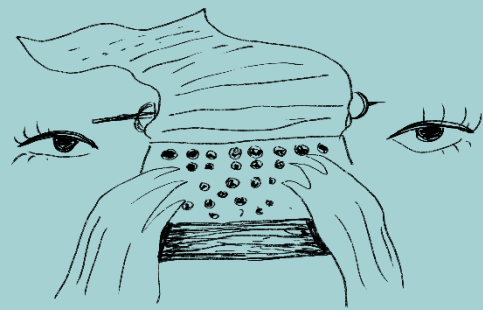




Calmark

Tillväxtresan kan starta



Calmark är ett medicintekniskt bolag som utvecklar och säljer analysinstrument för patientnära diagnostik för nyfödda barn. Instrumenten fastställer vanligt förekommande medicinska tillstånd i samband med födseln såsom gulshot, lågt blodsocker och syrebrist. Analyserna kan utföras direkt på vårdplatsen där patienten är i stället för att skickas till ett laboratorium, vilket möjliggör snabbare beslut jämfört med nuvarande process. Detta kan minska långsiktiga komplikationer för nyfödda och reducerar även kostnader för vården. Utöver detta har bolaget även ett instrument som mäter hur allvarligt sjuka vuxna patienter är i Covid-19.

Kommersialiseringsfasen inleddes under pandemin 2020, vilket gjorde det svårt att lansera nya medicinska produkter. Calmark har nu även bytt lanseringsstrategi från välutvecklade länder till mindre utvecklade länder där det föds fler barn och där det ofta saknas tillgång till sjukhuslaboratorium. Calmark kan således verka på relativt konkurrensfria och volymstora marknader där instrumenten fyller ett tydligare medicinskt behov. Med funktioner såsom användarvänlighet, bärbarhet och att instrumenten har en attraktiv prisnivå ser vi goda införsäljningsmöjligheter. Försäljning sker via distributörer och Calmark har på kort tid lyckats etablera ett brett distributionsnätverk.

Restriktionerna kopplat till pandemin är nu borttagna i de flesta länder och med en ny lanseringsplan ser vi att försäljningen har potential att ta fart. Vi bedömer att ökad omsättningstillväxt kommer vara den enskilt största värdedrivaren för aktien tillsammans med ytterligare regulatoriska godkännanden på nya marknader och produkter.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	CALMA
VD	Anna Söderlund
Aktiekurs	1,848 SEK
Antal aktier	32 666 387
Börsvärde	60 MSEK
Enterprise Value	54 MSEK
Insiderägande	4,55%



Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Twitter: @silwerskold

calmark

Innehållsförteckning

Key insights.....	3
Värdeerbjudande.....	4
Produkter.....	4
Patent.....	6
Affärsmodell	6
Expansion	7
Marknadspotential.....	8
Konkurrens och hinder.....	9
Ledning och styrelse.....	9
Ägarlista	11
Finansiell ställning.....	11
Värdering.....	12
Främsta risker	13
Disclaimer.....	13
Källhänvisning	13

Key insights



Medicinskt behov

Calmarks värdeerbjudande är tydligt och enkelt att förstå. Instrumenten möjliggör snabbare beslut och kostnadsbesparingar jämfört med nuvarande process. I mindre utvecklade länder där tillgången till sjukhuslaboratorier är bristfälliga kan instrumenten vara skillnaden mellan liv och död.



Ny lanseringsplan

När bolaget befann sig i ett utvecklingsstadium var störst fokus riktat mot västländska länder. Väl i kommersiell fas registrerades ett större intresse från mindre utvecklade länder och därför har Calmark introducerat en ny lanseringsplan. Bolaget är nu primärt fokuserade på utvecklingsländer där det stora medicinska behovet och volymerna finns.



Värdering

Calmarks börsvärde är lågt i relation till marknadspotentialen, vilket vi tror hänger ihop med den låga försäljningen och marknadens skepticism kring efterfrågan. Med borttagna restriktioner kopplat till pandemin i de flesta länder och en ny lanseringsplan ser vi att försäljningen har potential att ta fart.

"Vi har levererat produkter till ett flertal länder under kort tid. Calmark har nu produkter ute i fyra världsdelar".

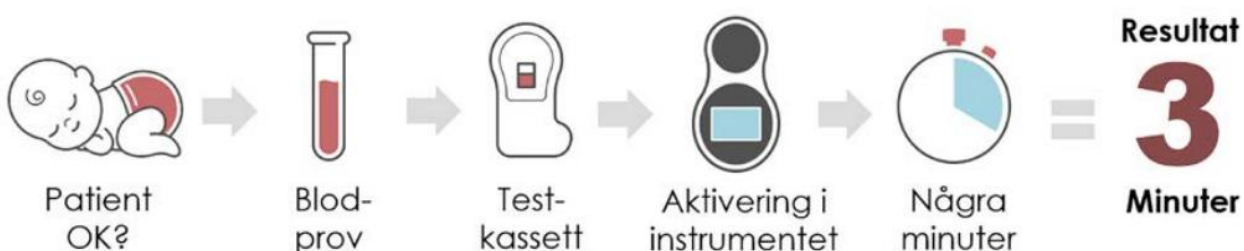
- VD Anna Söderlund

Investeringscase

- Instrumenten fyller ett betydande medicinskt behov
- Relativt liten konkurrens
- Instrumentens låga kostnad skapar lägre inträdesbarriärer
- Skalbar affärsmodell
- Återkommande intäkter
- Expansion inom nya marknader och produkter
- Brett och etablerat distributionsnätverk
- Hög produktionskapacitet
- Stark balansräkning
- Erfaren ledning och styrelse
- Stark ägarbild

Värdeerbjudande

Gulsot, blodsockerrubbningar, syrebrist samt infektioner i anslutning till födseln är vanliga orsaker till sjukdom eller dödsfall hos nyfödda barn om de inte upptäckts och behandlas i tid. Diagnostiska verktyg är därför av stor betydelse, eftersom tidig vård minskar långsiktiga komplikationer. När det finns minsta antydning på att bebisar inte mår bra efter födseln genomförs blodprover som sedan skickas till sjukhuslaboratorier för analys. Det är manuella hanteringar som både är tids- och arbetskrävande, vilket medför att de totala analyskostnaderna är höga. Vidare är det vanligt att blodproven behöver tas om, eftersom det är svårt att sticka nyfödda. Om blodkropparna går sönder, som sker i 5-10 procent av fallen, behöver ett nytt blodprov skickas, vilket fördubblar vårdkedjan till tre timmar.



Calmarks automatiserade analysinstrument förkortar vårdkedjorna till endast tre minuter då analyserna utförs direkt på vårdplatsen vid patienten i stället för att skickas till ett laboratorium. Vidare kräver testen endast 60-70 mikroliter blod jämfört med 400 mikroliter som behövs i laboratorium. Utöver detta kan instrumenten hantera högre nivåer av hemolys, vilket reducerar risken för att nya prov behöver genomföras. Dessa faktorer möjliggör snabbare beslut jämfört med nuvarande process och kostnadsbesparingar för vården. I mindre utvecklade länder där tillgången till sjukhuslaboratorium är låga kan instrumenten vara skillnaden mellan liv och död. Med funktioner såsom användarvänlighet, bärbarhet och att instrumenten har en attraktiv prisnivå ser vi goda införsäljningsmöjligheter. Instrumenten kan både rädda liv, minska sjuklighet och göra sjukvården säkrare till ett billigt pris. Sammantaget bedömer vi att störst avtryck kan göras i mindre utvecklade länder, vilket talar för bolagets nya lanseringsplan.

Produkter

Instrumentet heter POC-Analyzer och innehåller bland annat en mjukvara, display, kamera samt microprocesser. Utöver detta har Calmark olika testkassetter för mätning av olika biomarkörer som används tillsammans med instrumentet. Systemet är litet, bärbart och batteritiden uppgår till cirka åtta timmar. Bolaget utvecklar två produktportföljer, varav den ena mäter bilirubin, glukos och LDH på nyfödda barn. Bolaget erhöll CE-märkning för test av bilirubin i april 2020 och de andra testerna är under utveckling. Den andra produktportföljen mäter hur allvarligt sjuka vuxna patienter förväntas bli i Covid-19 och testet erhöll CE-märkning under 2021. På sikt är bolagets ambition att kunna erbjuda alla typer av tester som behöver genomföras på nyfödda under den första levnadsmånaden. Här ser vi att tester för infektionssjukdomar skulle komplettera nuvarande produktportfölj.

POC-Analyzer

POC-avläsaren erbjuder en snabb och enkel mätning av utvalda ämnesnivåer i blodet. När ett blodprov droppats i testkassen och locket stängs på POC-avläsaren så aktiveras testet och provresultatet visas på skärmen efter ett par minuter. Genom att ändra kemikalier på testfiltret, uppdatera mjukvaran och algoritmen kan POC-avläsaren avläsa olika sjukdomstillstånd under samma design och funktionalitet, vilket är särskilt betydande eftersom stordriftsfördelar då kan uppnås.



Gulsot

Gulsot innebär att huden och ögonvitorna blir gula, vilket orsakas av förhöjda nivåer av bilirubin när röda blodkroppar bryts ner. Detta sker hos cirka 60-80 procent av alla nyfödda under den första levnadsveckan. Gulsot mäts initialt genom hudscreeningar och tillståndet är normalt inte farligt, men allt för höga nivåer av bilirubin kan leda till bestående neurologiska skador eller i värsta fall död om det inte behandlas. Hudscreeningar kan inte mäta höga nivåer av bilirubin och därför behöver cirka 20 procent av alla bebisar med gulsot ta ett blodprov innan allvarlighetsgraden kan fastställas. Om bilirubinnivåerna är höga behöver uppföljande blodprover genomföras.



Lågt blodsocker

Omkring 15-20 procent av alla bebisar drabbas av lågt blodsocker under de första levnadsdagarna, eftersom sockertillförsel inte längre kan tillföras från navelsträngen. Väldigt låga blodsockernivåer kan leda till hjärnskador eller dödsfall i sällsynta fall om de inte behandlas med hjälp av extra matning eller socker. Det finns flera olika sätt att mäta glukosnivåer på idag, men väldigt få är anpassade för nyföddas låga blodsockernivåer.



Syrebrist

LDH (lactatedehydrogenas) är en biomarkör som kan indikera ifall barnet har utsatts för syrebrist under förlossningen. Ungefär 10 % av alla förlossningar bedöms som komplicerade, där det finns risk för att barnet inte fått tillräcklig syretillförsel. Detta kan i vissa fall leda till hjärnskador och barnet behöver då snabbt behandling genom kylning för att undvika komplikationer. LDH är ett viktigt beslutsstöd i denna situation. Idag finns inget patientnära test för LDH på marknaden.



Covid-19

LDH finns naturligt i kroppens alla celler och ämnet frisläpps även i blodet på vuxna människor som har en pågående vävnadsskada, exempelvis lunginflammation. LDH-tester kan därför användas för att bedöma hur allvarligt sjuka patienter förväntas bli i Covid-19. Är nivåerna kraftigt förhöjda tyder detta på att sjukdomsbilden kommer försämrans och på dessa patienter kan förebyggande åtgärder sättas in för att förbättra den långsiktiga prognosen. LDH-tester möjliggör således att riskpatienter kan identifieras och behandlas tidigare. Mätning av LDH sker i laboratorium och metoden ingår i riktlinjerna från IFCC för monitorering av covid-19 patienter sedan oktober 2020 (Insoft Denmark, 2022).



Patent

Testplattformen skyddas av mer än femton patentfamiljer med löptider som sträcker sig mellan 2026-2037. Den omfattande patentportföljen i kombination med långa löptider bör ge bolaget tid för att potentiellt erhålla ett *"first mover advantage"* inom förlossningsvård i mindre utvecklade länder, som är en stor och svår bristmarknad.

Affärsmodell

Calmark äger sin produktionsutrustning, men lägger ut produktionen till specialiserade tillverkare. Bolaget investerade nyligen i en stor automatiserad lina för testkassetter med en årlig produktionskapacitet om sex miljoner kassetter. Investeringen genomfördes för att stödja expansionen till större marknader, men också för att reducera tillverkningskostnaderna. I takt med att bolaget erhåller fler orders och myndighetsgodkännanden på ytterligare marknader räknar vi med att produktionskapaciteten kommer behöva utökas för att möta den långsiktiga efterfrågan. Calmark har möjlighet att använda sig av den befintliga ritningen från den automatiserade linan för att replikera en ny, vilket bör vara både mindre tids- och resurskrävande. Vi ser därför att bolaget står redo för att utöka produktionskapaciteten utifrån behov på ett snabbare sätt och till en lägre investeringskostnad.

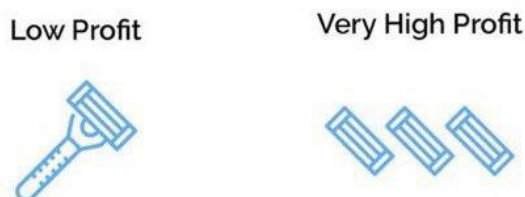
Försäljning sker via distributörer och Calmark har på kort tid lyckats attrahera ett brett och etablerat distributionsnätverk. Bolaget har 12 exklusiva distribütörsavtal som tillsammans inkluderar Norden, Baltikum, Schweiz, Italien, stora delar av mellanöstern och Indien. Utöver detta har Calmark ett samarbetsavtal med VIA Global Health, som är en hybrid mellan en välgörenhetsorganisation, företag, och stiftelse. VIA Global Health inriktar sig på distributörer i länder där stora delar av sjukvården finansierats med hjälp av bistånd, men där det nu genomförs en omställning till att bygga en egen sjukvård.

Calmark har medvetet fokuserat på att endast ingå avtal med distributörer som har en längre erfarenhet av branschen och där försäljning redan bedrivs till målgrupperna patientnära diagnostik eller barn. I Vietnam bedriver bolagets distribütör exempelvis endast försäljning av kompletterande produkter inom förlossningsvård. Vi ser positivt på att bolagets distribütörer redan har etablerade

kontakter med potentiella kunder, eftersom det betyder att den kommersiella infrastrukturen är på plats. Vidare har distributörerna även erfarenheter av import och export, tullarbete samt myndighetsregistreringar. Utöver detta har Calmark också infört ömsesidiga interna försäljningsmål som distributörerna behöver uppnå för att behålla produktexklusiviteten. Sammantaget upplever vi att bolaget har valt ut sina distributörer noggrant, vilket är särskilt betydande när försäljning ska bedrivas i mindre utvecklade länder.

Skalbarhet i affärsmodellen

Försäljningen inleds med en initial försäljning av systemet som helhet för att sedan övergå till återkommande försäljning av förbrukningsvaror. För varje test krävs en ny oanvänd testkasett. Affärsmodellen följer en så kallad *"razor-razorblade-modell"* där instrumentet säljs till en låg eller obefintlig marginal för att möjliggöra snabb expansion av den installerade basen. Den installerade basen driver sedan försäljning av förbrukningsvaror med höga marginaler.



Med en låg investeringskostnad, användarvänliga funktioner och bärbarhet ser vi lägre inträdesbarriärer samt att instrumenten även är lämpade för mindre och mellanstora sjukhus i låginkomstländer. Vi utgår dock från att tidiga orders mestadels kommer vara av utvärderingskaraktär, men att det kommer resultera i en gradvis stigande användningsgrad. Vi räknar med att systemen kommer utgöra majoriteten av nettoomsättningen i närtid, men att försäljning av förbrukningsvaror succesivt kommer öka som andel av totalen, vilket ger mer stabilitet i intäkterna. Vidare har instrumenten en beräknad livslängd på fyra år, vilket innebär att Calmark säkrar repetitiva intäkter under flera år för varje såld enhet.

Expansion

Nyligen introducerades en uppdaterad lanseringsplan för den globala lanseringen av Neo-Bilirubin. Calmark kommer primärt fokusera på de marknader där distributionsavtal är på plats och där registreringar pågår eller är genomförda. Prioriterade länder är:

Land	Distributör
Vietnam, Laos, Kambodja	MTSS
Indien	r2 Diagnostics
Saudiarabien	Ajlan & Bros
Irak och Egypten	Enox Pharma
Grekland	Prime Biosciences
Italien	Prisma
Vissa länder inom VIA Global Health, ännu kvar att specificera	-

Vi anser att expansionen till volymstora marknader där produkterna är *“need to have”* snarare än *“nice to have”* innebär förbättrade tillväxtpotentialer. Detta i kombination med borttagna restriktioner kopplat till pandemin i de flesta länder möjliggör att försäljningen nu har potential att ta fart. Vår tes stärks genom de initiala orders som kommunicerats på kort tid i Indien, Vietnam och Saudiarabien.

Likt många andra medicintekniska bolag utgjorde Covid-19 en utmaning vad gäller möjligheterna att bearbeta nya kunder. Vår bedömning är att Calmarks försäljning blev särskilt påverkad, dels på grund av att barn och gravida är en riskgrupp som var särskilt skyddade under pandemin, dels på grund av att Neo-Bilirubin är en ny produkt som kunder av naturliga skäl vill testa innan de tar ett investeringsbeslut. Calmark har sedan restriktionerna släpptes påbörjat arbetet med att komma ut till sina distributörer för att de ska kunna utföra en kvalitetssäkrad introduktion på sjukhusen. Vidare kan bolaget nu även marknadsföra sig via mässor och kongresser.

Nya produkter

Vi ser också att produktlanseringar av Neo-LDH och Neo-Glucose är kommande tillväxt drivare. Innan bolaget kan initiera försäljnings- och marknadsföringsaktiviteter måste dock produkterna CE-märkas. CE-märkningarna möjliggör även bredare geografisk räckvidd, eftersom regulatoriska processer i mindre utvecklade länder använder sig av riktlinjer i EU vid ansökningar. Med anledning av det nya regelverket IVDR estimerar vi att det kommer kräva ytterligare tid innan godkännanden sker. Vi räknar med att Neo-LDH kommer godkännas först och att det kan ske tidigast 2023. Utöver detta har bolaget fått önskemål om att kunna koppla upp provresultaten i patientjournalen, vilket kan innebära merförsäljning.

Marknadspotential

Förlossningsvård är en stor och svår bristmarknad i mindre utvecklade länder. Vi ser därför stor tillväxtpotential för Calmark, givet rätt prissättning och distributörsstrategi. En hög andel av alla bebisar prognosticeras födas i mindre utvecklade länder där tillgången till sjukhuslaboratorier är bristfällig. Calmarks bärbara och batteridrivna instrument kan därför både rädda liv, minska sjuklighet och göra sjukvården säkrare till ett billigt pris. Bolagets marknadspenetration är idag närmare noll, vilket innebär att potentialen ligger framför oss.

Calmark uppskattar att cirka 20 procent av alla bebisar kommer behöva testas för antingen gulsot, lågt blodsocker eller syrebrist. Tester för gulsot är ett av de vanligaste proverna som genomförs på bebisar. Vi bedömer därför att bolagets bilirubintest har störst marknadspotential.

LDH är en mindre marknad och testet tas endast en gång på nyfödda bebisar. Vi ser att lanseringen är viktig utifrån ett minska sjuklighetsperspektiv och att bolaget bör ha god *pricing power* på produkten. Test för lågt blodsocker är precis som bilirubin ett prov som tas ofta och mycket, men där är konkurrensen på marknaden hårdare.

Potentialen för bolagets LDH-test på vuxna Covid-patienter är mer svårbedömd. I synnerhet då marknaden historisk varit volatil och att det fortfarande är osäkert hur länge pandemin kommer pågå samt hur vaccin påverkar sjukdomstillståndet. Noterbart är dock att smittalen fortfarande är höga

och vaccinationsgraden låga i låginkomstländer. Vi betraktar produkten Calmark Covid som en indikation på bolagets produktinnovationskapacitet och som en option för framtida intäkter.

Konkurrens och hinder

Tester i anslutning till vårdtillfället är vanligt förekommande inom sjukvården. Däremot kan det vara mer krävande att ta fram produkter till just patientkategorin barn, vilket vi ser som den primära anledningen till att förlossningsvården generellt släpat efter vad gäller nya innovationer. Utöver detta får inte avvikelserna på produkterna vara för stora jämfört med referenslaboratorium. Enligt Calmark finns det ingen patientnära testplattform för nyfödda, vilket ger bolaget en konkurrensfördel. I synnerhet i mindre utvecklade länder där viljan att lansera produkter är lägre. På sikt går det dock inte att utesluta konkurrens, även om vi inte ser framtida konkurrens som det primära hindret för Calmark.

Utmaningen är att hälsovårdssektorn är konservativ och nya produkter brukar ofta mötas av skepticism, vilket kan vara en barriär. Det går i regel alltid snabbare att ersätta en befintlig och konkurrerande produkt än att introducera en ny teknologi. Motsättningen är att mindre utvecklade länder är mindre byråkratiska och att det generellt går snabbare till beslut. En annan anledning till att det kan ta tid att etablera en ny medicinteknisk teknologi är att det saknas en ersättningsmodell från statliga och privata försäkringsbolag, vilket inte hunnit ske ännu. Sammantaget bedömer vi att det största hindret för Calmark är hur snabbt och väl bolaget kan upparbeta marknaden.

Bortsett från industrikonservatism finns andra utmaningar i att stora delar av sjukvården i Asien och Afrika är finansierade med hjälp av bistånd. Betalningsförmågan är således lägre jämfört med i västvärlden. Vi ser därför lägre *pricing power*. Vidare finns utmaningar kopplat till logistik och betalningstid. Här anser vi att VIA Global Health kommer vara ett viktigt stöd i bolagets lanseringsfas. VIA Global Health är särskilt inriktade på mödrar och att rädda liv på bebisar i låginkomstländer. Samarbetetsavtalet innebär att VIA Global Health hjälper Calmark att attrahera lokala distributörer. Därefter köper VIA Global Health produkten av Calmark och ser till att den skickas till distributören som får en längre betalningstid. VIA Global Health går därför att betrakta som en mellanhand mellan Calmark och distributörerna.

Ledning och styrelse

Ledning och styrelse består av ett flertal personer med lång erfarenhet inom medicinteknik, förlossningsvård och börsnoterade bolag. Insiderägandet uppgår till 4,55 procent och siffran är något låg med tanke på bolagets tidiga skede i utvecklingen. Förhoppningsvis kan detta följas upp av insiderköp när bolaget nu står inför en spännande period där försäljningen har potential att ta fart. Ägarbildningen är stark och vi noterar att Wingefors Invest AB är största ägare, där Embracers VD Lars Wingefors är medgrundare och storägare. Wingefors Invest AB har försvarat sin position i samtliga genomförda emissioner, bortsett från en. Vi har nedan valt ut vilka vi anser är viktiga nyckelpersoner.

Anna Söderlund, VD

Anna är VD sedan 2018 och har tidigare varit extern VD för bolaget sedan 2016. Hon har mer än 15 års erfarenhet från ledande befattningsroller inom medicintekniska bolag, däribland Jolife AB, LMA Ltd och Vivoline AB. Anna har gedigen erfarenhet från bolag i tidig fas, lansering av produkter på global nivå och internationell försäljning. Utöver detta har hon en bakgrund som vidareutbildad sjuksköterska.

Anna äger 217 375 aktier, motsvarande cirka 0,4 MSEK.

**Magdalena Tharaldsen, affärsutvecklingsdirektör**

Magdalena har varit anställd sedan 2020 och arbetar idag med affärsutveckling på internationell nivå. Hon har lång erfarenhet från ledande befattningsroller inom Life Science-bolag, där hon främst ansvarat för att etablera nya försäljningskanaler samt utveckling av nya marknader. Hennes fortlöpande arbete med att besöka distributörer kommer vara av stor vikt, vilket vi nyligen såg effekten av i Vietnam.

Magdalena äger 63 208 aktier, motsvarande cirka 0,1 MSEK.

**Kjersti Berg Marthinsen, styrelseordförande**

Kjersti är styrelseordförande sedan 2020 och arbetar som vice VD på Effect Management AB. Hon har nationell och internationell erfarenhet inom strategi, organisationsutveckling, ledning och styrning. Vidare har hon haft flera ledande befattningsroller inom Region Värmland.

Kjersti äger 9 000 aktier, motsvarande <0,1 MSEK

**Mathias Karlsson, styrelseledamot och medgrundare**

Mathias är styrelseledamot sedan 2016 och agerar också som medicinsk rådgivare för bolaget. Han är ursprungligen barnläkare och har även en doktorsavhandling vid Karolinska Institutet i Stockholm kring varför foster och barn av olika skäl drabbas av syrebrist. Forskningsresultatet och kunskapen därifrån blev grunden till Calmark. Mathias arbetar idag som VD för företaget Equalis och är dessutom medgrundare och delägare i företaget Hemcheck.

Mathias äger 1 052 864 aktier, motsvarande cirka 2 MSEK.

**Anna-Karin Edstedt Bonamy, styrelseledamot**

Anna-Karin är styrelseledamot sedan 2018 och arbetar som VD på E-hälsobolaget Doctrin. Hon är specialist inom barn- och ungdomsmedicin och har lång erfarenhet som läkare inom neonatalvård. Vidare har Anna-Karin en doktorsexamen i pediatrik från Karolinska Institutet samt även projektlett den svenska delen av ett stort forskningsprojekt (EPICE) om vård av för tidigt födda barn.

Anna-Karin äger 1 486 aktier, motsvarande <0,1 MSEK.



Stefan Blomsterberg, styrelseledamot

Stefan är styrelseledamot sedan 2018 och arbetar som VD för Medfield Diagnostics AB. Han har även tidigare erfarenheter från ledande befattningsroller inom företagen Vitrolife, Mölnlycke Healthcare AB och Bioeffect AB.



Stefan äger 7 700 aktier, motsvarande <0,1 MSEK

Ägarlista

Wingefors Invest AB	19,36%
Johnny Olsson	7,85%
Avanza Pension	6,93%
Nordnet Pensionsförsäkring	4,33%
*Mathias Karlsson	3,22%
Terje Fatnes	3,21%
Gainbridge Capital	2,68%
Millennium Falcon AS	1,82%
Bengt Braun	1,43%
Lars Hansson	1,22%

** = Insiders*

Insiderägande = 4,55%

Finansiell ställning

Eget kapital uppgick till 66,5 MSEK vid utgången av Q2 2022, vilket ger en soliditet om cirka 91 procent. Kassen uppgick till cirka 7 MSEK vid samma tidpunkt. Med anledning av det negativa kassaflödet om cirka 9 MSEK i det senaste kvartalet ser vi ett direkt finansieringsbehov, vilket ligger i linje med bolagets agerande.

Calmark genomför nu en företrädesemission om 26,1 MSEK till 1,6 SEK per aktie mellan perioden 29 september till och med 13 oktober. Företrädesemissionen inkluderar teckningsoptioner som kan tillföra bolaget ytterligare 13,1 MSEK i augusti 2023 vid full teckning. Företrädesemissionen är säkerställd till 80 procent av garanti och teckningsåtaganden, vilket ökar sannolikheten för att nyemissionen kommer bli fulltecknad. Nettointäkterna kommer användas till att utöka försäljningsorganisation, marknadsföringskampanjer, forskning och utveckling samt drift av bolaget.

Vid en förutsättning att företrädesemissionen och teckningsoptionerna båda blir fulltecknade är balansräkningen stark. I ett optimistiskt scenario ser vi att detta är den sista nyemissionen som bolaget genomför. I ett pessimistiskt scenario bör kapitalet räcka in i 2024 även om lanseringsplanen misslyckas.

Värdering

Det svaga makroekonomiska sentimentet, den låga försäljningen, marknadens skepticism kring efterfrågan samt ytterligare kapitalbehov tror vi har lett till att aktien utvecklats sämre de senaste tolv månaderna. Vi anser att marknaden har missuppfattat bolagets framtidsutsikter och att försäljningen nu har potential att ta fart. Nyligen erhöll bolaget myndighetsgodkännande i Vietnam för testkassetter av bilirubin, vilket borde öppna upp för ytterligare orders. Vi räknar med att ett liknande myndighetsgodkännande även sker i Indien inom kort. Notera att vi inte inkluderat företrädesemission i vår värderingsmodell innan vi vet utgången av den. Företrädesemissionen förväntas öka antalet aktier med högst 50 procent.

Huvudscenario

I vårt huvudscenario utgår vi från att tidiga orders mestadels kommer vara av utvärderingskaraktär, men att det kommer resultera i en gradvis stigande användningsgrad. Vi räknar med att systemen som helhet kommer utgöra majoriteten av nettoomsättningen i närtid, men att försäljning av förbrukningsvaror succesivt kommer öka för att utgöra en högre andel. Vi ser att bolagets affärs- och distributörsmodell möjliggör en stark marginalförbättring under de kommande åren. Notera att vi endast inkluderat försäljning av Neo-Bilirubin på befintliga marknader i våra estimat. Vårt huvudscenario lämnar därför utrymme för upprevideringar.

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Omsättning	0,22	2	6	15	32	45
% y/y	77,9%	809,1%	200,0%	150,0%	113,3%	40,6%
Bruttoresultat	0	1	3	9	23	34
*marginal	50,0%	25,0%	50,0%	60,0%	70,3%	75,6%
% y/y	76,0%	354,5%	500,0%	200,0%	150,0%	51,1%
EBIT	-22,2	-31	-31	-27	-15	-4
*marginal	-10090,9%	-1550%	-516,7%	-180%	-46,9%	-8,9%
% y/y	245,0%	39,6%	0%	-12,9%	-44,4%	-73,3%

Enterprise Value / x

	Sales	EBIT
2021	245,5	-2,4
2022E	27,0	-1,7
2023E	9,0	-1,7
2024E	3,6	-2,0
2025E	1,7	-3,6
2026E	1,2	-13,5

		Exitmultipel					
		Sales	EBIT				
2026E		5	25				
Vikt		100%	0%				
		Värdering					
		Sales	Totalt				
2026E		225	225				
		Potentiell avkastning		Säkerhetsmarginal 30%			
		Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2026E		4,17	317%	33%	2,92	192%	24%

Optimistiskt scenario

I vårt optimistiska scenario antar vi att upparbetningen av marknaden går snabbare och att detta resulterar i högre försäljningstillväxt. Vidare räknar vi med att bolaget framgångsrikt expanderar inom ytterligare marknader och produkter. Sammantaget resulterar detta i att bolaget blir kassaflödespositiva och lönsamma på EBIT-nivå under 2025 utan att ytterligare kapital behöver anskaffas.

Pessimistiskt scenario

I vårt pessimistiska scenario antar vi att försäljningstillväxten är låg till följd av industrikonservatism och lägre efterfrågan än förväntat. Vi räknar även med att bolaget utökar marknads- och försäljningsinsatser som håller tillbaka marginalexpansionen. Givet nuvarande förlusttakt och negativa kassaflöden behöver ytterligare kapital anskaffas 2024.

Främsta risker

- Industrikonservatism
- Regulatoriska risker
- Komponentbrister
- Risk för ytterligare utspädning
- Beroende av få nyckelpersoner

Disclaimer

Ingen på Kalqyl äger aktier i kundbolag på grund av eventuella intressekonflikter. Ingenting du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt. Analysen är oberoende men finansierad.

Källhänvisning

<https://www.ifcc.org/resources-downloads/ifcc-information-guide-on-covid-19-introduction/5-biochemical-monitoring-of-covid-19-patients/>