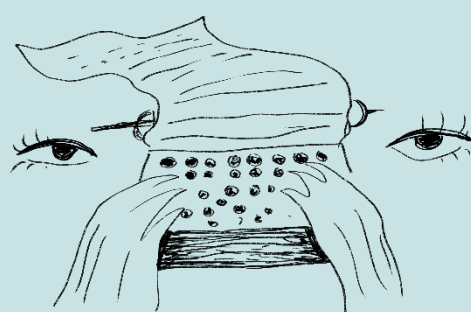


VibroSense



2023-02-21

VibroSense Dynamics ("VibroSense" eller "Bolaget") utvecklar och säljer medicintekniska produkter som ger ett starkt stöd för diagnostik av nervskador i händer och fötter. Den egenutvecklade metoden heter Multifrekvens Vibrametri, som möjliggör en mer tillförlitlig upptäckt av perifera nervskador i ett tidigare skede jämfört med de konventionella utredningsmetoderna. Bolagets produkter och teknologi har tre huvudsakliga fokusområden: diabetes, onkologi och Hand Arm Vibration Syndrom (HAVS). Inom HAVS är inriktningen företagshälsovård och klinisk vård inriktat mot vibrations-skador.

VibroSense har sitt säte i Malmö och grundades år 2005 av Göran Lundborg och Toni Speidel i syfte att kommersialisera professor Lundborgs forskning. Göran Lundborgs forskning inom känsel- och vibrations-skador sträcker sig tillbaka till 1980-talet. Under 1990-talet började Yrkesmedicinska kliniken i Lund samt en handfull företagshälsovårdscentraler i Skåne använda metoden kliniskt. Den första kommersiella produkten började utvecklas 2005, och 2007 lanserades bolagets första CE-märkta produkt. År 2015 bör noterades VibroSense på Spotlight Stock Market.

Bolagets affärsmodell är att sälja eller hyra ut produkten VibroSense Meter® II (hårdvara). Kunden betalar också en årlig licensavgift för den tillhörande mjukvaran, vilket ger bolaget återkommande årliga intäkter. VibroSense är nu i kommersiell fas och tecknade under 2022 ett distributionsavtal med kinesiska UMCARE med en tillhörande order om €3,8 M. Levererar bolaget enligt sina uppsatta mål ser vi en betydande uppsida i aktien. Vi ser en risk då bolagets affärsmodell som visserligen är attraktiv, ännu inte är bevisad i stor skala på multipla exportmarknader.

Fakta

VD	Hans Wallin
Lista	Spotlight
Ticker	VSDB
Aktiekurs (SEK)	5,82
Antal aktier (miljoner)	15,1*
Börsvärde (MSEK)	87,9
Insiderägande	30,2 %

*Vid fulltecknad emission är antalet 18,1 miljoner



Analytiker

Erik Lundberg

erik.lundberg@kalqyl.se

Twitter: @aktiehesten



Innehållsförteckning

Key Insights.....	3
Historik.....	4
Finansiell historik	5
Affärsmodell.....	6
Produkt.....	7
Produktfördelar.....	8
Patent	9
Klinisk och vetenskaplig evidens.....	9
Produktion	9
Marknad.....	10
Diabetes.....	11
Onkologi	11
HAVS.....	12
Strategi.....	12
Konkurrens.....	13
Finansiell ställning.....	14
Risker.....	15
Styrelse	16
Ledning och medarbetare	17
Ägarbild.....	18
Insiderägande.....	18
Utestående optionsprogram	18
Nuläge och outlook.....	19
Värdering.....	20
Finansiella mål.....	20
Estimat.....	20
Källor	23
Disclaimer.....	23

Key Insights



Affärsmodell

Affärsmodellen är strategiskt smart och har potential att resultera i en verksamhet med hög marginalstruktur, hög andel återkommande intäkter samt tuffa inträdesbarriärer för konkurrenter. Det är framför allt den tillhörande mjukvaran som vi hänvisar till för dessa ovan nämnda variabler, som vi på sikt bedömer kommer utgöra en stor del av bolagets försäljning.



Skin in the game

Ägarlistan präglas av högt insiderägande. Vidare är bolagets båda grundare aktiva i styrelsen och äger tillsammans 29,49% av Bolaget. Dessutom har det inte genomförts en enda insynsförsäljning sedan 2018.

Insiderägande och insidertransaktioner är i vårt tyckte två extremt viktiga nyckeltal för bolag i allmänhet - och för bolag i ett tidigt samt obeprovat kommersiellt stadiet i synnerhet.



Inflektionspunkt

VibroSense står inför en spännande inflektionspunkt då Bolaget har en färdig produkt som har börjat generera intäkter och som nyligen har börjat säljas inom ett nytt kliniskt område, diabetes. VibroSense har även nyligen ingått viktiga samarbetsavtal. Vi är trygga i att produkten har ett bra värdeerbjudande och en plats på marknaden. Vi är mer osäkra kring tajmingen avseende när försäljningen kommer ta fart givet att vårdsektorn inom vissa områden kan präglas av konservatism gentemot nya produkter.

”Vi har fortsatt stark tilltro till vår nuvarande plan, bolagets utveckling och de aktiviteter vi genomför. Kommande kvartal blir intensiva och vi ser mycket goda möjligheter till framgång.”

- Hans Wallin, VD VibroSense

Investeringscase

- Affärsmodellen möjliggör en fin marginalstruktur samt starka konkurrensfördelar
- Stor marknad att penetrera
- Befinner sig mitt i en spännande inflektionspunkt
- Tydligt värdeerbjudande för både vårdpersonal och patienter
- Skin in the game

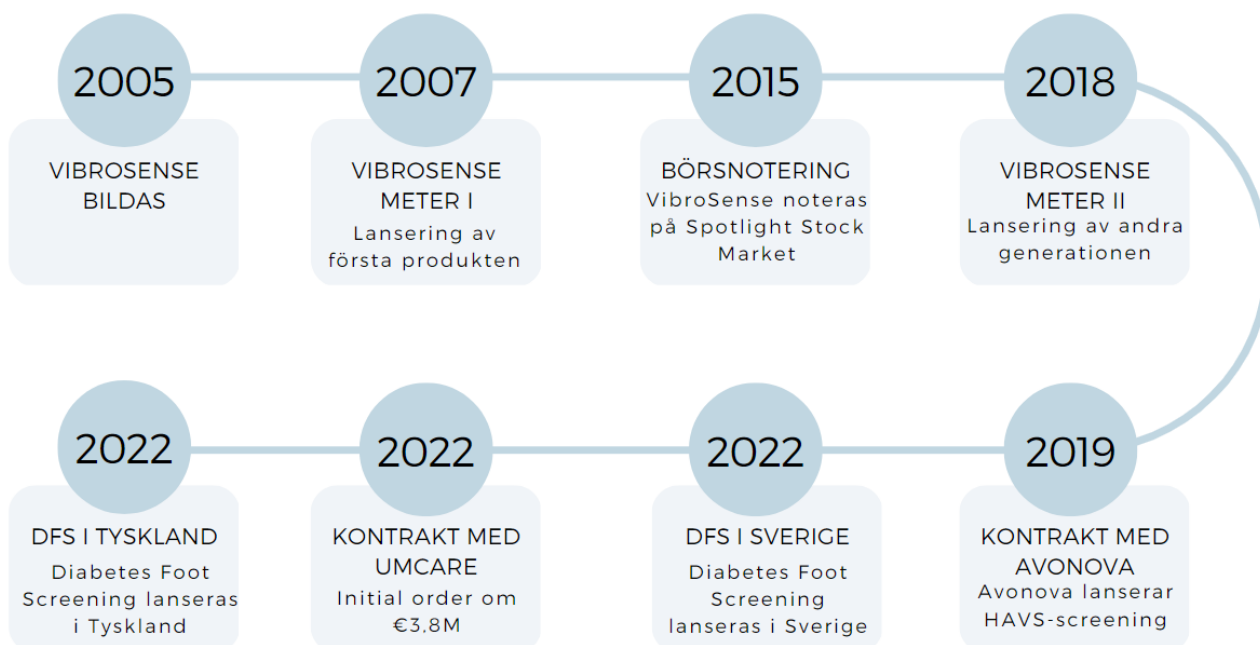
Historik

VibroSense härstammar från en forskningsbakgrund, närmare bestämt Professor Göran Lundborgs forskning, som han bedrev vid Lunds universitet. Hans forskning inom vibrations-skador inleddes som en direkt följd av att tillgängliga metoder och diagnosverktyg inte kunde användas för att ställa en relevant diagnos, trots att symtomen var väldigt tydliga.

Detta medförde att Göran Lundborg grundade VibroSense tillsammans med Toni Speidel 2005. Resultatet av detta är den produkt som VibroSense säljer idag, VibroSense Meter II (VSM II). Både Göran och Toni är fortfarande aktiva i VibroSense styrelse och äger tillsammans 29,5 % av bolaget, vilket vi ser som ett stort plus för investeringscasen.

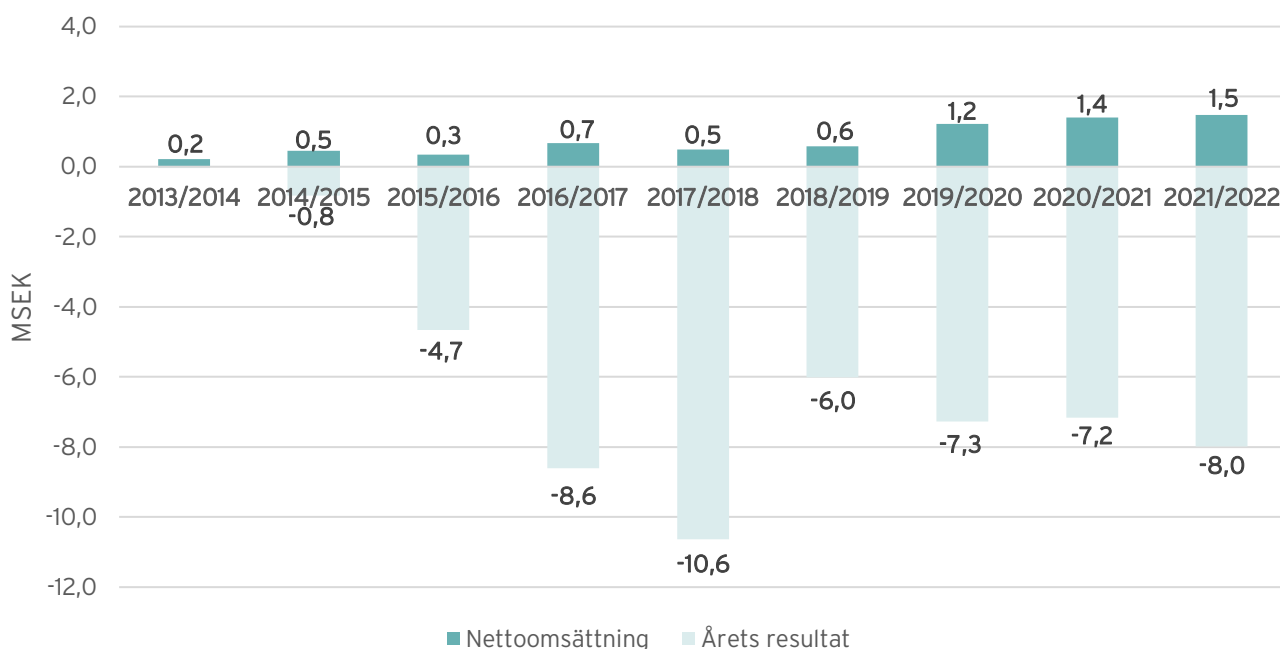
VibroSense har således en lång och gedigen forskningsbakgrund, men transformeras i skrivande stund från att vara ett mindre utvecklingsbolag till att vara ett bolag i kommersiell fas. Bolaget var initialt fokuserade på området HAVS (Hand Arm Vibration Syndrome), men har idag utöver HAVS också påbörjat kommersiell fas inom diabetes. Området onkologi med fokus på cellgiftsbehandling med cytostatika är än så länge i huvudsak inriktat på samarbeten och försäljning inom forskning. Vibrations-skador (HAVS) är alltså den del som Bolaget härstammar från, men idag är kommersiellt huvudfokus riktat mot diabetes.

VibroSense är i nuläget ett bolag som precis har påbörjat sin kommersiella fas "på riktigt" och bolaget har höga ambitioner med sin satsning. VibroSense har en vision om att bli "the new Gold Standard for reliable detection of nerve damage". En produkt som är klassificerad som Gold Standard inom medicinteknik är en produkt som är betraktad som "best practice" på marknaden.



Finansiell historik

VibroSense har historiskt visat negativt resultat, eftersom bolagets produkt ännu inte nått kommersiell fas. Kostnaderna har legat relativt konstant efter avslutad utveckling av bolagets andra produktgeneration som lanserades 2018. Bolaget har genomfört tre emissioner sedan listningen på Spotlight Stock Market, vilket inneburit att antalet aktier ökat från 7 446 400 (A- och B-aktier) år 2016 till 15 102 009 aktier 2022. VibroSense genomför nu en företrädesemission för att tillföra bolaget cirka 17,4 MSEK vid full teckning. Det totala antalet aktier kommer vara 18 122 410 vid full teckning.



Affärsmodell

VibroSense säljer sin produkt VibroSense Meter II® (VSM II) till kliniker inom primär- och specialistvård samt forskare och företagshälsovård som arbetar med behandling, diagnostik eller rehabilitering av perifer neuropati i fötter eller händer. Den typiska kunden finns inom företagshälsovård, primärvård eller den kliniska vården (sjukhus).

Bolaget säljer antingen hårdvaran till listpris för 14 500 EUR eller hyr ut den för 4 000 EUR per år via treårskontrakt. I tillägg säljs även en tillhörande programvarulicens samt serviceavtal till listpris för 2000 EUR per år. Vi tror att den flexibla strategin av hårdvaruförsäljning bottnar i att mjukvaran är det mest väsentliga för VibroSense i det långa perspektivet. Mjukvaran tillkommer vid varje försäljning eller uthyrning av en VSM II-enhet och är nödvändig för att kunna använda instrumentet. Detta innebär att bolaget erhåller årliga återkommande licensintäkter (ARR) för varje hårdvaruenhet (instrument) som säljs eller hyrs ut.

	Typ	Intäkt
Försäljning VSM II	Engång	14 500 EUR
Uthyrning VSM II	Återkommande	4 000 EUR/år (treårskontrakt)
Licens för mjukvara	Återkommande	2 000 EUR/år

Vi betraktar detta som en genomtänkt affärsmodell och strategi då mjukvaran sannolikt kommer skapa en viss inlåsnings effekt hos kunderna till följd av all data som lagras. Vidare kommer både slutkunder och patient sannolikt upparbeta en vana i att använda både instrument och mjukvara vilket i sin tur också förstärker inlåsnings effekten. Med detta som grund tror vi att VibroSense har möjlighet att erhålla en väldigt stor kundlojalitet i takt med att försäljningen ökar - både vad gäller kunder inom vårdsektorn och patienter. Detta bedömer vi också kommer att leda till att bolaget skapar en gedigen pricing power på mjukvarusidan, som kan anpassas beroende på vilket marknadssegment man vänder sig till.

Vi vill poängtera att det är samma hårdvara - VSM II - som säljs inom alla VibroSenses marknadssegment. Mjukvaran är också densamma, men de olika funktionerna öppnas upp med så kallade licensnycklar beroende på kliniskt indikationsområde: diabetes, onkologi, HAVS eller forskning. Mjukvaran bygger på kliniska data som kommer från olika typer av forskningssamarbeten. Både mjukvara och underliggande data är anpassade efter respektive applikationsområde, eftersom dessa måste bearbetas och analyseras på olika sätt.



Diabetes

Onkologi

HAVS

Produkt

VibroSense erbjuder samma hårdvara inom alla affärssegment (HAVS, diabetes, onkologi) och säljer tillsammans med hårdvaran en mjukvaruprodukt som är specifikt anpassad till respektive applikationsområde och klinisk indikation. Produkten VibroSense Meter® II (VSM II) är ett avancerat system som ger starkt stöd för tillförlitlig upptäckt av tecken på nervskador i händer eller fötter (perifer sensorisk neuropati).

Systemet kvantifierar patientens känsel genom att mäta förmågan att uppfatta vibrationer med olika frekvenser som appliceras på huden. Känseln styrs av nerver och receptorer i huden vilket innebär att försämrad känsel ofta är ett mycket tydligt tecken på en perifer nervskada. Den stora fördelen med VSM II är att produkten kan användas till att identifiera förändringar i vibrationskänslan innan de har utvecklats till permanenta nervskador - vilket inte är fallet med andra befintliga produkter på marknaden.



Perifer neuropati är en vanlig komplikation vid behandling av cancer med cellgifter samt vid diabetes typ I och II. En annan vanlig komplikation är nervskador i händer och fingrar orsakade av vibrerande verktyg (HAVS). Med VSM II används en unik mätmetod, Multi Frekvens Vibrametri, där förmågan att uppfatta avstämda vibrationer som appliceras på huden kvantifieras och mäts inom ett brett frekvensintervall.

Metoden jämför känseln i förhållande till en stor referensgrupp av friska individer, vilket underlättar för sköterskor, läkare och forskare. Med hjälp av VSM II kan de snabbt kan identifiera eventuella känselavvikelser och härigenom ge underlag för beslut och implementering av rätt behandlingsåtgärd i ett tidigt skede. Produkten är användbar för att ge stöd för diagnostik av perifer sensorisk neuropati. Vidare används den vid medicinska kontroller av vibrationsexponerade personer i riskgrupper enligt AFS2019:3.

VSM II är primärt avsedd för kliniskt bruk inom primär- och specialistvård samt företagshälsovård, som arbetar med diagnostik, behandling eller rehabilitering av perifer neuropati i fötter eller händer. Produkten kan även användas för forskning inom alla områden som ger perifera nervskador samt för sjukdomar i det centrala nervsystemet. Mjukvaran innehåller också ett komplett patienthanteringssystem och en rapportmodul, som underlättar för användaren.

Medicinska tillämpningar	
Diabetisk perifer neuropati Diagnoststöd och förebyggande av fotsår	HAVS Tidig upptäckt och förebyggande
Kemoterapi-inducerad perifer neuropati individualisering av terapin	Karpaltunnelsyndrom (och annan kompression) Diagnoststöd och uppföljning
Andra neurologiska störningar, t.ex. Multipel Skleros (MS) Diagnoststöd och uppföljning	

Vidare är kostnaderna relaterade till produktutvecklingen redan tagna, vilket vi ser som positivt. Bolaget kan nu fokusera på att penetrera marknaden för att öka sin försäljning, samt att fortsätta utveckla produktens befintliga mjukvara med applikationer för nya kliniska indikationsområden, till exempel onkologi. Vi bedömer att mjukvaran kommer spela en central roll för bolaget på lång sikt, då de återkommande intäkterna som erhålls via mjukvaran kommer att ha hög bruttomarginal samt ge starka konkurrensfördelar.

Produktfördelar

VSM II har många fördelar. Först och främst är mätmetoden unik samtidigt som undersökningarna är mer objektiva jämfört med övriga alternativ som finns på marknaden. Analysmetoden är både oberoende av vem som genomför undersökningen samt vem patienten är. De befintliga produkterna, som till exempel stämgaffel och monofilament, som vi betraktar som de största konkurrenterna till VSM II, bygger på otillförlitliga mätmetoder. Dessa metoder är mycket beroende av vem som genomför undersökningen samt att de ger utslag alldeles för sent då nervskadan redan har blivit permanent.

Stämgaffel



Monofilament



Undersökningen med VSM II är lätt att genomföra och visar ett kliniskt säkrare resultat och detta bekräftas även av sjukvårdspersonal. En screeningundersökning utförd med Diabetes Foot Screening (VSM II) tar cirka fyra minuter att slutföra.

Resultatet av en undersökning är kvantifierbart och sparas i en databas där patientens resultat kan följas över tid.

Detta är en viktig del av erbjudandet till vården. Teknologin och instrumentet ger möjlighet att följa upp kluster av patienter eller enskilda individer över tid, för att definiera eventuella förändringar i individens känslstatus. Baserat på denna kunskap kan vårdpersonal vidta relevanta åtgärder.

Vi tror även att detta kan verka som motivationsfaktor för patienter då mätbarheten sannolikt ökar viljan att aktivt arbeta med nutrition, förbättrade kostvanor, fysisk aktivitet, vikt och sömn. Samtliga åtgärder är centrala för människor som lever med diabetes.

En annan stor fördel med mätmetoden är att den är helt operatörsoberoende och ger således helt objektiva resultat till skillnad mot de traditionella mätmetoderna.

VSM II uppfyller standarden ISO 13091-1 vid mätning av vibrationströsklar och är CE-märkt enligt MDR. Inom de kliniska indikationerna (affärsområden) HAVS och diabetes erbjuds screeningfunktioner samt fördjupade mätningar med hjälp av instrumentet. Applikationen HAVS Screening används företrädesvis inom segmentet företagshälsovård och Diabetes Foot Screening är anpassat till primärvård och klinisk vård inom området diabetes.

Snabbt, kliniskt säkert resultat

Kvantifierbara data i databas

Underlättar uppföljning

Ökar motivationen hos patienten

Objektiva resultat

Indikationsområdet (segmentet) onkologi där behandling av cancer med cytostatika är speciellt intressant, befinner sig inte i kommersiell fas ännu. Försäljning har skett till flera universitetssjukhus och ett antal specifika samarbeten i olika forskningsprojekt pågår. Bolagets målsättning är att lansera ytterligare en screening-applikation inom affärsområdet onkologi. Så sent som 2022-11-15 kommunicerade VibroSense att VSM II varit delaktig i ett nytt banbrytande forskningsprojekt. Den kliniska studien inom onkologi visar att cannabisolja kan ge en markant reduktion av nervskador vid den inledande behandlingen med cellgifter.

Patent

VibroSense har patentskyddat centrala delar i VSM II-systemet. Bolaget har flera patent som berör mätmetodens noggrannhet och precision. I dagsläget finns det godkända och registrerade patent i Sverige, Japan, Kina, EU, Indien och Brasilien för detta.

Utöver patentet har Bolaget även ett så kallat mönsterskydd, vilket innebär att ingen aktör får utforma ett instrument som liknar VSM II. Med mönsterskyddet får produktens unika design ett starkare IP-skydd. Designen baseras på omfattande informationsinhämtning där användarna, det vill säga läkare, forskare och sjuksköterskor, har varit delaktiga i utvecklingen. För närvarande har designen på VSM II mönsterskydd i EU, Japan och Kina.

Klinisk och vetenskaplig evidens

Utöver patent är VibroSenses teknik baserad på 40 år av klinisk forskning. Utöver detta förekommer VSM II i flera vetenskapliga publikationer och det finns flera pågående studier. Produkten har också redan fått en CE-märkning enligt MDR och ett myndighetsgodkännande i Kina förväntas under sista kvartalet 2023 enligt bolaget. Sammantaget ger detta ihop med patenten ett stort försprång mot eventuella konkurrenter. När väl VSM II börjar användas kliniskt tror vi att det ger en inlåsningseffekt, då klinisk personal vid uppföljning med patienten vill kunna jämföra nuläget med tidigare testresultat. Byts det testmetod försvåras jämförelsen och således kvalitén på uppföljningen av patienten.

Produktion

Inission Malmö AB ansvarar för och sköter all produktion av VSM II sedan början av 2021. Enheten i Malmö som ansvarar för produktionen ingår i Inission-koncernen. VibroSense genomför dock fortsatt en slutlig kvalitetskontroll på alla enheter som produceras. På sikt är planen att Inission ska sköta även detta.



VibroSense har lagt ut produktionen till en kompetent samarbetspartner som en del i sin strategi att möjliggöra att snabbt skala upp både verksamhet och produktion för att kunna möta en större efterfrågan. Det ligger inte i bolagets strategi att själva fokusera på produktion.

I och med att produktionsserierna i dagsläget relativt sett är små och givet det tidiga kommersiella stadiet bolaget befinner sig i, bedömer vi att bruttomarginalen initialt kommer vara lägre och har möjlighet att utvecklas positivt parallellt med att produktionen blir mer omfattande. Över tid ser vi att det finns en god potential för bolaget att öka bruttomarginalen, som en konsekvens av att stordriftsfördelar kan uppnås. Bolaget uppger att redan i nuläget ligger bruttomarginalen över 70 med potential att förbättras ytterligare under de kommande åren och detta ser vi som ytterligare en positiv faktor.

Marknad

VibroSense potentiella marknad är väldigt stor. Bolaget har identifierat ett geografiskt område i norra Europa med sina första exportmarknader (SE, DK, NO, FIN, DE, NL, UK). I dessa marknader finns det totalt cirka 37 000 kliniker inom de kliniska områdena bolaget agerar. Dessa fördelar sig på 31 000 inom diabetes, 4400 inom onkologi och 1300 inom HAVS. Bolaget bedömer att diabetes har starkast utvecklingspotential både på kort- och lång sikt och fokuserar därför merparten av sina resurser på detta område.

Marknad – norra Europa		
Diabetes (Kliniker och primärvård)	Onkologi Sjukhus	HAVS Kliniker (inkl. privata)
31 100	4400	1300
Total antal potentiella kunder		
Cirka 37 000		

VibroSense uppskattar den totala marknadspotentialen för VSM II i detta område till cirka 536 MEUR med nuvarande försäljningspris, baserat på att VibroSense har möjlighet att sälja en enhet till varje klinik. För den årligen återkommande försäljningen av mjukvarulicenser innebär detta, med samma beräkningsmodell, att den potentiella marknaden utgör ytterligare cirka 74 MEUR.

Om vi i stället förutsätter att VibroSense hyr ut instrument (hårdvaran) till samtliga kunder och adderar intäkter från mjukvarulicenser som tillkommer, innebär det att VibroSense erhåller cirka 220 MEUR i årligen återkommande intäkter (ARR).

Marknadspotential	
Försäljning VSM II	cirka 536 MEUR
Mjukvarulicenser	cirka 74 MEUR.
Uthyrning + mjukvarulicenser	cirka 220 MEUR i årligen återkommande intäkter

Eftersom en VSM II-enhet har en beräknad livslängd på tio år, är vår bedömning att VibroSense har en finansiellt attraktiv möjlighet i affärsmodellen med uthyrning av instrument (hårdvaran) och härigenom öka sina intäkter.

VibroSense lanserade applikationen Diabetes Foot Screening i Tyskland så sent som i juni 2022. Vi bedömer att bolaget har valt Tyskland på grund av flera anledningar. Först och främst är Tyskland Europas största marknad för diabetes samt en mycket bra referensmarknad med flera viktiga och etablerade KOLs. Vidare är Tyskland en marknad med högt ställda krav på produkter inom området medicinteknik, vilket vid en lyckad etablering öppnar möjligheter till flera andra stora marknader inom EU och även övriga delar av världen.

Utöver sina prioriteringar inom EU har VibroSense genom sitt pågående engagemang i Kina med tecknat distributionsavtal (UMCARE) och en initial order värd 3,8 MEUR, lagt grunden till en god utvecklingsmöjlighet på denna marknad. Diabetes är ett stort problem i Kina där drygt 140 miljoner människor lever med diabetes. Potentialen till en expansivt ökad försäljning för VibroSense kan med trygghet bedömas som mycket god. VibroSense förväntar sig att ett regulatoriskt myndighetsgodkännande för VSM II och applikationen Diabetes Foot Screening sker under sista kvartalet 2023. Detta scenario innebär att Bolaget kan påbörja sin kommersiella resa med försäljning i Kina under

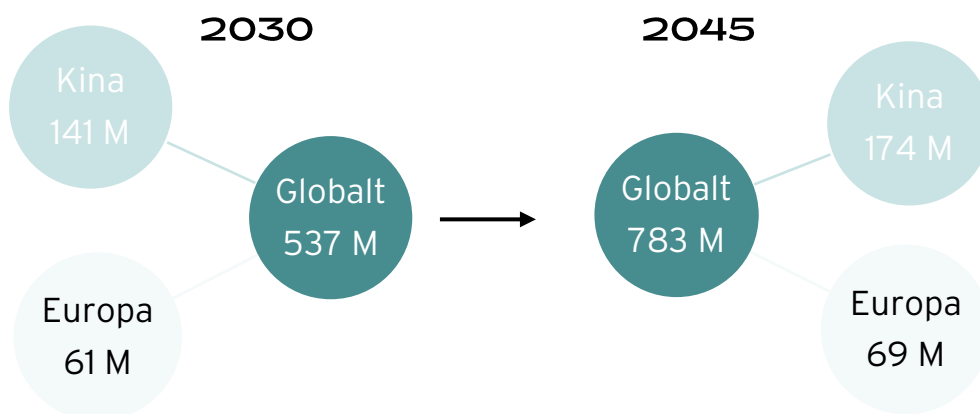
första kvartalet 2024. Så sent som 9 november 2022 kommunicerade även VibroSense att de fått en order värd 184 000 SEK i Finland.

Den 1 december i år kommunicerade Bolaget att de har definierat en tydlig strategi för expansion i Tyskland. Detta innefattar identifiering av så kallade reimbursement-koder. För VibroSense innebär det att 12% av den tyska marknaden för hälsovård kommer att kunna tillgodogöra sig en väl tilltagen subvention om man köper eller hyr VSM II. I Q2'22/23 kommunicerades att VibroSense lyckats säkerställa koder kopplade till undersökningar med VSM II, vilket innebär att läkare kan debitera det tyska sjukvårdssystemet mellan €121 och €215 för varje enskild undersökning. Detta är ett starkt incitament för en tysk klinik att använda bolagets produkt och möjligheten till ökad försäljning växer härigenom. Bolaget fortsätter arbetet med att identifiera ytterligare reimbursement-koder.

Diabetes

Diabetes är ett växande problem globalt. International Diabetes Federation (IDF) uppskattar att cirka 537 miljoner människor i åldern 20 till 79 år levde med diabetes 2021. Siffran beräknas att öka till cirka 783 miljoner människor 2045. I tillägg till detta så lever cirka 541 miljoner vuxna människor med en ökad risk för att utveckla Typ 2-diabetes. Enbart i Europa uppskattas det att cirka 61 miljoner människor lever med diabetes idag. En siffra som förväntas växa till 69 miljoner 2045¹.

Kina är det land med flest antal personer som lever med diabetes och antalet uppskattas till cirka 141 miljoner människor i åldern 20-79 år. Den siffran förväntas att öka till 174,4 miljoner människor 2045. Under 2021 så allokerades cirka 62 % av hela Kinas sjukvårdsbudget till diabetesrelaterad sjukvård, vilket innebär cirka \$165 miljarder.



Onkologi

Vid kemoterapibehandling kan ett tillstånd som kallas kemoterapi-inducerad perifer neuropati (CIPN) uppkomma, som bland annat påverkar känseln i händer och fötter. Cancer ökar globalt, vilket medför att fler patienter behandlas med kemoterapi. International Agency for Research on Cancer (IARC) förutspår att antalet cancerfall per år kommer överstiga 27 miljoner per år till 2040, vilket är en ökning med 50 % från de uppskattade 18 miljoner cancerfallen 2018⁵. Allt fler överlever cancer, vilket gör att CIPN ökar. CIPN är en vanligt förekommande bieffekt av kemoterapi och studier har konstaterat att prevalensen varierar mellan cirka 20-90% beroende på bland annat mätperiod och patientgrupp. Sammanfattningsvis är CIPN ett tillstånd som kommer fortsätta att öka.

HAVS

HAVS har en hög prevalens på 50 % hos arbetare inom bland annat bygg, gruvdrift, skogsbruk, gjuteri, fordon och metall. Uppskattningsvis arbetar 25 miljoner människor med vibrerande verktyg i Europa idag. Antalet människor med HAVS globalt är okänd, men i UK lever enligt studier cirka 300 000 människor med HAVS⁴.

Sammanfattningsvis är marknaden stor inom de tre primära områdena diabetes, onkologi och HAVS. Tidig upptäckt är av största vikt inom samtliga områden för att snabbt kunna sätta in korrekt behandling eller modifiera behandling. Obehandlade nervskador i händer och fötter leder ofta till stora komplikationer för patienterna.

Följekomplikationer per område



Strategi

VibroSense största styrka ser vi i en unik, pålitlig teknologi och en produkt med många fördelar, som är enkel att använda för personal inom vårdsektorn. Produkten har enligt vår analys och bedömning en klinisk överlägsenhet i jämförelse med övriga instrument som finns tillgängliga på marknaden. Det finns ett uttalat behov inom vårdsektorn av bättre och säkrare instrument för att identifiera perifera nervskador. Bolaget har identifierat att det finns ett "gap" i marknaden där ingen annan aktör har investerat för att tillgodose vårdsektorns behov och härigenom etablera en stark marknadsposition. VSM II tillgodoser behovet av ett bättre och säkrare instrument för att identifiera perifera nervskador inom vårdsektorn. Bolagets stora utmaning är att vårdsektorn generellt är konservativ och att introduktion av nya produkter kan påverkas av detta.

Bolagets strategi för att skapa marknadsacceptans är att primärt bearbeta toppskiktet på marknaden, det vill säga universitetskliniker samt kliniker som är framträdande och dominerande för den "kliniska standard" som gäller på respektive marknad. Vid dessa kliniker identifierar bolaget opinionsbildare, så kallade Key Opinion Leaders (KOL), med målsättningen att påbörja samarbete. En KOL är en överläkare, professor eller forskare med dokumenterad erfarenhet och expertis inom ett visst kliniskt område, vars rekommendationer övriga vårdgivare på en marknad ofta följer. Det vill säga en person som har stor påverkan på vilka instrument som används och vilken klinisk praxis som tillämpas på en specifik marknad (geografiskt område). VibroSense strategi för att upparbeta marknaden är att först nå acceptans hos utvalda KOLs på relevanta kliniker och marknader. Detta är viktigt för att VibroSense i nästa skede kan

använda dessa som referenskliniker. Därefter är planen att nå ut bredare genom ökad penetration av marknaden.

Strategin är adaptiv beroende på hur marknaden ser ut. I Tyskland till exempel, där VibroSense nyligen påbörjade lansering av sin produkt, finns flera universitetskliniker och större privata kliniker med KOLs. Lyckas bolaget etablera försäljning och brand awareness bland dessa, har de passerat en viktig milstolpe i kommersialiseringsprocessen. En bra referens på vad dessa kliniker är rent statusmässigt är Centrum för Diabetes vid Karolinska Institutet (KI) i Stockholm. I nuläget har VibroSense etablerat kontakt och samarbete med två erkända och högt ansedda kliniker i Tyskland. Båda dessa har väldigt hög status inom diabetes, vilket också går i linje med bolagets kommunikation kring att diabetes för närvarande är det största fokusområdet.

Vidare driver VibroSense ytterligare tre intressanta projekt inom området diabetes. Två av dessa är samarbeten med två av de mest erkända diabetesklinikerna i Sverige som löper sedan ett antal månader tillbaka, i s.k. pilotprojekt avseende klinisk användning av Diabetes Foot Screening.

Utöver ovanstående har bolaget ingått och skrivit avtal avseende försäljning, marknadsföring och distribution med en mycket stark samarbetspartner i Kina. Den 17 februari 2022 tecknade VibroSense ett exklusivt distributörsavtal med det kinesiska statsägda bolaget Genertec Universal Medical Group (UMCARE). UMCARE har en väl utbyggd organisation med dels egna sjukhus, dels en god infrastruktur för marknadsföring, försäljning och distribution inom den kinesiska vårdsektorn. Som en del av distributörsavtalet är en initial order till ett värde av 3,8 MEUR tecknad av UMCARE. Planen är att VibroSense kommer att lansera sin produkt och påbörja försäljning i Kina under första kvartalet 2024. Bolagets pågående samarbeten inom diabetes i Sverige, Tyskland och Kina är samtliga av betydande dignitet. Vi bedömer att samtliga är mycket intressanta och gedigna underlag för att bolaget ska utveckla en snabbare expansions- och tillväxttakt.

Konkurrens

VibroSense största konkurrent betraktar vi som de befintliga instrument som finns på marknaden, stämgaflöj och monofilament. Dessa är de vanligast förekommande för att identifiera perifer neuropati. VibroSense har som tidigare nämnt utvecklat en unik lösning som har flertalet fördelar jämfört med dessa. Vi bedömer att bolagets teknologi är överlägsen båda dessa mätmetoder och fördelarna behandlades mer ingående i avsnittet "Produktfördelar".

Anledningen till att konkurrenter till VibroSense inte utvecklar liknande produkter grundas främst i bolagets tillgång till omfattande kliniska data som erhållits från många forskningsprojekt under åren. Till detta kan läggas att bolagets teknologi är skyddad av flera patent samt att all utveckling av ny teknologi inom området är kostsam.

Finansiell ställning

VibroSense hade vid utgången av andra kvartalet 2022/2023 en soliditet på 75,6 % samt en kassa på cirka 4 MSEK. I februari 2023 meddelade bolaget att det genomför en företrädesemission. Vid full teckning kommer bolaget att tillföras 17,4 MSEK före emissionskostnader, vilka beräknas uppgå till cirka 2,8 MSEK. Företrädesemissionen är säkerställd till ca 75 % och vår tro är att emissionen i och med detta kommer fulltecknas. VibroSense uppger att emissionslikviden kommer räcka till att för bolaget till break-even under 2025⁷. Vi bedömer VibroSense finansiella ställning som god om företrädesemission fulltecknas och bolaget tillförs cirka 14,6 MSEK. Vår tro är att kassan på cirka 18,6 MSEK efter fulltecknad emission kommer att räcka till bolaget när break-even och genererar ett positivt kassaflöde.

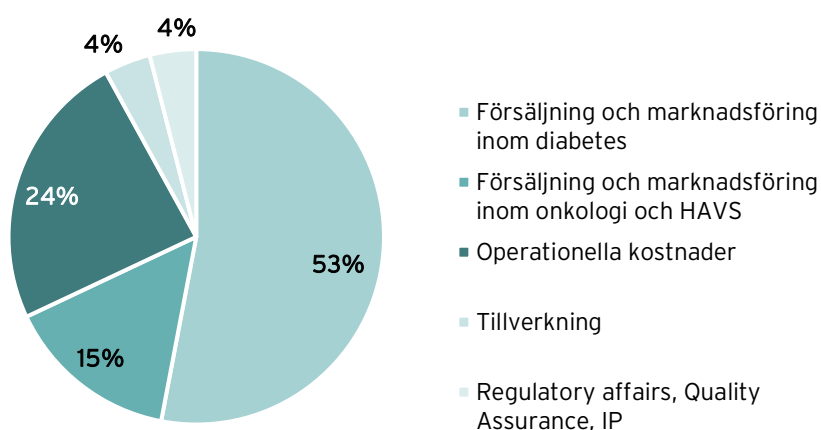
Nyemission i sammandrag

	Antal aktier	A-aktier	B-aktier
Genomsnittligt antal aktier under Q2'22/23	15 102 009	448 840	14 653 169
Antal nya aktier vid full teckning	3 020 401	0	3 020 401
Totalt antal aktier efter fulltecknad emission	18 122 410	448 840	17 673 570

Emissionslikvid vid full teckning före emissionskostnader	17,4	MSEK
Beräknade emissionskostnader vid full teckning	2,8	MSEK
Emissionslikvid vid full teckning efter emissionskostnader	14,6	MSEK
Utspädning vid full teckning*	16,7%	
Procentuell ökning av aktier vid full teckning	20,0%	

*(antalet nya aktier vid fullteckning / totalt antalet aktier efter fulltecknad emission)

Finansieringsfördelning



Emissionslikviden avses att användas primärt för marknadsföring och försäljning. VibroSense avser att öka synligheten och närvaron på sina marknader under kommande år. Pengarna ska således användas till att accelerera bolagets satsning mot expansion och högre försäljning. Vi bedömer satsningen som positiv, då bolaget måste bygga brand awareness för att få till en högre försäljning framåt.

Risker

Litet bolag, stor marknad. VibroSense är fortsatt ett litet bolag och verkar på en potentiellt stor marknad. Det finns alltid risk att konkurrens dyker upp från större aktörer med etablerade distributionsnätverk. Utifrån gjord marknadsanalys förefaller idag konkurrensen endast komma från de traditionella alternativen, men det betyder inte att konkurrens uteblir framöver.

Konservativ bransch med skepticism för nya produkter. Generellt är vårdsektorn konservativ och det råder ofta en skepticism kring nya produkter som lanseras. Det kan ta lång tid att etablera sig som ny aktör och få ut en produkt brett i branschen. VibroSenses avtal med UMCARE ser vi som en viktig milstolpe i att bolaget kommit en bra bit på vägen. Risken finns dock att försäljningen inte tar fart och tekniken inte anammas av klinisk personal.

Time-to-market är lång. Det tar lång tid att utveckla en ny produkt och vägen till kommersialisering är lång. Vår bedömning är VibroSense har kommit långt i processen och flera viktiga steg som utveckling av hårdvara, CE-märkning, distributionsavtal och så vidare är redan tagna. Bolaget har även investerat både tid och finansiella resurser för att bygga kunskap om de marknader man ger sig in på och man har en väldigt tydlig bild över vilka kundsegment som är attraktiva. En risk är att myndighetsgodkännandet i Kina drar ut på tiden och att intäkterna från ordern dröjer. Bolaget ser dock denna risk som liten.

Finansiell risk. VibroSense har historiskt varit i behov av externt kapital och kan behöva ta in mer kapital framöver. Om försäljningen inte tar fart alternativt fördröjs, så uteblir således intäkterna och bolaget är i behov av extern finansiering.

Pandemin. Förhoppningsvis är det värsta kring pandemin bakom oss, men vi ser fortsatt att den påverkar omvärlden. Kina har i närtid haft nya nedstängningar, även om dessa verkar lätta nu. Det finns dock en risk att pandemin fortsatt påverkar negativt och kan skapa fördröjningar för VibroSense.

Styrelse



Axel Sjöblad, styrelseordförande

Civilekonom med en Executive MBA från Handelshögskolan i Stockholm. Tidigare innehaft VD-poster i ZenzaGen AB, BioGaia AB, Getinge Sverige AB samt Gambro Svenska Försäljnings AB med ansvar för dotterbolag med verksamhet i ett antal europeiska länder. Ordförande sedan 2019.

Innehav: 75 572 B-aktier och 25 000 optioner.



Toni Speidel, styrelseledamot

Civilingenjör inom teknisk fysik och en av medgrundarna. Ansvarig för forskning och utveckling i VibroSense. Andra pågående väsentliga uppdrag är PID Product Implementation & Development AB (Ordförande/VD). Ledamot sedan 2005.

Innehav: 391 840 A-aktier samt 3 435 443 B-aktier.



Mozhgan Dorkhan, styrelseledamot

Specialistläkare inom diabetes och endokrinologi samt docent i endokrinologi. Har jobbat i ledande roller för Eli Lilly och Novo Nordisk samt på senare år inom svenska Life Science-bolag, senast Camurus AB. Andra pågående väsentliga uppdrag: Mozhgan arbetar för närvarande som Vice President, Global Head of Medical Affairs, Ferring Pharmaceuticals. Ledamot sedan 2019.

Innehav: 1 600 B-aktier och 25 000 optioner.



Håkan Petersson, styrelseledamot

Mer än 20 års erfarenhet av ledning, försäljning, marknadsföring och affärsutveckling på internationell nivå inom Life Science-industrin samt VD för medicinteknikbolaget Alteco Medical AB. Andra pågående väsentliga uppdrag: Håkan arbetar för närvarande som Senior Recruitment Consultant på Haeger & Carlsson Executive Search and Interim AB. Ledamot sedan 2019.

Innehav: inga aktier och 25 000 optioner



Pontus Rehn, styrelseledamot

Utbildad inom Väg- och Vatten vid Lunds Tekniska Högskola, samt Change Management vid Copenhagen Business School. Mångårig erfarenhet inom strategiskt och operationellt arbete både i Sverige och internationellt, primärt inom hälsasektorn och MedTech. Tidigare positioner omfattar Vice President på Wellspect Healthcare och Director inom global marketing på Arjo Huntleigh. Andra pågående väsentliga uppdrag: Director, Strategy & Emerging Business; KARL STORZ SE & Co. KG. Ledamot sedan 2021.

Innehav: 5 000 B-aktier

Ledning och medarbetare

VibroSense har idag fem anställda. Utöver VD Hans Wallin finns två personer som jobbar med kundkontakter, försäljning och marknadsföring, samt två som jobbar med logistik och mjukvaruutveckling. Utöver dessa anlitas externa konsulter vid behov. Det läggs således inga resurser på att utveckla hårdvaran idag. Prioriteringar för att anställa framåt är inom just sälj och marknadsföring samt utvecklare på mjukvarusidan.



Hans Wallin, VD

Över 20 års erfarenhet från ledande befattningar i stora medtechbolag, inom internationell marknadsföring och försäljning. Han har varit verksam i bland annat Beiersdorf, Smith & Nephew och Zimmer Biomet som General Manager. Har i tidigare anställningar även etablerat verksamhet och distributörsnätverk på flera marknader i Mellanöstern och Sydeuropa.

Innehav: 29 930 B-aktier och 20 000 optioner.



Lars Ek, Försäljning- och marknadschef

Lars har mer än 30 års erfarenhet från ledande befattningar i internationella medtech bolag, inom marknadsföring och försäljning. Han har varit verksam i bland annat Bayer, Nycomed och Zimmer Biomet som marknadsdirektör där han arbetade innan han kom till VibroSense. Lars har även varit anställd vid Skånes Universitetssjukhus på avdelningen för diabetes.

Innehav: 20 000 optioner



Per Olofsson, ansvarig för support och produktion

Per har en bred och gedigen erfarenhet inom områden som produktionsledning- och planering, inköp, kvalitets- och leveranskontroll, samt produktutveckling. Per har också varit ansvarig inom området teknisk support till kunder. Han har bedrivit egen verksamhet under 13 år inom belysning och kontorsmiljö. Hans senaste uppdrag innan han tillträdde sin tjänst hos VibroSense har under drygt 11 år varit vid Wästberg Lighting AB där han arbetat som Produktionschef.

Innehav: 15 000 optioner



Göran Lundborg, styrelsesuppleant och medgrundare

Läkare, doktor och professor inom handkirurgi samt medgrundarna till VibroSense. Har bedrivit omfattande forskning inom nerv- och vibrationsskador med fokus på diagnostik och behandling. Styrelsesuppleant sedan 2005, men är inte operativ i bolaget.

Innehav: 57 000 A-aktier samt 510 606 B-aktier

Ägarbild

Utestående aktier	Aktiekurs	Börsvärde
15 102 009*	6,10 SEK	92,1 MSEK
Antal aktieägare	Insiderägande	Free float
1 999	30,2 % av kapitalet	70 %

*Vid fullteckning av emission är antalet aktier 18 122 410

Insiders är markerade i blått i tabellen nedan. Största ägare är grundare och styrelseledamot Toni Speidel. Fjärde största ägare är Göran Lundborg som är en av medgrundare och också styrelsesuppleant. Vidare på listan hittar vi Avanza Pension, som är ett samlat ägande för flera personer. I övrigt hittar vi privatpersoner och företag. Carl-Anders Hilmarch är ägare av Systemteknik i Lerum AB och har således ett direkt och indirekt ägande på cirka 9,5 % av kapitalet. Bengt Gunnar Petersson förefaller också driva BG Perssons Förvaltnings AB och kontrollerar således cirka 6,1 % av kapitalet.

Ägare	A-aktier	B-aktier	Kapital	Röster
1. Toni Speidel	391 840	3 435 443	25,7 %	38,5%
2. Carl-Anders Hilmarch		1 099 664	7,3 %	5,7 %
3. Avanza Pension		938 027	6,2 %	4,9 %
4. Nils Göran Lundborg	57 000	510 606	3,8 %	5,7 %
5. BG Perssons Förvaltnings AB		464 447	3,1 %	2,4 %
6. Bengt Gunnar Persson		450 158	3,0 %	2,4 %
7. Niklas Thystrup		427 854	2,8 %	2,2 %
8. Systemteknik i Lerum AB		350 220	2,3 %	1,8 %
9. Niels Anders Askgaard		273 019	1,8 %	1,4 %
10. Digby Thuresson		215 000	1,4 %	1,1 %

Insiderägande

Insiderägandet uppgår till hela 30,2 %, vilket vi tycker skickar ett starkt signalvärde avseende insynspersonernas positiva tro om bolagets framtidsutsikter samt att de är långsiktiga i deras engagemang. Utöver mängden insynsägande uppskattar vi att grundarna fortsatt är aktiva i styrelsen samt att de tillsammans äger 29,5 % av Bolaget. Utöver detta äger också VD Hans Wallin 29 930 aktier i bolaget. Något vi ser som väldigt positivt är att ingen insynsperson har sålt aktier i VibroSense sedan 2018. Den senaste insynsförsäljningen gjordes av före detta styrelseledamot Henrik Brorsson som sålde aktier motsvarande 148 000 SEK i slutet av 2018. Sedan Henriks försäljning har det gjorts 21 insiderköp motsvarande 280 001 aktier.

Utestående optionsprogram

Den 6:e oktober 2022 beslutades om ett incitamentsprogram bestående av teckningsoptioner för styrelseledamöter och medarbetare. Totalt tecknades 130 000 optioner, varav 75 000 från styrelseledamöter och 55 000 optioner av medarbetare. Vid full teckning skulle detta innebära en utspädning om cirka 0,85 % av aktierna och cirka 0,67 % av rösterna.

Nuläge och outlook

VibroSense är nu i kommersiell fas med sin produkt och inriktar sig som sagt mot tre primära områden.

	Marknader	Nuläge	Tillväxt genom:
Diabetes	<ul style="list-style-type: none"> • Sverige • Tyskland • Kina • Europa 	<ul style="list-style-type: none"> • Distributionsavtal med UMCARE i Kina • Initial order om €3,8 M • Två ledande tyska diabeteskliniker och två universitetssjukhus i Sverige utvärderar Diabetes Foot Screening. 	<ul style="list-style-type: none"> • Geografisk expansion • Introduktion på universitetssjukhus (KOL) • Samarbete med privata vårdgivare
Onkologi	<ul style="list-style-type: none"> • Sverige • Danmark 	<ul style="list-style-type: none"> • Pågående forskningssamarbete med universitetssjukhus i Sverige och Danmark 	<ul style="list-style-type: none"> • Utöka nuvarande forskningssamarbete • Ny screeningapplikation inom onkologi
HAVS	<ul style="list-style-type: none"> • Sverige • Norge • Finland 	<ul style="list-style-type: none"> • Universitetssjukhus i Norge och Sverige • Avonova Hälsa AB i Sverige • Oberoende aktörer i Sverige 	<ul style="list-style-type: none"> • Ökat samarbete med Avonova • Ny(a) storkund(er) inom företagshälsovården

VibroSense uppger att time to market är lång, men att det mesta nu ligger bakom dem. Diabetes är VibroSenses fokusområde, då bolaget ser stor tillväxtpotential i segmentet på både kort och lång sikt. Onkologi ligger längre fram i tiden och är ett område med tillväxtpotential i framtiden. Utvecklingen av en screeningapplikation för onkologi kommer att påbörjas. HAVS är bolagets ursprungliga affärsområde och här bedömer bolaget att tillväxtpotentialerna är måttliga.

För 2023/2024 har bolaget målsättning, inom HAVS, att teckna ett nytt avtal med en ny stor leverantör inom företagshälsovården, likt det avtal som finns med Avonova idag.

Inom området diabetes är målsättningen att etablera försäljning i Tyskland med reimbursement-koder under 2023⁵. Första steget på den tyska marknaden blir att rekrytera en säljare i Tyskland under H1'23. Säljarens primära arbetsuppgift blir inte att identifiera en distributör utan att arbeta med direktförsäljning. Lyckas VibroSense med direktförsäljning av VSM II i Tyskland och påvisa en efterfrågan, så bedömer bolaget att sannolikheten för att skriva avtal med en distributör ökar⁶. Bolaget sålde nyligen en VSM II till diabeteskliniken på universitetssjukhuset i Bochum i Tyskland. Detta är ett viktigt genombrott för VibroSense, då kliniken är högt rankad och har ett högt anseende i branschen⁹.

Vidare planeras ett regulatorisk godkännande av VSM II i Kina efterföljt av försäljningsstart. Den första produktträningen med personal från UMCARE skedde i januari 2023 och arbetet med UMCARE fortskrider enligt plan. Försäljningsstart planeras Q1'24 i Kina. I övrigt hoppas VibroSense också på en accelererad försäljning i Sverige och Tyskland de kommande åren.

Vi bedömer att VibroSense har en produkt som efterfrågas och har flertalet fördelar gentemot de traditionella mätmetoderna. Marknaden är också potentiell väldigt stor för bolaget. Bolaget har kommunicerat att bruttomarginalen för VSM II är över 70 % med potential att kunna förbättras ytterligare. Detta i kombination med möjligheten till återkommande årliga licensintäkter är en modell som kan visa sig väldigt lönsam. VibroSense är dock ett litet bolag, utan större försäljning historiskt. Risken finns att försäljningen inte tar fart och tekniken inte anammas av klinisk personal. Distributionsavtalet i Kina med UMCARE och den initiala ordern på €3,8M bedömer vi som ett stort plus och en viktig bekräftelse för bolagets produkt och affärsmodell. Varje framtida order inom diabetes kommer att vara en ytterligare och väsentlig bekräftelse på att bolagets teknologi och produkt är accepterad.

Värdering

Rullande 12 månader			
Nettoomsättning	1,6 MSEK	P/S	56,9
EBIT	-7,7 MSEK	EV/EBIT	neg.
Vinst	-7,7 MSEK	P/E	neg.
FCF	-7,6 MSEK	EV/FCF	neg.

Historisk värdering				
	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	105,6	neg.	neg.	neg.
Snitt 5 år	149,5	neg.	neg.	neg.

Finansiella mål

I samband med företrädesemissionen släppte VibroSense finansiella mål.

(MSEK)	22/23	23/24	24/25	25/26	26/27
Nettoomsättning	2,0 - 2,2	5,0 - 5,2	20,0 - 22,0	32,0 - 35,0	60,0 - 65,0
EBIT	neg.	neg.	0,0	6,7 - 7,3	31,6 - 34,2

Vidare kommuniceras att målsättningen är att under 2023/24 sälja cirka 35 enheter á 145 000 SEK för att nå omsättningsmålet. Vidare beräknas 25 % av intäkterna utgöras av återkommande intäkter i form av licens- och hyresintäkter från och med 2025. Bruttomarginalen för VSM II förväntas ligga över 70 % med potential att förbättras.

Estimat

I vårt huvudscenario räknar vi med att VibroSense levererar i det lägre delen av intervallet. Vi väljer att visa framåtblickande nyckeltal baserat på nuläget före emissionen samt efter fulltecknad emission. Vid beräkningen av fulltecknad emission används samma aktiekurs samt att bolaget tillförs cirka 14,6 MSEK

Före emissionen		Efter emissionen	
Antal aktier	15 102 009	Antal aktier	18 122 410
Aktiekurs	5,82 SEK	Aktiekurs	5,82 SEK
Börsvärde	87,9 MSEK	Börsvärde	105,5 MSEK
Nettokassa	-4,1 MSEK	Nettokassa	-18,6 MSEK
Enterprise value	83,8 MSEK	Enterprise value	86,9 MSEK

(MSEK)	21/22	22/23E	23/24E	24/25E	25/26E	26/27E
Nettoomsättning	1,5	2,0	5,0	20,0	32,0	60,0
% y-o-y	5,4%	33,3%	150,0%	300,0%	60,0%	87,5%
EV/S (före emission)	55,9	43,9	17,6	4,4	2,7	1,5
EV/S (efter emission)	57,9	43,4	17,4	4,3	2,7	1,4
EBIT	-8,0	-8,0	-6,6	0,4	7,0	32,0
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	1,3%	21,9%	53,3%
% y-o-y	neg.	neg.	neg.	neg.	1650,0%	357,1%
EV/EBIT (före emission)	-10,5	-10,5	-12,7	209,5	12,0	2,6
EV/EBIT (efter emission)	-10,9	-10,9	-13,2	217,2	12,4	2,7

I vårt huvudscenario som utgår från bolagets egna finansiella mål uppnår VibroSense break-even under 2024/25. Vår bedömning är att bolagets kassa kommer att räcka fram till dess om företrädesemissionen fulltecknas. Vi bedömer att signalvärdet från ordern på €3,8 M från kinesiska UMCARE är stort och vi räknar med att fler ordrar kommer framöver. VibroSense får ses som ett förhoppningsbolag, som fortsatt har kvar att bevisa sin affärsmodell och att bolaget kan uppnå lönsamhet. Vi bedömer risken som hög, men att VibroSense har möjligheter att lyckas givet deras unika produkt och stora marknad. Levererar VibroSense likt estimerat bedömer vi att affärsmodellen är bevisad och att framtiden ser ljus ut. Vi väljer att värdera VibroSense på en multipel om EBIT 15x på 2026/27E. Detta ger oss ett börsvärde och en aktiekurs beräknat på 2026/27E. Vi väljer också att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal på 50 % på våra estimat. Vi väljer en högre säkerhetsmarginal, då estimat ligger långt fram i tiden och är osäkra.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 26/27E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026/27E	15	32,0	480	31,78
Säkerhetsmarginal (50%)	15	16	240	15,89

Nedan följer potentiell avkastning på 2026/27E om VibroSense utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot samt med en applicerad säkerhetsmarginal.

	Potentiell avkastning					
	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
26/27E	5,46	446,1%	45,8%	2,73	173,1%	25,0%

Vidare följer en känslighetsanalys med ett beräknat utfall på vår estimerade EBIT för 2026/27E, där utfallet redovisas vid olika angivna multiplar.

Känslighetsanalys

EBITx	Huvudscenario 2026/27E			Säkerhetsmarginal (50%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
13	416,0	27,5	373,3%	208,0	13,8	136,6%
14	448,0	29,7	409,7%	224,0	14,8	154,9%
15	480,0	31,8	446,1%	240,0	15,9	173,1%
16	512,0	33,9	482,5%	256,0	17,0	191,3%
17	544,0	36,0	518,9%	272,0	18,0	209,5%
18	576,0	38,1	555,3%	288,0	19,1	227,7%

Vårt huvudscenario är optimistiskt och vi räknar med att VibroSense levererar enligt uppsatta mål. I scenariot med en applicerad säkerhetsmarginal om 50 % ser vi en uppsida på 160,5 %, vilket ger en CAGR om 31,5 %. Vi vill dock återigen belysa att VibroSense fortsatt får ses som ett förhoppningsbolag, men vi bedömer att bolaget kommit långt i sin resa och är redo för kommersiell fas. I det pessimistiska scenariot kommer försäljningen inte i gång och intäkter uteblir. Detta skulle i detta scenario leda till att bolaget inte uppnår breakeven 2024/25 och tvingas ta in mer externt kapital. Det i kombination med att bolaget inte skulle leverera mot uppsatta mål skulle troligen leda till en nedgång i aktien.

Källor

1. https://diabetesatlas.org/idfawp/resource-files/2021/07/IDF_Atlas_10th_Edition_2021.pdf
2. <https://ascopubs.org/doi/full/10.1200/JGO.19.00097>
3. <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC5349719/>
4. <https://www.pbctoday.co.uk/news/health-safety-news/havs-threat-amongst-workforce/64720/>
5. <https://www.iccp-portal.org/system/files/resources/IARC%20World%20Cancer%20Report%202020.pdf>
6. <https://www.youtube.com/watch?v=NSJeUCI81B8>
7. <https://mb.cision.com/Main/12123/3711805/1837486.pdf>
8. <https://mb.cision.com/Main/12123/3714945/1848835.pdf>
9. <https://mb.cision.com/Main/12123/3719742/1862183.pdf>

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippat med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen för ej handla värdepapper i kundbolag under de två arbetsdagar som följer efter publicerad analys.

Analytikern Erik Lundberg äger inga aktier i det analyserade bolaget.