



UPPDRAKSANALYS  
26 juni 2018

# BRIGHTER

## ANALYSGUIDEN

# Innehåll

<b>Potentialen kvarstår</b> .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse .....	3
Ägare .....	3
Finansiell ställning .....	3
Potential .....	3
Risk.....	3
Om Brighter .....	4
Leveranser av Actiste® i korten .....	4
Kort om Diabetes.....	5
Egenvård diabetes.....	5
Actiste®.....	6
Användarfördelar .....	6
Köpare .....	6
The Benefit Loop™ .....	7
Marknad och konkurrenter .....	7
Marknad för diabetesenheter .....	8
Marknad för mobil hälsa i kraftig tillväxt .....	9
Konkurrens inom behandlingsverktyg .....	10
Andra diabetesbolag inom digital hälsa.....	11
Actistes® plats på marknaden .....	12
Prognoser.....	12
Vägen till marknaden och försäljning.....	12
Även en låg marknadspenetration betyder stora intäkter .....	13
Bakomliggande faktorer för bolagets utveckling .....	16
Nya potentiella länder för tillväxt .....	18
USA – fetma ett stort problem .....	19
Mexiko – en epidemi pågår.....	21
Finansiering.....	23
Avtal med L1 Capital ökar visibilitet.....	23
Värderingsansats.....	24
Relativvärdering pekar på potential .....	25
Värdering – basscenario.....	26
Värdering – BASE – BULL - BEAR.....	26
Ägare och ledande befattningshavare.....	28
Ägarstruktur.....	28
Ledning och Styrelseordförande .....	29
Disclaimer.....	30

# Potentialen kvarstår

**Brighter fortsätter att arbeta för att kunna leverera Actiste® när CE-märkningen blir klar. De fortsätter att bredda antalet säljkanaler och ingår samarbeten för att snabbt kunna nå ut på marknaden. Styrelse och ledningsgrupp har förstärkts inför den fortsatta satsningen.**



Actiste® är Brighters allt-i-ett abonnemangstjänst som avser att underlätta egenvården av diabetes. Potentialen anses vara större både i antal patienter och i tillväxt på de andra initiala fokusmarknaderna Indonesien och Thailand men signalvärdet på avtal och lansering i Sverige är stort. Bolaget har ytterligare vidgat försäljningskanalerna från de tidigare mobiloperatörerna till att täcka sådana aktörer som försäkringsbolag och andra relevanta vårdnadsgivare.

CE-certifieringen är ett nödvändigt steg innan tjänsten kan nå marknaden och som vi har diskuterat i vår tidigare analys fanns det risk för förseningar. Det har nu också inträffat, vilket dock inte ska överdrivas. I det långsiktiga scenariot betyder denna försening inte så mycket annat än att det ökar risken för en något senare start av leveranser än vad vi tidigare förväntade oss. Marknaden för Actiste® är betydande och vi bedömer att bolagets produkt fyller en lucka mellan de enkla och de mer komplexa lösningar som idag finns på marknaden. Lyckas bolaget etablera Actiste är uppsidan mycket stor och kan dessutom bana väg för andra applikationer för kroniska sjukdomar på Brighters plattform. Intressant att notera är att bolaget har fortsatt att stärka organisationen för att kunna leverera enligt plan. Även ledning och styrelse har stärkts för att kunna motsvara kraven som ställs vid ett listbyte.

Sedan vår senaste uppdatering under förra året har aktiekursen varit volatil. I vårt basscenario ser vi ett värde på 9,5 kronor per aktie. I ett mer optimistiskt bullscenario beräknas värdet per aktie till 13,6 kronor och i ett mer defensivt bearscenario till 7,0 kronor. Temperaturen i aktien kan komma att stiga när CE-märkningen är klar och leveranser börjar att närma sig.

## Utfall och prognoser, basscenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Intäkter (exklusive aktiv. kostnader)	0	0	0,7	41	125	312	
Tillväxt	e.m.	e.m.	e.m.	6118%	207%	149%	
EBIT	-18,5	-20	-45	-44	-25	-26	
EV/Sales	e.m.	e.m.	e.m.	12,5	3,3	1,3	

Källa: Brighter och Jarl Securities.

Datum: 26 juni 2018  
Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

Företagsnamn: Brighter AB  
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM  
Vd: Truls Sjöstedt  
Styrelseordförande: Barbro Fridén  
Marknadsvärde: 537 MSEK  
Senast: 7,9  
Kort om Brighter: Brighter har utvecklat en plattform kallad the Benefit Loop® som kan användas inom en rad olika kliniska sjukdomar. Bolaget har initialt inriktat sig mot diabetes med sin mobilanslutna lösning Actiste®. Bolaget arbetar mot en lansering vilket inbegriper bland annat en CE-märkning samt en mängd andra aktiviteter däribland partnerskap och avtal på olika marknader.

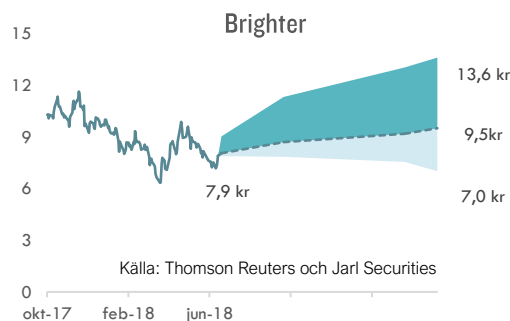
**Möjligheter och styrkor:** Bolaget har med sin första produkt kopplat till sin plattform skapat en produkt som kommer att underlätta egenvården av diabetes. Marknadspotentialen är enorm och givet tillväxten i antalet patienter över hela världen är nischen intressant. Produkten är relativt unik då den är enkel att använda men även klarar flera moment samt är uppkopplad. Actiste® ger klara fördelar mot existerande produkter på marknaden.

Brighter har genom sin finansieringslösning en finansiering som borde räcka givet ungefär samma investeringstempo som i nuläget.

**Risker och svagheter:** Produktutveckling är riskfullt och bolaget saknar i nuläget intäkter som täcker kostnaderna.

Bolagets har ännu inte erhållit en CE-godkännande för sin första applikation Actiste® vilket ökar risken för förseningar.

Värdering: Bear Bas Bull  
7,0 kr 9,5 SEK 13,6 kr



# Temperatur

## Ledning och styrelse



Vd Truls Sjöstedt är dedikerad till sin uppgift och har tidigare haft beslutsfattande roller på mindre icke noterade bolag. Vid Truls sida finns COO Henrik Norström som bidrar med kompetens inom flera områden. Bolaget har även stärkt upp med Ann Zetterberg som CFO under 2017 och Kjell Rundqvist som är grundare av Sonat AB. Bolaget har även stärkt upp styrelsen med ytterligare kompetens för att göra bolaget redo att kliva upp på en större börslista. Den nya ordföranden Barbro Fridén har stor erfarenhet från hälsosektorn där hon bland annat varit Vd för Sahlgrenska i Göteborg samt styrelsemedlem i Apoteket AB, Getinge och Vitrolife.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

## Ägare



Truls Sjöstedt är bolagets största ägare vilket ökar hans intresse att agera i aktie-ägarnas intresse. Genom L 1 Capital får bolaget in en större institutionell intressent även om de främst verkar se detta som finansiell transaktion. Bolaget har som mål att byta lista i framtiden vilket är ett led i arbetet att attrahera större och institutionella investerare.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

## Finansiell ställning



Pågående och kommande marknadsaktiviteter är kostsamma särskilt i lanseringsfas. Säkrad finansiering stärker kassan och ger viss finansiell stabilitet. Dock så har bolaget flaggat för att det eventuella kommer bli tal om ytterligare finansiering under nästa år självklart beroende på hur försäljningsutvecklingen blir. Detta kommer troligtvis bland annat ske genom de utestående optionerna där ledningen med stor sannolikhet kommer ta en stor del.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

## Potential



På längre sikt, när bolaget lyckas få igång försäljningen med Actiste, finns en signifikant uppsida i aktien.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsiktterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsiktterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

## Risk



Bolaget håller hårt på information om Actiste vilket gör att produktens fortlöpande och status är svårbedömd även om flera positiva steg har tagits senaste året. Vi bedömer att CE-certifieringen kommer att gå igenom även om tidpunkten är osäker. Finansieringen minskar risken på medellång sikt.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



## Om Brighter

Brighter AB grundades 2007 av vd Truls Sjöstedt och har sitt huvudkontor i Kista utanför Stockholm. Bolaget utvecklar smarta produkter som avser att förenkla och kontinuerligt förbättra vården. Brighter har i nuläget en produkt som ligger i det närmaste klar för lansering. Det som återstår innan leveranser blir möjlig är en CE-märkning. Den första tjänsten att lanseras är Actiste® (Actiste) som är en allt-i-ett-tjänst för förenklad egenvård för diabetiker som samlar in användardata som sedan kan delas med till exempel vården eller närstående.

Egentligen är Actiste® en del av en plattform som tillsammans med bolagets molnlösning, the Benefit Loop, kan expanderas till andra terapiområden i framtiden.

## Leveranser av Actiste® i korten

En hel del positivt har hänt i Brighter under det senaste året.

Två av de viktigare händelserna som för Brighter närmare de facto leveranser av Actiste® är dels avtalet som slöts med Sanmina under mitten av 2016 samt avtalet i februari 2017 med Sonat om en global logistiklösning. Båda dessa avtal som har med produktion och logistik att göra samt en säkrad finansiering genom L1 Capital, ger en tilltro till att leveranser av Brighters första produkt kan komma mot slutet av andra halvåret 2018 även om antalet faktiska produkter blir litet till en början.

Då Actiste® kommer säljas som en abonnemangstjänst är avtalen med operatörerna av största vikt och kan därför ses som viktiga milstolpar på vägen till marknaden. Ytterligare operatörer på Brighters fokusmarknader har tecknat avtal för att vara partners i lanseringen av Actiste®.

I slutet av november 2016 kom man överens med Indosat Ooredoo som verkar på den indonesiska marknaden och i mitten av maj i år ingicks ett avtal med AIS i Thailand. Alla dessa avtal sker i samarbete med Ericsson och deras Device Connection Platform (DCP) as a Service.

Bolaget fortsätter även att ta patent på olika delar, både fysiska processer och IP samt fortsätter att marknadsföra produkten på olika mässor. Vad vi förstår bearbetar bolaget olika intressenter på marknaden kontinuerligt för att vara redo

för leverans när CE godkännandet slutligen sker. Brighter har under vintern och våren utökat sitt fokus till andra intressenter än det som var i fokus initialt. Dessa inkluderar bland annat försäkringsbolag, företagshälsovård och andra vårdgivare som kommuner och landsting. Det är förstås ett logiskt steg då dessa aktörer mer direkt kan se nyttan och kostnadsbesparingen som kan ske då tex anställda eller patienter kan minska antalet sjukdagar.

Ett besked om CE godkännande borde inte vara långt borta, även om det har skjutits på under hösten och vintern, Ett sådant besked vore positivt och skulle stärka förtroendet att produkten är färdig och säljbar i volym. Vårt huvudscenario är fortfarande att de första leveranserna sker mot slutet av 2018, då vi redan i vår tidigare analys tagit marginal för en förskjutning med hänsyn till myndighetsprocesser.

## Kort om Diabetes

WHO skriver i sin rapport "Global report on diabetes" från 2016 att globalt lever drygt 422 miljoner människor med diabetes, diagnostiserad eller inte. Internationella Diabetesförbundet (IDF) uppskattar i sina prognoser att antalet diabetiker år 2040 kan uppgå till så mycket som 642 miljoner i världen. Diabetes är ett samlingsnamn för en rad olika sjukdomar där den gemensamma nämnaren är att kroppen inte kan kontrollera socker-halten i blodet.

Typ 1-diabetes innebär att bukspottkörtelns förmåga att producera insulin inte fungerar. Denna form av diabetes upptäcks oftast i tidig ålder och behandlas med dagliga insulininjektioner. Vid typ 2-diabetes har buk-spottkörtelns fortfarande en förmåga att producera insulin, men inte i tillräcklig mängd.

## Egenvård diabetes

Målet med egenvården av diabetes är att hålla blodsockernivån så nära ett "normalt" värde (basal insulinivå) som möjligt. För att uppnå detta måste en typ 1-diabetiker tillföra insulin flera gånger per dag. Även om kliniska studier med varierande resultat är det inte ovanligt att vården rekommenderar insulinpump för att underlätta behandlingen. Även med en insulin-pump måste patienten upp till åtta gånger per dag kontrollera blodsocker-nivån. Detta görs traditionellt genom ett blodprov från ett stick i fingret. Blodsockervärdet mäts sedan från blodprovet med hjälp av en blodsocker-mätare.

Patienter med en mildare form av typ 2-diabetes kan leva ett bra liv med hjälp av ett hälsosamt levnadssätt och tablettbaserade läkemedel som stimulerar bukspottkörteln att producera insulin. Svårare former av typ 2-diabetes kräver dock att kroppen tillförs insulin, ibland flera gånger om dagen. Ungefär en tredjedel av patienterna med typ 2-diabetes tillhör denna grupp.

Oavsett sjukdomsgrad är egenvård av diabetes krävande på flera plan. Dessutom är behandlingen krånglig i den meningen att det kräver flera separata verktyg. Krångligheten gör att många som skulle behöva behandling undviker detta eller missköter den med negativa hälsokonsekvenser. En studie genomförd visar att 75 procent av de tillfrågade önskar färre verktyg att hålla reda på.

---

En jämförelse med den ordinarie typen av produkt ger en klar fördel för Actiste®. Uppkopplad och allt i ett!

Traditionellt upplägg – flera delar: 28 steg



---

Actiste® - en anordning: 9 steg



## Actiste®

Brighter har utvecklat en till synes enkel men unik allt-i-ett-tjänst, Actiste®, avsedd för insulinbehandlade. I Actiste® ingår en enhet som inrymmer insulinpenna med insulin, blodsockermätare med stickor samt en loggbok. Loggboken hanteras automatiskt och kommer kunna delas över bolagets molnlösning, the Benefit Loop, via en global mobiluppkoppling. Loggboken innehåller blod-sockernivåer och insulin doserings-nivåer som utgör viktig information för vårdpersonal vid analys och uppföljning av patientens behandling. Utöver detta kommer en app att finnas tillgänglig där all data automatiskt finns tillgänglig för användaren i synk med den data som redan finns i apparaten.

## Användarfördelar

Användarfördelarna är tydliga och bidrar avsevärt till en underlättad egenvård. I fokusgrupper genomförda av Brighter har uppvisat mycket positiva resultat, där nöjdheten med tjänsten jämfört med andra lösningar på marknaden är mycket hög. Genom demonstrationer av apparaten har vi fått bekräftat att lösningarna är verkligt användarvänliga både i design och handgrepp. Att lägga alla behandlingsverktygen i en och samma enhet och dels genom att automatiskt logga behandlingsdata i realtid ger en klar förbättring mot nuvarande metoder på marknaden. Genom att dela realtidsinformation över the Benefit Loop med både vård och närstående kan Actiste® minska antalet akuta sjukfall vilket skulle reducera kostnaderna för vården. Actiste® har därför även en stor potentiell samhällsekonomisk nytta.

### Användarfördelar med Actiste®

#### Viktigaste fördelarna med Actiste®

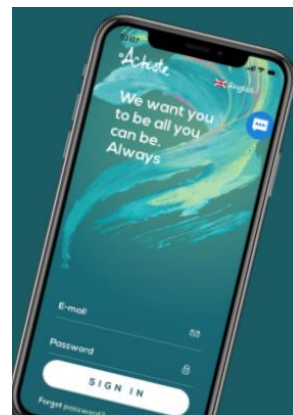
- Unik teknisk integration i en anordning
- Unikt system för att följa injiceringsdata
- Automatisk logg av vitala data
- Personlig integritet skyddad - användaren bestämmer vad som delas
- Säker kommunikation och krypterad datalagring
- Global struktur för att hantera personligdata
- Uppföljning och spårning av förbrukningsmaterial för påfyllning av Actiste
- AI övervakning av Actiste anordningen för snabbt utbyte när nödvändigt

Källa: Brighter, Jarl Securities

Produkt och förpackning anpassad till användaren.



Data loggas automatiskt och kan bland annat användas i lämplig mobil lösning.



## Köpare

Actiste® riktar sig till diabetiker som behandlar sin sjukdom genom insulininjektioner. Bolagets plan är att patienterna ska teckna abonnemang med en mobilnätoperatör till fast avgift men på en attraktiv nivå gentemot konkurrerande

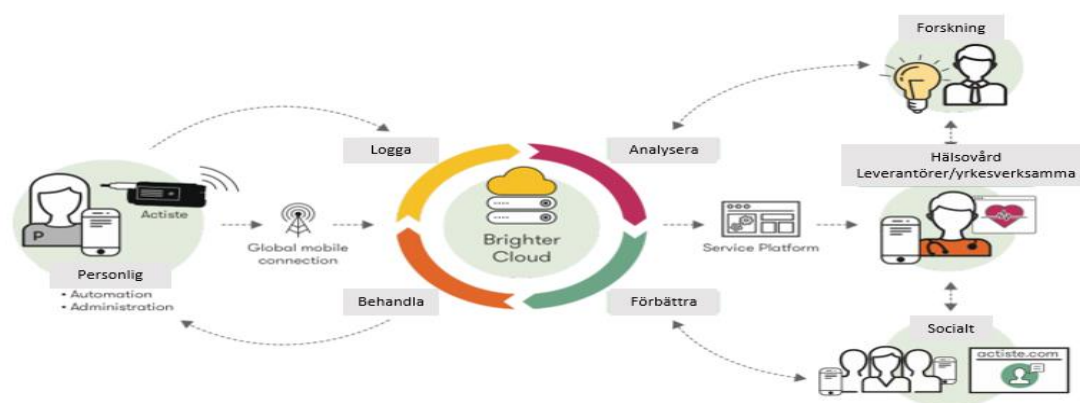
metoder. Under 2016 slöts flera avtal med AIS i Thailand, med Telia i Sverige och Indosat Ooreedo i Indonesien för att förbereda lanseringen. I början på 2017 har flera partneravtal tecknats som gör att fokus har skiftats från utveckling till lansering och nu under 2018 förberedelser för leveranser.

De potentiella köparna kan även vara försäkringsbolag eller landsting, beroende på vårdsystem, där har Brighter börjat bearbeta marknaden genom att börja delta på mässor. Under juni 2018 har flera framsteg kommunicerats angående de samarbeten som tidigare lanserats. I Indonesien har detta samarbete med Mampu nu givit potential för 100 000 nya förskrivare av Actiste® i form av allmänläkare. Det tidigare samarbetet med Indosat Ooredoo fortsätter och kommer omsättas i praktiken när Actiste® har CE – märkts formellt. I Thailand har bolaget sedan tidigare ett samarbete med Thailands ledande mobiloperatör AIS. Nu har Brighter inlett förhandlingar om att bredda bolagets kanaler för att nå ut till större institutioner, däribland försäkringsbolag och vårdproducenter.

## The Benefit Loop™

Förutom ett behandlingsverktyg är planen att leverera en lösning som kan logga, analysera och återföra behandlingsdata i en plattform som kan anslutas till olika verktyg och appar. Delning av data möjliggörs genom molnplattformen, the Benefit Loop. Till Actiste® kommer det även att finnas en mobilapp som kan kommunicera med själva diabetesenheten och som kan hjälpa patienten att överblicka sin självbehandling. The Benefit Loop ska kunna anslutas till IT-system hos läkare och vårdgivare, i Sverige via den nationella tjänsteplattformen (NTP).

Bilden nedan illustrerar informationsflödet, åtgärden och effekter



Källa: Brighter, Jarl Securities

## Marknad och konkurrenter

Globalt uppskattar International Diabetes Federations att drygt 150 miljoner diabetespatienter behandlas med insulininjektioner. I dag finns väl fungerande



insulinpumpar som inte sällan erbjuds till typ 1-diabetiker. I artikeln "Description and Preliminary Evaluation of a Diabetes Technology Simulation Course" Wilson et al från 2011 framgår de att cirka 13 procent av alla typ 1-diabetiker i USA har insulinpump. Motsvarande siffra i Sverige är cirka 14 procent. Men vi har dock valt en konservativ uppskattning av marknaden för Actiste® och begränsat den till typ 2-diabetiker. Beroende på undersökning varierar denna andel mellan 85 och 95 procent. Med en antagen andel om 90 procent beräknas antalet diabetiker i Actistes® målmarknad till cirka 135 miljoner människor. Dock finns här en långsiktig möjlighet för produkter som Actistes® att genom sin användbarhet öka antalet patienter som de facto medicinerar sin diabetes.

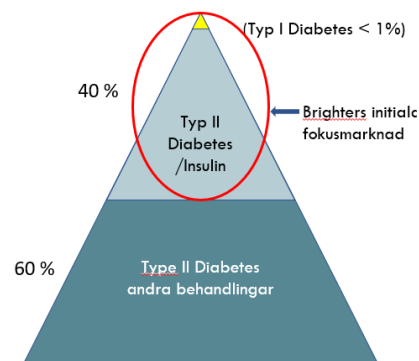
Underdiagnostiseringen av diabetes är stor och enligt en studie publicerad i artikeln "Management of diabetes and associated cardiovascular risk factors in seven countries: a comparison of data from national health examination surveys", Emmanuela Gakidou et al, uppskattas siffran till mellan 24 och 62 procent. De stora kostnaderna associerat med underdiagnostiseringen kommer säkerligen att driva på utvecklingen mot ett ökat medvetande om diabetes samt i förlängningen öka antalet patienter som bör använda insulin.

Underdiagnostisering tillsammans med en åldrande befolkning samt förändrad livsstil bidrar till den årliga tillväxten av diabetespatienter som uppskattas till cirka 18 miljoner människor de kommande åren. En stor del av tillväxten väntas komma från Sydostasien där diabetes blivit en ny folksjukdom på grund av en allt högre levnadsstandard.

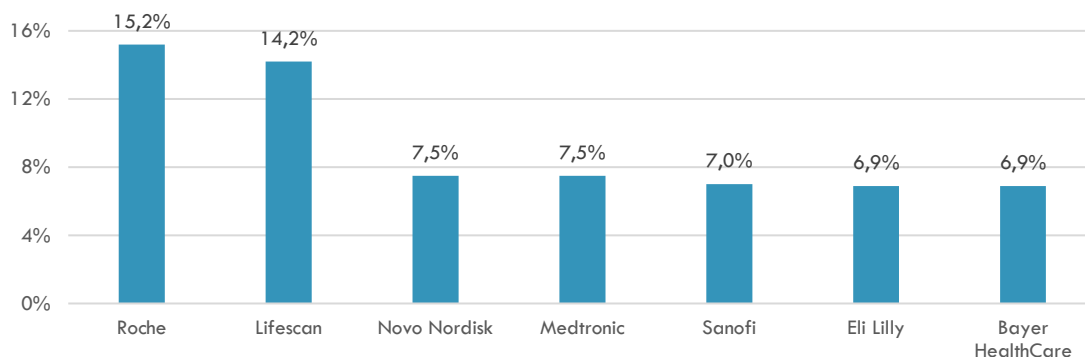
## Marknad för diabetesenheter

Den globala marknaden för injektionshjälpmedel för diabetes uppgick 2016 till 11,5 miljarder dollar enligt Research and Markets. Till detta kommer marknaden för hjälpmedel för blodglukosövervakning som är grovt sett ungefär lika stor (baserat på bedömningar utifrån Roches finansiella rapportering). Teststickor, pennor och kanyler svarar för större delen av dessa marknader. Injektionspennor är exempelvis en marknad värd 4,9 miljarder USD enligt Transparency Markets Research. Marknaderna ovan domineras av ledande tillverkare av insulin och andra diabetesbehandlingar och diagnostikinstrument som Roche, LifeScan/Johnson & Johnson, Novo Nordisk, Medtronic, Sanofi, Lilly och Ascensia (tidigare Bayer Healthcare) men det finns även ett antal oberoende underleverantörer och tillverkare.

Brighter inriktar sig initialt på cirka 40 procent av marknaden. (varav mindre än 1 procent är Typ I och ingår i den 40 procentiga andelen)



#### Marknadsandelar för ledande tillverkare av diabetesvårdenheter.



Källa: Brighter emissionsmemorandum 2015

## Marknad för mobil hälsa i kraftig tillväxt

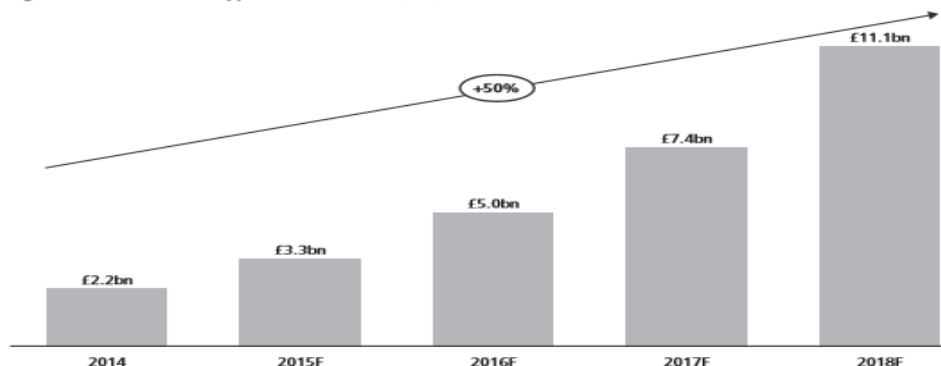
I ett första skede ligger Brighters fokus på att generera intäkter från diabetesbehandlingar. I ett längre perspektiv är planen att även erhålla intäkter från den hälsodata som användarna genererar. Tänka kunder är myndigheter, läkemedelsbolag och CRO-företag som utför kliniska prövningar. Hur denna affärsmodell kommer att se ut i praktiken är i det här läget inte känt. En viktig faktor är i vilken utsträckning Actiste® anammats på marknaden. Brighter avser att utveckla tjänster för andra indikationer utöver diabetes där självmedicinering via injektion är aktuellt i ett koncept kallat DruDe™ (Drug Delivery Platform)

Enligt BCC Research förväntas intäkter från mobil hälsa uppgå till 21,5 miljarder USD 2018. Det är en heterogen grupp där huvuddelen utgörs av tränings- och livstilsappar och fitnessband. Cirka en femtedel av alla hälsoappar är relaterade till sjukdomsövervakning enligt IMS Health.

Enligt Deloitte uppgår marknaden för hälsoappar till ungefär 7,4 miljarder GBP med en årlig tillväxt om 50 procent.

## Marknaden för hälsoappar.

Figure 17. Global mHealth app market 2014-2018 (Ebn)



Sources: GSMA and AT&Kearney 2012, BCC Research 2014, Deloitte Centre for Health Solutions 2015, Mint, Deloitte research, interviews and analysis

Källa: Digital Health in the UK, Deloitte Monitor, September 2015

Sett till hela området för digital hälsa, ett övergripande begrepp som även inkluderar televård och telehälsa (övervakning och rådgivning på distans), värddataanalys och digitaliserade hälsovårdssystem, spår Deloitte en marknad på 43 miljarder GBP 2018. Utifrån Brighters affärsidé uppfattar vi att bolaget med sina lösningar tangerar flera områden men framför allt televård och mobil hälsa.

## Konkurrens inom behandlingsverktyg

Utvecklingen som lett fram till Actiste® har pågått i olika versioner sedan 2007 och utveckling går snabbt hos kapitalstarka konkurrenter. Trenden bland de större bolagen är att utveckla och förbättrade de enskilda verktygen och därmed underlätta egenvården. Numera finns olika verktyg som kraftigt reducerar antal stick.

Bland de mer framträdande hör Abbots FreeStyle Libre. I Sverige erbjuder ett fåtal landsting subventioner på Freestyle Libre, Dock är subventioneringen inte generell och utan subventionering kostar Libre cirka 650 kronor och mätsensorn som byts efter två veckor kostar ungefär 700 kronor, alltså cirka 18 200 på årsbasis.

Därtill finns ytterligare ett antal olika FDA-godkända mätverktyg som också reducerar antalet stick i samband med blodsockerkontroll.

Insulinpump som hjälpmedel vid behandling av typ 2-diabetes har inte fått fäste inom den globala vården. Anledningen till detta kan möjligen vara de höga kostnaderna. I Sverige är inköpspriset på en insulinpump cirka 40 000 kronor plus årliga kostnader om cirka 20 000 kronor i förbrukningsmaterial. Bara i ett fåtal länder som Frankrike och Israel erbjuder vården typ 2-patienter subventionerade insulinpumpar. För typ 2-diabetiker är istället Valeritas produkt, V-go, ett alternativ.

V-go är en patch-pump framtagen för typ 2-diabetiker som ger en jämn tillförsel av insulin får att upprätthålla basalnivån. Genom ett knapptryck kan man tillföra en snabb bolusdos vid till exempel måltid. Patch-pumpen byts ut dagligen och i USA

kostar en 30-dagars förbrukning mellan 25 och 50 US-dollar inkluderat subventionering. Nackdelen med V-go är att information om behandlingen inte loggas och är inte uppkopplat mot någon molntjänst.

Vid sidan av redan godkända produkter pågår en intensiv forskning och utveckling inom området. Enligt vår uppfattning är utvecklingen av en artificiell bukspottskörtel mest intressant. Dock är en sådan långt från att nå marknaden.

## Andra diabetesbolag inom digital hälsa

Nedan redovisas några aktörer som har utvecklat digitala och mobila diabetesenheter riktade mot den större marknaden av typ 2-diabetespatienter.

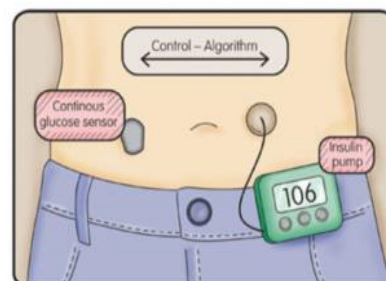
Företaget Dexcom ligger bakom ett av alternativen som ger realtidsinformation om användarens blodsockervärde genom kontinuerlig blodglukosmätning. Dock behöver detta verktyg kalibreras minst två gånger per dag genom traditionella blodsockerkontroller. Under 2017 uppgick Dexcoms försäljning till 718 (573) miljoner US-dollar vilket är en kraftig ökning sedan 2016. Dock sker försäljningen fortfarande med förlust. Vårt att notera är att denna produkt främst säljer till patienter som själva har svårt att känna åt vilket håll blodsockernivån är på väg, så som småbarn eller äldre som levt med sjukdomen under en längre period

Livongo är ett amerikanskt bolag som genom abonnemang erbjuder blodglukosmätare som är uppkopplade via mobilnätet till tjänsten Livongo Health, där data loggas och finns åtkomlig online. Datan kan delas med läkare och anhöriga. Liksom i Actiste® görs mätningen med en sticka som förs in i en mobil enhet. Patienten får rekommendationer baserade på mätvärden och har tillgång till certifierade coacher för bättre blodsockerkontroll. Livongo har presenterat studieresultat baserat på över 7 000 patienter som visar på en minskning av den genomsnittliga så kallade HBA1c-nivån (glykoserat hemoglobin) i blodet från 7,7 procent till 7,0 procent efter sex månader (målet för diabetespatienter är generellt 6,5 procent och i friska personer är nivån under sex procent). Kinnevik har investerat i Livongo och äger 4 procent i detta bolag. Kinnevik anger ett fair value på 105 miljoner kronor vilket ger ett bolagsvärde på 2,6 miljarder kronor. Enligt Kinneviks senaste rapport har Livongo över 54 000 patienter (december 2017). Värderingen av Livongo motsvarar således 48 000 kronor per patient. Värdet har gått ned från vår tidigare analys. Värdet är en sak i sig, mer intressant är att tillväxten i antalet patienter är stark. Enligt medieuppgifter har bolaget rest mer än 130 miljoner USD i kapital.

Bigfoot Biomedical är ett amerikanskt bolag som startades 2014. De har utvecklat ett automatiskt (algoritmer) system för uppkopplat injiceringsystem. De har lovande produkter men är vad vi förstår främst inriktade på den smalare typ I diabetes där de konkurrerar med insulinpumpar. De kommer börja utprovningar under slutet av 2018 eller början av 2019 och därefter lämna in ansökan till FDA. Vi ser bolaget som en indirekt konkurrent då de fokuserar på diabetes/insulin. Vi tror dock att kostnaden kommer bli avsevärt högre än Brighters lösning och kommer främst vara för typ I

Glooko utvecklar och säljer informationssystem, däribland appar, för överföring,

### Bigfoot Biomedicals lösning



lagring och överblick av data från diabetespatienter. Appen synkroniserar med över 100 olika typer av diabetesenheter för att samla patientdata om blodsocker, kolhydrater, insulin, blodtryck, näringsintag och vikt. Glooko bildades i september 2016 när Göteborgsbolaget Diasend och Silicon Valley-konkurrenten Glooko gick samman. Glookos app används idag av över 4 800 hälsosystem i 27 länder och är godkänd av det amerikanska läkemedelsverket FDA. I början av 2017 offentliggjordes ett samarbete med Novo Nordisk för att utveckla en gemensam diabetestjänst.

Companion Medical har utvecklat en smart injektionspenna InPen som loggar injektioner och som kommunicerar via Bluetooth med mobiltelefonen och appen. Patientdata kan därefter delas med en läkare. Produkten är godkänd av FDA. Svenska Diamed Medical äger 8,5 procent med ett bokfört anskaffningsvärde på 2,8 miljoner vilket pekar på en ganska blygsam värdering i dagsläget. Även läkemedelsbolaget Lilly har investerat i Companion. Jätten Becton Dickinson uppges utveckla ett smart nålsystem SmartSense som uppges vara kompatibelt med alla pennor.

## Actistes® plats på marknaden

I teorin kan en patch-pump i tillsammans med en glukosmätare tyckas vara en attraktiv kombination för en typ 2-diabetiker. I verkligheten är det dock ytterst få som idag använder denna kombination. Dels för att tekniken är relativt ny och dels på grund av de förhållandevis höga kostnaderna som gör att försäkringssystemens ekonomiska kalkyl inte går ihop. Men även på grund av att sensorerna till glukosmätarna som fästes vid kroppen kan vara bökiga och svåra att få igång.

Såvitt vi kan bedöma är Brighter det enda bolaget i nuläget som har utvecklat en allt-i-ett-tjänst vilket gör att Actiste® har potential fylla ett tomrum på marknaden mellan den avancerade och dyra moderna tekniken och de äldre traditionella verktygen. Utvecklingen av Actiste® och the Benefit Loop har genererat ett antal patent där det grundläggande patentfamiljen avser ett lösningspatent i korsningen mellan medicinteknik och in vitro diagnostik. Bolaget avser dessutom att prissätta instrumentet efter köparens privata betalningsvilja, vilket vi tolkar som en total prissättning under nuvarande standardlösningar på marknaden.

## Prognoser

### Vägen till marknaden och försäljning

Samarbetet med Ericsson möjliggör att den tekniska infrastrukturen för The Benefit Loop kan vara på plats relativt omgående. Ericssons expertis inom området ger en kvalitetsstämpel och samarbetet har även väckt intresse hos flertalet mobiloperatörer som är i behov av nya intäktskällor. Då flera avtal har satts med mobiloperatörer på de initiala fokusmarknaderna bör det ses som milstolpar på vägen mot försäljningsstart.

För att lyckas med försäljning mot sjukhus är det viktigt att Brighter får med sig namnkunniga opinionsbildare. Dessutom skulle försäljningen onekligen underlättas om Actiste® var subventionerat av staten eller privata försäkringssystem i de länder där bolaget planerar att lansera produkten. Att få en produkt

subventionerad kan vara en omständlig och tidskrävande process som kräver dokumentation som påvisar Actistes® lönsamhet från ett hälsoekonomiskt perspektiv. Brighter har valt att inte kommunicera till marknaden om hur bolaget ligger till rörande arbetet med subventionering. Samtidigt är värden på Actiste® tilltänkta marknader främst försäkrade av privata aktörer, vilket enligt bolaget gör att det generellt är lättare att erhålla subventionering.

Brighter har ett nära samarbete med kontraktstillverkaren Sanmina som handhar utveckling, produktion av förserier och CE-märkning. Bolaget har även valt Sonat för att utveckla logistikfunktionen inför den kommande lanseringen. Sonat kommer även fungera som en outsourcad logistikfunktion med totalt ansvar runt logistiken och ha ett huvud lager i Sverige. Bolaget har vad vi förstår i samråd med sina partners tagit fram anpassade förpackningar för den effektivaste möjliga hanteringen och för att transportkostnaderna skall kunna hållas på en rimlig nivå. Logistikpartnern är även viktigt för att kunna lösa återvinningsproblematiken, troligen kommer användarna att begära en ny Actiste® när den gamla är slut vilket kommer att möjliggöra en återvinningsstrategi av produkten.

Bolaget har även av patentmyndigheten i USA beviljats ett huvudpatent innefattande Actiste® och möjligheten att integrera samtliga funktioner i en och samma enhet. Detta öppnar upp för i första hand en FDA ansökan men även i förlängningen en lansering vid ett positivt utfall från FDA.

Det är klart att det finns många hinder på vägen till lansering i USA. Men med tanke på att behovet av bättre lösningar för diabetesvård finns för en av de största marknaderna, är det klart intressant. Ett FDA godkännande skulle även ge positiva signaler för en lansering i Mexiko, Latinamerika och Sydamerika.

Samtidigt är det också värt att nämna att Actiste® som är den första applikationen av Brighters Drug Delivery plattform (DruDe™) som är utvecklad för att kunna appliceras på flertalet behandlingsområden där medicinen injiceras. Som exempel finns ett antal nya läkemedel under klinisk utveckling inom både Onkologi och Hjärt-endokrinologi som i framtiden potentiellt kan administreras med hjälp av DruDe.

## Även en låg marknadspenetration betyder stora intäkter

I detta tidiga skede innan kommersialisering inletts är det förvisso svårt att lägga prognoser. Marknadspotentialen är som framgår ovan mycket stor men konkurrensen är som sagt samtidigt hård. Brighters lösning med en uppkopplad "allt i ett"—diabetestjänst förefaller som ett alternativ som borde tilltala många patienter. Det får stöd av de fokusgruppsundersökningar som genomförts. Vi vet ännu inte riktigt var Brighter avser att lägga Actiste® prismässigt men enligt ledningen kommer fokus att ligga på tillväxt och volym vilket indikerar en relativt konkurrenskraftig prissättning. Det talar för en bred målgrupp. På lång sikt går troligen utvecklingen mot allt mer stickfria injektioner och mätningar vilket kan verka emot Actiste® men i dagsläget är dessa lösningar dyra. Brighter har också global licens på mikronålsteknologi utvecklad på KTH och som, när den är kommersiellt godkänd, kommer att ingå i framtida generationer av Actiste®. Denna kan användas för både mätning och injektion.

Enligt Läke medelsrådet i Region Skåne kostar vanlig blodsockermätning omkring 8 000 kronor per år. Stickfri så kallad "Flash glukosmätning" (FGM) kostar 13 000 kronor per år. Priserna är inklusive moms. Antar vi att Actiste lägger sig mitt emellan dessa hamnar vi på ett pris på 10 500 kronor per år eller 8 400 kronor exklusive moms, motsvarande 700 kronor per månad. Vi räknar med att distributionskanaler tar hälften av intäkterna. Livongo är ett möjligt jämförelseobjekt. Bolaget startades 2014 och uppger som nämnts att omkring 40 000 (25 000 i vår tidigare analys) patienter använder bolagets tjänst för blodglukosmätning. Livongo anger på hemsidan en kostnad mellan 50 och 75 USD per månad.

De första marknaderna Brighter fokuserar på är Sverige, Indonesien och Thailand. Bolaget ska alltså använda sig av mobiloperatörer som främsta kanal. Samarbetsavtal har träffats med Telia i Sverige, Indosat Ooredoo i Indonesien och AIS i Thailand. Dessa har marknadsandelar på 36 procent, 20 procent och omkring 50 procent på sina respektive hemmamarknader.

Brighter uppger adresserbara patientgrupper om 150 000 i Sverige, fyra miljoner i Indonesien och 1,5 miljoner i Thailand, baserat på antal patienter med typ 2-diabetes som behandlas med insulin vilket är i linje med snittet i världen som är 37 procent. Marknaden växer dessutom tragiskt nog med omkring sex procent per år i Sydostasien.

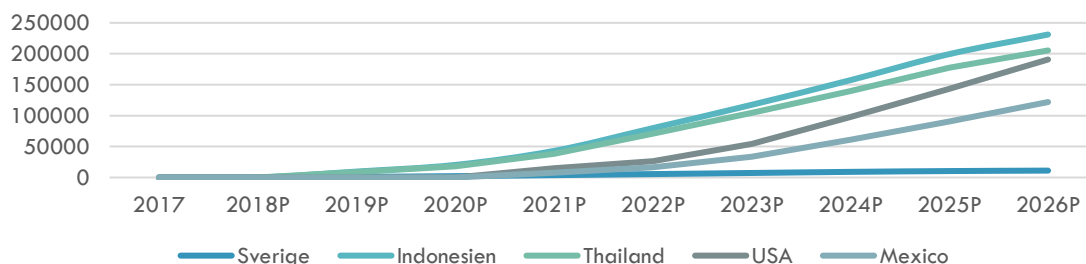
I och med att Actiste® bygger på beprövade tekniker för injektion och blodglukosmätning lär det inte i strikt mening behövas några kliniska studier som underlag för CE-märkning och lansering. Däremot kan studier vara behjälpliga i ett marknadsföringssyfte för att påvisa att Actiste® förenklar behandling och eventuellt ökar effekten. Dessa studier kan exempelvis genomföras i form av mindre pilotlanseringar. CE-märkningsprocessen är inledd och löper på även om den i nuläget har blivit försenad från den tidigare förväntade godkännandet. Det ser nu ut som det eventuell kan ske under andra halvåret 2018. Den fysiska enheten och appen ska certifieras separat.

I Sverige är förbrukningsartiklar för diabetesvård helt subventionerade. Prövningen utförs av TLV och handläggningstiden för ansökan om subvention uppgår till maximalt 180 dagar. Upphandling av exempelvis blodsockermätare görs av landsting och kommuner. Hur myndigheter och vårdgivare kommer att välja att ersätta den typ av abonnemangstjänster som Brighter erbjuder är inte klart och det kan påverka takten i utrollningen.

I vårt utökade basscenario introducerat i vår senaste analys, räknar vi med att leveranser sker 2018 i Sverige och 2019 i Indonesien och Thailand samt nu också USA och Mexiko 2021. För de första lanseringsmarknaderna räknar vi med en utrollningstakt jämförbar med Livongo och antar knappt 40 000 patienter 2020. De sydostasiatiska marknaderna är enligt vår bedömning fortfarande nyckeln till de stora intäkterna i kraft av den relativa storleken. I vår tidigare analys från i oktober 2017 inkluderade vi USA och Mexiko i våra antaganden baserat bland annat på en ökad sannolikhet för att detta sker när CE godkännandet erhålls. Vi inkluderar deras utrollning i våra prognoser från 2021 vilket förstås kräver ett positivt utfall av en FDA ansökan som vi tror lämnas in under 2019. Det finns en viss ökad risk att det sker först under slutet av 2019 givet CE-förskjutningen. Dessa nya länder

adderar knappt 22 000 patienter med början 2021.

### Abonentutveckling Actiste

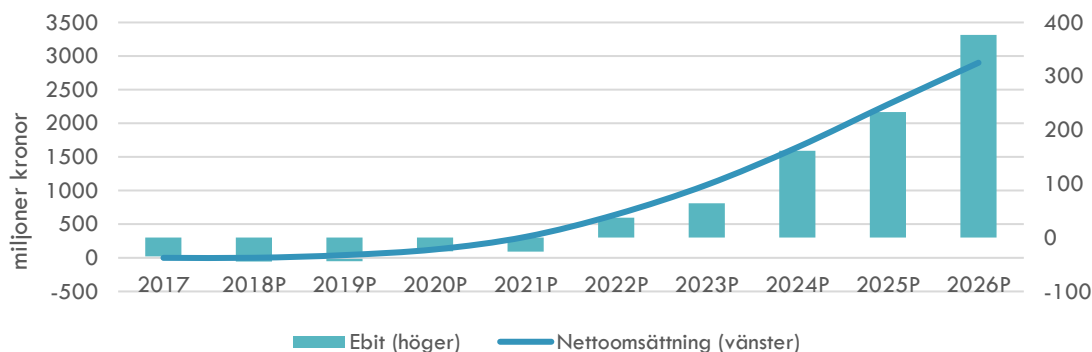


Källa: Jarl Securities

Vi räknar med en bruttomarginal på 34 procent som högst givet antagna kostnader för inköp av teststickor, nålar samt mätare och elektronik. På lång sikt räknar vi med en rörelsemarginal på 12 procent. Med våra antaganden räknar vi med en baktung vinstutveckling då vi bedömer att de inledande åren efter lansering kommer att präglas av relativt sett höga kostnader för marknadsbearbetning för att nå snabb tillväxt. Affärsmodellen med abonnemangsinträder innebär enligt vår bedömning också en initial belastning på kassaflödet i form av kostnader för hårdvaran.

Detta illustreras i grafen nedan där vi spår vinst 2022. De stora vinsterna spår vi i gengäld kan skördas mot slutet av prognosperioden. Det ska understrykas att Brighter inte har uppgett hur bolaget avser att redovisa och periodisera intäkter och kostnader för abonnemangsinträdena. Det gör prognoserna osäkra i detta skede (även om kassaflöden och värdering inte påverkas av val av redovisningsprincip).

### Prognoser Basscenario - nettoomsättning och EBIT



Källa: Jarl Securities



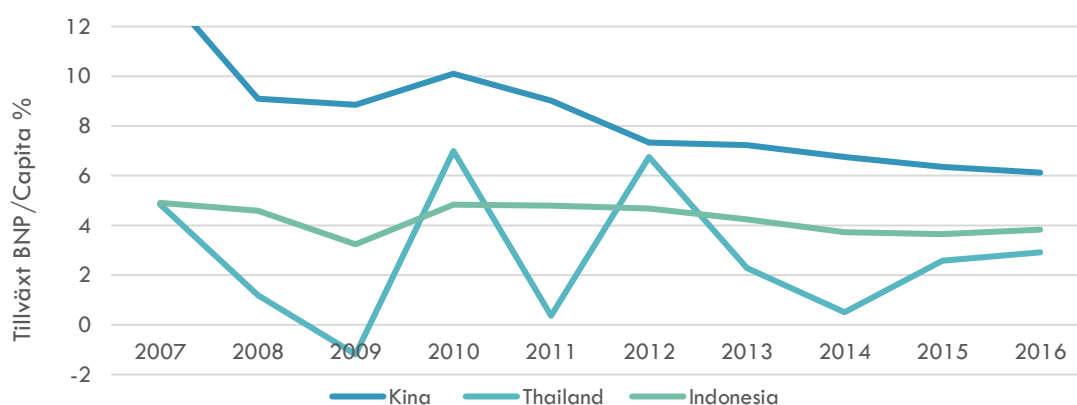
## Bakomliggande faktorer för bolagets utveckling

Brighter har bestämt sig för att initialt inrikta sig på Sydostasien. Det är således därifrån vi förväntar oss att den stora initiala tillväxten. Det finns självklart flera faktorer bakom beslutet att initialt fokusera på marknader i Sydostasien. En av de centrala drivkrafterna att lansera i Thailand är att vården har blivit en prioriterad investering i både den offentliga vården samt i privat sektor.

De marknadsförutsättningar som råder både i Indonesien och Thailand med en kraftig tillväxt av antalet diabetiker ger bra utsikter för bolaget att etablera Actiste® i dessa länder. Vi tror att valet även är baserat på hur strukturen på de valda marknaderna kan användas. Det krävs teleoperatörer av signifikant storlek och ett intresse att bredda sitt koncept för öka sina intäktströmmar annars skulle inte Brighters konceptet fungera som tänkt. Antagligen har samarbetet med Ericsson i detta läge givit ett incitament för de utvalda operatörerna i Thailand och Indonesien.

Om man tar i beaktande hur marknaderna ser ut i Asien, med en kraftig tillväxt i välstånd som visserligen fortfarande är ganska ojämnt fördelat i takt mellan olika länder, men ändå tillväxt. Som grafen nedan illustrerar är tillväxten i BNP/capita bra även om det är tydligt att Thailand är mest känsligt relativt världskonjunkturen, i alla fall mätt i BNP/capita tillväxt (Se graf nedan). Det ökade välståndet och tillväxten har dock en baksida, som i mångt och mycket kopierar det negativa hälsotillståndet i väst, med övervikt och andra välståndsrelaterade sjukdomar.

Tillväxt BNP/Capita – 2007 - 2016

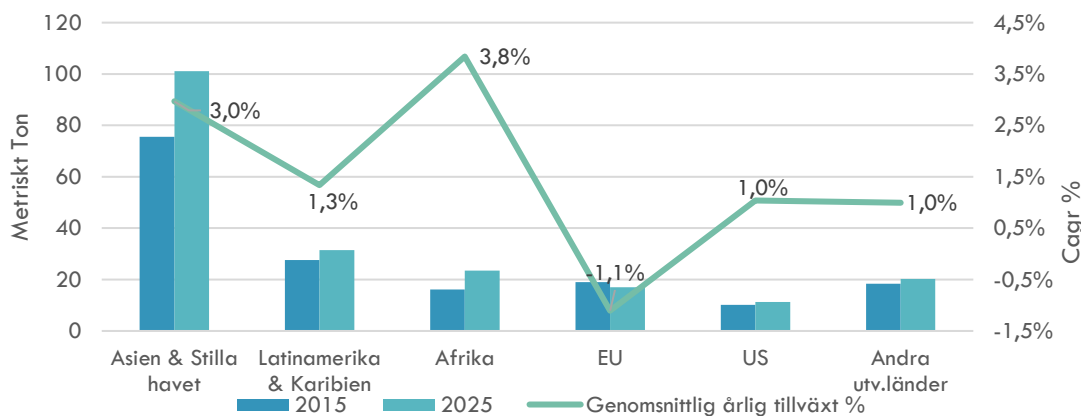


Källa: Reuters, Jarl Securities

Ökat välstånd innebär i flertalet länder en ökad konsumtion av produkter som inte historiskt har haft en plats på bordet i asiatiska länder. Införandet av och konsumtionen av primärt västerländska produkter i spåren av ökat välstånd har givit en kraftig ökning i konsumtionen av socker.

Enligt OECD (2015) kommer sockerreferfrågan i Asien och Stillahavsregionen ha en genomsnittlig tillväxt på tre procent årligen, vilket väl speglar den förväntade ekonomiska tillväxten i regionen.

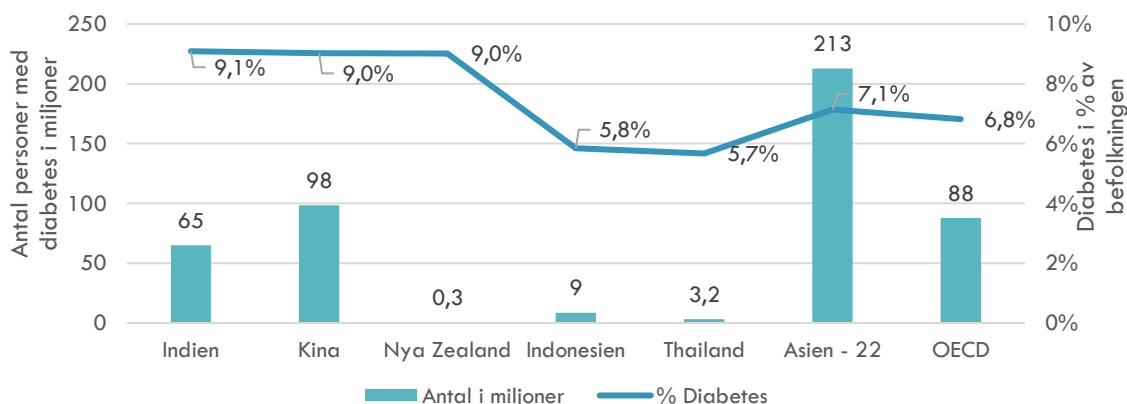
### Sockerreferfrågan i olika regioner 2015 - 2025



Källa: OECD 2015, Jarl Securities

I spåren av den ökade konsumtionen i regionen ökar välfärdssjukdomar kraftigt och bland dem diabetes. I grafen nedan illustreras den för befolkningen negativa utvecklingen. Enligt OECD (2013) har regionen totalt 213 miljoner (Asia - 22) personer med diabetes vilket representerar drygt sju procent av den totala befolkningen. De i regionen dominerande länderna i antal är Kina och Indien med totalt över 150 miljoner invånare med diabetes. Även om studien är några år gammal visar det på relationen mellan länderna i regionen. Det finns inga tecken på att tillväxttrenden i antalet personer med diabetes har mattats av, snarare tvärtom.

### Diabetes i antal & % Asien 20 - 79 år.



Källa: OECD 2013, Jarl Securities

När vi jämför förekomsten av diabetes i regionen hamnar Brighters utvalda marknader på lägre nivåer än Asien totalt och även för Indien samt Kina. Det är ändå inte speciellt oroande då vi tror att chansen för ett gott mottagande initialt är större på dessa mindre marknader. Samtidigt skall nämnas att bara för att bolaget lanserar i Thailand och Indonesien innebär inte att man utesluter till exempel Kina i framtiden. Bättre att lyckas på en mindre marknad och överföra detta till en större och potentiellt svårare marknad.

### Förekomsten av Diabetes i Asien 20 – 79 år



Källa: OECD 2013, Jarl Securities

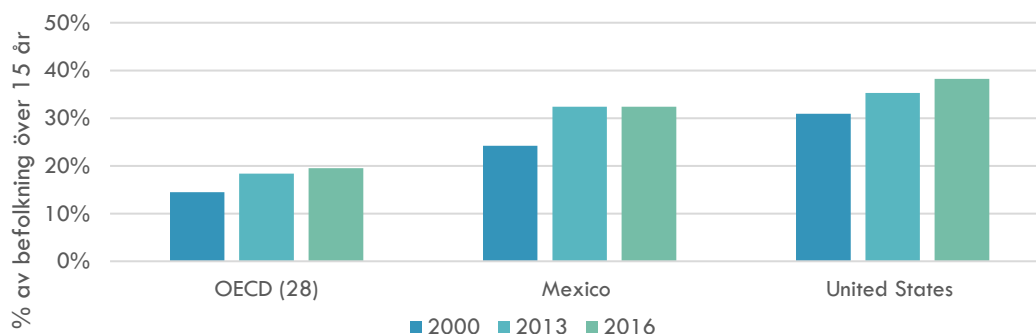
## Nya potentiella länder för tillväxt

Även om de avsedda lanseringarna på de primära marknaderna Indonesien och Thailand fortfarande är en bit bort i tid så riktas blickarna mot nya marknader redan nu. Med det nyligen godkända patentet i USA för Actiste® är det naturligt att fokus på vad som kan komma efter de första lanseringarna i Sydostasien. Det är i nuläget inte känt när bolaget kommer lämna in sin FDA ansökan för Actiste®, vi bedömer att en ansökan eventuellt kan komma att skickas in under slutet av 2018 eller i början av 2019. Tiden från ansökan till ett eventuellt godkännande varierar, även man troligen får räkna med minst ett år vilket innebär ett eventuellt godkännande 2019–2020. En lansering i USA är förstas avhängigt ett positivt resultat från FDA och lansering kan ske tidigast 2020 men mer troligt 2021.

En faktor som talar för en relativt snabb FDA ansökan är de stora potentiella marknaderna i Latinamerika samt Sydamerika som i många fall ser godkännande från FDA som en förutsättning för att godkänna ett läkemedel eller medicinteknisk produkt på deras marknad, även om det i formell mening inte krävs.

Den nordamerikanska marknaden har en viss attraktion. Det är bara att titta på statistik över fetma i USA och Mexiko för att inse att detta är en högintressant marknad. I grafen nedan visas tillväxten i fetma, det vill säga ett BMI över 30. Det är klart bekymmersamt ur hälsosynpunkt för ett land att ha en sådan stor del av befolkningen i denna kategori. Detta är alltså inte nivån av övervikt som total sett är avsevärt högre. Som referens kan nämnas att i Sverige räknas 12 procent till gruppen fetma (BMI>30)

### Tillväxt i fetma (obesity) – BMI > 30 i potentiella marknader



Källa: OECD 2016

## USA – fetma ett stort problem

Den amerikanska marknaden är alltid intressant på grund av dess storlek. Samtidigt kommer den med en hel del utmaningar, där ett godkännande av FDA är både det första och största hindret. Som ett första steg på vägen mot en potentiell lansering i USA har patentmyndigheten beviljat Brighter ett huvudpatent innefattande Actiste® och möjligheten att integrera samtliga funktioner i en och samma enhet.

I och med detta första steg är avklarat har möjligheterna för en lansering där ökat något, men det är lång väg till marknaden med tanke på att det krävs att ett FDA godkännande samt att bolaget hittar en samarbetspartner liknande Telia i Sverige. I USA uppskattas den totala kostnaden för diabetes och förstadiet till diabetes att vara 322 miljarder dollar varav 245 miljarder dollar för diagnosierad diabetes enligt en studie utförd av ADA 2013 (American Diabetes Association). Det finns även andra indirekta kostnader som inte är lika tydliga där onödigt lidande inte kan kvantifieras samt andra följsjukdomar till följd av diabetes.

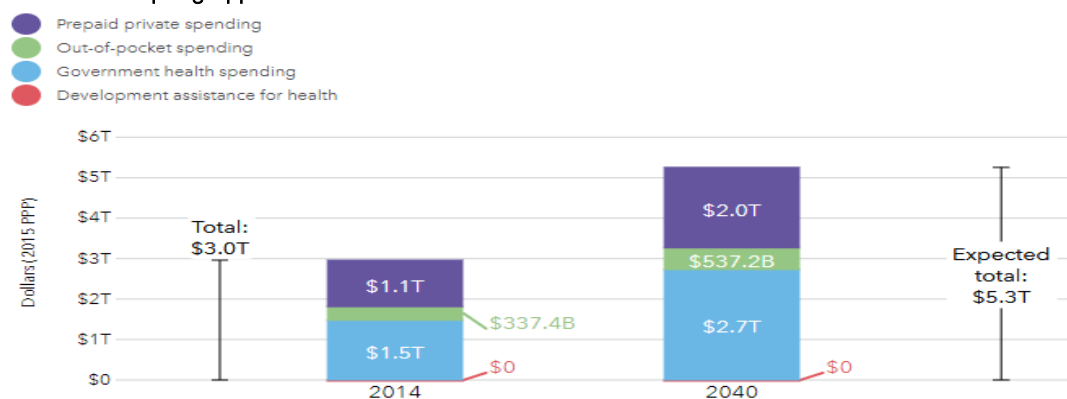
Kostnaderna för diabetesvården i USA täcks till största delen av statliga försäkringar, som medicare och medicaid. Enligt siffror från 2013 (ADA) är statens andel drygt 63 procent och 35 procent täcks upp av privata försäkringar. Det finns dock även en mindre del på två procent som inte får någon ersättning alls och får betala ur egen ficka.

Den årliga genomsnittliga kostnaden för en diagnosticerad diabetespatient är 13 700 dollar varav cirka 58 procent är direkt hänförligt till diabetes. ADA uppskattar att en diabetespatient i USA spenderar 2,3 gånger så mycket på hälsovård än en person utan diabetes.

Det är förstås en stor utmaning för Brighter att nå ut till alla beslutsfattare, men stora utmaningen i USA är att nå ut till de privata försäkringsbolagen även om den största andelen av den totala kostnaden ändå hamnar hos staten. Se uppställning

nedan:

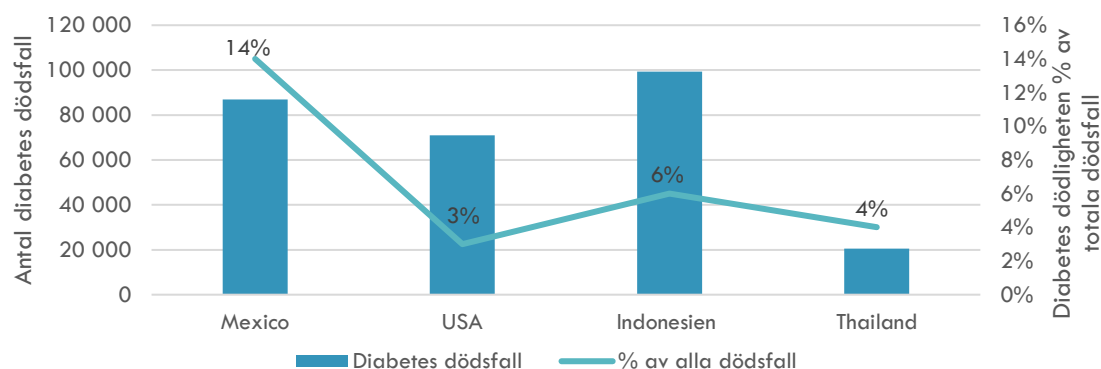
### Andelar av kostnaden per grupp



Källa: Healthdata.org, Jarl Securities

Dock är det glädjande att dödligheten i USA inte lika hög i procentantal av dödsfall som i de andra länder vi har valt att fokusera på i rapporten, men representerar ändå tre procent av totala dödsfall enligt OECD 2016. Detta innebär att årligen dör drygt 70 000 personer i USA relaterat till diabetes.

### Diabetesdödlighet i antal och % av totala antalet dödsfall – Mexiko – USA – Indonesien - Thailand



Källa: OECD 2016, Jarl Securities

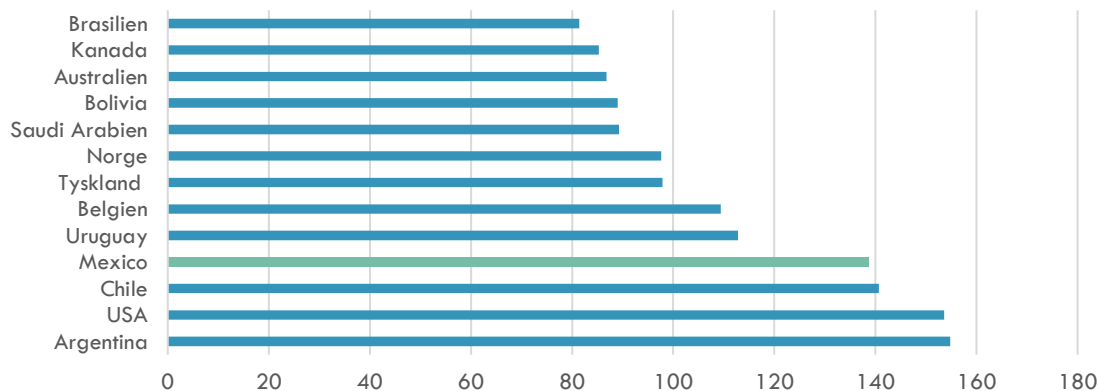
I vårt intäktsscenario har vi räknat med en lansering av Actiste® under 2021 men den kan förstås flyttas både framåt och bakåt i tiden beroende på både FDA och hur lyckosamma bolaget är på att hitta lämpliga samarbetspartners. I det scenario som vi har skissat på har vi använt en medelstor mobiloperatör med europeiska huvudägare, T-Mobile med 74 miljoner abonnenter som är den tredje största operatören och som med sitt nätverk når 98 procent av befolkningen.

## Mexiko – en epidemi pågår

Den mexikanska marknaden är av stort intresse på grund av den allmänna samhällsutvecklingen. Landet som inte tillnärmelsevis har haft samma ekonomiska tillväxt som länderna i Sydostasien har däremot vad man kalla en diabetesepidemi.

Det finns några tecken på att den mexikanska marknaden kan vara redo för en produkt som Actiste®. Regeringen har precis som alla andra sett utvecklingen och har försökt stävja konsumtionen av socker genom att genomföra skatthöjningar på läskedrycker. Skatthöjningen har haft en effekt på konsumtionen av läskedrycker, oklart dock om det kommer hålla över tid då det finns signaler om en ökad konsumtion igen. En konsumtion av 138 liter per person mot tidigare över 170 liter och år gör ändå att dom ligger i absoluta toppgruppen i världen.

### Läskkonsumtion per person/år i liter 2014



Källa: Geomexico, Jarl Securities

Nu är inte konsumtionen av läskedrycker den enda förklaringen även om det är en viktig del till ett stort överviktsproblem. När läskedrycker har ett pris som understiger vatten kan vem som helst inse att det kommer skapa problem. Ytterligare faktorer är bland annat att den traditionella mexikanska maten, som ofta är både fet och friterad med högt kaloriinnehåll till ett relativt lågt pris.

De grupper som är mest utsatta är låginkomsttagare där den kaloririka maten gärna tillsammans med en läskedryck är relativt billigt och ger kortsiktig energi, dock till priset av fetma. Ett snabbt skifte har skett i landet. På två årtionden har man gått från undernäring till nuvarande läge med extrem övervikt. Den mexikanska dieten har förändrats samtidigt som den fysiska aktiviteten har gått ned, där nu landets befolkning betalar priset för detta skifte.

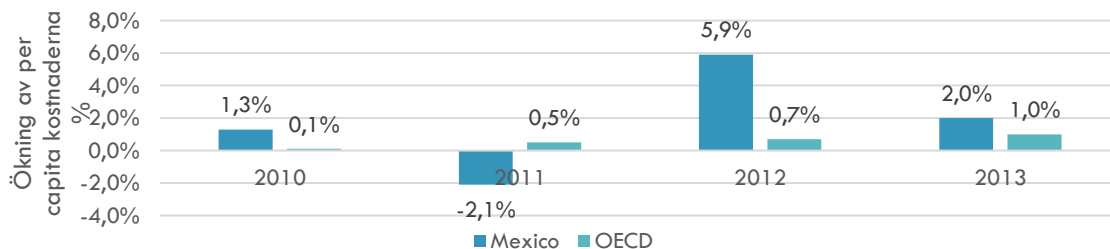
I vårt scenario ser vi en lansering ungefär samtidigt med USA. Ett godkännande av FDA skulle underlätta marknadsföringen i Mexiko, vars regering i alla fall har insett det enorma problem som har uppstått även om det inte är ett lätt problem att åtgärda.

Den mexikanska sjukvården står fortsatt inför stora problem relaterat till diabetespatienter då kostnaderna fortsatt kommer att stiga med tanke på trenden i både konsumtion och fetma. Det mexikanska sjukförsäkringssystemet kommer att utsättas för stora påfrestningar. Mycket kommer antagligen att satsas på förebyggande åtgärder men en stor del av budgeten kommer att relatera till vård av diabetes.

Sjukförsäkringssystemet är uppbyggt av flera offentliga institutioner där MHMS (Ministry of Health Medical Services) erbjuder hälsovård till den oförsäkrade befolkningen. IMSS (Mexican Institute of Social Security) och ISSTE (Institute for Social Security and Services for State Workers) erbjuder samma för den delen av befolkningen som har anställning och betalar skatt där den sistnämnda erbjuder detta för statligt anställda. Från 2001 bildades Seguro Popular för att skydda den oförsäkrade befolkningen från kraftigt ökande sjukvårdskostnader. En grov uppskattning är att Seguro Popular har cirka 55 miljoner personer i sitt system och att IMSS täcker 58 miljoner personer. ISSTE har troligen närmare 13 miljoner personer i sitt system.

Enligt Mexikos grundlag ska alla medborgare täckas av den offentliga sjukvården men enligt OECD så är andelen där patienten står för sin egna kostnad så hög som 45 procent. Normalt förklaras en ökande egen kostnad av att staten ser över regler för att minska kostnaderna för staten, men det kan även ha historiska förklaringar beroende på hur systemet är uppbyggt.

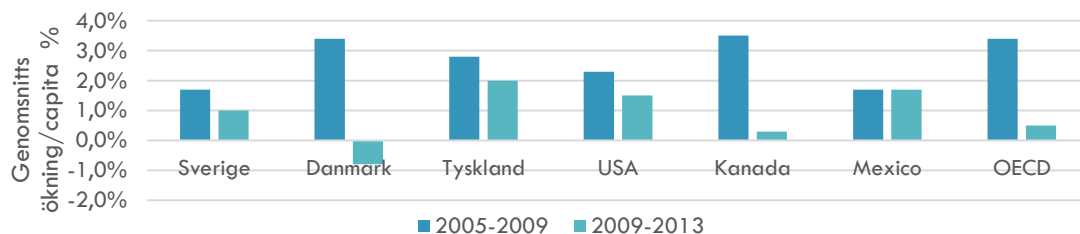
### Årlig ökning av hälsovårdskostnaderna 2010 - 2013



Källa: OECD 2015, Jarl Securities

Mexiko har ökat sina hälsovårdskostnader ungefär i linje med den ekonomiska tillväxten. Statens andel av den totala hälsovårdskostnaden uppskattades 2013 av OECD till 51 procent varav resten bekostas på andra sätt. Statens andel har ökat under senare år på grund av ett ökat statligt ansvar. Kostnadstillväxten per capita har i Mexikos fall varit stabil både före och efter krisen 2009. Se graf nedan:

### Tillväxt i hälsovårdskostnad per capita



Källa: OECD 2015, Jarl Securities

I våra prognoser räknar vi med en marginell påverkan från det första året som Mexiko är inkluderat i våra prognoser dvs 2021. Vi har använt samma andel på 37 procent som behöver insulin som på Brighters andra marknader för att komma fram till antalet målpatienter. För att få en lyckosam lansering kommer det även krävas att man får den dominerande operatören, eller egentligen ägaren América Móvil som samarbetspartner. Dom äger både den på fasta linor dominerande Temex och systerbolaget Telcel som har motsvarande dominans bland mobiloperatörer med 66 procent av antalet abonnenter.

Skulle Brighter få in sitt system hos América Móvil skulle det även betyda mycket för den fortsatta expansionen, då de är totalt dominerande i Latinamerika och Sydamerika över 280 miljoner abonnenter. Detta skulle kunna bana väg in till andra potentiella marknader. En intressant faktor är att COO Henrik Norström talar flytande spanska och har tillbringat en del av sin uppväxt i området, vilket talar för en god kännedom om seder och bruk.

En faktor som kan vara begränsande för en expansion till Sydamerika, är att det är en relativt komplicerad produkt som bygger på en plattform. Frågan är om en del av befolkningen inte kommer vara mogen för en komplex tjänst som bygger på kontakt via en app och ett fast abonnemang.

I vårt nu utökade basscenario räknar vi med att en begränsade leveranser sker mot slutet av 2018 i Sverige och 2019 i Indonesien och Thailand samt nu också USA och Mexiko 2021. För de första lanseringsmarknaderna räknar vi med en utrullningstakt jämförbar med Livongo och antar knappt 40 000 patienter 2020. De sydostasiatiska marknaderna är enligt vår bedömning fortfarande nyckeln till de stora intäkterna i kraft av den relativa storleken.

## Finansiering

### Avtal med L1 Capital ökar visibilitet

I slutet av april 2017 tecknade Brighter ett avtal om en finansiering upp till 100 miljoner kronor. I ett första skede emitterades ett konvertibelprogram till den australiensiska fonden L1 Capital om 30 miljoner kronor med en löptid på 18 månader. Konverteringskurs är 94 procent av ett referenspris som är det lägsta



dagliga volymvägda priset under de föregående 15 handelsdagarna. Ingen ränta betalas utan kompensation utgår i form av teckningsoptioner, vars antal uppgår till 0,5 gånger konvertibelemissionsbelopp dividerat med optionernas lösenpris. Det senare är referenspriset för konvertibeln gånger 130 procent.

I samband med den första konvertibelemissionen enligt ovan genomfördes en emission av teckningsoptioner till befintliga aktieägare där 14 aktier gav rätt till en teckningsoption med samma lösenpris som för L1 Capital. Under hösten och vintern och våren har sex ytterligare så kallade "trancher" påkallats. Nu återstår det cirka 20 miljoner kronor i finansiering från L1 exklusive eventuella teckningsoptioner.

Det på pappret något komplicerade finansieringsupplägget skulle kunna liknas vid en garanterad emission, där garantiersättningen utgörs av teckningsoptioner och ökad utspädning. Det har genomförts liknande upplägg på den svenska aktiemarknaden tidigare, till exempel av fonden GEM. Dessa har kritiserats för de höga direkta och indirekta finansieringskostnaderna. Vi bedömer dock att villkoren förefaller bättre i detta fall. Om vi antar att L1 Capital fullt ut konverterar konvertibler och optioner inom ramen för avtalet skulle fonden bli Brighters absolut största ägare givet att dom inte avyttrar aktier. Vi har ännu inte sett att de kvarstår som ägare utan de säljer efterhand. Detta då de ser detta som en finansieringslösning snarare än att bli långsiktiga ägare.

## Värderingsansats

Vi har i vårt bas-scenario använt oss av två värderingsmetoder, dels diskonterade prognostiserade kassaflöden (DCF) utifrån ett antaget basscenario, dels en relativvärdering baserad på försäljningsmultiplar för jämförbara bolag. Nedan redovisas våra antaganden i vår Bas-scenario DCF värdering.

### DCF-Värdering Bas-scenario

WACC t. o. m. 2022	15,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%	NPV Stabil period mnkr	670
WACC stabil period	10,5%	Långsiktig marginal	12,0%	Företagsvärde, mnkr	643,1
Tillväxt prognosperiod - 2028P	60%	NPV Prognosperiod mnkr	-26,8	Nettokassa, mnkr	-1,6
				Aktieägarvärde, mnkr	641

Källa: Jarl Securities

Vi har använt oss av en relativt hög diskonteringsränta på 15,5 procent inledningsvis. Detta motiverar vi med att Actiste® ännu inte lanserats, och med beaktande av att vi räknar med att en stor del av framtida försäljning kommer att komma från utvecklingsländer. På lång sikt räknar vi med att diskonteringsräntan sjunker till 10,5 procent. Med dessa antaganden beräknar vi ett motiverat värde på cirka 641 miljoner kronor. Med tanke på att Actiste® ännu inte är CE-märkt gör vi en riskjustering på 80 procent. Det ger ett motiverat riskjusterat värde på 513 miljoner kronor.

## Relativvärdering pekar på potential

Som komplement till DCF värderingen har vi studerat hur jämförbara bolag värderas på börsen idag. Vi har då tittat närmare på försäljningsmultiplar (EV/Sales).

### Värdering Diabetesbolag

Bolag	Kurs	EV/omsättning 2018P
Dexcom	69,6	7,3x
Cellnovo	3,0	9,6x
Medtronic	78,3	3,9x
Insulet	85,4	8,9x
Ypsomed	144,6	4,5x
Becton Dickinson	214,23	4,8x
	Genomsnitt	6,5x
	Median	6,0x

Källa: Thomson Reuters, Jarl Securities

Vi beräknar en medianvärdering på 6 gånger omsättningen för gruppen ovan. Värt att notera är att det har skett en hel del förändringar emellan bolagen även om medianen är marginellt förändrad sedan vår senaste analys i oktober. Använder vi denna multipel på vår prognos på försäljningen på 4 års sikt (2021P) motsvarar det ett värde på drygt 1,8 miljarder kronor vid den tidpunkten. Med samma diskonteringsränta som ovan motsvarar det ett värde på 1080 miljoner kronor idag (riskjusterat värde 864 miljoner kronor). Se tabellen nedan.

### Relativvärdering EV-Multipel (BASE)

BASE Case	
mnkr	2021P
Försäljning	312
Motiverad EV/Omsättning-multipel, ggr	5,8
Motiverat aktieägarvärde	1809
Diskonteringsränta	15,5%
Motiverat aktieägarvärde idag	1080
Riskjusterat värde	864

Källa: Jarl Securities

Skillnaden mot DCF-värderingen är tydlig och förklaras av att den baktunga vinstutvecklingen reflekteras tydligt i kassaflödesmodellen i form av negativa kassaflöden i inledningen av prognosperioden. Vinstmultiplarna i gruppen vi jämför med återspeglar också en lägre bedömd risknivå då dessa bolag till skillnad från Brighter i flera fall redan är väl etablerade på marknaden. I likhet med DCF-värderingen ovan gör vi en riskjustering på 80 procent då CE-märkning ännu inte är erhållen. Det ger ett värde på 864 miljoner kronor.

Vi gör även ett utökat scenario baserat på ett mer positivt (Bull) och negativt (Bear) scenario. Dessa scenarion utgår från vårt basscenario. Vi använder även här en DCF-värdering och en relativvärdering för att komma fram till ett motiverat aktieägarvärde.

## Värdering – basscenario

Vi väljer att använda oss av ett genomsnitt av dessa värderingsansatser för ett värde av Actiste.

### Värdering Base case

	FÖRSÄLJNING 2027P (mnr)	VÄRDE (mnr)	PER AKTIE (kr)	ANTAGANDEN
Actiste	3711	689	10,5	Snitt DCF- och multipelvärdning (riskjusterat)
Camanio Care		5,6	0,1	4,1 miljoner aktier
Nettokassa		-2	0,0	2017-12-31
Aktieägarvärde		693	10,5	66 miljoner aktier
Likvid teckningsoptioner		46		
Efter antagen utspädning		738	9,7	75 miljoner aktier
Ytterligare finansiering L1 Capital		66		Konvertibler + optioner
Efter utspädning		<b>804</b>	<b>9,5</b>	85 miljoner aktier

Källa: Jarl Securities

Vi beräknar ett motiverat aktieägarvärde på 689 miljoner kronor justerat för rörelsefrämmande tillgångar och skulder. Vi har därefter räknat med full utspädning från utestående konvertibler och teckningsoptioner. Vi har även räknat med att återstående trancher inom avtalet med L1 Capital kommer att utnyttjas. Här har vi räknat med de konvertibler och teckningsoptioner som kan emitteras till L1 Capital. Vi bedömer att sannolikheten är stor att Brighter kommer att utnyttja denna finansieringslina mot bakgrund av det förväntade kapitalbehovet de närmaste åren samt de kommentarer som bolaget publicerade i samband med bokslutsrapporten. Justerat för alla konvertibler och optioners utspädningseffekt beräknar vi ett värde per aktie på 9,5 kronor per aktie.

Det finns även en större mängd (5,5 miljoner) utestående personal- och styrelseoptioner med lösenpris mellan 8,22 kronor och 23,60 kronor. Omkring en miljon optioner löper ut under 2017 men ett förslag lades och beslut togs om förlängning vid den extra bolagstämman den 29 september. Förlängningen rör optionerna med ett lösenpris på 23,6 kronor.

## Värdering – BASE – BULL - BEAR

Vi har i analysen utgått från ett basscenario vilket speglar det utfall som vi anser vara mest sannolikt, givet gällande information rörande bolaget. För att få en känsla för hur värderingen slår givet ett mer positivt och negativt utfall jämfört med våra prognoser har vi tagit fram två alternativa scenarion som vi kallar BULL och BEAR. Vi har i dessa två fall minskat respektive ökat det prognosticerade antalet Actiste® i vår modell med plus 10 procent för BULL och minus 10 procent för BEAR. Vi har även justerat upp den långsiktiga tillväxten i vår DCF modell till plus 5

procent för det positiva scenariot och ned till 1 procent i det negativa scenariot jämfört med i vårt basscenario antagna långsiktiga tillväxt på 3 procent. Vi har i samtliga scenarion behållit vår tidigare riskjustering relaterat till att CE-märkningen inte är färdig, vilket givet ytterligare förseningar fortfarande ter sig rimligt.

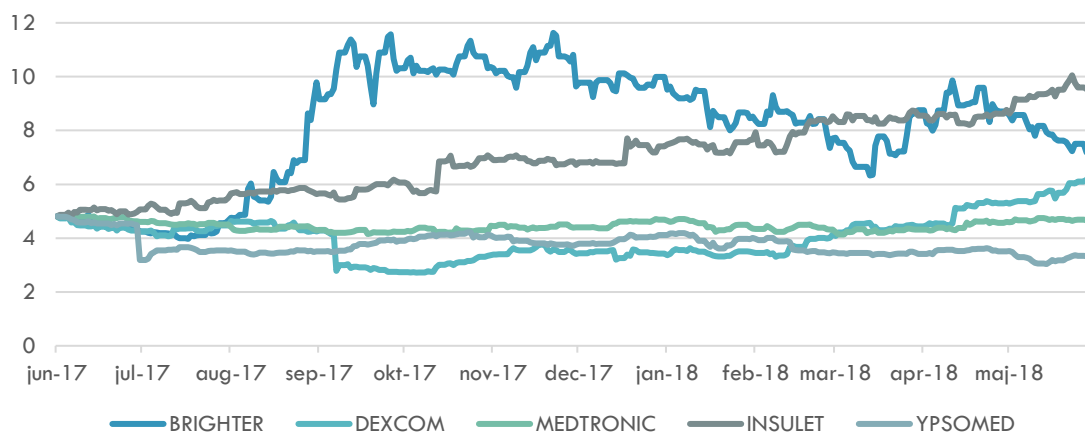
#### Värde för BEAR, BASE, BULL scenario

	BEAR	BASE	BULL
Försäljning 2027P	3445	3711	3870
Långsiktig marginal	12,0%	12,0%	12,0%
Justering tillväxt antal Actiste vs BASE 2018-2028P	-10,0%	0,0%	+10%
Tillväxt, evighet	1,0%	3,0%	5,0%
Rörelsevärde	234	641	1 405
Riskjusterat värde	187	513	1 124
Värde relativvärdering EV/Sales 2021P	958	1 080	1 171
Riskjusterat värde relativvärdering	767	864	937
Snitt DCF - och multipelv. (riskjusterat)	477	689	1 031
Ytterligare finansiering Konv+optioner	111	111	111
Antal aktier, miljoner efter utspädning	84,4	84,4	84,4
Motiverat värde	<b>593</b>	<b>804</b>	<b>1146</b>
Motiverat värde per aktie, SEK	<b>7,0</b>	<b>9,5</b>	<b>13,6</b>
Potential (kurs 7,82)	-10%	22%	74%

Källa: Jarl Securities

Sett till de senaste tolv månaderna har Brighter-aktien fortsatt att vara volatil. Positiva nyheter drev upp kursen under en längre period men då CE märkningen har dröjt och till slut kommunicerats som försenad har det pressat kursen från de tidigare aktietopparna. Med tanke på fördröjningen finns det en uppenbar risk för press på aktien tills besked kommer om CE – märkningen då den är av stor betydelse för produktens kommersialisering.

Relativ kursutveckling för utvalda tillverkare av diabetesenheter. Brighteraktiens som bas.



Källa: Thomson Reuters

## Ägare och ledande befattningshavare

### Ägarstruktur

Bland bolagets tio största ägare finns som tidigare nämnts vd Truls Sjöstedt och styrelseordförande Gert Westergren. Avanza Pension och Nordnet Pensionsförsäkring är samlade depåinnehav, där de slutliga ägarna huvudsakligen utgörs av småsparare. I tabellen nedan syns inte Henrik Norströms aktieinnehav vilket även det är betydande.

#### Ägare 2018-03-31

Ägare	Kapital, %
Avanza Pension	13,2
Truls Sjöstedt	9,2
Michael Göran Erik Frantzén	7,1
Minh Nguyen	1,7
Johan Metzger	1,6
Robert Melin	1,4
Nordnet Pension	1,2
Swedbank Försäkring	0,8
John Nilsson	0,7
Livförsäkring Skandia	0,7

Källa: Holdings.se, Jarl Securities

## Ledning och Styrelseordförande

Vd Truls Sjöstedt är entreprenör och utbildad ekonom vid bland annat Stanford University i USA och Handelshögskolan i Stockholm. Truls har närstående med diabetes och är därmed dedikerad till sin uppgift. Med ett ägarskap om drygt elva procent av aktiekapitalet finns ett finansiellt incitament att agera i aktieägarnas intresse. Henrik Norström är bolagets COO och har även en rådgivande roll i finansiella liksom strategiska frågor och har även en ägarpost i bolaget.

Ledningsgruppen har förstärkts med marknadsföringskunskap och kommunikation genom att Petra Kaur har anställts som ansvarig för detta område.

Styrelsen har även förstärkts med målet om ett listbyte. Brighter har tagit in Barbro Fridén som styrelseordförande med lång erfarenhet från hälsovårdssektorn med ledande positioner på Sahlgrenska sjukhuset och Karolinska. Barbro har för närvarande uppdrag i styrelserna för Getinge, Apoteket AB samt Vitrolife.

För att få in ytterligare kunskap rörande aktiemarknadsfrågor har Catarina Ihre anlitats. Catarina har stor erfarenhet av dessa frågor som IR för bolag som SSAB och Electrolux.

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities

bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga inte aktier i det analyserade bolaget.