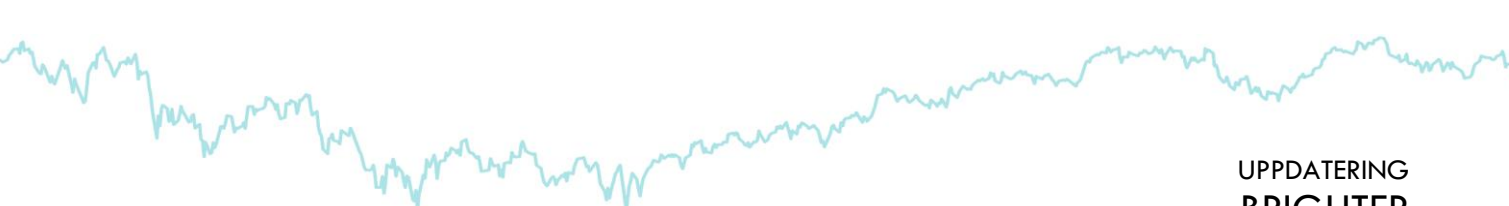




UPPDRAGSANALYS
29 november 2018

BRIGHTER ANALYSGUIDEN



Innehåll

I väntans tider för Brighter	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Om Brighter.....	4
Prognoser.....	5
Vägen till marknaden och försäljning	5
Värdering.....	6
Relativvärdering	7
Värdering – basscenario.....	8
Värdering – BASE – BULL - BEAR.....	8
Disclaimer	10

I väntans tider för Brighter

Förseningarna rörande CE märkningen kvarstår som orosmoment och har ökat risken i våra prognoser för 2019. Det då vi tidigare räknat med ett godkännande av produkten mot slutet av 2018. Vi justerar ned våra intäktsförväntningar på 2019 och framåt hänförligt till förseningarna.



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 som nu dock har blivit kraftiga. I det långsiktiga scenariot betyder det inte så mycket, dock kan det komma att kräva ytterligare finansiering under 2019. Vi justerar ned våra förväntningar initialt mest för 2019 men även för efterföljande år. Marknaden för Actiste® är ändå betydande och vi bedömer att bolagets produkt fyller en lucka mellan de enkla och mer komplexa lösningar på marknaden men risken ökar för att konkurrenter får ut uppkopplade lösningar på marknaden snabbare än tidigare väntat. Under perioden sedan vår senaste analys har tre certifieringar gått igenom. Al driven övervakning av medicinsk utrustning blev godkänd av EU:s patentmyndighet samt att både den digitala infrastrukturen och mobila applikationer blev CE-certifierade. Sedan vår senaste uppdatering i slutet av september har aktiekursen haft en fortsatt slagig utveckling i väntan på CE märkningen. I vårt uppdaterade basscenario ser vi ett värde på 14,1 (14,9) kronor per aktie. I ett mer optimistiskt bull-scenario beräknas värdet per aktie till 20,4 (20,5) kronor och i ett mer defensivt bear-scenario till 9,3 (11,6) kronor. De relativt marginella justeringarna beror på att den största delen av värdet på bolaget ligger mot slutet av prognosperioden och i slutvärdet.

Datum: 29 november 2018
Analytiker: Mats Hyttinge, Jarl Securities

Företagsnamn: Brighter AB
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Truls Sjöstedt
Styrelseordförande: Barbro Fridén
Marknadsvärde: 715 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.

Läs senaste uppdaterade grundanalys [här](#).

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.

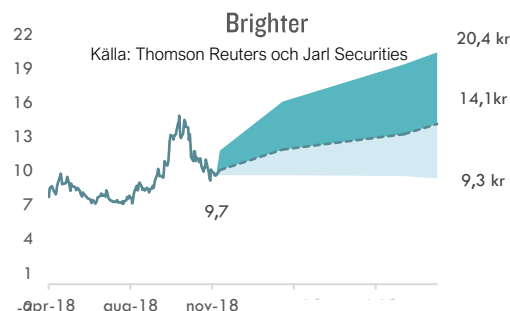
Brighter har ännu inte erhållit en CE - godkännande för sin första applikation Actiste® vilket ökar risken för förseningar.

Värdering: Bear 9,3 kr Bas 14,1 SEK Bull 20,4 kr

Utfall och prognoser, basscenario

	MSEK	2016	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Intäkter (exkl.aktiv.kostn.)		0	0	1	19	114	360
Tillväxt		e.m.	e.m.	e.m.	2470 %	490 %	217 %
EBIT		-18,5	-20	-73	-45	-42	-2

Källa: Brighter och Jarl Securities.



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.

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

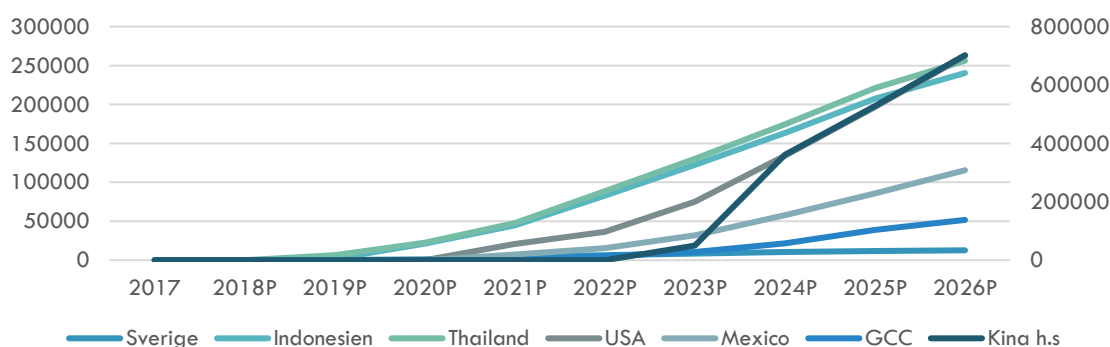
Källa: Brighter, Jarl Securities

Prognoser

Vägen till marknaden och försäljning

Vi har i våra tidigare grundanalyser noga gått igenom alla potentiella marknader och hur stort genomslag vi tror att dessa får. Vi har även räknat på alla kända parametrar runt produkten och dess kostnader. Vi har som grafen nedan illustrerar prognosticerat abonnentutvecklingen för totalt 9 marknader. Dessa prognoser inkluderar än så länge bara Actiste® som är den första applikationen av Brighters Drug Delivery plattform (DruDe™) vilket 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.

Abbonentutveckling Actiste

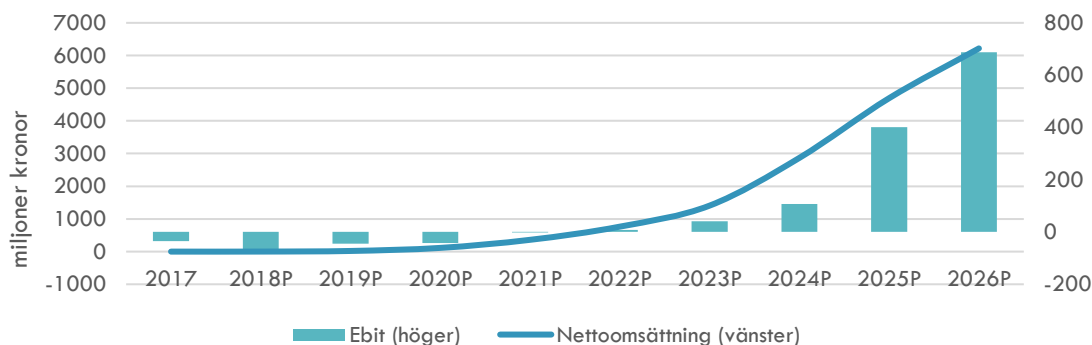


Källa: Jarl Securities

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

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	14,3%	Långsiktig tillväxt	3,0%	NPV Stabil period mnkr	1817
WACC stabil period	11,5%	Långsiktig marginal	12,0%	Företagsvärde, mnkr	1701
Tillväxt prognosperiod - 2027P	74%	NPV Prognosperiod mnkr	-170	Nettokassa, mnkr	-38,4
				Aktieägarvärde, mnkr	1663

Källa: Jarl Securities

Vi har använt oss av en relativt hög diskonteringsränta på 14,3 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 1701 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 1361 miljoner kronor.

Relativvärdering

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	138,2	12,2x
Cellnovo	1,6	5,1x
Medtronic	93,7	4,7x
Insulet	81,9	9,1x
Ypsomed	128,5	3,9x
Becton Dickinson	246,07	5,3x
Genomsnitt		6,7x
Median		5,3x

Källa: Thomson Reuters, Jarl Securities

Från den föregående analysen i september har medianvärderingen fallit kraftigt, nu ligger den på 5,3 (7,6) gånger omsättningen för gruppen ovan. Det är en kraftig minskning från tidigare analys då medianvärderingen låg på 7,6 gånger omsättningen. Noterbart är att värderingen för jämförelsebolagen har fallit kraftigt i spåren av marknadens turbulens under de senast månaderna. Applicerar vi denna nya lägre multipel på vår intäktsprognos för Brighter på fyra års sikt (2021P) motsvarar det ett värde på drygt 1,9 miljarder kronor vid den tidpunkten. Med samma diskonteringsränta som ovan motsvarar det ett värde på 1252 miljoner kronor idag, med ett (riskjusterat värde på 1002 miljoner kronor). Se tabellen nedan.

Relativvärdering EV-Multipel (BASE)

BASE Case	
mnkr	2021P
Försäljning	360
Motiverad EV/Omsättning-multipel, ggr	5,3
Motiverat aktieägarvärde	1910
Diskonteringsränta	14,3%
Motiverat aktieägarvärde idag	1252
Riskjusterat värde	1002

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 1002 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.

Vi beräknar ett motiverat aktieägarvärde på 1141 miljoner kronor justerat för rörelsefrämmande tillgångar och skulder. Den relativt kraftiga nedgången för jämförelsegruppen påverkar värderingen negativt, dock har vi samtidigt justerat våra valutaantaganden vilket ger en positiv påverkan på DCF värderingen även om vi har justerat ned omsättningsförväntan från 2019 och framåt. 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 samt även ytterligare finansiering under 2019, vilket har bekräftats i rapporten för det tredje kvartalet. Justerat för utspädningseffekten av alla konvertibler och optioner beräknar vi ett värde per aktie på 14,1 (14,9) 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	7707	8296	8644
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	805	1 701	2 927
Riskjusterat värde	644	1 361	2 342
Värde relativvärdering EV/Sales 2021P	1 127	1 252	1 378
Riskjusterat värde relativvärdering	902	1 002	1 102
Snitt DCF - och multipelv. (riskjusterat)	773	1 181	1 722
Ytterligare finansiering Konv+optioner	70	70	70
Antal aktier, miljoner efter utspädning	85,8	85,8	85,8
Motiverat värde	802	1210	1751
Motiverat värde per aktie, SEK	9,3	14,1	20,4

Källa: Jarl Securities

Sett till de senaste sex månaderna har Brighters aktiekurs varit volatil runt spekulationer om CE märkningen. Nu då CE märkningen har dröjt ytterligare har kursen pressats tillbaka. 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.