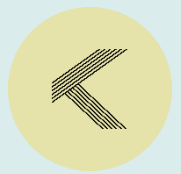


Chordate Medical

Rapportkommentar Q4'23



2024-04-03

Chordate Medical redovisade ökad nettoomsättning och rörelseförlust i det fjärde kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 0,5 MSEK (0,0) och EBIT till -10,0 MSEK (-8,1). Periodens kassaflöde uppgick till -8,0 MSEK (-6,5), vilket innebär att kassan minskade till 8,5 MSEK vid utgången av kvartalet.

Ökat fotfäste i marknaden

Nettoomsättningen i kvartalet visade att bolaget ökade fotfästet i marknaden från låga nivåer. Vi räknar med att den positiva försäljningstrenden kommer att fortlöpa under 2024, främst drivet av en gradvis stigande användningsgrad av behandlingssystemet, bredare marknadsföring av studieresultaten från PM007 och genombrott på den tyska marknaden. Tyskland är en spännande marknad där Chordate på kort tid har inlett kommersialiseringen genom avtal med två tyska specialistkliniker för bolagets Ozilia-behandling mot kronisk migrän.

Startskottet för studier och utökad patentportfölj

I kvartalet meddelade Chordate att de första patienterna har rekryterats till studierna PM009 och PM010. PM009 syftar till att utvärdera effektiviteten av Ozilia hos patienter som inte svarar på CGRP-hämmare och andra migränläkemedel. Varje nivå av positivt resultat kan således vara en dörröppnare till patienter som inte svarar på traditionella migränbehandlingar. Efter utgången av kvartalet stärktes även patentportföljen ytterligare genom godkänt patent för Ozilia.

Outlook

Chordates rapport för det fjärde kvartalet visade att bolaget tog fortsatta steg inom samtliga delar av marknadsplanen, vilket på sikt ska möjliggöra en försäljning av bolaget. Efter utgången av kvartalet tillfördes bolaget cirka 23,0 MSEK via en företrädesemission, vilket gav bolaget ökade möjligheter att fortsätta bearbeta marknads- och försäljningsarbetet. Sammantaget föranleder rapporten och nyheterna inga ändringar i våra estimat. Vi har däremot tagit hänsyn till utspädningen i vår värdering av bolaget.

(MSEK)	År 1	År 3	År 5	År 8	År 10
Behandlade patienter (k)	17	110	169	273	332
% y-o-y	-	88,3	15,9	15,5	11,1
Intäkter	332	2 194	3 390	5 451	6 647
FCF	66	439	678	1 090	1 329
TV					2 712
Nuvärde FCF	44	130	89	43	23
TV					47
EV: 760,3 MSEK					

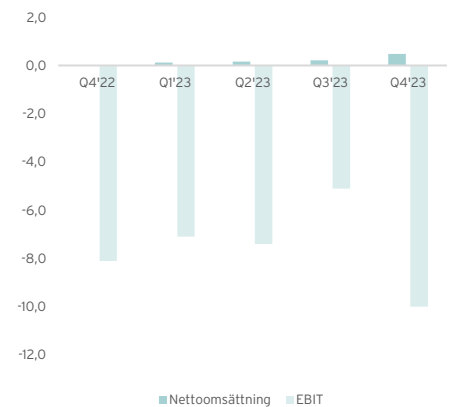
Potentiellt uppköpspris: 760,3 MSEK

- Summan av Ozilias framtida nuvärdesberäknade kassaflöden i händerna på köpande bolag

Fakta

VD	Anders Weilandt
Lista	First North
Ticker	CMH
Aktiekurs (SEK)	0,0588
Antal aktier (M)	488,1
Börsvärde (MSEK)	29,0
Nettokassa (MSEK)	-8,5
EV (MSEK)	20,5
Insiderägande	17,1%
Nästa rapport	2024-05-24

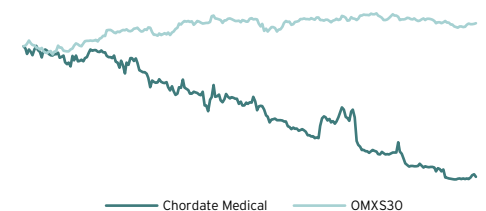
Finansiell historik



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1m	3m	12m
	-30,1	-60,1	-88,5

Key Insights



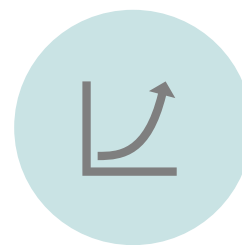
Stark patentportfölj

Patentportföljen består av 78 godkända patent som är indelade i nio olika patentfamiljer, vilka tillsammans omfattar hela 32 länder. Vår bedömning att Chordates nuvarande patentportfölj är av attraktivt slag då den breda karaktären ger en potentiell köpare ökad möjlighet till exklusivitet på marknaden.



Klinisk bevisning

Den kliniska nyttan av Ozilia för kronisk rinit är beprövad och väl underbyggd i forskning. Gällande kronisk migrän är forskningsläget mycket lovande, och i bolagets flaggskeppstudie PM007 uppvisade Ozilia lika bra eller bättre effekt än läkemedelsbaserade alternativ mot migrän.



Hög uppsida vid försäljning

Vi bedömer att en eventuell köpare av Chordate kommer att fokusera på värdet av bolagets teknologi. Vi anser att Ozilia har potential att generera betydande fria kassaflöden över en längre period i händerna på en etablerad aktör. Givet dagens aktiekurs ser vi en betydande uppsida vid ett eventuellt förvärv av Chordate.

“Under 2023 nådde vi många viktiga milstolpar. Migränstudiens avgörande resultat presenterades på flera internationella kongresser, och kunde från halvårsskiftet användas som starkt stöd för vår marknadsföring. Vidare nådde vi under året genombrott i nyckelmarknaderna Tyskland och Saudiarabien.”

- VD Anders Weilandt

Investeringscase

- Innovativ teknologi med starkt patentskydd
- Positiva resultat från kliniska studier
- Erfaret och kompetent ledningsteam
- Högt insiderägande
- Stor marknadspotential
- Tydlig strategi för exit
- Hög potentiell uppsida vid uppköp

Fortsatta kliv inom marknadsplanen

Chordate har en uttalad exitstrategi, där målsättningen är att visa på teknologins värde för att på sikt sälja bolaget vidare till en större aktör verksamt inom medicinteknik- eller läkemedelsindustrin. Bolagsvärdet byggs med bas i patentportföljen, påvisad klinisk effekt av behandlingen i kliniska studier och genom försäljningsframgångar på utvalda geografiska marknader. Bolagets huvudsakliga fokus är att exekvera i linje med marknadsplanen inom kronisk migrän på grund av dess utbredda karaktär, höga nivå av underdiagnostiserade patienter och samhällskostnad för vård, läkemedel samt produktionsbortfall. Vissa resurser läggs även på indikationen kronisk rinit.

Utökad patentportfölj

Efter utgången av kvartalet erhöll Chordate godkännande från det Europeiska patentverket på patentansökan EP 20163024¹. Patentportföljen består nu av 78 godkända patent som är indelade i nio olika patentfamiljer, vilka tillsammans omfattar hela 32 länder. Vidare inväntar bolaget godkännande på ytterligare en pågående patentansökning. Sammantaget ger patentportföljen ett vältäckande skydd av behandlingsteknologin.

Patenten är utformade för att skydda de innovationer som utgör grunden för bolagets Ozilia-behandling inom migrän och rinit. Patenten inkluderar exempelvis enheten för vibration och vibrationsmönster vid behandling, vilka vi finner särskilt viktiga. Vidare sträcker sig det aktuella patentskyddet från 2028 till 2033, beroende på land och patentfamilj. Enligt bolaget har ett mindre viktigt patent i Sverige kortast återstående löptid och ett mer viktigt patent i USA längst återstående löptid. Utöver regelrätt patentskydd är varumärket "Chordate" även registrerat i Storbritannien och EU i klasserna 5, 9, 10, 36, 41, 42 samt 44. Chordate är även registrerade som innehavare av vissa domännamn. Därtill är Ozilia® registrerat som EU-varumärke i klasserna 09 och 10.



78 godkända
patent

Omfattar 32
länder

1 pågående
ansökan

Nuläge och framtid

Sammanfattningsvis är vår bedömning att Chordates nuvarande patentportfölj är av attraktivt slag då den breda karaktären ger en potentiell köpare ökad möjlighet till exklusivitet på marknaden. Enligt Weilandt planerar bolaget heller inte att skicka in ytterligare patentansökningar i dagsläget, vilket indikerar att Chordate är nöjda med nuvarande patentportfölj efter att kvarstående patentansökning erhållit godkännande. Vi ser därför att Chordates patentportfölj i nuvarande slag bör vara tillräcklig för att minimera risken för teknologisk efterlikning från konkurrenter. Vi anser att det är av stor vikt att Chordates teknologi är väl patentskyddad, eftersom det ger en potentiell köpare av bolaget exklusiv rätt att använda, sälja eller licensiera teknologin, vilket skapar en konkurrensfördel och möjliggör en mer kontrollerad och förutsägbar kommersialisering. Den breda och vältäckande patentportföljen som Chordate innehar ger dessutom bolaget ökat utrymme att fullt ut fokusera på den kliniska evidensen och proof of concept i marknaden.

Startskottet för studierna PM009 och PM010

I kvartalet meddelade Chordate att de första patienterna har rekryterats till de aktiva studierna PM009² och PM010³ inom kronisk migrän, vilket var en milstolpe. Vår bedömning är att PM009 utgör högst framtida potential, eftersom varje nivå av positiva resultat kan vara en dörröppnare till patienter som inte svarar på traditionella migränbehandlingar. PM010 är en bredare studie som kan bidra med värdefulla data om patienternas preferenser och behandlingsmönster i klinisk miljö.

Migrän

PM009 ska utvärdera effektiviteten av Ozilia-behandlingen hos de cirka 30-40 procent av patienter som inte svarar på CGRP-hämmare, vilket är en ny och kostsam typ av läkemedel som används för att behandla och förebygga migrän. Dessa läkemedel förskrivs vanligtvis till patienter som inte svarar på traditionella migränbehandlingar. Studien kommer således att visa om Ozilia-behandlingen kan minska antalet migrändagar hos patienter som inte svarar på annan behandling, vilket potentiellt kan bli ett genombrott för Chordate och de patienter som inte svarar på andra behandlingsalternativ.

Påbörjade studier

Studie	Beskrivning	Status
PM009	PM009 är en öppen pilotstudie som ska utvärdera effektiviteten av Ozilia som förebyggande behandling av kronisk migrän på försökspersoner som inte svarar på behandling med CGRP-hämmare (läkemedel). Studien ska inkludera 25-30 patienter och genomföras på King's College i London på tre till fyra kliniker.	Patientrekrytering påbörjades i december 2023.
PM010	PM010 är en öppen klinisk eftermarknadsstudie som ska studera långtidsresultatet och säkerheten för Ozilia-behandlingen hos patienter med kronisk migrän. Studien ska inkludera 200 patienter och genomföras på cirka 15 kliniker i fyra europeiska länder med uppföljning efter tolv månader.	Patientrekrytering påbörjades i november 2023.

PM010 är en klinisk eftermarknadsstudie som ska genomföras av regulatoriska skäl inom CE-märkningen efter lansering av en medicinsk produkt eller ett läkemedel. Studien syftar till att övervaka behandlingens säkerhet, effektivitet och eventuella långsiktiga biverkningar i en bredare patientgrupp. Därtill kommer studien att ge Chordate värdefulla data om hur ofta patienten själv vill genomföra Ozilia-behandlingen, vilket kan vara avgörande för att skraddarsy behandlingsprotokoll och för att förstå hur produkten kommer att användas i en verklig klinisk miljö. Studieresultaten kan därför bli en viktig pusselbit i den fortsatta marknadsföringen av behandlingen.



Utöver befintlig forskning och pågående studier har bolaget tidigare utfört en egen studie vid namn PM007, som syftade till att visa Ozilia-behandlingens effekt på migrän. Studien visade mycket signifikanta resultat, med en genomsnittlig minskning av dagar med huvudvärk och migrändagar om cirka 3,5 dagar per månad i patientgruppen som fick aktiv behandling, en effekt som bestod under en fyra veckors uppföljningsperiod. Reduceringen av månatliga huvudvärks- och migrändagar visade att Chordates Ozilia-behandling har en positiv inverkan, både genom att höja patienters livskvalitet och genom att minska samhällskostnader för sjukvårdsbesök och förlorad arbetskapacitet.

Genomförd studie

Studie	Beskrivning	Resultat
PM007	Studien genomfördes för att utvärdera effektiviteten av intranasal behandling med Ozilia som förebyggande behandling av kronisk migrän. 132 patienter med kronisk migrän randomiserades till att antingen få intranasal stimulering med Ozilia eller placebostimulering (lägre tryck och utan vibration) en gång per vecka i 10 minuter per näsborre under en period av 6 veckor ⁵ .	Patienter som fick aktiv Ozilia-behandling minskade sina huvudvärks- och migrändagar med ett genomsnitt om 3,5 dagar per månad. Effekten höll i sig under en 4-veckors uppföljningsperiod. Gruppen med aktiv behandling hade signifikant bättre resultat än placebogruppen. Studien redovisade heller inga allvarliga biverkningar ⁵ .

Övrig forskning

Vidare har forskning utförts för att undersöka Ozilia-behandlingens påverkan på det centrala nervsystemet (CNS). Orsakerna till migrän är inte helt kartlagda, men forskning visar att det autonoma nervsystemet, där ansiktets och näsans nerver ingår, ofta är inblandat i början till ett migränanfall. I en studie av Jerling et al. (2018) undersökte forskare hur Ozilia-behandlingen påverkar variationen av hjärtrytmen (HRV) hos 12 friska personer. De mätte HRV före, under och efter behandlingen, samt 3,5 timmar senare.

Resultaten visade att behandlingen ledde till en märkbar sänkning av HRV. Denna förändring var konsekvent hos alla deltagare och började snabbt, men återgick också snabbt till det normala efter behandlingen. Hjärtfrekvensen, eller antalet hjärtslag per minut, förblev i stort sett oförändrad under hela studien. Resultatet indikerar att Ozilia-behandlingen har en inverkan på det centrala nervsystemet, vilket skulle kunna förklara dess effektivitet mot migrän.

Fallstudie

På det tyska migrän- och huvudvärksförbundets konferens i Berlin i juni 2023 presenterades en fallstudie från en patient som ingick i migränstudien PM007. Rapporten avsåg en 45-årig kvinna som vanligtvis hade migrän 18 dagar per månad. Efter att ha fått Ozilia-behandling minskade hennes migrändagar drastiskt till endast 8 dagar per månad och förbättringen höll i sig i fyra månader.

Forskarna från Universitetsmedicinskt centrum i Rostock, som skrev fallstudien, förklarade att kvinnan hade andra medicinska problem som gjorde att hon inte kunde ta vanlig migränmedicin. Trots detta hade hon inga biverkningar av Ozilia-behandlingen och den positiva effekten varade i flera månader. Fallstudien visade att Ozilia kan vara ett effektivt och långvarigt alternativ hos migränpatienter som inte kan eller vill ta vanlig medicin.

Rinit

Chordates Ozilia-behandling mot rinit har genomgått flera vetenskapliga studier som påvisat behandlingens effektivitet och säkerhet. Enligt Di Rienzo Businco et al. (2023) reducerar Ozilia-behandling symtom som nästäppa och rinnsnuva avsevärt jämfört med en standardbehandling. Detta är särskilt viktigt eftersom dessa symtom ofta är de mest påtagliga för personer med rinit.

I en studie av Saninio et al. (2023) jämfördes Ozilia-behandlingen med traditionella behandlingsmetoder. Resultaten visade att Ozilia-behandlingen var effektivt på kort sikt, och hade också färre biverkningar än traditionella behandlingsmetoder. Detta kan vara en viktig fördel för patienter som är oroliga för potentiella biverkningar av andra behandlingsmetoder.

Ozilia-behandlingen har även visat sig ha en långsiktig effekt. Enligt Tortorella et al. (2022) kvarstod de positiva effekterna av behandlingen upp mot 6 månader efter behandlingsperioden. Detta är en viktig indikator på att Ozilia-behandlingen inte bara ger tillfällig lindring, utan även kan vara en del av en långsiktig behandlingsplan.

Vidare kom Monti et al. (2022) fram till att Ozilia-behandling kan förbättra livskvaliteten för patienter med kronisk rinit. Detta inkluderade förbättringar i sömnkvalitet och allmänna dagliga aktiviteter, vilket är viktiga faktorer för patienters välbefinnande.

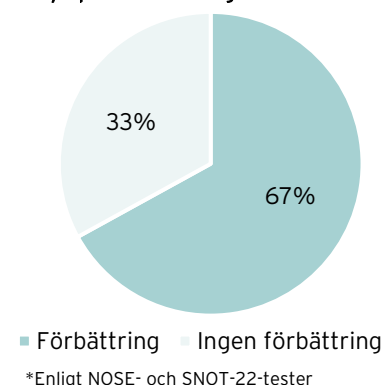
Slutligen kom Avdeeva et al. (2020) fram till att en enda Ozilia-behandling kan minska symtom jämfört med placebo efter 4 veckor. Det fanns också en signifikant minskning i användningen av nässpray bland de som behandlades med Ozilia. Detta kan vara särskilt relevant för patienter som söker alternativ till läkemedelsbaserade behandlingar och deras potentiella biverkningar.

Sammanfattningsvis har flera sponsrade och oberoende studier bekräftat att Ozilia-behandlingen inte bara lindrar symtom som nästäppa och rinnsnuva, utan också förbättrar livskvaliteten för patienter med denna åkomma.

Nuläge och framtid

Sammanfattningsvis bedömer vi att den kliniska evidensen för Ozilia är väl underbyggd inom rinit och att genomförda studier inte ska behöva kompletteras för att uppnå proof of concept i marknaden. Gällande kronisk migrän bedömer vi att den kliniska evidensen är lovande, men att bevisvärdet behöver byggas på ytterligare för att enklare och snabbare övertyga Key Opinion Leaders, kliniker och patienter om behandlingsmetodens effekter. Vi anser att det sannolikt kommer krävas minst en eller två ytterligare studier med positivt utfall för att behandlingen ska betraktas som effektiv mot migrän. Positiva resultat från främst PM009 utgör därför viktiga milstolpar, vilket potentiellt kan göra stort avtryck i marknaden och för Chordates försäljningsinsatser. Patientgruppen i PM009 är däremot svår, både vad gäller patientrekrytering och att visa effekt. Chordate har dock visat effekter på patient med komplex och ovanlig problembild tidigare, vilket ökar sannolikheten för att resultaten kan återupprepas. Utöver de aktiva studierna finns även en möjlighet att behandlingens effekt kan påvisas i olika former av forskningsresultat som har initierats och finansierats helt utan bolagets medverkan eller kännedom. Dessa har oftast ett högre vetenskapligt värde, vilket kan få större genomslag.

Patienter som upplevde symptomförbättring efter K.O.S⁹



Ökat fotfäste i marknaden

Den tredje och sista delen i Chordates marknadsplan är att uppnå proof of concept genom försäljningsframgångar på utvalda marknader. Genom mätbar marknadspenetration på utvalda marknader kan bolaget demonstrera behandlingarnas värde och kommersiella potential för en eventuell köpare. Bolagets fokusmarknader är Finland, Tyskland, UK, Italien, Saudiarabien och Förenade Arabemiraten, men på sikt kan närvaron utökas till flera geografiska marknader.

Nettoomsättningen i kvartalet uppgick till cirka 0,5 MSEK, vilket visade att bolaget ökade fotfästet i marknaden från låga nivåer. Enligt bolaget ökade försäljningen både inom migrän och rinit, vilket vi ser särskilt positivt på, även om lejonparten av försäljningen fortfarande utgjordes från rinit. Vidare bestod försäljningen av en mix av nya installationer och återkommande behandlingar. Fördelningen befinner sig fortfarande i ett tidigt stadiet och vi räknar med att försäljning av systemen som helhet kommer bli en fortsatt viktig faktor för försäljningen på kort sikt, men att det kommer resultera i en gradvis stigande användningsgrad. Vi räknar med att systemen som helhet kommer stå för majoriteten av nettoomsättningen under 2024, men att försäljningen av förbrukningsvaror och utförda behandlingar gradvis stiger för att utgöra en högre andel, vilket kommer bidra med en ökad stabilitet i intäkterna på sikt.



Bredare marknadsföring av PM007

Vår bedömning är att studieresultatet från PM007 och bolagets ansträngningar inom marknadsföring har varit helt avgörande för försäljningsökningen inom migrän. De primära resultaten från PM007 presenterades för första gången i juni 2023 på kongressen American Headache Societys i Austin⁴. Därefter har resultaten presenterats på ytterligare kongresser, bland annat på världskongressen International Headache Congress i Seoul några månader senare. Sedan studieresultatet presenterades för första gången har försäljningstrenden varit positiv och stigande, vilket tydligt visualiseras i den vänstra grafen ovan.

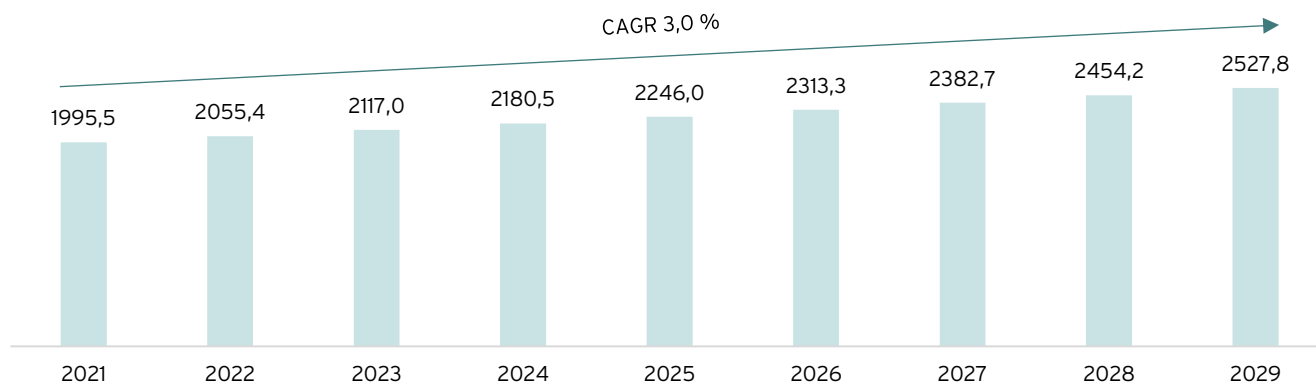
Vår tro är att bredare marknadsföring av studieresultatet kommer att få fortsatt effekt på försäljningen framåt. Detta eftersom studieresultatet ger en ökad substans i marknadsföringen. Inom kort förväntas dessutom en vetenskaplig artikel med resultatet att publiceras i en erkänd vetenskaplig tidskrift. Vår förväntan är att artikeln kommer få stort genomslag och stödja bolagets marknadsposition samt försäljningsarbete ytterligare inom migrän.

Betydelsefulla kliv i Tyskland inom migrän

Chordate har på kort tid inlett kommersialiseringen i Tyskland genom avtal med två tyska privata specialistkliniker för bolagets Ozilia-behandling mot kronisk migrän⁵. Detta visade att bolagets strategi för att bearbeta nya marknader gav effekt efter att introduktionen på den tyska marknaden inleddes i augusti 2022⁶. Med dessa avtal på plats ser vi att Chordate har tagit betydelsefulla kliv mot att visa proof of concept på en stor och viktig marknad. I kvartalet erhöles bland annat en order av ny installation av utrustning och förbrukningsmaterial från en av klinikerna. Enligt bolaget finns även en pipeline av potentiellt nya kliniker som kommer att bearbetas succesivt. Sammantaget talar detta för att Chordate på sikt kan öka antalet installationer och behandlingar på den tyska marknaden.

Tyskland är den största marknaden för migränläkemedel i Europa där omkring 12,5 miljoner tyskar uppskattas lida av migrän, varav 1,5-1,8 miljoner med kronisk migrän⁷. Marknaden förväntas öka med en CAGR om cirka 3,0 procent för att nå hela 2,5 miljarder USD år 2029-2030. Över 90,0 procent av migränpatienterna vårdas av specialistläkare samtidigt som andelen privat sjukvård ökar i landet. Detta indikerar för oss att avtalen som Chordate tecknade positionerar bolaget i rätt riktning på den tyska marknaden.

Migränmarknaden i Tyskland (MUSD)



Geografisk expansion väntar

Chordate har inlett marknadsintroduktionen av sin migränprodukt Ozilia i Italien, Storbritannien, Finland, Tyskland, Saudiarabien samt Förenade Arabemiraten. I Saudiarabien och Förenade Arabemiraten väntar bolaget fortfarande på marknadsföringsgodkännande innan försäljningen kan starta. På sikt väntar även expansion till USA och Kina. Inom Rinit är fokusmarknaderna främst Italien och Saudiarabien.

Marknadsföringsgodkännande

	Migrän	Rinit
Finland	✓	
Förenade Arabemiraten	<i>Inom 3 månader</i>	
Italien	✓	✓
Kina	<i>Inom 9 månader</i>	
Saudiarabien	<i>Inom 3-5 månader</i>	✓
Storbritannien	✓	
Tyskland	✓	
USA	<i>Inom 18 månader</i>	

Finansiell ställning

Periodens kassaflöde uppgick till -8,0 MSEK (-6,5), vilket innebar att kassan minskade till 8,5 MSEK vid utgången av kvartalet. Det försämrade kassaflödet förklarades huvudsakligen av ökade rörelsekostnader, vilket främst var hänförligt till marknadsföring av studien PM007, emissionskostnader och starten av studierna PM009 och PM010.

Chordate hade vid kvartalets utgång totala tillgångar om 22,0 MSEK, varav cirka 68,7 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 8,5 MSEK. Efter utgången av kvartalet tillfördes bolaget även cirka 23,0 MSEK före emissionskostnader via en företrädesemission, vilket gav bolaget ökade möjligheter att fortsätta bearbeta marknads- och försäljningsarbetet.

Immateriella tillgångar	Soliditet	Varulager
37,9 % (8,3 MSEK)	68,7 % (15,1 MSEK)	8,1 % (1,8 MSEK)
Kassa*	Räntebärande skulder	Nettokassa*
38,5 % (8,5) MSEK	0,0 % (0,0 MSEK)	8,5 MSEK

* Exklusive likvider från företrädesemissionen

Framöver kommer fortsatt marknadsföring och lageruppbyggnad bli viktigt för att skapa förutsättningar för att öka fotfästet i marknaden från nuvarande nivåer. Därtill kommer finansiering av studierna PM009 och PM010 att fortlöpa. Baserat på våra försäljningsprognoser, bolagets historiska burn rate och framtida investeringsbehov i marknadsföring och kliniska studier utgår vi från att kvartalets burn rate är någorlunda representativ även för framtiden. Vi räknar med att nuvarande kassa inklusive likvider från företrädesemissionen finansierar bolaget fram till ingången av 2025. Därefter kommer nytt kapital att behöva anskaffas om inte ett uppköp sker innan dess.

Företrädesemission tillförde Chordate 23,0 MSEK

Efter utgången av kvartalet offentliggjordes utfallet i företrädesemissionen som annonserades i december 2023⁸. Företrädesemissionen tecknades till 55,0 procent, vilket initialt tillförde Chordate 23,0 MSEK före emissionskostnader. I samband med företrädesemissionen emitterades även teckningsoptioner av serie TO8 som löper under perioden 4-18 november 2024. Baserat på högsta teckningskurs om 0,15 SEK kan bolaget tillföras ytterligare 19,2 MSEK via TO8.

Företrädesemission	
	Antal aktier
Genomsnittligt antal aktier under Q4'23	232 416 507
Företrädesemission	255 671 358
Genomsnittligt antal aktier efter emissionen	488 087 865
Utspädning*	52,4%
Procentuell ökning av antalet aktier	110,0%

*(antalet nya aktier / totalt antalet aktier efter emissionen)

Värdering

För att värdera bolag brukar vi estimeras resultaträkningen några år framåt i tiden, för att sedan applicera vad vi anser är en rimlig multipel, exempelvis på bolagets framtida vinster. I Chordates fall, där strategin bygger på att sälja hela bolaget snarare än att generera löpande vinster, krävs ett annat tillvägagångssätt. Med detta i åtanke har vi försökt bedöma värdet av Ozilia-teknologin, beaktande faktorer som dess marknadspotential, patentskydd och så vidare, för att uppskatta vad en eventuell köpare kan vara beredd att betala. Värderingen bygger på två delar: scenario och peervärdering.

Vår tro är att en potentiell köpare av Chordate är en global spelare inom medicinteknik- eller läkemedelsbranschen, eller ett portföljbyggande bolag som vill komplettera sin befintliga produktportfölj. Vi tror vidare att en eventuell köpare av Chordate kommer att fokusera på Ozilias försäljningspotential, förutsatt att det finns en dedikerad försäljningsstyrka och ett etablerat distributionsnät, vilket vi antar att en tänkbar köpare redan har på plats. För att visa på värdet av teknologin kommer vi att måla upp ett hypotetiskt scenario med flera antaganden. Dessa antaganden kommer så långt som möjligt bygga på den fakta om marknad, prevalens och så vidare som vi har identifierat. Med det sagt kommer flera av antagandena vara spekulativa, och vi vill understryka att värderingen av bolaget är förknippad med hög grad av osäkerhet.

Potentiellt uppköpspris

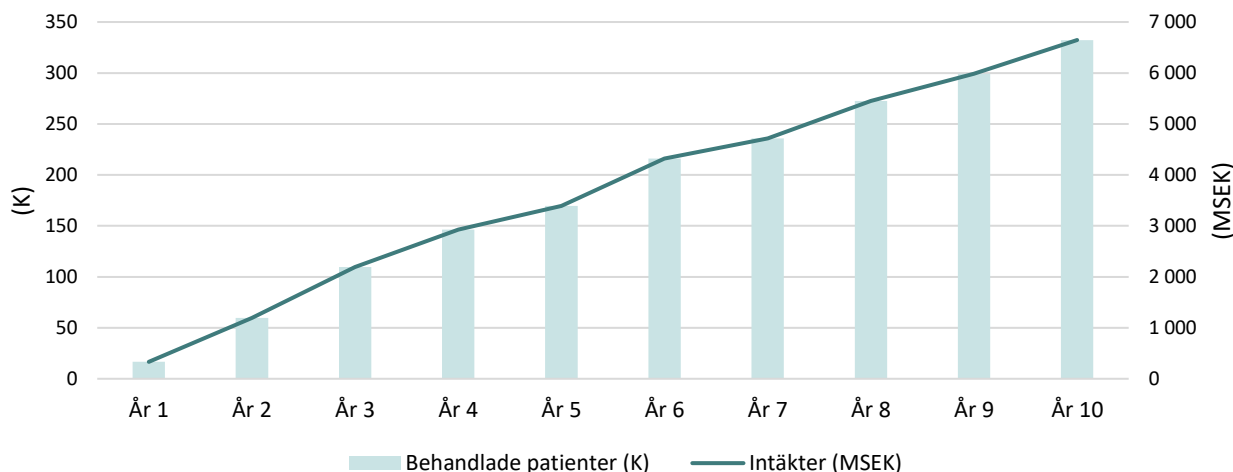
För att försöka beräkna vad en potentiell köpare kan tänkas att betala för Chordate tar vi avstamp i marknadspotentialen för Ozilia. Vi har valt att utgå från världens sju största marknader (7MM), som ofta används för att beräkna marknadspotential. Det bor ungefär 782 miljoner människor i dessa länder, och prevalensen av kronisk migrän uppskattas till mellan 1,4-2,2 %⁷⁷. Sjukdomen är generellt sett underdiagnostiserad, framför allt i utvecklingsländer. Det innebär att prevalensen i utvecklade länder troligtvis är i den högre delen av intervallet. I våra antaganden har vi därför räknat med en prevalens på 2,0 %, vilket innebär att drygt 15,6 miljoner individer i 7MM lider av kronisk migrän.

Vår bedömning är att det mest troligt är att Ozilia kommer kunna ta marknadsandelar främst från Botoxbehandlingen. Den beräknade marknadsandelen för användningen av Botox vid behandling av kronisk migrän anses allmänt vara mellan 7,0-10,0 %. I den här analysen har vi valt att placera oss i mitten av intervallet, med en uppskattad marknadsandel på 8,5 %. Vidare räknar vi med att Ozilia lyckas konvertera 25 % av befintliga Botoxanvändare över tid, vilket innebär att det potentiella årliga antalet patienter behandlade med Ozilia uppgår till 332 350. År 1 i analysen representerar det första året efter ett uppköp av Chordate. Vi räknar med att en betydande andel patienter börjar behandlas 2024 eller 2025, och eftersom Chordates patentskydd sträcker sig till 2033 har vi valt att estimeras på 10 års sikt. Vidare utgår vi från att antalet patienter som behandlas kommer att öka successivt och att bolaget kommer uppnå en årlig behandlingsvolym på 332 350 patienter med Ozilia år 10.

Antaganden

Befolkning 7MM	782 miljoner	Konverterade botoxpatienter	25%
Prevalens kronisk migrän	2,0%	Potentiellt antal patienter årligen behandlade med Ozilia	332 350
Prevalens antal individer	15,6 miljoner	Årligt pris per Ozilia-behandling	20 000
Botox marknadsandel	8,5%	Årlig intäktpotential	6 647 MSEK
Botoxpatienter 7MM	1 329 400	FCF-marginal	20 %

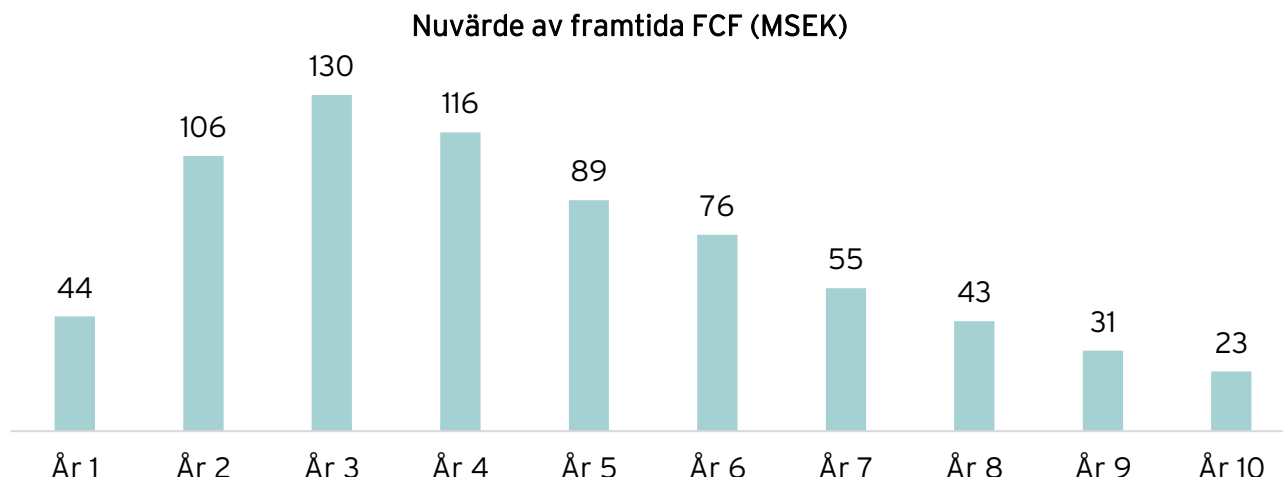
Vi har utgått från en årlig behandlingskostnad på 10 700 SEK, i linje med illustrativa beräkningar. Vi räknar även med att en köpare av Chordate är vertikalt integrerat och säljer direkt till slutkund, och förutsätter att en sådan spelare kan ta betydligt högre priser än i dagsläget, och vi räknar därför med en årlig intäkt om 20 000 SEK per patient. Vi har slutligen antagit att behandlingarna kan säljas till relativt höga marginaler, vilket är i linje med andra bolag inom medicintekniksektorn. Vi har räknat med att bolaget lyckas generera en FCF-marginal om 20 %.



Med dessa antaganden på plats kan vi nu diskontera bolagets framtida fria kassaflöden, för att få en bild av vad en potentiell köpare kan tänkas vara villig att betala för bolaget.

ÅR	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Behandlade patienter (K)	17	60	110	146	169	216	236	273	299	332
Intäkter (MSEK)	332	1 196	2 194	2 925	3 390	4 321	4 719	5 451	5 982	6 647
FCF (MSEK)	66	239	439	585	678	864	944	1 090	1 196	1 329
TV (MSEK)										2 712
Nuvärde FCF (MSEK)	44	106	130	116	89	76	55	43	31	23
Nuvärde TV (MSEK)										47

För att diskontera kassaflödena måste vi bestämma en rimlig diskonteringsränta, och vad en sådan är skiljer sig åt beroende på vem som tillfrågas. Aswath Damodaran anses av många vara en av världens främsta experter på företagsvärdering, och i en forskningsrapport han författat argumenterar han för att en rimlig diskonteringsränta för ett bolag i så pass tidig fas som Chordate befinner sig ligger på någonstans runt 40-60 %⁷⁸. Eftersom risken för det köpande bolaget i denna typ av transaktioner är hög, är avkastningskraven generellt väldigt höga. Vi har valt att använda 50 % vilket är i mitten av det spannet, vilket vi motiverar med bolagets unika marknadsposition med inriktning mot sjukhus samt breda patentportfölj. Vi har slutligen antagit en evig tillväxt om 2 %.



Med alla antaganden på plats är det nu möjligt att diskontera de framtida kassaflödena och beräkna nuvärdet av dem. Eftersom diskonteringsräntan är så pass hög blir kassaflödena längre fram i tiden mindre värda idag, vilket illustreras i grafen ovan. Summan av de nuvärdesberäknade kassaflödena motsvarar 760,3 MSEK, vilket kan likställas med det pris en köpare av bolaget skulle kunna vara villig att betala för bolaget och Ozilia. Det kan låta som en väldigt högt, med tanke på att bolaget idag värderas till drygt 29,0 MSEK. Vi noterar dock att Chordate som högst värderats till drygt 600 MSEK på börsen. Vi vill dock återigen vara tydliga med att detta är en illustrativ värdering, som baseras på en rad antaganden som vid små förändringar har stor påverkan på utfallet.

Potentiellt uppköpspris: 760,3 MSEK

- Summan av Ozilias framtida nuvärdesberäknade kassaflöden i händerna på köpande bolag

Detta ger oss i sin tur ett börsvärde och en motiverad aktiekurs vid ett potentiellt uppköp. Vi har även valt att visa värderingen när vi applicerat en säkerhetsmarginal om 30,0 procent.

Värdering		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
	760,3	1,6
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>532,2</i>	<i>0,7</i>

Nedan följer potentiell avkastning om vårt scenario införlivas. Ett bud på Chordate på 760,3 MSEK motsvarar en uppsida i aktien om 719,9 procent. I scenariot och med en applicerad säkerhetsmarginal är uppsidan 473,9 procent. Aktiekursen är beräknad utifrån det totala antalet aktier om 488 087 865.

Potentiell avkastning			
Huvudscenario		Säkerhetsmarginal (30%)	
Faktor	Procent	Faktor	Procent
8,20	719,9%	5,74	473,9%

Onoterade peers

För att ge stöd åt vår kassaflödesanalys har vi genomfört en omfattande undersökning av peers i både onoterad och noterad miljö. Syftet är att få en övergripande bild av värderingarna inom sektorn, särskilt inom området för neurostimulation och liknande metoder för behandling och förebyggande av migrän. Denna analys inkluderar en detaljerad granskning av bolagens kapitalanskaffning och deras aktuella marknadsvärderingar. Resultatet av den finner ni i tabellen nedanför.

Bolagsnamn	Produkt	Typ/behandlingsmetod	FDA (JA/NEJ)	Kliniskt bevisad	Senaste kapitalanskaffning (MSEK)	Total kapitalanskaffning (MSEK)	Värdering lägre intervall (MSEK)	Värdering högre intervall (MSEK)
Theranica	Nerivio	REN/CPM	JA	JA	472,5	903,1	1890,0	2835,0
eNeura	SAVI Dual	STMS	JA	JA	178,5	242,6	714,0	1071,0
MI-Helper	MI-Helper	Neurostimulation	NEJ	JA	42,0	73,5	168,0	252,0
Salvia Bioelectronics		Neurostimulation	NEJ	NEJ	26,3	318,2	966,0	1459,5
Nocira	Nocira	AVPI	JA	JA	41,0	105,0	630,0	945,0
Capri Medical	Luna Air Device	Neurostimulation	-	-	29,4	67,2	126,0	189,0
Thync	FeelZing	Neurostimulation	-	JA	136,5	136,5	546,0	819,0
Median							630,0	945,0
Snitt							720,0	1081,5

REN (Remote electrical neuromodulation) - förskrivbar bärbar enhet som stimulerar perifera nerver i överarmen för att inducera konditionerad smärtmodulering.

CPM (Conditioned pain modulation) - en endogen smärtlindringsmekanism där konditionerande stimulering hämmar smärta i avlägsna kroppsregioner.

STMS (Single Pulse Transcranial Magnetic Stimulation) - STMS använder elektromagnetiska fält för att generera en kort magnetpuls som passerar smärtfritt genom skallen och in i hjärnan.

AVPI (Automated Variable Pulse Insufflation) -Använder milda, kontrollerade luftstötter i öronen för att behandla migrän

Dessa bolag erbjuder produkter och behandlingsmetoder inom icke-invasiv behandling av migrän. För varje bolag har vi samlat in data om senaste kapitalanskaffning, totala kapitalanskaffning och nuvarande värderingar i lägre samt högre intervall. De uppskattade värderingarna är hämtade från tjänster som används för att värdera onoterade bolag, såsom Pitchbook och Dealroom, och baseras på bolagens historiska kapitalanskaffning. Datan ger en indikation på hur marknaden värderar dessa bolag, vilket är viktigt för att förstå Chordates position i jämförelse.

När vi analyserar denna data finner vi att medianvärderingen för dessa onoterade bolag ligger mellan 60,0 och 90,0 MUSD, medan snittvärderingen är mellan 68,6 och 103,0 MUSD. Omvandlat till SEK, med en växelkurs på 10,5 för USD/SEK, motsvarar detta ett värderingsintervall på i snitt 720,3 - 1 081,5 MSEK. Vi noterar att Chordates nuvarande värdering är betydligt lägre än detta intervall, och även lägre än de lägst värderade jämförelsebolagen.

Noterade peers

Vi har försökt identifiera börsnoterade peers som är relevanta att jämföra Chordate med. Genom att studera dessa kan vi få en bild över värderingarna i sektorn och hur Chordate värderas i relation till dessa.

BrainCool

Verksamhet BrainCool är ett medicintekniskt bolag specialiserat på utveckling av produkter för medicinsk kylning av hjärnan. Deras teknologi är avsedd för behandling av allvarliga medicinska tillstånd som stroke, hjärtstopp, hjärnskakning och migrän.



Produkt Bolaget har bland annat utvecklat en produkt för behandling av migrän⁸⁰. Denna produkt, som är en del av ett bredare produktbudande, gör att vi anser att bolaget är en relevant peer för Chordate.

ElectroCore:

Verksamhet ElectroCore är ett bioteknikbolag som fokuserar på utveckling av terapeutisk teknik för behandling av tillstånd inom neurologi och reumatologi.



Produkt ElectroCore har utvecklat gammaCore, en icke-invasiv och läkemedelsfri behandlingsmetod för migrän och klusterhuvudvärk⁷⁹.

Nexstim:

Verksamhet Nexstim är verksam inom icke-invasiv hjärnstimuleringsteknik⁸². Deras fokus på att behandla hjärnrelaterade tillstånd gör att vi anser att det är en potentiell peer till Chordate.

Produkt Nexstim har utvecklat flera produkter som använder deras teknologi för att behandla olika hjärnrelaterade tillstånd. Bolaget kombinerar TMS (transkraniell magnetstimulering) med 3D-hjärnabbildning för att erbjuda skräddarsydda behandlingar vid hjärnrelaterade sjukdomar.



Vi vill vara tydliga med att detta inte är en perfekt peergrupp, eftersom bolagen skiljer sig åt på många sätt. Flera av bolagen har även ytterligare verksamhetsområden som i teorin skulle kunna motivera ett högre börsvärde.

Snitt- och medianvärderingen för Chordates noterade peers uppgår till 235,8 respektive 273,1 MSEK. Braincool är högst värderade, men har också en bredare produktportfölj med fler indikationer än vad Chordate har.

Bolag (Alla siffror i MSEK)	Börsvärde	EV	Nettoskuld	Kassa	OPCF	FCF	Omsättning
BrainCool	368,0	342,0	-0,2	25,1	-68,5	-74,7	23,2
electroCore Inc*	357,0	215,5	-8,4	108,2	-154,4	-156,5	168,0
Nexstim**	189,2	177,3	-1,1	52,5	11,8	-5,2	112,6
Chordate Medical	29,0	20,0	-0,4	8,5	-27,3	-28,4	1,0
Median	273,1	196,4	-0,7	38,8	-47,9	-51,6	67,9
Snitt	235,8	188,7	-2,5	48,6	-59,6	-66,2	76,2

*Beräknat med en valutakurs för USD/SEK på 10,5

**Beräknat med en valutakurs för EUR/SEK på 11,8

Efter att ha genomfört en omfattande undersökning av både noterade och onoterade peers till Chordate Medical, har vi kommit fram till några viktiga slutsatser:

För det första observerar vi att de flesta bolagen i vår jämförelse för närvarande är högre värderade än Chordate. Detta gäller både snitt- och medianvärderingarna. Intressant nog är värderingarna för de onoterade bolagen generellt högre än för de noterade. Vi tolkar detta som ett resultat av att värderingarna i den onoterade miljön tenderar att vara mer trögrörliga. De baseras ofta på värderingar fastställda vid den senaste kapitalanskaffningen, vilket kan skapa en fördröjning i värderingsjusteringar jämfört med den mer dynamiska noterade marknaden.

När vi analyserar Chordate i detta sammanhang framstår bolaget som lågt värderat i jämförelse med samtliga bolag i vår peergrupp. Detta är anmärkningsvärt, särskilt med tanke på den vetenskapliga grund som Chordates teknik vilar på, det omfattande patentskyddet och framstegen som genomförts med att materialisera proof of concept på flera marknader. Vi finner ingen uppenbar förklaring till denna värderingsdiskrepans. Snarare tyder våra observationer på att Chordate kan vara undervärderat relativt sina peers.

Vidare indikerar de högre värderingarna hos både noterade och onoterade peers att marknaden ser en betydande potential inom migränmarknaden. Det verkar som att investerare är villiga att satsa på bolag i tidiga skeden, drivna av förhoppningen om hög framtida avkastning. Denna insikt stärker vår uppfattning om att migränmarknaden är attraktiv och att bolag som Chordate, som är aktiva inom detta område, kan ha en betydande potentiell uppsida.

Baserat på vår analys av peers, anser vi att det går att argumentera för att det potentiella uppköpspriset av Chordate på 760,3 MSEK är motiverbart. Denna värdering tar hänsyn till den nuvarande marknadssituationen, Chordates position inom sin nisch, samt de generella trenderna och värderingarna inom branschen.

Källor

1. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-beviljas-nytt-patent-av-europeiska-patentverket>
2. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/forsta-patienten-inkluderad-i-chordate-medicals-pilotstudie-pm009>
3. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/forsta-patienterna-inkluderade-i-chordate-medicals-eftermarknadsstudie-pm010>
4. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordates-migranstudie-presenteras-pa-huvudvarvskongress-i-berlin>
5. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-far-en-forsta-installation-av-ozilia-migranbehandling-pa-privat-klinik-i-hamburg> <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-ingar-avtal-med-tysk-specialistklinik>
6. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-inleder-marknadsintroduktion-av-migranbehandling-i-tyskland>
7. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/migranmarknaden-i-tyskland-och-potentialen-for-chordate-medical>
8. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-offentliggor-utfall-i-foretradesemission>

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 förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Pontus Fredriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys