



2024-11-14

Chordate Medical redovisade minskad nettoomsättning och ökad rörelseförlust i det tredje kvartalet. Nettoomsättningen uppgick till 0,1 MSEK (0,2) och EBIT till -5,7 MSEK (-5,1). Periodens kassaflöde uppgick till -7,1 MSEK (-5,4), vilket innebar att kassan minskade till 4,5 MSEK vid utgången av kvartalet.

Stigande affärsaktivitet

Bolaget rapporterade en minskning av nettoomsättningen under det tredje kvartalet. Som tidigare nämnt är betydande kvartalsvisa fluktuationer i försäljningen att förvänta innan affärsaktiviteterna når en högre nivå. Trots nedgången i kvartalet har nettoomsättningen ökat med 17,0 procent YTD. Under perioden har Chordate fortsatt att presentera nyheter som visar att affärsaktiviteterna ökar, bland annat marknadstillstånd och en första order för Ozilia inom migrän i Saudiarabien samt positiva resultat från pågående studien PM010.

Rådgivare anlita för att inleda exitprocessen

Den mest substantiella av nyheterna i kvartalet var bolagets beslut att anlita Partner International Switzerland (PIS) för att påbörja exitprocessen. PIS är en schweizisk och internationell rådgivare med 24 års erfarenhet av licensiering, partnerskap och bolagsförsäljningar, främst inom Life Science-sektorn. Uppdraget är att hitta en köpare till Chordates verksamhet, vilket markerar att det sista steget i bolagets strategi nu går in i en mer intensiv fas.

Outlook

Under senare tid har Chordate presenterat ett antal nyheter som visar att bolaget gör framsteg i verksamheten för att exitprocessen ska införlivas. Vår värdering baseras fortsatt på potentialen för teknologin hos en köpare. För att fortsätta etablera nödvändiga resultat samt upprätthålla uthållighet i kommande försäljningsdialoger kommer ytterligare extern finansiering att behövas. Det är därför avgörande att bolaget säkerställer rörelsekapital från den pågående TO8 och en sista finansiering för att kunna gå i mål med exitprocessen.

(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					

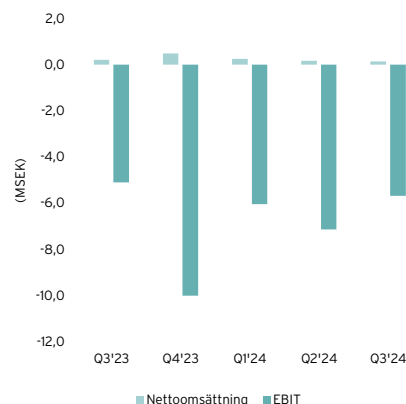
Potentiellt uppköpspris: 760,3 MSEK

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

Fakta

VD	Anders Weilandt
Lista	First North
Ticker	CMH
Aktiekurs (SEK)	21,9
Antal aktier (M)	0,98
Börsvärde (MSEK)	22,3
Nettokassa (MSEK)	4,5
EV (MSEK)	17,4
Insiderägande	18,9%
Nästa rapport	2025-02-28

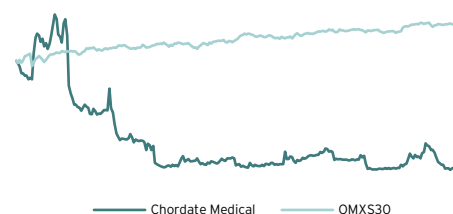
Finansiell historik



Analytiker

Pontus Fredriksson
pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1m	3m	12m
	-28,8	-26,7	-79,1

Key Insights



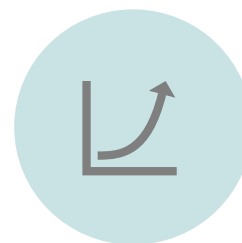
Stark patentportfölj

Patentportföljen består av 79 godkända patent som är indelade i nio olika patentfamiljer, vilka tillsammans omfattar hela 32 länder. Vår bedömning är att patentportföljen 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.

"Vi har kommit en bra bit på vägen att bygga ett tydligt marknadsbevis på våra fokusmarknader, och det arbetet fortsätter i oförändrad takt parallellt med att Partner International inleder arbetet med att hitta den bästa köparen av verksamheten."

- 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

Kort om bolaget

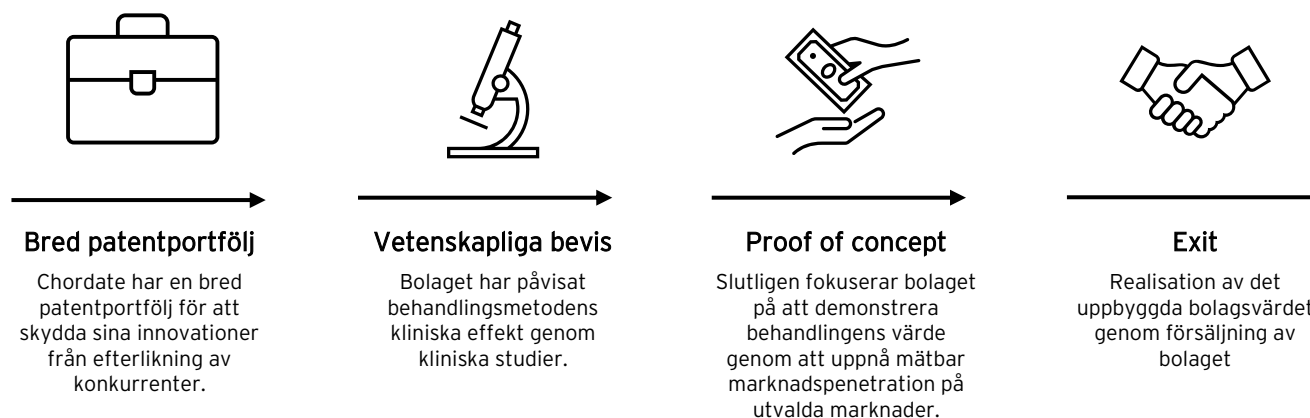
Chordate Medical är ett medicintekniskt bolag som utvecklar, patenterar och säljer behandlingsmetoden Ozilia (tidigare K.O.S) för behandling mot kronisk migrän och kronisk rinit. Bolaget har 79 beviljade patent och behandlingens effektivitet för båda indikationerna har dokumenterats via flera kliniska studier.

Marknadsintroduktion och försäljning sker genom marknadsexpeter och distributörer på utvalda geografiska marknader i EU och Mellanöstern. Bolaget har tre anställda och övriga befattningar bemannas med konsulter.

Strategi- och marknadsplan

Chordate har en tydlig exitstrategi med målet att demonstrera teknologins värde för att i framtiden sälja bolaget vidare till en större aktör inom medicinteknik- eller läkemedelsindustrin. Bolagets värde byggs upp genom en stark patentportfölj, dokumenterad klinisk effekt av behandlingen i kliniska studier och försäljningsframgångar på utvalda geografiska marknader. Huvudfokuset ligger på att genomföra marknadsplanen för kronisk migrän på grund av dess omfattande förekomst, den höga andelen underdiagnostiserade patienter och de betydande samhällskostnaderna för vård, läkemedel och produktionsbortfall. Vissa resurser läggs även åt behandlingen av kronisk rinit.

Chordates strategi om en försäljning av bolaget bygger på en marknadsplan som består av tre centrala delar: en omfattande patentportfölj, vetenskapliga bevis samt ett etablerat Proof of Concept.



Chordates strategi för en framtida bolagsförsäljning är baserad på branschens utveckling över tid, där konsolideringen har ökat markant. Detta drivs i stor utsträckning av att större medicinteknik- och läkemedelsbolag ofta har betydande likvida medel samt att de är mer riskaversiva. Forskning och utveckling av nya teknologier och behandlingar är resurskrävande och har ofta ett binärt utfall, vilket gör att det ur ett kapitalallokeringsperspektiv ofta kan vara mer rationellt för större bolag att förvärva mindre som redan utvecklats och bevisat nya teknologier.

Chordates siktar på att bli ett sådant förvärvsobjekt och bolaget har sedan hösten 2019 arbetat i enlighet med marknadsplanen. Bolaget har gjort stora framsteg och nu även anlitat Partner International Switzerland (PIS) för att påbörja försäljningsprocessen¹. Vår bedömning är att bolaget främst behöver bevisa sin förmåga att uppnå mätbar marknadspenetration på utvalda marknader innan en potentiell försäljning av bolaget kan bli aktuell.

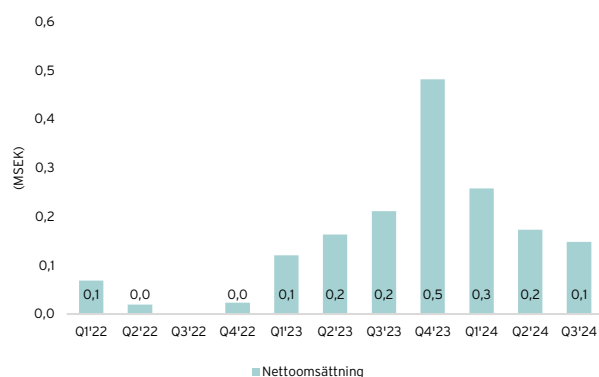
Stigande affärsaktivitet

Nettoomsättningen i det tredje kvartalet uppgick till 0,1 MSEK (0,2), vilket motsvarade en minskning med 29,8 procent. Vi ser dock ingen dramatik i detta då betydande kvartalsvisa fluktuationer i försäljningen är att förvänta innan affärsaktiviteterna når en högre nivå. Särskilt då fördelningen mellan engångsförsäljning av behandlingssystemet som helhet och återkommande intäkter per utförd behandling fortfarande befinner sig i ett tidigt stadi. På sikt kommer nya installationer att bidra till en mer stabil intjäning i takt med att antalet utförda behandlingar ökar och intäkterna från dessa utgör en större del av nettoomsättningen.

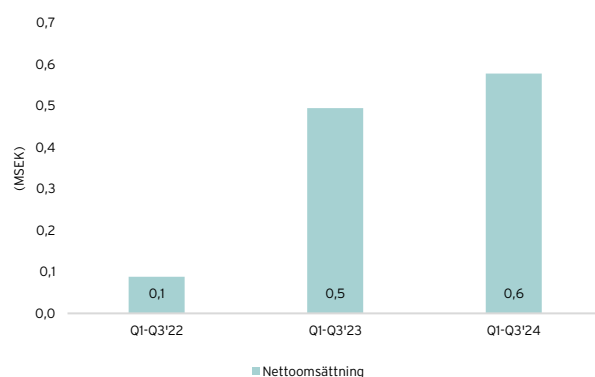
Trots nedgången har nettoomsättningen ökat med 17,0 procent YTD. Under kvartalet har Chordate dessutom fortsatt att presentera nyheter som visar att affärsaktiviteterna ökar. Bolaget fick bland annat marknadstillstånd för Ozilia inom migrän i Saudiarabien samt erhållit en första order från bolagets distributör Janin Medical². Chordate har även redovisat positiva resultat från den pågående studien PM010 som syftar till att få bättre insikter om patienters behandlingsmönster och hur produkten kommer att användas i en verklig klinisk miljö³.

Marknadsbearbetningen fortsätter och enligt bolaget syns positiva tendenser på flera fokusmarknader som kan leda till nya kommersiella initiativ, vilket pekar mot en händelserik avslutning på 2024 och början av 2025. Vi förväntar oss att nya installationer på befintliga marknader, expansion till fler länder och en behandling som blir alltmer etablerad och känd kommer skapa goda möjligheter att öka försäljningen från dagens nivåer.

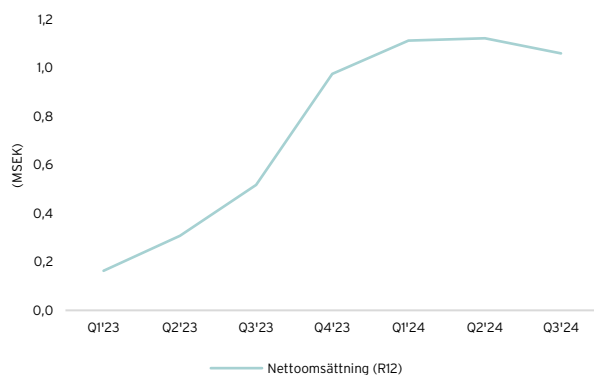
Nettoomsättningen minskade i Q3...



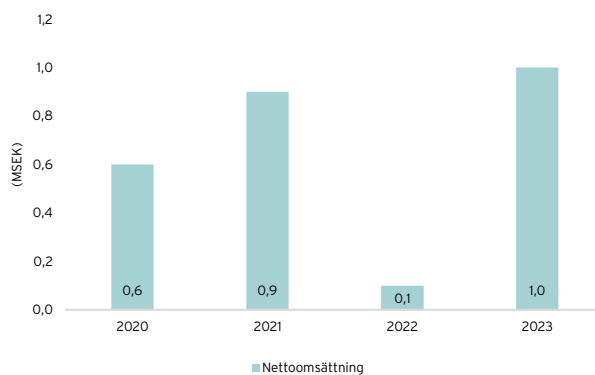
...men uppvisade fortsatt tillväxt YTD



Rullande 12 månader



Helår



Marknadstillstånd och första order i Saudiarabien

Under kvartalet tog Chordate ytterligare steg framåt genom att få sin första order för migränbehandling i Saudiarabien. Ordern omfattade två Ozilia-system och erhöles från bolagets distributör Janin Medical. Efter kvartalets utgång erhöles också det efterlängtaade marknadstillståndet, vilket möjliggjorde att marknadsintroduktionen kunde inledas. Den första demonstrationen genomfördes kort därefter på King Abdulaziz Medical City i Jeddah⁴. King Abdulaziz Medical City tillhör National Guard Health Affairs och beskrivs som en viktig del av Saudiarabiens hälsovårdssystem.

I Saudiarabien förutspås efterfrågan öka på medicinska lösningar för behandling av kroniska tillstånd, drivet av en åldrande befolkning, ökad förekomst av sjukdomar som kräver långsiktig vård och Vision 2030 (landets plan och strategi för utveckling fram till 2030)⁵. För att möta dessa krav genomgår bland annat Saudiarabiens hälsovårdssystem en omfattande modernisering och satsning på innovativa medicinska lösningar.

För Chordate innebär introduktionen av Ozilia för migränbehandling i Saudiarabien ett strategiskt tillfälle att möta denna växande efterfrågan. Med godkännandet och distributionen av Ozilia på plats i landet finns således möjligheten att tillgodose behovet av innovativa lösningar för underdiagnostiserade kroniska tillstånd som har en stor inverkan på folkhälsan, exempelvis migrän.

Händelseutveckling i Saudiarabien inom migrän

2024-09-30	- Får en första ordern på Ozilia migränbehandling
2024-10-14	- Erhåller marknadstillstånd för Ozilia migränbehandling
2024-10-30	- Inleder marknadsintroduktionen av migränindikationen

Schweiz ny fokusmarknad, en första order mottagen

Under det senaste kvartalet expanderade Chordate sin närvaro genom att lägga till Schweiz till sina fokusmarknader för migränbehandling efter att ha ingått avtal med distributören Neurolite⁶. Neurolite grundades 2011 och är specialiserade på mediceintekniska lösningarna inom neurologi till sjukhus och privatkliniker i Schweiz och Liechtenstein. Företaget har en lång erfarenhet av branschen och har redan etablerade kontakter med Chordates primära målgrupp, vilket gör marknadsbearbetningen mer effektiv.

Kort efter att samarbetet inleddes erhöles Chordate en första order på cirka 0,4 MSEK, vilket signalerade ett intresse från Neurolite att påbörja marknadsbearbetningen⁷. I samband med ordern meddelade Neurolite dessutom att registreringen som regulatorisk representant för Chordate var klar, vilket gjorde det möjligt att påbörja försäljningen i båda länderna.

Enligt Chordate finns ett högt intresse för Ozilia på den schweiziska marknaden, vilket det märkt av under flera av de kongresser som bolaget deltagit i under 2024. Bolaget uppgav också att det förs diskussioner med ett antal intressenter med bedömningen att flera av dessa kan resultera i installationer i närtid. Schweiz erbjuder goda marknadsförutsättningar, där en stor andel av sjukvården är privat med privatbetalande patienter, vilket är viktigt då patienterna inledningsvis betalar för kostnaden av behandlingen innan Chordate lyckats säkerställa försäkringsersättning. Försäkringssystemen i Schweiz tillåter att behandlingar som Ozilia erhåller ersättningskod och att Chordate uppnår detta kommer på sikt hjälpa till att öka dragkraften på den schweiziska marknaden.

Händelseutveckling

2024-06-13	- Schweiz ny fokusmarknad efter ingått avtal med distributören Neurolite
2024-06-26	- Erhåller en första order om cirka 0,4 MSEK från Neurolite
2024-06-26	- Neurolite registreras som regulatorisk representant och kan påbörja försäljning

Tyskland

I Tyskland har Chordate tagit viktiga steg i kommersialiseringen av migränbehandlingen genom avtal med två tyska privata specialistkliniker⁸. Dessa avtal markerade viktiga framsteg för att etablera proof of concept på en av Europas största marknader. De första patienterna har behandlats på en av klinikerna och uppstarten för den andra kliniken väntas snart. Enligt bolaget finns även en pipeline med fler potentiella kliniker som kommer att bearbetas succesivt, vilken kan leda till fler installationer och återkommande behandlingar.

Tyskland är den största marknaden i Europa för migränläkemedel där omkring 12,5 miljoner tyskar uppskattas lida av migrän, varav 1,5-1,8 miljoner med kronisk migrän³. 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 behandlas av specialtläkare och andelen privat sjukvård ökar, vilket stärker Chordates position på marknaden. På sikt kommer tillstånd till individuell försäkringsersättning att bli en oerhört viktig faktor för att förbättra tillgången till Ozilia. Försäkringsbranschen i Tyskland är fragmenterad och processen tar tid, men dialoger pågår och vår tro är att framgång hos enstaka försäkringsbolag kan bana vägen för andra.

Händelseförlopp

2022-08-25	- Ingår avtal med MTIGER GmbH angående marknadsintroduktion i Tyskland
2023-11-27	- Ingår avtal med specialistklinik i Hamburg gällande omedelbar installation av utrustning
2024-01-10	- De första patienterna behandlas med Ozilia
2024-01-30	- Ingår avtal med specialistklinik i München

Geografisk expansion väntar

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

Marknadsföringsgodkännande

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

Vetenskapliga bevis

Slutförda studier inom migrän

Chordate har tidigare utfört en studie vid namn PM007 med syftet att påvisa effekten av behandlingen med Ozilia mot kronisk migrän. Resultaten från studien var signifikanta där patientgruppen som erhöll aktiv behandling såg en genomsnittlig minskning av migrändagar med cirka 3,5 dagar per månad. Effekten kvarstod under en fyra veckors uppföljningsperiod. Reduceringen av månatliga huvudvärks- och migrändagar påvisade att Ozilia 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.	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.

Pågående studier inom migrän

PM009 utvärderar effektiviteten av Ozilia hos de cirka 30-40 procent av patienter som inte svarar på CGRP-hämmare. CGRP-hämmare är en ny och kostsam typ av läkemedel som används för att behandla och förebygga migrän. Läkemedlet förskrivs vanligtvis till patienter som inte svarar på traditionella migränbehandlingar. Studien kommer påvisa om Ozilia 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.

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 patienter själva vill genomföra behandlingen med Ozilia, vilket kan vara avgörande för att skraddarsy behandlingsprotokoll och för att förstå hur produkten kommer att användas i en verklig klinisk miljö.

Hittills har cirka 25,0 procent av patientpopulationen rekryterats till studien. I samband med detta genomfördes en uppföljning av insamlade data, där resultaten för det primära effektmålet "minskning av dagar med måttlig eller svår huvudvärk" visade lovande tendenser. Även det sekundära effektmålet "förändring från baslinjen i proportion av migrändagar" gav positiva resultat. Slutsatserna stöddes ytterligare av känslighetsanalysen.

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 3-4 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.

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 behandling med Ozilia minskade hennes migrändagar drastiskt till endast 8 dagar per månad och förbättringen höll i sig i fyra månader.

Författarna (forskare från Universitetsmedicinskt centrum i Rostock) förklarade att kvinnan hade andra medicinska problem som gjorde att hon inte kunde ta vanlig migränmedicin. Trots detta hade hon inga biverkningar av Ozilia. Fallstudien visade att Ozilia kan vara ett effektivt och långvarigt alternativ till patienter som inte kan eller vill ta vanlig medicin.

Ytterligare en fallstudie med Ozilia presenterades i den ansedda tidskriften Cephalalgia Reports. Fallbeskrivningen redogjorde för en 60-årig italiensk man vars migrändagar minskade från 18 till 7 dagar per månad med signifikant minskning av smärtnivå per migränepisod efter behandling med Ozilia. Detta var ytterligare en indikation på att Ozilia kan vara ett effektivt och långvarigt alternativ till migränpatienter när andra behandlingar är ineffektiva eller inte kan tas.

Övrig forskning

Forskning har även utförts för att undersöka Ozilias 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 påverkar variationen av hjärtrytm (HRV) hos 12 friska personer. HRV utmättes före, under och efter behandlingen samt 3,5 timmar senare.

Resultaten visade en märkbar sänkning av HRV hos samtliga deltagare. Förändringen skedde omedelbart och övergick sedan till det normala efter behandlingen. Hjärtfrekvensen förblev i stort sett oförändrad under hela studien. Resultatet indikerade att Ozilia-behandlingen har en inverkan på det centrala nervsystemet, vilket skulle kunna förklara dess effektivitet mot migrän.

Slutförda studier inom rinit

Behandlingen med Ozilia 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.

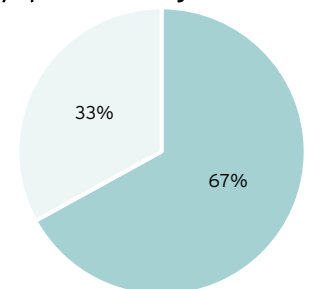
Nuläge och framtid

Sammanfattningsvis bedömer vi att den kliniska evidensen för Ozilia är väl underbyggd inom rinit och tillräcklig för att uppnå mätbar marknadspenetration på fokusmarknader utan att ytterligare studier behövs. För kronisk migrän finns lovande resultat, men vi antar att ytterligare bevis om behandlingsmetodens effekter är nödvändiga för att snabbare vinna förtroende från Key Opinion Leaders, kliniker och patienter.

Vår bedömning är att PM009 utgör högst framtida potential bland pågående studier, eftersom varje nivå av positivt resultat kan skapa tillgång till patientgrupper som inte svarar på traditionella migränbehandlingar. Denna patientgrupp är däremot svår att nå och visa effekt för, men Ozilias tidigare resultat på komplexa fall ökar chanserna att effekten kan bekräftas.

Studien PM010 kan dessutom ge värdefull information om patientpreferenser i klinisk miljö, vilket stärker Ozilias marknadsföringsstrategi. Utöver pågående studier finns även möjlighet för forskningsresultat där bolaget inte varit delaktig, vilket kan stärka Ozilias marknadsposition ytterligare.

Patienter som upplevde symptomförbättring efter K.O.S⁹




■ Förbättring □ Ingen förbättring

*Enligt NOSE- och SNOT-22-tester

Bred patentportfölj

Chordate har en omfattande patentportfölj som består av 79 godkända patent fördelade över nio olika patentfamiljer, vilka tillsammans omfattar hela 32 länder.

Patenten är utformade för att skydda de innovationer som utgör grunden för behandlingen med Ozilia 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 till 2028 och 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. Därutöver är Ozilia registrerat som EU-varumärke i klasserna 09 och 10.



79 godkända
patent

Nio olika
patentfamiljer

Omfattar 32
länder

Nuläge och framtid

Sammanfattningsvis bedömer vi att Chordates nuvarande patentportfölj är strategisk attraktiv. Den breda täckningen ökar en potentiell köparens möjligheter till marknadsexklusivitet och minskar risken för efterliknande teknologier från konkurrenter. Enligt Weilandt planerar bolaget för närvarande inte att lämna in fler patentansökningar, vilket antyder att bolaget är nöjda med portföljens omfattning och skyddsnivå. Detta är av stor vikt då 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 gör det dessutom möjligt för bolaget att fokusera på att fortsätta bygga klinisk evidens och bevisa konceptet på utvalda marknader, vilket ytterligare stärker bolagets position inför en potentiell exit.

Finansiell ställning

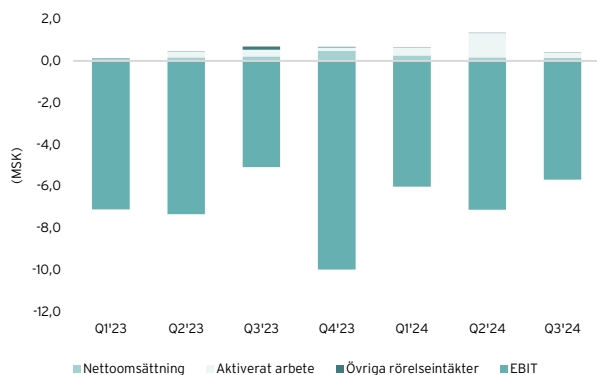
Periodens kassaflöde uppgick till -7,1 MSEK (-5,4), vilket innebär att kassan minskade till 4,5 MSEK vid utgången av kvartalet. Fritt kassaflöde uppgick till -7,1 MSEK (-5,4) och justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX) uppgick till -5,4 MSEK (-4,7).

Vid kvartalets utgång hade Chordate totala tillgångar om 18,3 MSEK, varav 81,8 procent av dessa var finansierade med eget kapital. Bolaget hade fortsatt inga räntebärande skulder, vilket resulterade i en nettokassa om 4,5 MSEK.

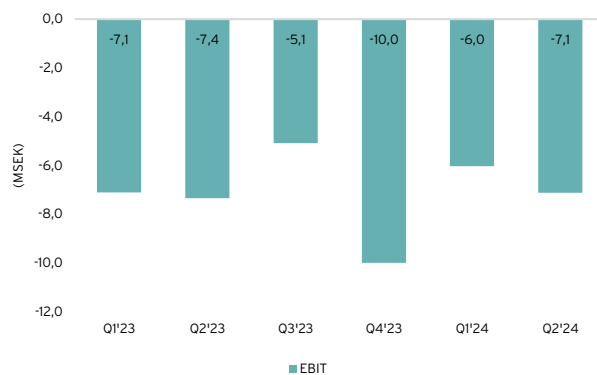
Immateriella tillgångar	Soliditet	Varulager
32,9 % (8,8 MSEK)	77,5 % (20,7 MSEK)	7,0 % (1,9 MSEK)
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
43,2 % (11,5) MSEK	0,0 % (0,0 MSEK)	11,5 MSEK

Chordate befinner sig i en pressad finansiell situation och behöver externt kapital för att kunna fortsätta etablera viktiga resultat samt säkerställa uthållighet i kommande försäljningsdialoger. För att initialt säkra rörelsekapital är det avgörande att den pågående TO8 lyckas. Därefter förväntas ytterligare en sista finansieringsrunda för att ges möjlighet att genomföra planerade aktiviteter och gå i mål med exitprocessen.

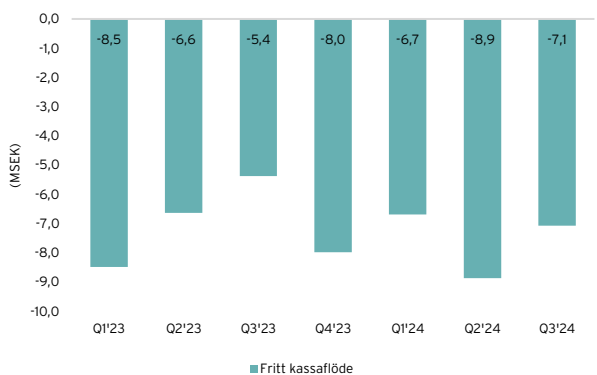
Nettoomsättningen minskade...



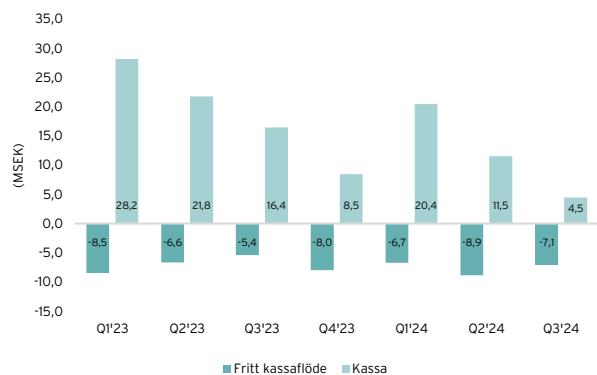
...vilket bidrog till en försämrad EBIT



Fritt kassaflöde



Kapitalinjektion krävs för att slutföra en exit



Inlösen av TO8

Chordate har utomstående teckningsoptioner av serie TO8 som emitterades i samband med den senaste företrädesemissionen (som annonserades 2023-12-22). Totalt överlämnades 127 835 679 teckningsoptioner med rätten att teckna nya aktier under perioden 4-18 november 2024. Bolaget har fått bekräftelse från fyra av sina tio största ägare (Sifonen, Hawoc, familjen Brandberg och Tommy Hedberg) samt ledningsgruppen att de kommer nyttja sina optioner fullt ut⁹. Tillsammans kontrollerar dessa aktörer cirka 40,0 procent av bolagets aktier och med deras stöd kommer cirka 42,0 procent av teckningsoptionerna av serie TO8 att lösas in.

Nedan är viktig information inför inlösen av TO8:

Datum

- Teckning av aktier med stöd av teckningsoptioner serie TO 8 kan ske under perioden från och med den 4 november 2024 till och med den 18 november 2024

Teckningskursen

- Teckningskursen är 23,99 SEK per aktie

Antal aktier per teckningsoption

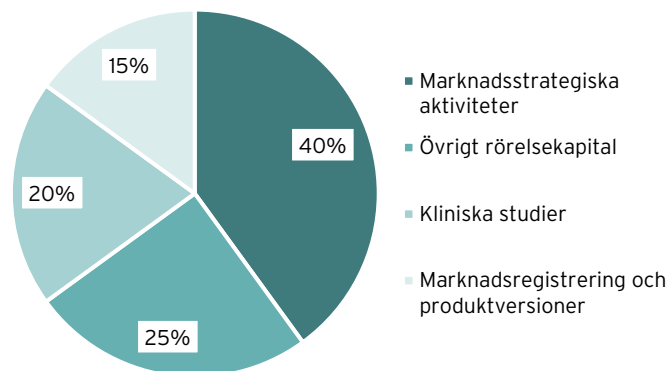
- En (1) teckningsoption berättigar till teckning av 0,002 aktier, vilket betyder att det krävs 500 teckningsoptioner för att teckna en (1) aktie

Kapitaltillskott

- Bolaget kan tillföras högst cirka 6,1 MSEK före emissionskostnader

Nettolikviden som bolaget kan tillföras avses disponeras till följande ändamål (enligt prospektet i samband med företrädesemissionen):

- 40 procent allokeras till marknadsstrategiska aktiviteter - deltagande i fackmässor. Anlita konsulter som bearbetar marknader avseende potentiella kunder och möjlighet att inkluderas i ersättningsystem. Samarbete med och utbildning av distributörer. Bearbeta nya distributörer
- 25 procent allokeras till övrigt rörelsekapital - exempelvis lageruppbyggnad, finansiella marknadsaktiviteter, kontorshyra, administration och investeringar
- 20 procent allokeras till stödjande kliniska studier
- 15 procent allokeras till marknadsregistrering och produktversioner - exempelvis arbete med FDA, Kinas regulatoriska myndighet och den regulatoriska myndigheten i KSA ska rätteligen vara Saudiarabien



Värdering

För att värdera ett bolag gör vi vanligtvis prognoser för framtida resultaträkning och tillämpar en passande multipel på den estimerade framtida vinsten. Eftersom Chordate fokuserar på att sälja bolaget snarare än att generera kontinuerliga vinster, kräver det en annan analysmetod. Med detta i åtanke har vi värderat Ozilia-teknologins potentiella värde genom att utvärdera faktorer som marknadspotential och patentskydd för att uppskatta vad en eventuell köpare kan tänkas betala. Värderingen bygger på två delar: scenario och peervärdering.

Vår tro är att en tänkbar köpare av Chordate skulle vara en global aktör inom medicinteknik eller läkemedelsindustrin, alternativt ett företag som vill utöka sin produktportfölj. Köparen antas redan ha en dedikerad försäljningsstyrka samt distributionsnät för att driva försäljningen och kommer därför sannolikt att fokusera på Ozilias försäljningspotential.

För att illustrera teknologins värde använder vi ett hypotetiskt scenario baserat på antaganden, vilka stöds så långt det går av marknadsdata och fakta kring prevalens och marknadsstorlek. Vissa av antagandena är dock spekulativa, och vi vill poängtera att värderingen är förenad med betydande osäkerhet.

Potentiellt uppköpspris

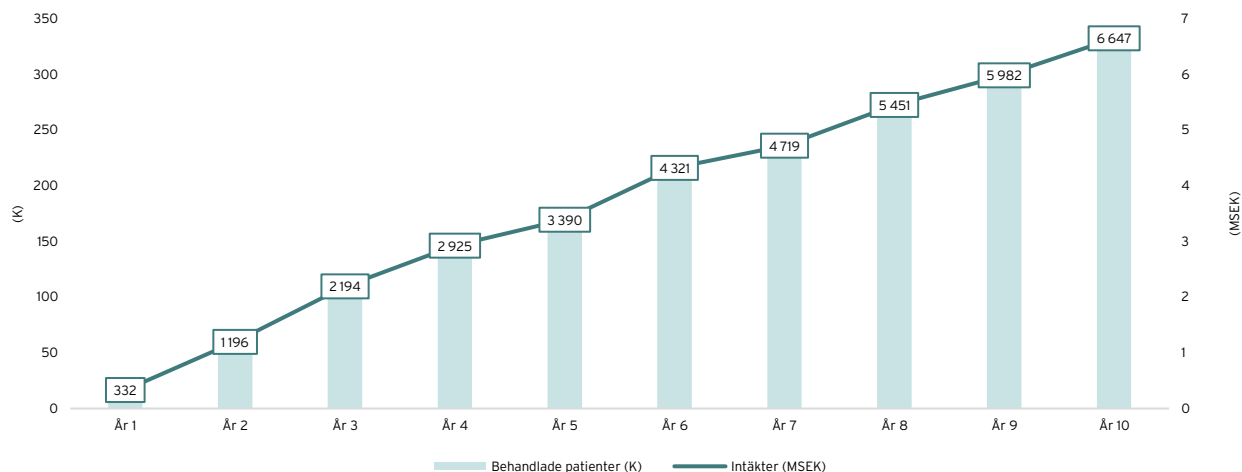
För att uppskatta potentiellt värde för Chordate utgår vi från den marknadspotential som Ozilia har inom behandling av kronisk migrän på de sju största marknaderna (7MM). I dessa länder bor cirka 782 miljoner människor och prevalensen av kronisk migrän ligger mellan 1,4-2,2 %. Eftersom sjukdomen ofta är underdiagnostiserad, särskilt i utvecklingsländer, antar vi i den här analysen en prevalens på 2,0 %, vilket innebär att ungefär 15,6 miljoner individer i 7MM kan lida av kronisk migrän.

Vi ser det som sannolikt att Ozilia kan vinna marknadsandelar från Botox, som idag används för att behandla kronisk migrän med en uppskattad marknadsandel på mellan 7,0-10,0 %. Här har vi valt en medelvärdesandel på 8,5 % och vi antar att Ozilia över tid kan konvertera 25 % av befintliga Botox-användare. Detta skulle innebära ett årligt patientantal om cirka 332 350 för Ozilia. Med tanke på att Chordates patentskydd sträcker sig till 2033 har vi valt en 10-års tidsram för prognosen. År 1 i analysen representerar det första året efter ett potentiellt uppköp och vi räknar med att den årliga behandlingsvolymen successivt når 332 350 patienter inom Ozilia-behandlingen år 10.

Vi har även antagit en årlig intäkt per patient om 20 000 SEK, vilket ligger över den nuvarande uppskattade behandlingstkostnaden på cirka 10 700 SEK per år. Detta högre belopp motiveras av att en potentiell köpare av Chordate sannolikt är en vertikalt integrerad aktör som säljer direkt till slutkund, vilket möjliggör att ta ut högre priser. Vi räknar också med att denna typ av aktör skulle kunna sälja behandlingen till relativt höga marginaler, i linje med andra medicinteknikföretag. Vi har därför antagit en FCF-marginal på 20 procent, vilket speglar en god lönsamhet inom sektorn.

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 %

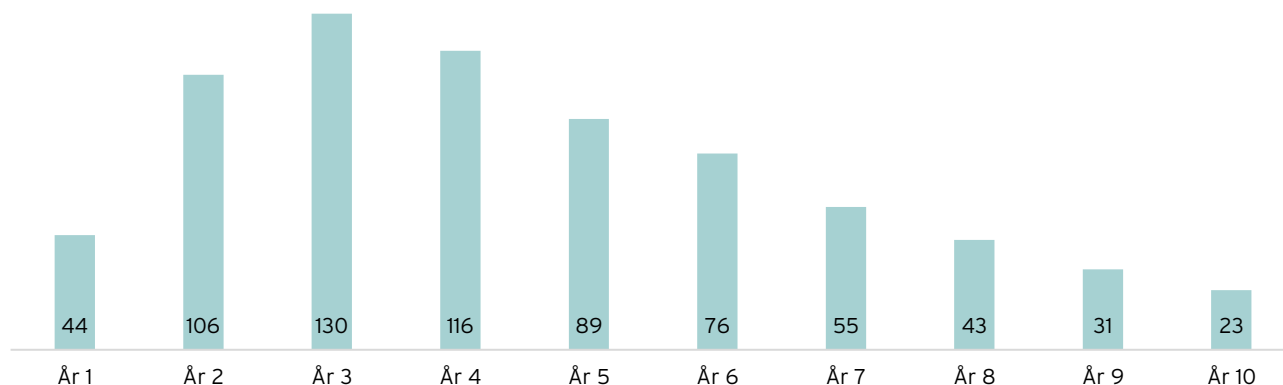


Med de tidigare antagandena kan vi nu diskontera bolagets framtida fria kassaflöden. Detta ger oss en bild av vad en potentiell köpare kan vara villig att betala för bolaget baserat på den förväntade ekonomiska utvecklingen och marknadspotentialen för Ozilia.

För att diskontera kassaflödena behöver vi bestämma en lämplig diskonteringsränta, och denna kan variera beroende på bedömare. Enligt Aswath Damodaran, en av världens mest framstående experter på företagsvärdering, ligger en rimlig diskonteringsränta för bolag i tidiga faser som Chordate mellan 40-60 %. Detta beror på den höga risken för köparen vid denna typ av transaktioner, vilket leder till att avkastningskraven generellt är mycket höga. För vår beräkning har vi valt en diskonteringsränta på 50 %, vilket ligger i mitten av detta spann. Vi motiverar detta val med Chordates unika marknadsposition, särskilt inom sjukhussektorn och den breda patentportföljen. Slutligen har vi antagit en evig tillväxt på 2 %.

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	1196	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

Nuvärde av framtida FCF (MSEK)



Med alla antaganden på plats har vi nu diskonterat de framtida kassaflödena och beräknat deras nuvärde. Eftersom diskonteringsräntan är hög, minskar värdet av kassaflödena längre fram i tiden, vilket framgår av grafen ovan. Sammanlagt ger de nuvärdesberäknade kassaflödena ett värde om 760,3 MSEK, vilket kan ses som ett potentiellt pris som en köpare av Chordate och Ozilia skulle kunna vara villig att betala. Detta kan verka högt med tanke på att bolagets nuvarande börsvärde är betydligt lägre. Vi vill dock poängtera att denna värdering är illustrativ och baserad på flera antaganden som kan påverka resultatet avsevärt om några av dem ändras.

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	775,7
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>532,2</i>	<i>543,0</i>

Onoterade peers

För att stärka vår kassaflödesanalys har vi genomfört en noggrann undersökning av peers både i den noterade och onoterade miljön. Syftet har varit att få en övergripande förståelse för värderingarna inom sektorn, särskilt i området för neurostimulation och liknande behandlingar och förebyggande åtgärder för migrän. Denna undersökning inkluderar en detaljerad granskning av kapitalanskaffningar samt aktuella marknadsvärderingar för relevanta företag. Resultatet av denna jämförelse presenteras i tabellen nedan.

Bolagsnamn	Produkt	Typ/behandlingsmetod	FDA (JA/NEJ)	Kliniskt bevisad	Senaste kapitalanskaffning (MSEK)	Total kapitalanskaffning (MSEK)	Värdering lägre intervall (MSEK)	Värdering högre intervall (MSEK)
Theranica	Nervio	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

De analyserade bolagen erbjuder icke-invasiva behandlingsmetoder för migrän. För varje bolag har vi samlat in data om senaste kapitalanskaffningar, totala kapitalanskaffningar samt aktuella marknadsvärderingar inom ett lägre och högre intervall. Dessa uppskattade värderingar baseras på data från tjänster som Pitchbook⁹ och Dealroom¹⁰, som används för att värdera onoterade företag, och reflekterar bolagens historiska kapitalanskaffningar. Dessa uppgifter ger en inblick i hur marknaden värderar dessa bolag, vilket är viktigt för att sätta Chordates position i ett jämförelseperspektiv.

Vid närmare granskning finner vi att medianvärderingen för de onoterade jämförelsebolagen ligger mellan 60,0 och 90,0 MUSD, med ett genomsnittligt värderingsintervall på mellan 68,6 och 103,0 MUSD. Omräknat till SEK (USD/SEK 10,5) motsvarar detta ett intervall mellan 720,3 och 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 även undersökt börsnoterade peers för att jämföra Chordates värdering med andra bolag i samma sektor. Genom att analysera dessa företag får vi en bättre uppfattning om hur marknaden värderar liknande verksamheter och hur Chordates nuvarande värdering förhåller sig till dessa aktörer. Det är dock viktigt att påpeka att denna peergrupp inte är perfekt, eftersom bolagen skiljer sig åt på flera sätt. Många av de börsnoterade bolagen har dessutom ytterligare affärsområden, vilket i teorin skulle kunna motivera högre börsvärden än vad som gäller för Chordate.

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 migrän. Denna produkt, som är en del av ett bredare produkterbudande, 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 klusterhuvudvärk.

Nexstim

Verksamhet

Nexstim är verksamt 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.



Snitt- och medianvärderingen för Chordates noterade peers uppgår till 403,9 respektive 422,7 MSEK¹¹. 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	394,0	353,0	-41,3	41,3	-72,6	-78,7	37,5
ElectroCore Inc*	861,0	745,5	-108,2	149,1	-103,2	-104,4	223,7
Nexstim**	413,7	484,6	74,3	35,8	-2,5	-24,0	93,6
Chordate Medical	21,9	17,4	-4,5	4,5	-27,2	-30,6	1,1
Median	403,9	418,8	-22,9	38,6	-49,9	-54,7	65,6
Snitt	422,7	400,2	-19,9	57,7	-51,4	-59,4	89,0

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

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

Efter en omfattande analys av både noterade och onoterade peers till Chordate Medical kan vi konstatera att de flesta av dessa bolag för närvarande är högre värderade än Chordate, både när det gäller snitt- och medianvärderingar. De onoterade bolagen har generellt högre värderingar än de noterade. Detta kan förklaras av att värderingarna i den onoterade miljön tenderar att vara mer stabila och baseras på kapitalanskaffningar som inte justeras lika snabbt som marknaden för noterade bolag.

När vi analyserar Chordate i detta sammanhang framstår bolaget fortfarande som lågt värderat i jämförelse med samtliga bolag i peergruppen. Detta är anmärkningsvärt, särskilt med tanke på den starka vetenskapliga grunden för Chordates teknologi, det omfattande patentskyddet och de framsteg som har gjorts för att validera proof of concept på flera marknader. Det finns ingen uppenbar förklaring till denna värderingsdiskrepans, och våra observationer tyder på att Chordate kan vara undervärderat relativt sina peers.

De högre värderingarna inom både den noterade och onoterade gruppen tyder på att marknaden ser en stor potential inom migränbehandling. Investerare verkar vara villiga att satsa på bolag i tidiga faser, drivet av förhoppningar om hög framtida avkastning. Denna insikt stärker vår uppfattning om att migränmarknaden är mycket attraktiv och att bolag som Chordate, som är verksamma inom detta område, kan ha stor uppsida vid en potentiell försäljning.

Källor

1. <https://www.mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-anlitar-schweizisk-radgivare-for-att-inleda-exitprocessen>
2. <https://www.mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-far-marknadstillstand-for-migranindikationen-i-saudiarabien>
<https://www.mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-far-forsta-order-pa-ozilia-migranbehandling-fran-saudiarabien>
3. <https://www.mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-redovisar-slutsatser-fran-den-forsta-datamonitoreringen-av-den-pagaende-oppna-langtidsstudien-om-kronisk-migran-pm010>
4. <https://www.mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-inleder-marknadsintroduktion-av-migranindikationen-i-saudiarabien>
5. <https://www.fairfieldmarketresearch.com/report/ksa-medical-devices-market>
<https://www.fitchsolutions.com/bmi/medical-devices/saudi-arabia-will-continue-adopting-innovative-medical-devices-amid-stronger-multinational-presence-31-05-2024>
6. <https://www.mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-i-nytt-partneravtal-med-neurolite-schweiz-justerar-listan-over-fokusmarknader>
7. <https://www.mfn.se/a/chordate-medical-holding/chordate-medical-far-forsta-order-fran-schweiz-till-varde-av-ca-370-ksek>
8. <https://mfn.se/a/chordate-medical-holding/migranmarknaden-i-tyskland-och-potentialen-for-chordate-medical>
9. <https://pitchbook.com/>
10. <https://dealroom.co/>
11. <https://borsdata.se/>

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