



UPPDRAKSANALYS

11 september 2018

BRIGHTER
ANALYSGUIDEN

Innehåll

Temperaturen ökar långsamt.....	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	7
Marknad och konkurrenter	7
Actistes® plats på marknaden	8
Prognoser.....	8
Vägen till marknaden och försäljning.....	8
Nya marknader och prisbild.....	9
Nya potentiella länder för tillväxt	12
Värdering	13
Relativvärdering pekar på potential	13
Värdering – basscenario.....	15
Värdering – BASE – BULL - BEAR.....	15
Disclaimer.....	17

Temperaturen ökar långsamt

Brighter fortsätter att kommunicera kring mål och samarbeten. Vi har uppdaterat våra antaganden i spåren av bolagets uppdaterade mål. Vi lägger till flera marknader och justerar därför upp våra prognoser. CE märkningen kvarstår som orosmoment.



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 aktörer som försäkringsbolag

och andra vårdnadsgivare.

CE-certifieringen är ett nödvändigt steg innan tjänsten kan nå marknaden. Som vi har diskuterat i våra tidigare analyser fanns det risk för förseningar. Det har nu också inträffat, vilket dock inte ska överdrivas i det långsiktiga scenariot. Marknaden för Actiste® är betydande och vi bedömer att bolagets produkt fyller en lucka mellan de enkla och mer komplexa lösningar på marknaden. Vi har sedan vår analys i juni i år inkluderat Kina och några länder i Mellanöstern vilket har fått en betydande effekt på värderingen. Vi har nu i våra prognoser drygt 63 procent av bolagets målmarknader i våra prognoser, dock till en lägre marknadsandel än vad bolaget förväntar sig.

Sedan vår senaste uppdatering i slutet av juni har aktiekursen haft en något positiv utveckling. I vårt uppdaterade basscenario ser vi ett värde på 14,9 (9,5) kronor per aktie. I ett mer optimistiskt bull-scenario beräknas värdet per aktie till 20,6 (13,5) kronor och i ett mer defensivt bear-scenario till 11,6 (7,0) kronor. Temperaturen i aktien har varit något sval givet förseningar kring CE märkningen. När leveranser börjar att närma sig kommer temperaturen att stiga.

Utfall och prognoser, basscenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Inträcker (exkl.aktiv.kostn.)		0	0	0,7	41	125	312
Tillväxt		e.m.	e.m.	e.m.	5949 %	207 %	153 %
EBIT		-18,5	-20	-73	-45	-29	-2
EV/Sales		e.m.	e.m.	e.m.	14,1	4,1	1,6

Källa: Brighter och Jarl Securities.

Datum: 11 september 2018

Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

Företagsnamn: Brighter AB

Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM

Vd: Truls Sjöstedt

Styrelseordförande: Barbro Fridén

Marknadsvärde: 670 MSEK

Senast: 9,7

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 som bland partnerskap och avtal på olika marknader.

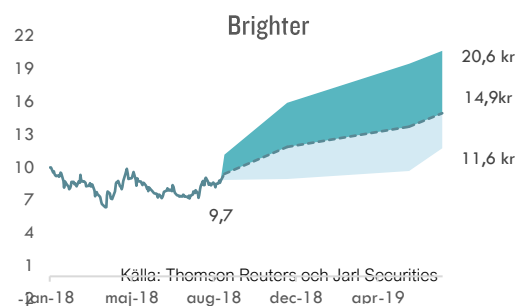
Möjligheter och styrkor: Bolaget har med sin första produkt kopplat till sin plattform skapat en produkt som kommer att underlätta egenvården av diabetes. Marknadspotentialen är enorm. Givet tillväxten i antalet patienter över hela världen är nischen intressant. Produkten är relativt unik då den är enkel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

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

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

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

Värdering:	Bear	Bas	Bull
	11,6 kr	14,9 SEK	20,5 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 aktieägarnas intresse. Genom L 1 Capital får bolaget in en större institutionell intressent även om de främst verkar betrakta detta som en 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. Bolaget har flaggat för att det eventuella kan bli tal om ytterligare finansieringsbehov under 2019, beroende på försäljningsutvecklingen. Nytt kapital kan tillföras genom de utestående optionerna varav ledningen med stor sannolikhet kommer att 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 fart på 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 tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Bolaget är restriktiva med information om Actiste. Det gör att produktens fortloppande och status är svårbedömd även om flera positiva steg har tagits under det senaste året. Vi bedömer att CE-certifieringen kommer att gå igenom även om tidpunkten är osäker. Bolagets finansieringsmöjligheter 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. Bolaget 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 är i det närmaste klar för lansering. Det som återstår innan leveranser blir möjlig är en CE-märkning. Den första tjänsten som ska lanseras är Actiste® (Actiste) som är en allt-i-ett-tjänst för förenklad egenvård för diabetiker. Den 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 korton

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 avtal som slöts med Sanmina under mitten av 2016 samt avtalet i februari 2017 med Sonat om en global logistiklösning.

Då Actiste® kommer att säljas som en abonnemangstjänst är avtalen med operatörerna av största vikt. De 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®.

Bolaget fortsätter även att ta patent på olika delar, både fysiska processer och IP. Dessutom fortsätter de att marknadsföra produkten på olika mässor. Vad vi förstår bearbetar bolaget fortsatt olika intressenter på marknaden för att vara redo för leverans när CE godkännandet kommer. Brighter har under året utökat sitt fokus mot andra intressenter än det som var i fokus initialt. Dessa inkluderar bland annat försäkringsbolag, företagshälsövård och andra vårdgivare som kommuner och landsting. Det är ett logiskt steg då dessa aktörer mer direkt kan se nyttan och kostnadsbesparingen då till exempel anställda eller patienter kan minska antalet sjukdagar.

Bolaget är fortsatt aktiva vilket syns i nyhetsflödet, där bland annat patent för Brighters AI lösning från det europeiska patentverket ha annonserats. Man bolaget har även ingått ett strategiskt partnerskap med FRISQ för att stärka hälsovårdens infrastruktur. Ett mer intressant samarbete då det kan ge snabbare resultat när väl CE märkningen är klar är partnerskapet med AFAQ för att lansera Actiste® i gulfstaterna.

Vi väntar fortfarande på besked om ett CE godkännande. Även om det antagligen inte är långt borta har det kontinuerligt skjutits framåt i tiden. Det är inte helt i Brighters händer och alla delar tar längre tid än förväntat. Ett godkännande vore positivt och skulle stärka förtroendet att produkten är färdig och säljbar i volym. Vårt huvudscenario var att första leveranserna skulle ske mot slutet av 2018 och till beskedliga volymer. Risken finns att det nu dröjer in i 2019 innan de första leveranserna blir av. I våra tidigare analyser tog vi höjd för en förskjutning med hänsyn till myndighetsprocessen, men nu är risken att det förskjuts ytterligare.

Kort om Diabetes

WHO skriver i sin rapport "Global report on diabetes" från 2016 att drygt 422 miljoner människor i världen lever med diabetes, diagnostiserad eller inte. Internationella Diabetesförbundet (IDF) uppskattar i sina prognoser att antalet diabetiker år 2040 kan uppgå till 642 miljoner globalt. Diabetes är ett samlingsnamn för en rad olika sjukdomar där den gemensamma nämnaren är att kroppen inte kan kontrollera sockerhalten 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 bukspottkörtelns fortfarande en viss men otillräcklig förmåga att producera insulin.

Egenvård diabetes

Målet med egenvården av diabetes är att hålla blodsockernivån så nära ett normalt värde (basal insulinnivå) som möjligt. För att uppnå detta måste en typ 1-diabetiker tillföra insulin flera gånger per dag. Även om kliniska studier med varierande resultat sker 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 sin blodsocker-nivå. Detta görs traditionellt genom ett blodprov tas med hjälp av 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.

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



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

Actiste®

Brighter har utvecklat en till synes enkel men unik allt-i-ett-tjänst, Actiste®, avsedd för insulinbehandlade. I Actiste® ingår en enhet som omfattar insulinpenna med insulin, blodsockermätare med stickor samt en loggbok. Loggboken hanteras automatiskt och kommer att kunna delas över bolagets molnlösning, the Benefit Loop, via en global mobiluppkoppling. Loggboken innehåller blodsockernivåer och insulin doseringsnivåer 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 synkroniserat 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 uppvisats 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 användarvänliga både i design och handgrepp. Att lägga alla behandlingsverktygen i en och samma enhet och vidare genom att automatiskt logga behandlingsdata i realtid ger en klar förbättring jämfört med nuvarande metoder på marknaden. Genom att dela realtidsinformation över the Benefit Loop med både vård och närstående kan Actiste® minska antalet akuta sjukfall. Dett skulle minska kostnaderna för vården. Actiste® har därför även en stor potentiell samhälls-ekonomisk 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 personliga data

Uppföljning och spårning av förbrukningsmaterial för påfyllning av Actiste

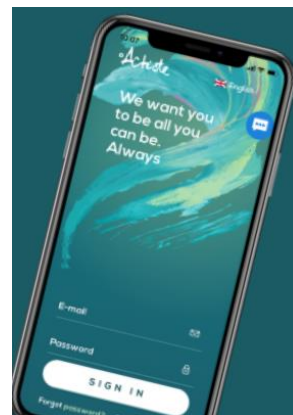
AI övervakning av Actiste anordningen för snabbt utbyte när nödvändigt

Källa: Brighter, Jarl Securities

Produkt och förpackning anpassad till användaren.



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



Köpare

Actiste® vänder sig till diabetiker som behandlar sin sjukdom genom insulininjektioner. Bolagets plan är att patienterna ska teckna abonnemang med en mobilnätsoperatör 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 med 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 vårdssystem. Här har Brighter börjat bearbeta marknaden genom deltagande på mässor. Under juni 2018 har flera framsteg kommunicerats angående de samarbeten som tidigare lanserats. I Indonesien har detta samarbete med Mampu nu skapat potential för 100 000 nya förskrivare av Actiste® i form av allmänläkare. Det tidigare samarbetet med Indosat Ooredoo fortsätter och kommer att 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.

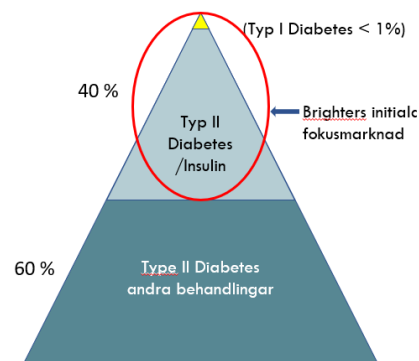
Marknad och konkurrenter

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. Vi har 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. Här finns 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. 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 andelen till mellan 24 och 62 procent. De stora kostnaderna associerat med underdiagnostiseringen kommer säkerligen att driva på utvecklingen mot ett ökat medvetande om diabetes. I förlängningen bör det också öka antalet patienter som ska använda insulin.

Underdiagnostisering tillsammans med en åldrande befolkning i världen 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.

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)



Actistes® plats på marknaden

I teorin kan en patch-pump i tillsammans med en glukosmätare ses som 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 utmanande att få igång.

Såvitt vi kan bedöma är Brighter det enda bolaget i nuläget som har utvecklat en allt-i-ett-tjänst. Det gör att Actiste® har potential att 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 den 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 vården på Actiste® tilltänkta marknader främst försäkrade av privata aktörer, vilket enligt bolaget gör att det generellt är lättare att erhålla subventioner. Under sommaren 2018 har flera positiva samarbeten inletts, exempelvis samarbetet rörande GCC länderna (Saudiarabien och gulf-staterna). Detta visar på ett intresse från myndigheter att göra något åt diabetes problemet och det bådär gott för Actiste® potential.

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 att fungera som en outsourcad logistikfunktion med totalt ansvar kring logistiken och ha ett huvudlager i Sverige. Bolaget har vad vi förstår i samråd med sina partners tagit fram anpassade förpackningar för den effektivaste möjliga hanteringen och för att hålla transportkostnaderna 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. Det kommer också att möjliggöra en återvinningsstrategi av produkten.

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

Samtidigt är det värt att nämna att Actiste® som är den första applikationen av Brighters Drug Delivery plattform (DruDe™) 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 vilka i framtiden potentiellt kan administreras med hjälp av DruDe.

Nya marknader och prisbild

I detta tidiga skede innan kommersialisering inletts är det förvisso svårt att lägga prognoser. Marknadspotentialen är som framgår mycket stor men konkurrensen är samtidigt omfattande. 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 nu var Brighter avser att lägga Actiste® prismässigt. Enligt ledningen kommer fokus att ligga på tillväxt och volym vilket indikerar en relativt konkurrenskraftig prissättning. På lång sikt går troligen utvecklingen mot allt mer stickfria injektioner och mätningar vilket kan motverka Actiste®. 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 Läkemedelsrådet i Region Skåne kostar en 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. Brighter har i en uppdatering uppgivit ett spann mellan 60 och 110 euro per månad. Vi ligger alltså i den nedre delen av spannet. Vi bedömer att den större delen av potentialen ligger i länder där betalningsförmågan inte är lika stor som i västvärlden. Detta gör att vi är något försiktiga med våra prisantaganden. Vi räknar med att distributionskanaler tar hälften av intäkterna. Livongo är ett möjligt jämförelseobjekt. Bolaget startades 2014 och uppger att omkring 40 000 patienter (slutet av 2017) använder bolagets tjänst för blodglukosmätning. Livongo anger på hemsidan en kostnad mellan 50 och 75 USD per månad.

Brighter uppger nu en ny målbild kring potentiella marknader. De tar upp de flesta av de marknader som vi redan inkluderat i vår analys. De nya som är av störst intresse är de större marknaderna samt GCC länderna där de verkar ligga nära ett avtal. Vi har justerat upp några av våra antaganden i de länder som vi tidigare inkluderat i våra prognoser. Vi har också lagt till GCC länderna och Kina vilket gör att vi har inkluderat 63 procent av de potentiella marknaderna som indikerats av Brighter. Vi dock har utelämnat Indien som representerar nästan 27 procent av antalet insulinbehandlade diabetiker i Brighters målvision. Detta mot bakgrund av att bolaget fortfarande är litet vilket försvårar möjligheten att bearbeta samtliga marknader.

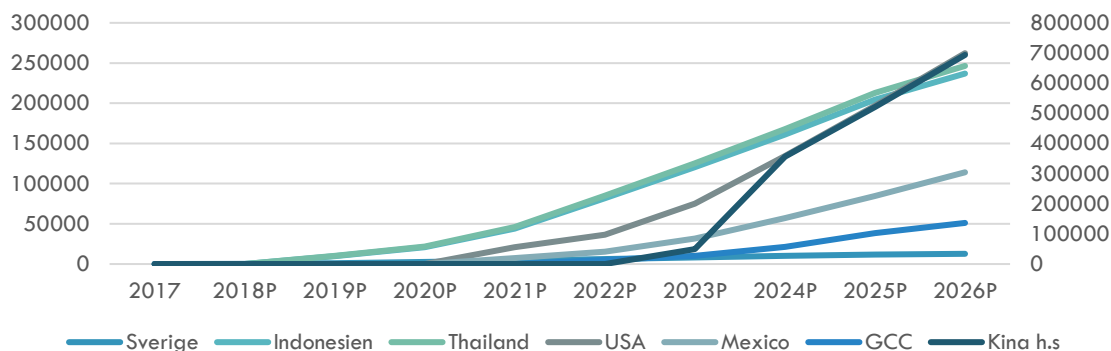
I och med att Actiste® bygger på beprövade tekniker för injektion och blodglukosmätning lär det inte i strikt mening behövas några kliniska studier som underlag för CE-märkning och lansering. Däremot kan studier vara behjälpliga i ett marknadsföringssyfte för att påvisa att Actiste® förenklar behandling 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 det tidigare förväntade godkännandet. Det ser nu ut som att det eventuellt kan ske mot slutet av 2018 eller under början av 2019. Den fysiska enheten olika delar 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 vilket kan påverka takten i utrollningen.

I vårt nya basscenario som tar hänsyn till nya potentiella marknader, räknar vi med att leveranser sker 2018 i Sverige och 2019 i Indonesien och Thailand samt nu också USA och Mexiko 2021. Vi lägger nu till ytterligare marknader som Kina, Kuwait, Förenade Arabemiraten och Saudiarabien utöver de som vi inkluderade i oktober 2017. De nu adderade marknaderna bedömer vi ligger ytterligare framåt i tiden för lansering. Detta främst beroende på begränsade resurser och inte på potential eller begränsningar i produktens utbud. I bolagets mål ingår 30 procents andel av de utvalda marknaderna. Vi har nu liksom i vår tidigare analys en något mer försiktig syn. Vi har räknat med en världsmarknadsandel mellan 15 och 20 procent beroende på typ av marknad mot slutet av prognosperioden 2027.

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 förstas kräver ett positivt utfall av en FDA ansökan som vi tror kommer att 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. Efter att ha övervägt potentialen på de olika marknaderna har vi inkluderat GCC länderna och Kina i vårt scenario. Affärsrisken i Kina är stor och vi tror att introduktionen sker först 2023. Det baserar vi på erfarenheter från andra bolag som försökt lansera i Kina. Det tar ofta långre tid och det finns en större säkerhet kring motparten generellt.

Abbonentutveckling Actiste

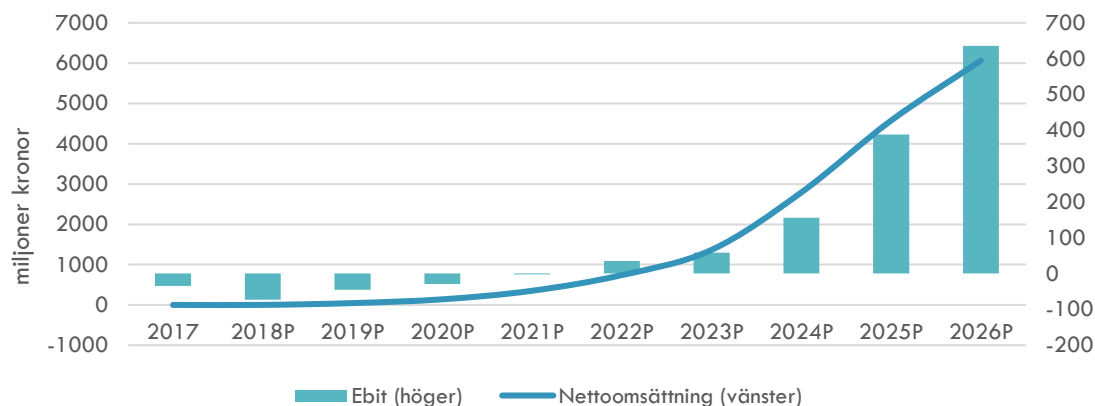


Källa: Jarl Securities

Vi räknar med en bruttomarginal på 32 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. Givet våra antaganden räknar vi med en baktung vinstutveckling. Detta då vi bedömer att de första åren efter lansering kommer att präglas av relativt 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 överst på nästa sida där vi spår nästan vinst 2021, och vinst även om den är lägre både för 2022 och 2023 om än tidigare prognos. Det beror på stigande kostnader för nya marknader. 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 sina abonnemang. 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

Nya potentiella länder för tillväxt

Även om de avsedda lanseringarna på de primära marknaderna Indonesien och Thailand fortfarande befinner sig en bit bort i tid riktas blickarna mot nya marknader redan nu. Med det nyligen godkända patentet i USA för Actiste® är det naturligt att fokus ökar 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 bedömde tidigare att en ansökan eventuellt kan skickas in under slutet av 2018 eller i början av 2019. Det ser nu ut att skjutas ytterligare framåt. Tiden från ansökan till ett eventuellt godkännande varierar, där det sannolikt tar minst ett år vilket innebär ett eventuellt godkännande 2019–2021. En lansering i USA är avhängigt ett positivt resultat från FDA. Lansering kan ske tidigast 2020 men mer troligt 2021.

Något 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 ge klartecken till ett läkemedel eller medicinteknisk produkt på deras marknader, Detta även om detta inte krävs i formell mening.

Nordamerika har en viss attraktion. Det är bara att titta på statistik över fetma i USA och Mexiko för att inse att detta är en högtintressant marknad. Även de nu i våra prognoser tillagda länderna har liknande utveckling som i många andra länder där man går från traditionell mat till en mer internationell livsstil med en substantiell högre konsumtion av socker. Kina är ett tydligt exempel på denna utveckling.

Värdering

Vi har i vårt bas-scenario använt oss av två värderingsmetoder. Dels en diskonterad prognostiserade kassaflödesmodell (DCF) med ett antaget basscenario. Vidare har vi lagt till en relativvärdering baserad på försäljningsmultiplar för jämförbara bolag. Nedan redovisas våra antaganden i vår Bas-scenario DCF värdering.

DCF-Värdering Bas-scenario

WACC till och med 2022	15,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%	NPV Stabil period mnkr	1358
WACC stabil period	11,5%	Långsiktig marginal	12,0%	Företagsvärde, mnkr	1222
Tillväxt prognosperiod - 2027P	74%	NPV Prognosperiod mnkr	-135,7	Nettokassa, mnkr	-24,7
				Aktieägarvärde, mnkr	1198

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. Dessutom har vi tagit hänsyn till att en stor del av framtida försäljning väntas komma från utvecklingsländer. På lång sikt räknar vi med att diskonteringsräntan sjunker till 11,5 procent. Med dessa antaganden beräknar vi ett företagsvärde på cirka 1198 miljoner kronor. Givet att Actiste® ännu inte är CE-märkt gör vi fortsatt en riskjustering på 80 procent. Det ger ett motiverat riskjusterat värde på 978 miljoner kronor.

Relativvärdering pekar på potential

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

Värdering Diabetesbolag

Bolag	Kurs	EV/omsättning 2018P
Dexcom	144,4	13,4x
Cellnovo	2,9	9,7x
Medtronic	96,4	4,8x
Insulet	104,3	11,5x
Ypsomed	147,7	4,3x
Becton Dickinson	261,8	5,5x
	Genomsnitt	8,2x
	Median	7,6x

Källa: Thomson Reuters, Jarl Securities

Vi beräknar en medianvärdering på 7,6 gånger omsättningen för gruppen ovan. Det är en ökning från tidigare analys då medianvärderingen låg på 6,0 gånger omsättningen. Noterbart är att värderingen för jämförelsebolagen har stigit väsentligt, speciellt av Dexcom. Det har drivit upp medianen jämfört med vår senaste analys i juni. Applicerar vi denna nya högre multipel på vår intäktsprognos för Brighter på fyra 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 1688 miljoner kronor idag, med ett (riskjusterat värde på 1350 miljoner kronor). Se tabellen nedan.

Relativvärdering EV-Multipel (BASE)

BASE Case	
mnkr	2021P
Försäljning	352
Motiverad EV/Omsättning-multipel, ggr	7,8
Motiverat aktieägarvärde	2741,9
Diskonteringsränta	15,5%
Motiverat aktieägarvärde idag	1688
Riskjusterat värde	1350

Källa: Jarl Securities

Vinstmultiplarna i jämförelsegruppen återspeglar också en lägre bedömd risknivå. Detta 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 Brighter ännu inte erhållit CE-märkningen. Det ger ett värde på 1350 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 att fastställa ett värde på Actiste.

Värdering Base case

	FÖRSÄLJNING 2027P (mnr)	VÄRDE (mnr)	PER AKTIE (kr)	ANTAGANDEN
Actiste	8 122	11 64	17,7	Snitt DCF- och multipelvärdering (riskjusterat)
Camano Care		7,3	0,1	4,1 miljoner aktier
Nettokassa		-24,7	-0,4	2018-12-31
Aktieägarvärde		11 47	17,4	66 miljoner aktier
Likvid teckningsoptioner		46		
Efter antagen utspädning		11 92	15,7	75 miljoner aktier
Ytterligare finansiering L1 Capital		66		Konvertibler + optioner
Efter utspädning		12 58	14,9	85 miljoner aktier

Källa: Jarl Securities

Vi beräknar ett motiverat aktieägarvärde på 1166 miljoner kronor justerat för rörelsefrämmande tillgångar och skulder. Den stora förändringen jämfört med föregående analys är att vi har inkluderat Kina och GCC-länderna i våra prognoser. Storleken på den kinesiska marknaden och våra antaganden där har givetvis en betydande inverkan på värdet av bolaget. Likaså har uppvärderingen av jämförgruppen påverkat positivt. 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 även de sista delarna av denna finansieringslina. Detta mot bakgrund av det förväntade kapitalbehovet de närmaste åren samt de kommentarer som bolaget publicerade i samband med den andra kvartalsrapporten. Justerat för utspädningseffekten av alla konvertibler och optioners beräknar vi ett värde per aktie på 14,9 (9,5) kronor per aktie.

Värdering – BASE – BULL - BEAR

Vi har i analysen utgått från ett basscenario vilket speglar det utfall som vi anser vara mest sannolikt. För att få en känsla för hur värderingen slår sig givet ett mer positivt respektive negativt utfall jämfört med våra bas-prognoser har vi tagit fram två alternativa scenarion som vi kallar BULL och BEAR. Vi har i dessa två fall ökat respektive minskat det prognosticerade antalet sålda Actiste® i vår modell med plus 10 procent för BULL och minus 10 procent för BEAR. Vi har även justerat upp det långsiktiga tillväxtantagandet i vår DCF modell till plus 5 procent för det positiva scenariot och ned till 1 procent i det negativa scenariot. Detta jämfört med den i vårt basscenario antagna långsiktiga tillväxten om 3 procent. Vi har i samtliga scenarion behållit vår tidigare riskjustering relaterat till att CE-märkningen inte är färdig. Detta utgör en osäkerhetsfaktor som ökar risken för ytterligare förseningar av framtida order.

Värde för BEAR, BASE, BULL scenario

	BEAR	BASE	BULL
Försäljning 2027P	7623	8122	8548
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	684	1 222	2 226
Riskjusterat värde	547	978	1 780
Värde relativvärdering EV/Sales 2021P	1 535	1 688	1 876
Riskjusterat värde relativvärdering	1 228	1 350	1 501
Snitt DCF - och multipelv. (riskjusterat)	887	1 164	1 640
Ytterligare finansiering Konv+optioner	111	111	111
Antal aktier, miljoner efter utspädning	84,4	84,4	84,4
Motiverat värde	981	1258	1734
Motiverat värde per aktie, SEK	11,6	14,9	20,5

Källa: Jarl Securities

Sett till de senaste sex månaderna har Brighters aktiekurs i stort sett varit oförändrad men har handlats ned mot 6,5 och upp till 10 kronor. Positiva nyheter och förväntningar drev upp aktiekursen under en längre period. Men då CE märkningen har dröjt har kursen pressats tillbaka. Med tanke på fördröjningen finns det fortfarande en uppenbar risk för press på aktien till dess att besked kommer om CE – märkningen vilket har en stor betydelse för produktens kommersialisering.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, 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.