



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS
10 september 2019

BRIGHTER

BESKED SOM GER LÄGRE RISK

Innehåll

Besked som ger lägre risk.....	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	8
Värdering – BASE – BULL - BEAR.....	8
Disclaimer	10

Besked som ger lägre risk

Efter mer än 2 års väntan på CE märkningen kom den till slut. Vi tar i vår värdering bort den riskjustering som vi haft sedan första analysen 2017. Detta påverkar förstås positivt det motiverade värdet i alla scenarion. Vårt nya motiverade värde i bas-scenariot blir 19,2 kronor per aktie, upp från tidigare 14,9 kronor per aktie.



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.

Så kom till slut den för marknaden och bolagets så viktiga CE -certifieringen. Det var ett nödvändigt steg innan tjänsten kan nå marknaden. Med tanke på att vi under en längre tid har fått skjuta detta scenario framför oss kommer fokus nu att skifta till att få order på plats och att få se leveranser av den färdiga produkten. I det långsiktiga scenariot har det inte betydtt så mycket att det drar ut på tiden. Dock uppstår kostnader och utan intäkter kräver det hela tiden ny finansiering vilket ökar antalet aktier över tid. Det är också självklart att konkurrenterna inte har suttit still under tiden utan de har vidareutvecklat sina produkter vilket dock inte är något nytt.

Då vi under perioden 2017 fram tills nu har gjort en riskjustering av vår värderingsansats relaterat till osäkerheten runt CE har vi nu i ljuset av beskedet att CE – certifieringen är klar tagit bort denna riskjustering. Då även jämförande bolags värdering har ökat något har även det påverkat positivt sedan föregående analys i juni i år. I föregående analys justerade vi även våra prognoser och några parametrar i kassaflödesvärderingen vilket gör att vi inte justerar våra prognoser nämnvärt denna gång. Borttagandet av riskjusteringen har dock en betydande effekt på det motiverade värdet för aktien i våra olika scenarion. I vårt uppdaterade basscenario ser vi ett värde på 19,2 (14,9) kronor per aktie. I ett mer optimistiskt bull-scenario beräknas värdet per aktie till 26,5 (20,5) kronor och i ett mer defensivt bear-scenario till 13,5 (10,5) kronor.

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: 10 september 2019

Analytiker: Mats Hyttinge, Carlsquare
(tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Brighter AB

Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM

Vd: Henrik Norström

Styrelseordförande: Truls Sjöstedt

Marknadsvärde: 1 130 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 unika tjänst Actiste®. Bolaget arbetar nu med att kommersialisera tjänsten på initiala målmarknader, bland annat i Förenade Arabemiraten.

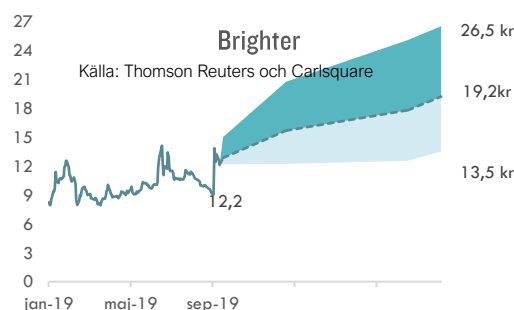
Läs senast uppdaterade grundanalys [här](#).

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 fördelar mot existerande produkter på marknaden.

Nu när bolaget har erhållit CE märkningen kommer fokus att hamna på de försäljningsansträngningar som tidigare gjorts. Det kommer att finnas en förväntan på order relativt snabbt då CE väntan har hämmat försäljningen.

Risker och svagheter: Produktutveckling är riskfullt. Bolaget saknar i nuläget intäkter som täcker kostnaderna. Ytterligare finansieringsbehov är troligt även framöver. Brighter har nu erhållit ett CE -godkännande vilket eliminerar den största risken i närtid. Dock måste bolaget nu få in order för att försvara sin värdering.

Värdering:	Bear	Bas	Bull
	13,5 kr	19,2 kr	26,5 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 2019 erhållit 105 miljoner kronor i nyemissioner. 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. Nu när CE – certifiering är klar kan bolaget fokusera på att skapa omsättning i bolaget.

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 tillväxutsikterna 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. Den totala risknivån går ned efter CE beskedet då det skulle vara svårt att driva bolaget vidare. Dock kvarstår fortfarande den kommersiella risken då bolaget ännu inte har sålt några Actiste® även om produkten har kommersiell bärighet. Vi sänker risk betyget ett steg.

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 klar för lansering. När nu CE-märkning är klar om än kraftigt försenad kan bolaget helt och hållet fokusera på försäljning. 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

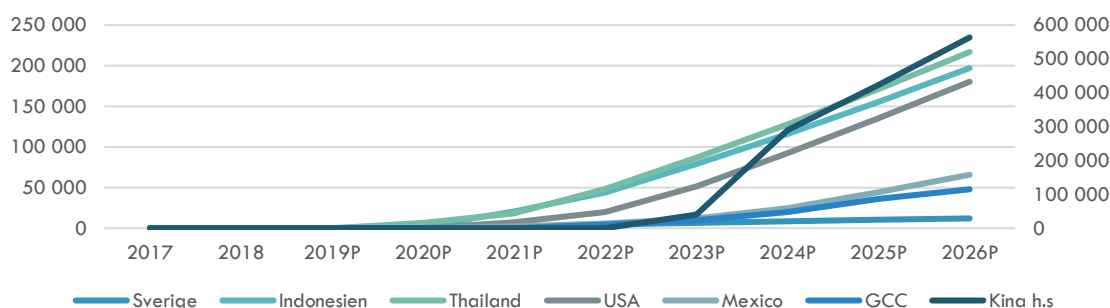
Källa: Brighter, Carlsquare

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 Brighters teknik.

Abbonentutveckling Actiste

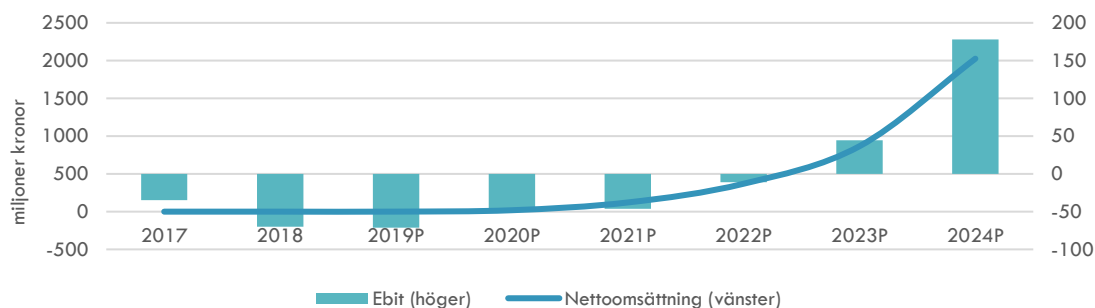


Källa: Carlsquare

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 abonnemangsinntäkter 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. 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 - nettomomsättning och EBIT



Källa: Carlsquare

Värdering

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

DCF-Värdering Bas-scenari

WACC till och med 2023	12,8%	Långsiktig tillväxt	3,0%	NPV Stabil period mnkr	1936
WACC stabil period	11,3%	Långsiktig marginal	12,0%	Företagsvärde, mnkr	2249
Tillväxt prognosperiod 2020 - 2028P	112%	NPV Prognosperiod mnkr	313	Nettokassa, mnkr	10
				Aktieägarvärde, mnkr	2260

Källa: Carlsquare

Vi har använt oss av en hög diskonteringsränta på 12,8 (13,3) 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 2260 miljoner kronor. Vi har tagit bort vår riskjustering på 80 procent.

Relativvärdering

Som komplement till DCF värderingen har vi studerat hur jämförbara bolag handlas på börsen idag. Vi har ännu inte lagt in Livongo i vår jämförelsegrupp främst då vi först vill se en stabilisering av förväntningar och kursutveckling. Livongo har sedan börsintroduktionen i juli tappat 38 procent av sitt värde och handlas nu till en kurs på 23,5 USD per aktie. Bolaget handlas enligt förväntningarna i marknaden till en

EV/omsättning på drygt 21x. Detta är klart över värderingarna för jämförelsegruppen i övrigt. Det är troligt att Livongo kommer ingå i vår jämförelsegrupp framöver. Vi har då tittat närmare på försäljningsmultiplar (EV/Sales).

Värdering Diabetesbolag

Bolag	Kurs	EV/omsättning 2019P
Dexcom	172,3	11,3x
Medtronic	107,5	5,1x
Insulet	168,0	14,6x
Ypsomed	128,0	4,1x
Becton Dickinson	248,0	5,0x
	Genomsnitt	8,0x
	Median	5,1x

Källa: Thomson Reuters, Carlsquare

Från den föregående analysen i juni har medianvärderingen repat sig något där särskilt Dexcom och Insulet har haft en bra utveckling. Nu ligger den på 5,1 (4,8) gånger omsättningen för gruppen ovan. Applicerar vi denna nya något högre 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 1255 (1133) miljoner kronor idag. Även här har vi nu exkluderat riskjusteringen. Se tabellen nedan.

Relativvärdering EV-Multipel (BASE)

BASE Case	
mnkr	2022P
Försäljning	369
Motiverad EV/Omsättning-multipel, ggr	5,1
Motiverat aktieägarvärde	1883,8
Diskonteringsränta	12,8%
Motiverat aktieägarvärde idag	1255

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. 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 1752 (1464) miljoner, där den tidigare summan inkluderar en 80 procentig riskjustering. Jämförelsegruppen har studsat tillbaka efter att ha haft en negativ utveckling under längre tid. Vilket i nuläget påverkar positivt. Vi har dessutom justerat ned WACC till 12,8% (13,3%) 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 19,2 (14,9) kronor per aktie.

Värdering – BASE – BULL - BEAR

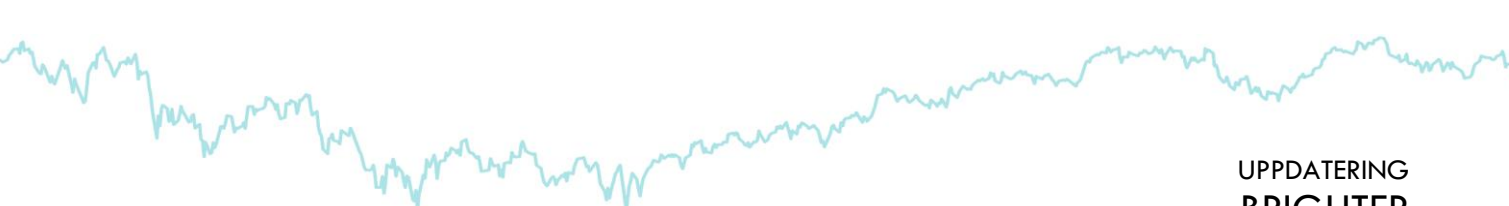
Vi har i analysen utgått från ett basscenario vilket speglar det utfall som vi anser vara mest sannolikt. För att få en känsla för hur värderingen slår sig givet ett mer positivt respektive negativt utfall jämfört med våra bas-prognoser har vi tagit fram två alternativa scenarion som vi kallar BULL och 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.

Värde för BEAR, BASE, BULL scenario

	BEAR	BASE	BULL
Försäljning 2028P	7132	7508	8258
Långsiktig marginal	12,0%	12,0%	12,0%
Justering tillväxt vs BASE 2018-2028P	-10,0%	0,0%	+10%
Tillväxt, evighet	1,0%	3,0%	5,0%
Rörelsevärde	1 258	2 249	3 565
Värde relativvärdering EV/Sales 2022P	1 129	1 255	1 380
Snitt DCF - och multipelv.	1 194	1 752	2 473
Ytterligare finansiering bla Winance	125	125	125
Antal aktier, miljoner efter utspädning	98,4	98,4	98,4
Motiverat värde	1331	1890	2610
Motiverat värde per aktie, SEK	13,5	19,2	26,5
Potential (kurs 12,1)	9%	56%	116%

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. I samband



UPPDATERING
BRIGHTER
10 september 2019

med CE publicering tog dock aktien ett kraftigt steg uppåt till nivåerna som gällde tidigare i sommar. Det kan säkert fortsatt vara volatilt då intresset stiger samt i väntan på order. Det är värt att notera att vårt basscenario ändå är relativt aggressivt med en försäljning mot slutet av prognosperioden på 7,5 miljarder kronor.

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.