



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS
3 september 2019

VIBROSENSE DYNAMICS

STUDIE KAN STÄRKA NERVER

Innehåll

Studie kan stärka nerver.....	2
Temperatur.....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk.....	3
Studie kan stärka nerver.....	4
Marknadssatsning börjar bära frukt.....	4
Första affären i Tyskland.....	4
Viktiga resultat presenteras inom kort.....	5
Resultatutveckling som förväntat.....	5
Emissionsutfall en besvikelse.....	5
Prognoser.....	5
Kommersialisering i tidigt skede, men positiva tecken.....	5
Värderingsansats.....	7
Disclaimer.....	9

Studie kan stärka nerver

VibroSense har rapporterat om ökad efterfrågan från företagshälsovård. Resultat från en jämförande studie i diabetes ska presenteras på en internationell konferens inom kort. Det kan stärka förutsättningarna att adressera en stor marknad.



VibroSense har under våren och sommaren rapporterat lovande tecken från kommersiella aktiviteter. Framför allt förefaller intresset från företagshälsovården ha tilltagit efter att exempelvis Arbetsmiljöverket har aviserat ökade kontroller för

efterlevnaden av myndighetens krav gällande åtgärder för att reducera vibrations-skador inom riskyrken. För VibroSense har detta medfört en ökad efterfrågan från befintliga kunder, bland annat har en avsiktsförklaring om 24 VibroSense Meter II tecknats med företagshälsokoncernen Avonova Human Capital. VibroSense har även inlett ett samarbete med Lübecks Universitetssjukhus för att utvärdera VibroSense Meter II i en studie rörande förebyggande av vibrationsskador. Affären är liten men kan ge bolaget ett första brofäste på den viktiga tyska marknaden.

Vi bedömer att de största potentiella marknaderna för VibroSense ligger inom diabetes och cancervård där perifera nervskador är en vanlig komplikation. Här fortsätter bolaget att bygga klinisk evidens. Under september ska resultat från en studie där Multifrekvens Vibrametri med VibroSense Meter jämförts med nervledningsundersökningar för att upptäcka nervskador hos patienter med typ 1-diabetes presenteras på diabeteskonferensen EASD. Bolaget har redan kommunicerat att de övergripande resultaten visar att bolagets teknologi ger likvärdiga mätresultat som den gyllene standarden på området. Om de slutliga resultaten bekräftar den positiva bilden bör det ge viktig uppmärksamhet åt bolagets teknologi som ett träffsäkert och användarvänligt diagnosverktyg för att upptäcka nervskador vid diabetes.

Vi ser sammantaget förutsättningar för ett fortsatt positivt nyhetsflöde vad gäller den operativa verksamheten. Smolken i bågaren är att vårens nyemission inte blev fulltäcknad. Vi har därför höjt avkastningskravet vilket medför att det motiverade värdet i vår värderingsmodell sjunker något till 8,9 kronor per aktie (tidigare 9,6).

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2017/18	2018/19	2019/20P	2020/21P
Nettoomsättning	0,5	0,6	2,5	15,9
Tillväxt, %	-27%	19%	332%	527%
Rörelseresultat	-11	-6	-13	-4
Vinst per aktie, kronor	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettokassa	10	17	4	-1

Källa: VibroSense (utfall) och Carlsquare (prognoser).

UPPDATERING VIBROSENSE DYNAMICS 3 september 2019

Datum: 3 september 2019
Analytiker: Niklas Elmhammer, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: VibroSense Dynamics AB
Lista: Spotlight Stock Market
Vd: Toni Speidel
Styrelseordförande: Charlotte Ahlgren Moritz
Marknadsvärde: 67 MSEK
Senast: 5,42 kronor
Kort om VibroSense Dynamics: VibroSense Dynamics AB har utvecklat ett diagnosstöd baserat på vibrametri för att upptäcka nervskador i händer och fötter. Detta bygger på ett omfattande referensmaterial och egna analysalgoritmer som tar hänsyn till bland annat ålder, kön och längd. Bolaget ser framtida tillämpningar vid diagnostik av komplikationer i diabetes och cancerbehandling. Bolagets instrument är CE-märkt.

Möjligheter och styrkor: Bolagets teknologi Multifrekvens Vibrametri har potential till att upptäcka nervskador i ett tidigare skede än befintliga metoder.

Instrumentet är lätt att använda och kräver begränsad insats från vårdpersonal.

Bolaget bygger klinisk evidens för att adressera diabetes- och cancervård, marknader med stor potential.

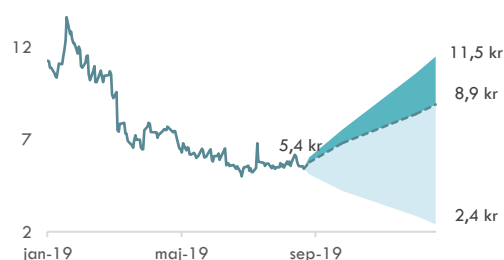
Risker och svagheter: Ytterligare validering och tillgång till kostnadsersättning kan behövas innan testet kan användas brett på exempelvis diabeteskliniker.

Det finns konkurrens från angränsande metoder.

Värdering: Bear Bas Bull
2,4 kr 8,9 kr 11,5 kr

VIBROSENSE

Källa: Thomson Reuters och Carlsquare



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Toni Speidel har suttit på posten sedan bolagets grundandes. Organisationen är liten vilket drar ned betyget.

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



Insynspersoner har stort ägande, i synnerhet vd som är dominerande ägare. Det ger goda incitament men ställer också krav på en stark, medicinskt och tekniskt kompetent styrelse som motvikt. Det råder stor skillnad i röststyrka mellan A och B-aktierna vilket potentiellt kan missgynna minoritetsaktieägare.

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 genomförde under våren en företrädesemission som inbringade cirka 14 MSEK efter kostnader. Per den 30 juni 2019 uppgick kassan till dryg 17 MSEK. Med våra prognoser bedömer vi att detta täcker kapitalbehovet drygt ett år framöver.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium 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



VibroSense avser adressera stora vårdområden som diabetes och onkologi. Bolaget har redan etablerat viss försäljning inom arbetsskador och neurofysiologi. Det finns konkurrens från angränsande metoder.

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



Det kan ta längre tid, och kräva större studier, än vad bolaget räknar med i sina målsättningar, för att övertyga myndigheter och opinionsledare om klinisk nytta och hälsoekonomiska fördelar med VibroSense Meter i diabetes och onkologi. Bolaget har i dagsläget en begränsad kommersiell organisation.

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.



Studie kan stärka nerver

Marknadssatsning börjar bära frukt

Det gångna kvartalet har VibroSense gjort framsteg i de kommersiella aktiviteterna. Det i bakvattnet av en ökad marknadssatsning och lanseringen av den nya instrumentgenerationen VibroSense Meter II (som erhöll CE-märkning 2018).

- En avsiktsförklaring har tecknats med företagshälsokoncernen Avonova Human Capital omfattande 24 VibroSense Meter II-instrument. Det är ett led i Avonovas satsning att skapa en rikstäckande organisation för hälsokontroller av arbetstagare som löper risk för vibrationsskador. Bakgrunden är att Arbetsmiljöverket från och med i år kommer att öka antalet arbetsplatsinspektioner för att kontrollera att arbetsgivare efterlever myndighetens krav vad gäller åtgärder för att reducera vibrationsskador inom riskyrken. Avonova är sedan tidigare en kund och kommer nu att uppgradera till VibroSense Meter II. En viktig drivkraft är att VibroSense utvecklar en screeningmetod speciellt anpassad för vibrationsskador som möjliggör en snabb och effektiv undersökning av riskgrupper. Screeningmetoden baseras på referensdata från 2 750 personer och bedöms kunna vara klar hösten 2019.
- Under perioden fick bolaget även en order från Sjællands Universitetshospital på en VibroSense Meter II för att användas i kliniska studier där effekten på nerver av cellgiftsbehandling (Taxaner och Oxaliplatin) studeras. Det bekräftar ett intresse att använda bolaget teknologi inom forskningen kring kemoterapiinducerad perifer neuropati (CIPN). Bolaget har tidigare fått beställningar inom detta område, bland annat från Linköpings Universitet.

Första affären i Tyskland

Under sommaren har VibroSense också rapporterat om att Institutet för Arbets- och Miljömedicin vid Lübecks Universitetssjukhus (LIOH) ska utvärdera VibroSense Meter II för en studie rörande förebyggande av vibrationsskador. Syftet är att undersöka diagnosmetoder för att tidigt identifiera personer med hög risk för vibrationsskador. LIOH hyr instrumentet under fyra månader med en option på att därefter köpa instrumentet. Det är en liten affär men med ett viktigt symboliskt värde då de utgör de första intäkterna från den tyska marknaden.

Viktiga resultat presenteras inom kort

Vid diabeteskongressen EASD (European Association for the Study of Diabetes) den 16-20 september ska resultat presenteras från en studie med patienter med typ 1-diabetes där Multifrekvens Vibrametri med VibroSense Meter jämförts med nervledningsundersökningar för att upptäcka nervskador. Det är såvitt vi känner till den första studien där bolagets teknik har jämförts med den "gyltene standarden" på området. VibroSense har redan kommunicerat att resultaten visar en stark korrelation vilket i så fall indikerar att metoderna är jämförbara vid diagnostik av nervskador. VibroSense Meter är en i jämförelse mycket snabbare och billigare mätmetod och mätningen är väsentligt enklare att utföra än nervledningsundersökningar, som annars kräver specialistkompetens. Om de fullständiga resultaten i studien ovan bekräftar den initiala positiva avläsningen av det övergripande resultatet som bolaget redan rapporterat om bör det förstärka försäljningsargumentet för VibroSense inom diabetesvård.

Resultatutveckling som förväntat

Nettoomsättningen ökade med knappt 20 procent under förra året, till 0,6 MSEK (0,5) framför allt relaterat till att två VibroSense Meter II såldes under det gångna kvartalet till en kund inom Företagshälsovård i Sverige. Förlusten minskade jämfört med motsvarande period föregående år beroende på lägre utvecklingskostnader då utvecklingen av VibroSense Meter II är slutförd. För helåret 2018/2019 uppgick rörelseresultatet till -6,0 MSEK (-10,6), vilket var i linje med våra förväntningar.

Emissionsutfall en besvikelse

Per den 30 juni 2019 uppgick kassan till 17,4 MSEK, en ökning med 12,2 MSEK jämfört med i slutet av mars. Under perioden genomförde VibroSense en företrädesemission som inbringade 18,1 MSEK före kostnader. Det motsvarade en teckningsgrad om 80 procent. Emissionsgaranter tog mer än hälften av emissionen.

Prognoser

Kommersialisering i tidigt skede, men positiva tecken

Försäljningen under 2018/19 hamnade något under våra förväntningar. Vi hade i vår tidigare analys från april räknat med att bolaget skulle sälja något fler instrument och till ett högre snittpris än vad den rapporterade försäljningen indikerar. Det är emellertid svårt att dra slutsatser då försäljningen i absoluta tal ännu är blygsam och variationerna mellan enskilda kvartal kan vara betydande. I gengäld har en "skarp" order till Danmark presenterats sedan vår senaste analys och en avsiktsförklaring om 24 instrument tecknats med Avonova. I vilken mån och takt Avonova ropar av ordrar är troligen avhängigt när den nya screeningmetoden speciellt anpassad för vibrationskador kan färdigställas, vilket kan innebära att försäljningen 2019/2020 blir "baktung".

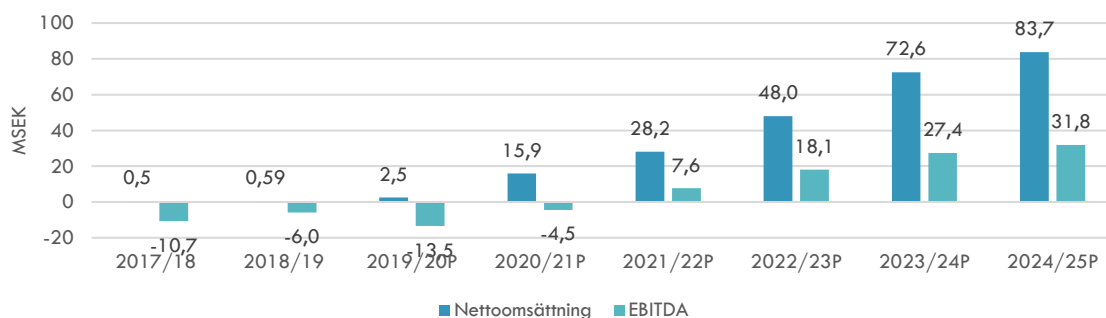
Sammantaget lämnar vi våra försäljningsprognoser i stort sett oförändrade. Om samarbetet med Avonova framskrider snabbare än vi har räknat med kan det finnas en uppsida till våra försäljningsprognoser. Vi räknar samtidigt även med en något lägre ökningstakt vad gäller omkostnader de kommande två åren än vi

tidigare hade prognostiserat. Vi räknar dock fortsatt med att kostnaderna ökar ganska kraftigt under innevarande år relaterat till marknadssatsningar och kliniska studier enligt den plan som redovisades i emissionsprospektet. Sammantaget justerar vi upp våra resultatprognoser något.

Liksom tidigare har vi antagit en kraftig tillväxt även i absoluta tal från 2020/21. Det antagandet bygger på att försäljningen till diabetesmarknaden kommer igång vid den tidpunkten och även på att bolaget börjar sälja via distributörer i Nordvästra Europa. Även onkologi utgör en framtidsmarknad. Samarbete med cancerforskare, där ordern till Själlands Universitetshospital är ett exempel, är en naturlig väg för att i förlängningen förhoppningsvis nå ut till klinisk användning. Än så länge finns det så vitt vi känner till inga studier eller publicerade resultat där bolagets instrument har jämförts med andra metoder för att mäta nervfunktion vid misstänkt CIPN. Stigande klinisk evidens inom diabetes kan dock "spilla över" även på onkologiområdet.

Nedan redovisar vi försäljnings- och resultatprognoser för VibroSense. Dessa är riskjusterade då vi antar en sannolikhet till kommersiell lansering till diabeteskliniker på 75 procent.

Försäljnings- och resultatprognoser för VibroSense (basscenario, riskjusterat)



Källa: VibroSense (utfall), Carlsquares bedömning (prognoser).

I ett basscenario har vi utgått från att VibroSense kan nå en installerad bas om omkring 2500 instrument sju års sikt (2024/25) (icke riskjusterat). Det skulle motsvara en penetration på uppskattningsvis fyra till sex procent i Nordvästra Europa baserat på bedömningen av en adresserbar marknad på över 39 000 kliniker, antaget 1 till 1,5 instrument per klinik. Antal instrument vore i likhet med vad konkurrenten/jämförelseobjektet Impeto Medical/SudoScan hade åstadkommit globalt per 2017.

VibroSenses uppskattning av marknadspotential i nordvästra Europa

Country	ClinPhy/Neurology Hospitals	DIABETES Primary Care	HAVS OHC	CIPN Hospitals + Primary Care
Sweden	91	1 145	458	250
Denmark	89	2 200	9	147
Norway	42	900	305	138
Finland	89	1 972	305	142
Germany	1 956	17 940	28	2 070
UK	504	6 800	175	1 647
SUB TOT	2 771	30 957	1 280	4 394
Market size total Scandinavia, Finland, Germany and UK				39 402 centers

Källa: VibroSense Dynamics bolagspresentation

Värderingsansats

Vår föredragna värderingsansats för VibroSense är baserad på riskjusterade diskonterade projektvärden. Vi har generellt använt en diskonteringsränta på 14,1 procent (tidigare 12,9 procent). Justeringen är motiverad av en högre generell marknadsriskpremie baserat på PwC:s *Riskpremiestudien 2019*. Därtill har vi lagt till en extra premie på 1,5 procent med hänsyn till att företrädesemissionen inte blev fulltecknad och att ytterligare finansiering kan behövas innan ett positivt kassaflöde kan uppnås. Det finns cirka 647 000 utestående teckningsoptioner med teckningskurs 15 kronor per aktie och teckningsperiod i juni 2020 som kan inbringa 9,7 MSEK före kostnader. Då teckningskursen ligger väsentligt över dagskurs är emellertid denna finansieringskälla osäker i dagsläget.

I vår värdering har vi använt 2024/25 som prognoshorisont. Efter den tidpunkten löper VibroSenses nuvarande patent ut. Det är svårbedömt hur patentutgången påverkar tillväxten därefter. Det ska påpekas att bolaget har en aktiv patentstrategi och arbetar med nya patentansökningar för att stärka patentskyddet. Mönsterskydd, referensmaterial och de egna krypterade mätalgoritmerna medför därtill extra "marknadsskydd". Vi har tills vidare antagit en långsiktig tillväxt på tre procent i basscenariot.

Nedan redovisar vi vår värdering av summan av delarna för VibroSense, baserat på bedömda riskjusterade projektvärden i dagsläget. Våra antaganden baseras på antagande och prognoser enligt ovan.

Värdering, olika scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Försäljning 2024/25P, MSEK	19	84	105
Rörelsevärde, DCF, MSEK	11	92	124
Nettokassa, juli-2019	17	17	17
Aktieägarvärde, DCF, MSEK	29	109	142
Aktier, miljoner	12,3	12,3	12,3
Värde per aktie	2,4	8,9	11,5

Källa: Carlsquare

I basscenariot beräknar vi ett aktieägarvärde på 109 MSEK, motsvarande 8,9 kronor per aktie (tidigare 9,6).

Med mer optimistiska antaganden (BULL), där vi inte gör någon riskjustering för diabetesmarknaden, stiger det motiverade värdet. Vår värderingsmodell baserat på riskjusterade kassaflöden renderar då ett motiverat värde på 11,5 kronor per aktie.

Använder vi i stället mer konservativa antaganden (BEAR) och inte räknar med att någon bred lansering till diabetesmarknaden sker sjunker det motiverade värdet i vår värderingsmodell till 2,4 kronor per aktie.

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 Niklas Elmhammer äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.