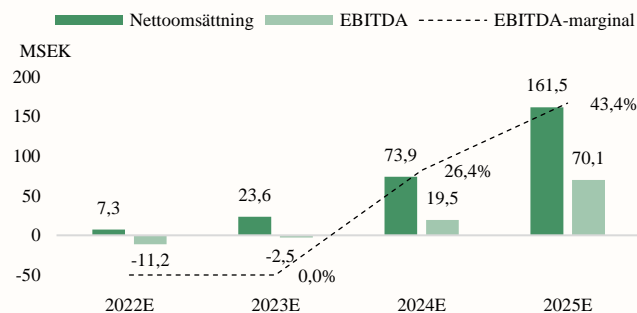
# VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för Duearity.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter	0,0	0,2	7,3	23,6	73,9	161,5
COGS	-1,0	0,0	-1,6	-5,2	-15,9	-33,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>5,8</b>	<b>18,4</b>	<b>58,1</b>	<b>127,9</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	78,9%	78,1%	78,5%	79,2%
Externa kostnader	-0,4	-14,8	-15,5	-16,8	-22,9	-33,4
Personalkostnader	0,0	0,0	-0,7	-2,5	-6,5	-8,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-9,1	-16,1
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-14,7</b>	<b>-11,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>19,5</b>	<b>70,1</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	26,4%	43,4%

Analyst Groups prognoser



## Värdering: Base scenario

Under 2022 ska produkten CE-märkas, parallellt med marknadsförberedande aktiviteter. Försäljningsstart estimeras under H2-22, med *pre-sales* under H1-22. 2023 förväntas vara det första året där Bolaget visar lönsamhet på månadsbasis. Till följd av en förväntan om hög tillväxt utgår värderingen från försäljningen, där en P/S-multiplik appliceras. I dagsläget saknar Duearity, enligt Bolaget, noterade konkurrenter men generellt kan det sägas att P/S-multiplik för HealthCare-bolag i tidig fas är höga, till följd av en initialt låg eller obefintlig omsättning. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplik att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. För Duearity appliceras en målmultiplik om P/S 5x på 2024 års försäljning om 74 MSEK. Om Duearity är framgångsrika i sin expansion kommande tre åren, borde det resultera i en försäljnings- och resultatmässig effekt redan under 2022-2024, vilket då skulle ses som ett bevis på att Bolaget dels har ett attraktivt kunderbjudande, dels förmågan att nå ut brett i marknaden. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 10 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2024 resulterar i ett fundamentalt nuvärde per aktie om 21,5 kr idag i ett Base scenario.

**21,5 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

### Bull scenario

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

- CE-märkningen kommer på plats under H1-22, vilket parallellt med lyckade *pre-marketing* kampanjer under resten av året gör att försäljningen kan komma igång redan under Q2-22 och med bra volym från H2-22.
- Hur kunder upplever produkten jämfört med nuvarande alternativ kommer vara avgörande och i ett Bull scenario når Tinearity en bred acceptans på den svenska marknaden. I ett sådant läge bör Duearity som bolag snabbt nå positiva marginaler, vilket ska kunna ske redan vid 1 600 kunder.
- Med en initialt lyckad satsning inom befintliga marknader kan det finnas utrymme för Duearity att expandera till ytterligare, t.ex. inom fler länder i Europa.

Givet en diskonteringsränta om 10 % och en målmultiplik om P/S 5 på 2024 års försäljning om 90 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 25 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.<sup>1</sup>

### Bear scenario

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

- En CE-märkning kan försenas, t.ex. om följdfrågor och ytterligare kompletteringar begärs. Det i sin tur skulle resultera i en uppskjuten lansering och tillika tillväxt. En CE-märkning bör dock, enligt vår bedömning, kunna komma på plats även i ett Bear scenario, och då senast under H2-22.
- Tinearity har tills dags dato endast testats i begränsad skala *in-house* och ska ännu genomgå mindre korrigeringar, samt möta den breda konsumentmarknaden. Även om produkten har fördelar mot dagens lösningar, ligger den allmänna kundacceptansen längre fram i tiden, vilket utgör en risk.
- Om tillväxten försenas, eller produkten inte tas emot lika väl som väntat, finns det stor risk till ytterligare extern kapitalanskaffning.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultiplik om P/S 5 samt en diskonteringsränta om 10 % motiveras ett nuvärde per aktie om 8,1 kr i ett Bear scenario.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Se Appendix sida 8 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

# INTERVJU MED VD FREDRIK WESTMAN

---



**Tredje kvartalet för 2021 är avklarat och rapporten är publicerad. Vad vill du lyfta fram som har gått särskilt bra nu under hösten, och vad tycker du att ni hade kunnat göra bättre?**

Jag vill lyfta fram två saker som gått bra under hösten. För det första har vi blivit kontaktade av många personer med tinnitus som visat stort intresse för vår kommande produkt. Detta har i sig skapat en trygghet i bolaget. Det låter säkert som en klyscha, men vi märker av nyfikenhet och ett stort intresse från personer i såväl Europa som övriga världen som känns positivt. För det andra blev utfallet av vårt användartest mycket bra. Jag upplever att vi säkerställt att kunderna kommer att få hemskickat en produkt, Tinearity, som är enkel att förstå och att använda.

Visst har det begåtts misstag på vägen och det finns såklart saker som vi kunnat göra bättre, så är det i produktutvecklingsprojekt. Men sett mot bakgrund av att det tagit ungefär 18 månader från det att vi startade projektet till att färdigställa en medicinteknisk produkt så är jag mycket nöjd.

**Hur ser situationen ut gällande produktionen och vitala komponenter framgent, har ni lyckats säkerställa nödvändig materiel i den mån ni önskat?**

I nuläget har vi säkerställt såväl komponenter som produktion av Tinearity. Medicinteknik är oerhört reglerat, till exempel vad gäller vilka plaster som får användas, elektronik och mycket annat. Lägg därtill den globala halvledarbristen. Men vi har noggrant analyserat alla dessa väsentliga faktorer tillsammans med våra producenter, fattat de beslut som krävs och säkerställt att producenterna har komponenter och material för att vi ska kunna leverera till kunder under 2022.

Produktion av medicintekniska produkter är av många olika skäl synnerligen komplext. Men vi startade förhållandevis tidigt och därmed har vi minskat riskerna för produktionsproblem. Så i nuläget anser jag att vi har både bra överblick och kontroll och inte minst en plan hur vi ska trappa upp produktionen under 2022 och 2023.

**Berätta lite mer om er strategi för den nordamerikanska marknaden. Vilka möjligheter och utmaningar ser ni i förhållande till hur ni har hanterat den nordiska/europeiska marknaden?**

Jag har en tydlig bild av vilka alternativ vi har för att introducera Tinearity i USA efter ett FDA-godkännande och sammantaget så tycker jag att det ser lovande ut.

Vad gäller marknadsföring och försäljning så kommer det att finnas stora likheter. Vår digitala pre-marketing som startade i februari och som enbart riktades mot Europa har gett bra effekt även i USA. Och gensvaret efter att upphovsmannen till Tinearity och en av grundarna av bolaget, Peter Arndt, intervjuades av en audionom i en amerikansk podcast var mycket positivt.

Vi har en bra bild av hur marknadskommunikationen och försäljningen kan genomföras. Vi har också, efter att ha fört samtal med aktörer i USA, kunnat konstatera att prisbilden lämpar sig väl för USA och fått en bra bild av hur vi ska bygga en organisation.

**Med tanke på den position som Duearity befinner sig i idag, vilka faktorer tycker du är viktigast att bevaka framgent som investerare i bolaget utöver CE-märkningen?**

Den absolut viktigaste faktorn är resultatet av vår pre-sale som startar i januari/februari. Den kommer att ge en indikation på hur fort vi kan uppnå vår målsättning gällande försäljning och ekonomiskt resultat för 2022.

Den 25 november 2021

## APPENDIX

Base scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	7,3	23,6	73,9	161,5
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>7,3</b>	<b>23,6</b>	<b>73,9</b>	<b>161,5</b>
COGS	-1,0	0,0	-1,6	-5,2	-15,9	-33,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>5,8</b>	<b>18,4</b>	<b>58,1</b>	<b>127,9</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	78,9%	78,1%	78,5%	79,2%
Övriga externa kostnader	-0,4	-14,8	-15,5	-16,8	-22,9	-33,4
Personalkostnader	0,0	0,0	-0,7	-2,5	-6,5	-8,3
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,7	-1,6	-9,1	-16,1
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-14,7</b>	<b>-11,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>19,5</b>	<b>70,1</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	26,4%	43,4%
Base scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a	n.a	35,3	11,0	3,5	1,6
EV/S	n.a	n.a	32,7	10,2	3,3	1,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	12,3	3,4
Bull scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	10,5	34,1	89,7	207,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>10,5</b>	<b>34,1</b>	<b>89,7</b>	<b>207,4</b>
COGS	-1,0	0,0	-2,2	-7,3	-18,0	-38,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>8,3</b>	<b>26,9</b>	<b>71,7</b>	<b>168,9</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	78,9%	78,7%	80,0%	81,5%
Övriga externa kostnader	-0,4	-14,1	-15,1	-18,7	-25,3	-39,5
Personalkostnader	0,0	0,0	-0,8	-4,4	-8,8	-11,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,1	-1,3	-9,6	-19,1
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-13,9</b>	<b>-7,8</b>	<b>2,5</b>	<b>27,9</b>	<b>99,2</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	7,3%	31,1%	47,8%
Bull scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a	n.a	24,7	7,6	2,9	1,2
EV/S	n.a	n.a	23,0	7,0	2,7	1,2
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	96,1	8,6	2,4
Bear scenario, MSEK	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	0,0	4,0	12,3	26,9	34,2
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>4,0</b>	<b>12,3</b>	<b>26,9</b>	<b>34,2</b>
COGS	-1,0	0,0	-0,8	-2,7	-5,8	-7,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,2</b>	<b>3,1</b>	<b>9,6</b>	<b>21,2</b>	<b>26,9</b>
Bruttomarginal	n.a	n.a	78,7%	77,8%	78,5%	78,7%
Övriga externa kostnader	-0,4	-15,3	-15,7	-16,5	-17,9	-18,7
Personalkostnader	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-2,3	-2,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,4	-1,2	-2,7	-3,4
<b>EBITDA</b>	<b>-1,3</b>	<b>-15,1</b>	<b>-13,3</b>	<b>-9,0</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,2</b>
EBITDA-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	6,3%
Bear scenario, nyckeltal	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	n.a	n.a	N/M	21,0	9,6	7,6
EV/S	n.a	n.a	N/M	19,5	8,9	7,0
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	110,8



# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

## Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

## Övrigt

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

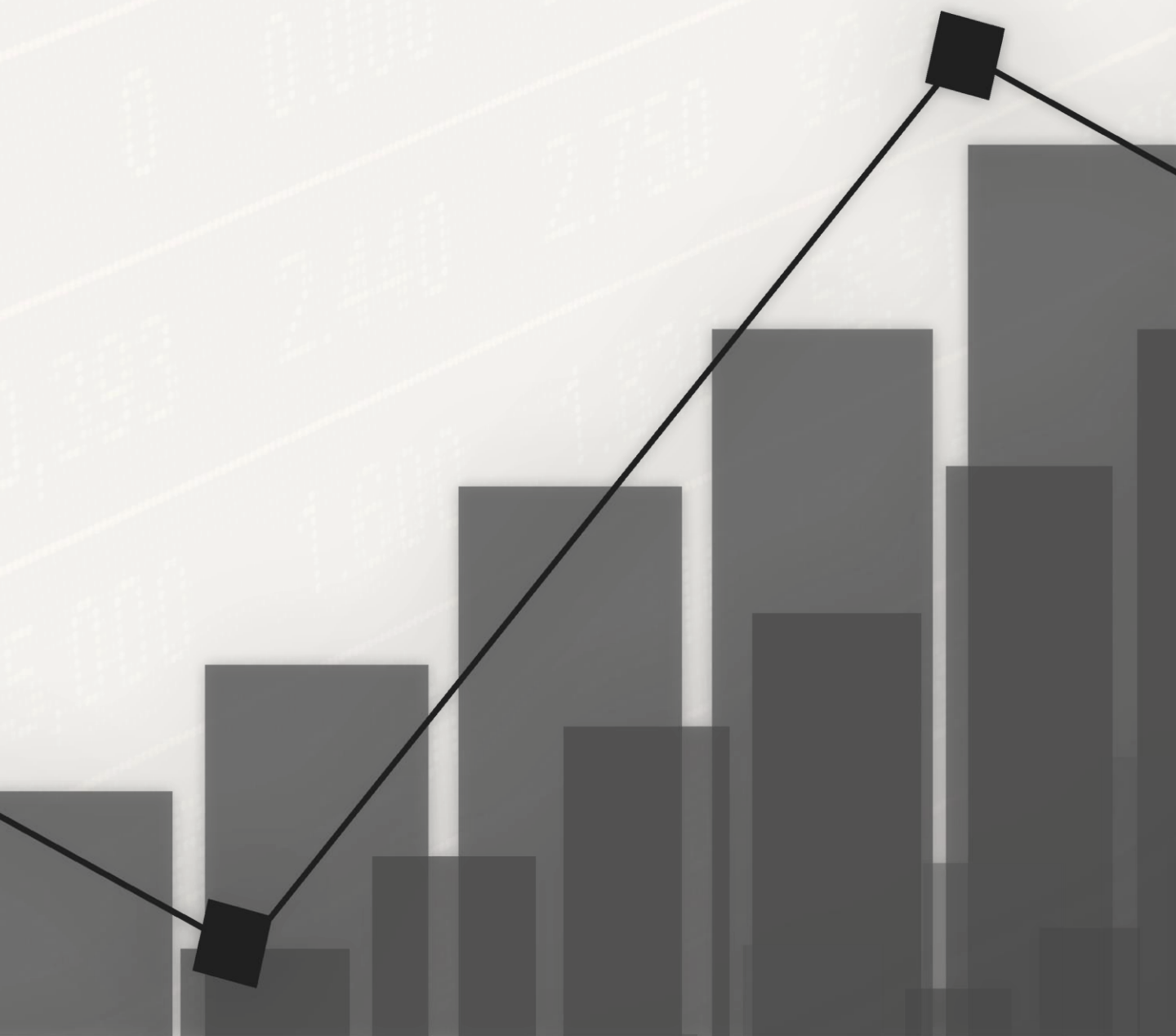
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm