



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS
25 juni 2019

BRIGHTER

FINANSIERING GER UTRYMME

Innehåll

Finansiering ger utrymme.....	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	6
Värdering – basscenario.....	7
Värdering – BASE – BULL - BEAR.....	8
Disclaimer	9

Finansiering ger utrymme

Förseningarna rörande CE märkningen kvarstår som ett orosmoment även i mitten av 2019. Men det går tydligt framåt med både ISO 13485 certifieringen och ny finansiering. Bolaget indikerar att processen för CE godkännande av Actiste® ligger i slutfasen.



Actiste® är Brighters allt-i-ett abonnemangstjänst som avser att underlätta egenvården av diabetes. 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, vilka nu är kraftiga. Detta då vi räknat med ett godkännande eller åtminstone en indikation på när ett eventuellt besked kan komma under det första kvartalet 2019, räknar vi inte längre med någon omsättning under helåret 2019. I det långsiktiga scenariot betyder det självklart inte så mycket även om risken för konkurrens ökar ju längre tiden går. Som vi även indikerade i vår förra analys i vintras var det sannolikt att ytterligare finansiering skulle krävas under 2019. Detta blev också fallet och processen blev skyndsamt då bolaget under en period placerades på börsens observationslista. Den ytterligare finansiering som blev nödvändig och genomförd under första kvartalet samt mer genom Winance under maj. Bolaget har också erhållit ISO 13485 certifiering vilket är positivt på många plan. Det ger bättre förutsättningar för andra processer. Vi gör några justeringar baserat på högre kostnader samt den nya finansieringen och förändrade valutakurser samt flyttar i stort sett hela scenariot ett år framåt. Då den riskfria räntan på överskådlig tid kommer att vara låg har vi gjort justeringar även där i vår DCF modell. I vårt uppdaterade basscenario ser vi ett värde på 14,9 (14,1) kronor per aktie. I ett mer optimistiskt bull-scenario beräknas värdet per aktie till 20,5 (20,4) kronor och i ett mer defensivt bear-scenario till 10,5 (9,3) kronor. Justeringarna beror främst på lägre riskfri ränta och beta vilket ger en lägre kalkylränta. Ett förändrat antagande rörande valuta påverkar även det positivt. En större utspädning än tidigare motverkar samtidigt negativt. De relativt marginella justeringarna beror på att den största delen av värdet på bolaget finns i slutvärdet.

Utfall och prognoser, basscenario

	MSEK	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Intäkter (prog exkl.aktiv.kostn.)	32,8	26,1	1	19	121	369	
Tillväxt	e.m.	e.m.	e.m.	5270%	548 %	204 %	
EBIT*	-24,4	-48,6	-71	-46	-46	-11	

Källa: Brighter och Carlsquare. * Historiskt enligt rapporterat ink aktiverade kostnader.

Datum: 25 juni 2019

Analytiker: Mats Hyttinge, Carlsquare
(tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Brighter AB

Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM

Vd: Henrik Norström

Styrelseordförande: Truls Sjöstedt

Marknadsvärde: 969 MSEK

Senast: 12,2

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.

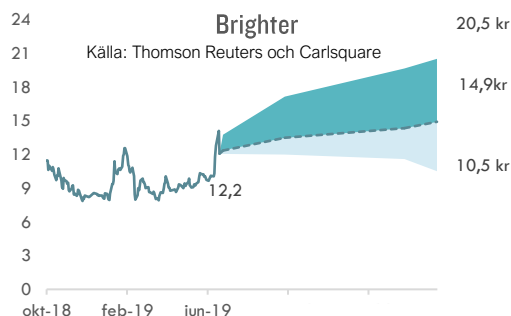
Läs senast uppdaterade grundanalys [här](#).

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.

Bolaget har trots osäkerhet om CE märkningen säkerställt ytterligare finansiering. Vidare har bolaget erhållit ISO 13485 certifieringen vilket är en förutsättning för framtiden.

Risker och svagheter: Produktutveckling är riskfullt. Bolaget saknar i nuläget intäkter som täcker kostnaderna. Ytterligare finansieringsbehov är troligt även framöver. Brighter har ännu inte erhållit en CE - godkännande för sin första applikation Actiste® och osäkerheten om när denna eventuellt kommer kvarstår.

Värdering:	Bear	Bas	Bull
	10,5 kr	14,9 kr	20,5 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Henrik Norström är sedan början på maj 2019 ny Vd för Brighter. Truls Sjöstedt är numera arbetande styrelseordförande. Då Henrik Norström har varit med och byggt upp bolaget innebär bytet inga större förändringar annat än att Henrik kan komma in med ny energi i sin nya roll.

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. 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



Bolaget har under det första kvartalet 2019 varit på börsens observationslista för förmodat bristande rörelsekapital. Bolaget har i samband med detta erhållit bland annat 9,6 miljoner kronor från två nya ägare. Bolaget har dessutom säkrat upp nytt kapital från Winance genom riktade nyemissioner om totalt 15 miljoner euro under tre år. Teckningsoptioner (TO5) kan eventuellt tillföra ytterligare 19,5 miljoner Euro. Teckningsoptioner Serie I & II 2016 - 2019 kan under perioden 23 maj - 22 juni 2019 samt 29 augusti till 28 september 2019 eventuellt tillföra ytterligare 19,2 miljoner kronor. Därutöver finns Serie I & II 2017 - 2020 samt 2018 - 2021 och TO3 och TO4 som eventuellt kan tillföra ytterligare 144 miljoner kronor, hittills har TO3 och TO4 lösts in mot aktier till ett värde om 13,3 miljoner kronor.

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



Produktens fortlöpande 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 fortfarande är osäker. Den finansiella risken går dock inte att ignorera då bolagets försäljning i praktiken inte kan starta förrän CE märkningen är klar.

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 nuvarande arbetande styrelseordförande 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, vilket kraftigt har dragit ut på tiden. Bolaget indikerar dock att man nu är i slutfasen av processen. 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

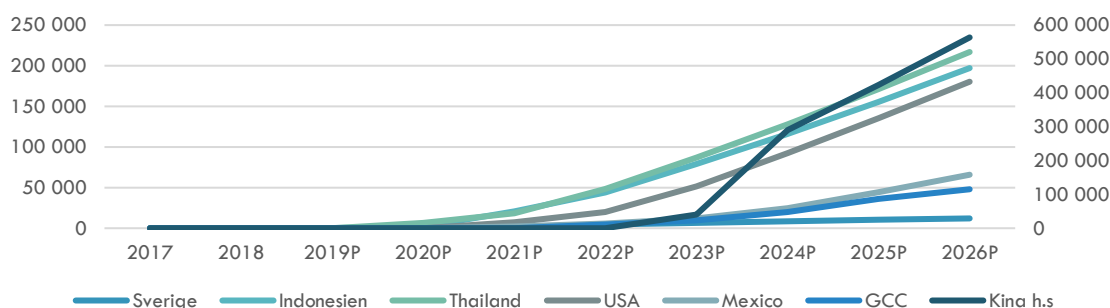
Källa: Brighter, Carlsquare

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 IP-plattform vilken kan appliceras på flertalet andra behandlingsområden, utöver diabetes, 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

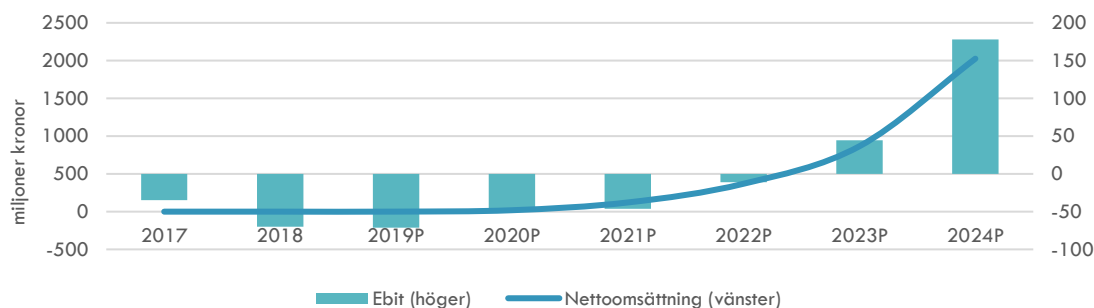


Källa: Carlsquare

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 en mindre förlust 2022, och vinst 2023. Denna vinst är dock lägre än tidigare prognos då vi har räknat med något högre kostnader för lanseringar under 2022/23. Vi har i stort sett flyttat hela scenariot ett år framåt baserat på utvecklingen rörande CE – märkningen. I det stora hela betyder det inte så mycket, givet förstås ett godkännande. Precis som tidigare förväntar vi oss att de stora vinsterna 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: Carlsquare

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 2023	13,3%	Långsiktig tillväxt	3,0%	NPV Stabil period mnkr	1881
WACC stabil period	11,3%	Långsiktig marginal	12,0%	Företagsvärde, mnkr	2181
Tillväxt prognosperiod 2020 - 2028P	112%	NPV Prognosperiod mnkr	301	Nettokassa, mnkr	10
				Aktieägarvärde, mnkr	2192

Källa: Carlsquare

Vi har använt oss av en hög diskonteringsränta på 13,3 (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 11,3 (11,5) procent. Med dessa antaganden beräknar vi ett företagsvärde på cirka 2181 miljoner kronor. Givet att Actiste® fortfarande inte är CE-märkt gör vi fortsatt en riskjustering på 80 procent. Det ger ett motiverat riskjusterat värde på 1745 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 2019P
Dexcom	1 53,8	10,6x
Medtronic	98,8	4,8x
Insulet	1 20,7	10,9x
Ypsomed	1 25,6	4,1x
Becton Dickinson	238,24	4,8x
	Genomsnitt	7,0x
	Median	4,8x

Källa: Thomson Reuters, Carlsquare

Från den föregående analysen i november har medianvärderingen fortsatt gått ned. Nu ligger den på 4,8 (5,3) gånger omsättningen för gruppen ovan. Det är en kraftig minskning från tidigare analys då medianvärderingen låg på 7,6 gånger omsättningen. Applicerar vi denna nya lägre multipel på vår intäktsprognos för Brighter på fyra års sikt (2022P) motsvarar det ett värde på drygt 1,8 miljarder kronor vid den tidpunkten. Med samma diskonteringsränta som ovan motsvarar det ett värde på 1133 miljoner kronor idag, med ett riskjusterat värde på 907 miljoner kronor. Se tabellen nedan.

Relativvärdering EV-Multipel (BASE)

BASE Case	
mnkr	2022P
Försäljning	369
Motiverad EV/Omsättning-multipel, ggr	4,8
Motiverat aktieägarvärde	1773
Diskonteringsränta	13,3%
Motiverat aktieägarvärde idag	1133
Riskjusterat värde	907

Källa: Carlsquare

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 907 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 1464 miljoner. Den fortsatta

nedgången för jämförelsegruppen påverkar dock värderingen negativt, dock har vi samtidigt justerat våra valutaantaganden vilket ger en positiv i resultaträkningen samt därmed en positiv påverkan på DCF värderingen. Vi har dessutom justerat ned WACC till 13,3% (14,0%) genom en sänkning av den riskfria räntan samt ett lägre betavärde. Justerat för utspädningseffekten som bolaget själva indikerar (osäkerhetsfaktor då antalet som konverterar och teckningsoptioner etc varierar) beräknar vi ett värde per aktie på 14,9 (14,1) 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 fortfarande inte är färdig. Detta är fortfarande en osäkerhetsfaktor som medför en fortsatt risk för ytterligare förseningar av framtida order, även om det har kommit några positiva signaler mot slutet av det andra kvartalet 2019.

Värde för BEAR, BASE, BULL scenario

	BEAR	BASE	BULL
Försäljning 2028P	7132	7508	8258
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	1 216	2 181	3 455
Riskjusterat värde	973	1 745	2 764
Värde relativvärdering EV/Sales 2022P	1 020	1 133	1 247
Riskjusterat värde relativvärdering	816	907	997
Snitt DCF - och multipelv. (riskjusterat)	894	1 326	1 881
Ytterligare finansiering Konv+optioner	125	125	125
Antal aktier, miljoner efter utspädning	98,4	98,4	98,4
Motiverat värde	1032	1464	2019
Motiverat värde per aktie, SEK	10,5	14,9	20,5

Källa: Carlsquare

Sett till de senaste sex månaderna har Brighters aktiekurs fortsatt varit volatil kring spekulationer om CE märkningen samt även i samband med att aktien under en period hade observationsstatus innan finansiering var offentliggjord. Dock är det intressant att notera att aktiekursen i stort sett varit oförändrad sedan vår analys i november 2018 innan nyheterna om ISO certifieringen publicerades nu i juni 2019.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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 Carlsquare. Carlsquare 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 Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

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