

2024-02-13

VibroSense redovisade en nettoomsättning om 0,46 MSEK (0,57) i kvartalet, vilket var en minskning med 18,0 procent y-o-y. EBIT uppgick till -1,02 MSEK (-1,89), vilket innebar en minskad förlust i jämförelse med samma kvartal föregående år. Det fria kassaflödet uppgick till -1,16 MSEK (-1,98) och kassan vid kvartalets utgång uppgick till 10,3 MSEK.

### Ökat kommersiellt fokus för VibroSense

I september tillträdde Tarik Cengiz som vd för VibroSense. Han har lång erfarenhet inom medicinteknisk försäljning och kommer senast från rollen som Global Sales Director på Arcoma. Under Cengiz ledning kommer bolaget att stärka sitt kommersiella fokus och satsa på partnerskap med OEM och distributörer, anpassat efter varje marknad. VibroSense kommer under 2024-2025 fokusera på affärsmodell, lönsamhet och marknadsförberedelser i Kina.

### Två strategiska partnerskap och godkännande i Kina närmar sig

VibroSense har nyligen tecknat två distributionsavtal i linje med strategin att gå från direktförsäljning till partnerskap. LifeMed täcker den finska marknaden, medan QST Technologies fokuserar på Singapore och Hongkong, där de redan fått en första order från Duchess of Kent Children's Hospital. Enligt VD Tarik Cengiz kan distributionsförsäljningen ta tid att etablera. Den stora försäljningstriggern är marknadsgodkännandet i Kina i april, varefter försäljningen startar. Bolaget har redan en order om 3,8 MEUR från UMCARE.

### Välfylld kassa och ny strategi

VibroSense genomförde nyligen en nyemission och tillfördes cirka 10,0 MSEK efter emissionskostnader. Nettolikviden ska användas till att bland annat öka satsningarna på försäljning och marknadsföring av VibroSense Meter® II på befintliga marknader. Utöver detta planerar bolaget att öka antalet aktiviteter för att nå ut till nya länder och marknader, vilket ska accelerera försäljningen. VibroSense har redan påbörjat en utvärdering av ytterligare två till tre nya marknader för lansering av VibroSense Meter® II. Bolaget kommer fortsätta att fokusera på utländska samarbetspartners för att marknadsföra produkten VibroSense Meter® II internationellt.

### Outlook

VibroSense har en god finansiell ställning för att kunna exekvera på sin strategi för att öka försäljningen framgent. I vårt huvudscenario räknar vi med att försäljning inleds i Kina under H2'25, alltså i inledningen av VibroSense brutna räkenskapsår 2025/26. Uppfylls våra estimat ser vi en betydande uppsida om 75,8 procent på 2026/27E efter det att vi tagit hänsyn till utnyttjande av utestående teckningsoptioner.

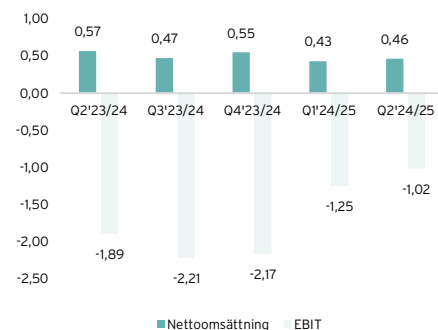
(MSEK)	22/23	23/24	24/25E	25/26E	26/27E
<b>Nettoomsättning</b>	1,8	2,1	2,1	15,2	21,4
Tillväxt y-o-y	21,0%	17,5%	-0,5%	615,6%	40,9%
P/S	9,6	8,2	8,2	1,2	0,8
<b>Summa intäkter</b>	2,1	2,5	2,8	15,2	21,4
<b>Summa kostnader</b>	-9,6	-10,4	-9,4	-16,0	-18,6
Tillväxt y-o-y	0,5%	8,6%	-9,1%	54,1%	16,7%
<b>EBIT</b>	-7,4	-7,9	-6,6	-0,8	2,7
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	12,8%
Tillväxt y-o-y	neg.	neg.	neg.	neg.	-
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	2,6

För fullständiga estimat, se sidan 10

### Fakta

VD	Tarik Cengiz
Lista	Spotlight
Ticker	VSDB
Aktiekurs (SEK)	0,67
Antal aktier (Miljoner)	26,1
Börsvärde (MSEK)	17,5
Nettoskuld (MSEK)	-10,3
Enterprise value (MSEK)	7,2
Insiderägande	18,7%
Nästa rapport	2025-05-09

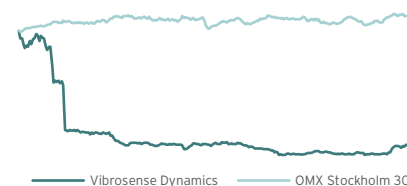
### Kvartalsutveckling



### Analytiker

Erik Lundberg  
[erik.lundberg@kalqyl.se](mailto:erik.lundberg@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
VibroSense	+69,2	+19,6	-90,2

## 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 runt 25,6 procent. Vidare är bolagets båda grundare aktiva i styrelsen. Dessutom har det inte genomförts en enda insynsförsäljning sedan 2018.



### 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 kommer att intensifiera vårt arbete med att identifiera och etablera samarbeten med både lokala och globala distributörer för att säkerställa att våra produkter finns tillgängliga där efterfrågan är som störst."*

– Tarik Cengiz, VD VibroSense

## Investeringscase

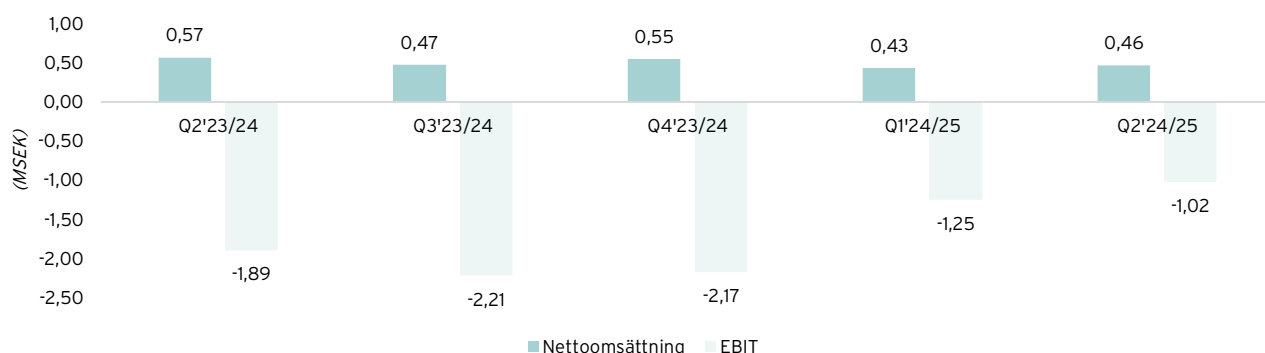
- Affärsmodellen möjliggör en hög marginalstruktur
- Starka konkurrensfördelar
- Stor marknad att penetrera
- Inte konjunkturkänsligt
- Står inför inflektionspunkt
- Erfaren ledning
- Tydligt värdeerbjudande
- Skin in the game
- Expansion öppnar för tillväxt

## Minskade intäkter, men god kostnadskontroll

Nettoomsättningen uppgick till 0,46 MSEK (0,57) i kvartalet, vilket var en minskning med 18,0 procent y-o-y. Intäkterna bestod av en kombination av intäkter från försäljning och uthyrning av instrument samt återkommande licensintäkter. Enligt vd Tarik Cengiz var minskningen en följd av bolagets strategiska omställning till att arbeta mer internationellt via samarbetspartners, snarare än genom direktförsäljning. I linje med den nya strategin har två distributionsavtal nyligen tecknats med LifeMed i Finland och QST Technologies i Hongkong och Singapore. Försäljningen är därmed fortsatt låg och fokus framgent kommer enligt Cengiz att ligga på försäljning, samarbeten med både lokala och globala distributörer samt marknadsexpansion.

EBIT uppgick till -1,02 MSEK (-1,89), vilket innebar en minskad förlust i jämförelse med samma kvartal föregående år. Förbättringen förklaras främst till följd av lägre kostnadsbas, men också en positiv effekt från en ökning av varulagret, aktivering av patentkostnader samt försäljning av en anläggningstillgång.

## Finansiell utveckling, kvartalsbasis



## Utfall vs estimat

Nettoomsättningen var lägre än våra estimat för Q2'24/25, med en avvikelse på cirka 0,17 MSEK. Bolagets strategiska omställning har påverkat nyförsäljningen negativt, vilket ledde till en minskning under kvartalet.

EBIT översteg våra estimat, främst till följd av ökade intäkter från varulagertillväxt, aktivering av patentkostnader samt försäljning av en anläggningstillgång. Dessa poster är svårbedömda och kommer även framöver att utgöra en osäkerhetsfaktor i våra estimat.

Positivt var att kostnadskontrollen var bättre än väntat, vilket bidrog till det starkare resultatet. Vi kommer endast att göra små justeringar i våra estimat framåt.

## Utfall vs estimat Q2'24/25

(MSEK)	Q2'23/24	Q3'23/24	Q4'23/24	Q1'24/25	Q2'24/25E	Q2'24/25A	Diff
<b>Nettoomsättning</b>	<b>0,57</b>	<b>0,47</b>	<b>0,55</b>	<b>0,43</b>	<b>0,63</b>	<b>0,46</b>	<b>-0,17</b>
% y-o-y	22,4%	-2,3%	11,2%	-21,1%	10,6%	-18,0%	-28,6pp
<b>Summa intäkter</b>	<b>0,54</b>	<b>0,47</b>	<b>0,97</b>	<b>0,51</b>	<b>0,63</b>	<b>1,07</b>	<b>+0,44</b>
Material	0,00	0,01	0,00	0,00	0,05	0,00	-0,05
Övriga externa kostnader	1,41	1,75	2,15	1,02	1,60	1,21	-0,39
Personalkostnader	0,97	0,87	0,93	0,69	0,97	0,89	-0,08
Avskrivningar	0,05	0,05	0,06	0,06	0,06	0,01	-0,05
<b>Summa kostnader</b>	<b>2,43</b>	<b>2,69</b>	<b>3,13</b>	<b>1,76</b>	<b>2,68</b>	<b>2,09</b>	<b>-0,59</b>
<b>EBIT</b>	<b>-1,89</b>	<b>-2,21</b>	<b>-2,17</b>	<b>-1,25</b>	<b>-2,05</b>	<b>-1,02</b>	<b>+1,03</b>

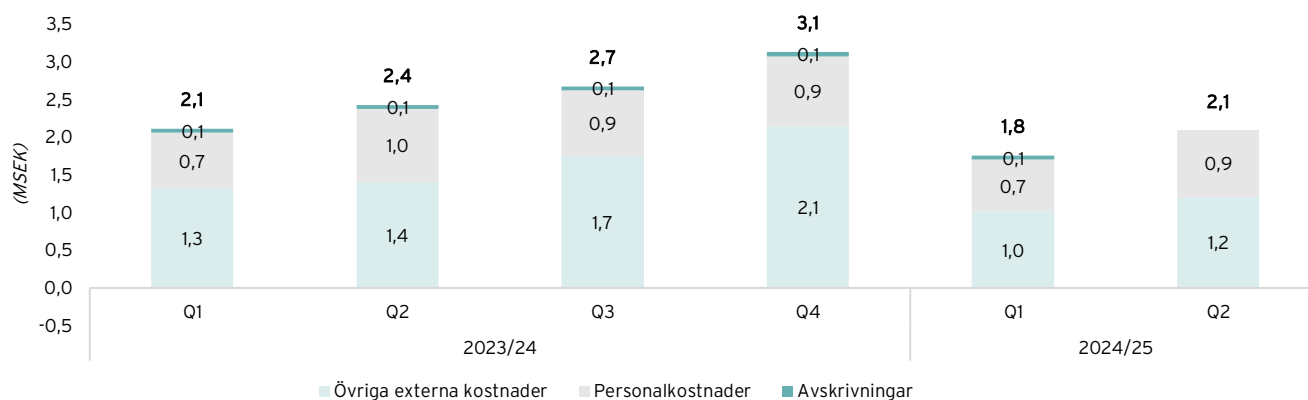
## God kostnadskontroll

VibroSense genomgår nu en strategisk omställning från direktförsäljning till att i högre grad arbeta internationellt via samarbetspartners. Direktförsäljning är ofta förknippad med höga operativa kostnader, och övergången till partnerskap är därför ett led i att implementera den kostnadskontroll som vd Tarik Cengiz tidigare kommunicerat.

Kostnadskontrollen var fortsatt god under kvartalet, där OPEX minskade för andra kvartalet i rad jämfört med samma period föregående år. Samtidigt har bolaget tidigare signalerat ett behov av att stärka organisationen, främst genom rekrytering inom försäljning, vilket kan innebära en viss ökning av kostnadsbasen framöver.

I rapportpresentationen i samband med Q1'24/25-rapporten uppgav Cengiz att bolaget planerar att anställa en produktspecialist med fokus på både direkt och indirekt försäljning<sup>1</sup>.

## Kostnadsutveckling, kvartalsbasis



## Minskad förlust och fortsatt stabil kassaposition

EBIT uppgick till -1,02 MSEK jämfört med -1,89 MSEK samma kvartal föregående år, vilket innebar en minskad förlust. Förbättringen förklaras delvis av en lägre kostnadsbas, men främst av positiva effekter från ökat varulager, aktivering av patentkostnader samt försäljning av en anläggningstillgång.

För att VibroSense ska nå ett positivt rörelseresultat framöver krävs att försäljningen tar fart. Ett marknadsgodkännande i Kina i april, med efterföljande försäljningsstart, i kombination med framgångsrik etablering av de nya distributionspartnerskapen, skulle potentiellt kunna ha stor positiv effekt.

Kassaflödet från den löpande verksamheten, efter förändringar i rörelsekapital, uppgick till -1,05 MSEK (-1,98) och det fria kassaflödet uppgick till -1,16 MSEK (-1,98). Likvida medel uppgick till 10,3 MSEK vid periodens slut, en ökning från 7,3 MSEK samma kvartal föregående år, hänförligt till den genomförda nyemissionen. Bolaget har inga räntebärande skulder, vilket innebär en nettokassa om 10,3 MSEK.

Styrelsen har tidigare bedömt att bolaget har tillräckliga likvida medel för att bedriva verksamheten under hela räkenskapsåret 2024/2025. Vår bedömning är att kassan bör räcka under hela räkenskapsåret 2024/2025 och troligen längre, förutsatt att bolaget fortsätter att hålla kostnadsbasen låg och att försäljningsstart i Kina kan inledas under H1 2025.

Kassa och bank	Räntebärande skulder	Soliditet
10,3 MSEK	0,0 MSEK	85,8 %
Kundfordringar	Varulager	Leverantörsskulder
0,1 MSEK	1,0 MSEK	0,9 MSEK

## Ny strategi med fokus på samarbetspartners

VibroSense har genomfört en strategisk omställning från direktförsäljning till en modell baserad på samarbetspartners. Som en del av denna strategi har bolaget nyligen tecknat distributionsavtal med LifeMed OY i Finland samt QST Technologies i Singapore och Hongkong.

Den 11 november meddelade VibroSense avtalet med LifeMed OY, som får rätt att marknadsföra och sälja VibroSense Meter II® inom samtliga applikationsområden. För att säkerställa en framgångsrik introduktion på den finska marknaden har LifeMeds team genomgått utbildning, och ett demosystem har levererats.

### LifeMed OY

LifeMed Oy är ett oberoende finskt företag, grundat 1986, som specialiserar sig på medicinsk bildbehandlingsutrustning samt annan sjukvårdsutrustning, mjukvara och tillbehör. Bolaget erbjuder också olika tjänster samt underhåll och service över hela Finland<sup>3</sup>.



LifeMed OY är bland annat distributör och samarbetspartner till Canon, United Imaging och Arcoma. Tarik Cengiz kom senast från rollen som Global Sales Director på Arcoma, där han även ingick i ledningsgruppen. Vid vd-bytet betonade VibroSense att man ville få in en ledare med fokus på distributörsnätverk och OEM-kunder. Vår bedömning är att Cengiz erfarenhet och kontaktnät bidragit till att bana väg för distributionsavtalet med LifeMed.

Efter kvartalets slut, den 9 januari, meddelade VibroSense att bolaget tecknat ett distributörsavtal med QST Technologies i Singapore och Hongkong. I likhet med avtalet med LifeMed OY i Finland ger avtalet QST rätt att marknadsföra och sälja VibroSense Meter II® inom samtliga applikationsområden. Avtalet är inte exklusivt, vilket innebär att VibroSense kan ingå ytterligare distributionsavtal på dessa marknader. Bolaget meddelade också att QST redan erhållit en första order för leverans till Duchess of Kent Children's Hospital at Sandy Bay i Hongkong.

### QST Technologies

Bolaget grundades 2005 och har kontor i Singapore, Malaysia och Hongkong. QST tillhandahåller produkter och specialiserade lösningar till sjukvården och kunderna utgörs av medicinska, tandvårds- och veterinärmottagningar.



QST Technologies är distributör och samarbetspartner till flera stora bolag, bland annat Canon och Philips, samt även Arcoma. Vi bedömer att Cengiz kontaktnät återigen varit avgörande för att möjliggöra detta avtal.

VibroSense har intensifierat arbetet med att identifiera marknader med stor potential för bolagets produkter inom sina fokusområden. I vår intervju i samband med rapporten uppgav Cengiz att fokus ligger på Europa, MENA och Asien, då Nord- och Sydamerika kräver andra godkännanden. För att stärka närvaron på dessa marknader arbetar bolaget aktivt med att etablera fler samarbeten med både lokala och globala distributörer.

Bolaget planerar även att utveckla partnerskap via OEM, där VibroSense Meter® II kan integreras i andra företags produktutbud och säljas under deras varumärke, i enlighet med en white label-strategi. Samtidigt ska prismodellen ses över för att göra erbjudandet mer attraktivt för slutkunder samt möjliggöra större flexibilitet gentemot distributörer.

Vi bedömer att omställningen mot en partnerfokuserad strategi är rätt väg för VibroSense, då det är ett kostnadseffektivt sätt att nå bredare marknader för ett mindre bolag. Både Finland och Singapore är intressanta marknader, där cirka 400 000 respektive 700 000 personer lever med diabetes. Vår förhoppning är att VibroSense kan teckna fler avtal framöver och därigenom bredda sin marknadsnärvaro ytterligare.

	Finland <sup>7</sup> (2021)	Singapore <sup>8</sup> (2021)	Hongkong <sup>9</sup> (2021)
Befolkning	4 061 100	4 767 900	59 214
Prevalens	9,7%	14,9%	7,8%
Antal personer med diabetes:	392 900	711 800	6 860

## Kina

Den 13 december lämnade VibroSenses kinesiska distributör UMCARE in en komplettering med svar till den kinesiska regulatoriska myndigheten NMPA<sup>10</sup>. VibroSense har ett exklusivt distributionsavtal med UMCARE som gäller i tre år från och med att regulatoriskt godkännande erhålls från NMPA. Om ansökan godkänns förväntas beslutet vara klart i april 2025. Vid godkännande planerar VibroSense att intensifiera samarbetet med UMCARE genom riktade marknadsföringskampanjer, produktlanseringar och regionala partnerskap för att stärka närvaron i Kina.

Processen hos NMPA har fördröjts, vilket enligt bolaget inte är ovanligt. Målsättningen är att godkännande erhålls i april, vilket skulle möjliggöra lansering av Diabetic Foot Screening i Kina. Detta utgör den största försäljningstriggern för VibroSense på kort sikt, då bolaget har en bindande order med UMCARE om 3,8 MEUR, som sträcker sig över tre år med fasta årliga minimumavrop från tidpunkten för godkännandet. De årliga avropen är lägre under år 1, för att därefter öka i volym varje år. Enligt bolaget är detta en minimiorder, och det finns potential för ytterligare uppföljningsordrar. I våra estimat utgår vi från att godkännande erhålls i april 2025 och att försäljning inleds under H2 2025.

## Tråkiga besked på svenska marknaden

I slutet av kvartalet meddelade VibroSense att Avonova beslutat att avsluta samarbetet med bolaget under 2025, och att avtalet löper ut den 1 september 2025. Enligt VibroSense bedöms uppsägningen endast ha en mindre påverkan på intäkterna under det kommande räkenskapsåret<sup>11</sup>.

Enligt vd Tarik Cengiz är företagshälsovårdsmarknaden i Sverige prispressad, vilket har lett till besparingar hos Avonova<sup>6</sup>. VibroSense har under lång tid haft Norden som prioriterad hemmamarknad och haft en målsättning att teckna avtal med ytterligare en större aktör inom företagshälsovård i samma storlek som Avonova Hälsa AB. Denna målsättning kvarstår, enligt Cengiz.

Även om avslutet med Avonova är ett bakslag, bedömer vi att det har begränsad finansiell påverkan. Det viktiga för försäljningstillväxt framåt är enligt oss ett regulatoriskt godkännande i Kina, samt att VibroSense fortsätter bygga ut sitt distributionsnätverk.

## Nya patent

I slutet av april erhöll VibroSense patentgodkännande i Kina<sup>12</sup>, och i januari 2025 meddelade bolaget att de även beviljats ett Europapatent (Unitary Patent)<sup>13</sup>. Patenten i Kina och EU beskriver en metod för att trådlöst mäta hudtemperaturen före och under en undersökning, vilket bidrar till att säkerställa mätkvaliteten.

Ett Unitary Patent i EU ger patentskydd i 17 medlemsländer: Belgien, Bulgarien, Danmark, Estland, Finland, Frankrike, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Nederländerna, Portugal, Rumänien, Slovenien, Sverige, Tyskland och Österrike. Utöver dessa har patentet även godkänts i Storbritannien och Spanien. En ansökan är dessutom aktiv i USA.

Patentgodkännandena är en del av VibroSenses långsiktiga strategi för att skydda sina immateriella rättigheter. Patentskyddet väntas stärkas ytterligare genom flera pågående ansökningar i olika länder världen över. VibroSenses strategi för att skydda produkten och mjukvaran i VibroSense Meter® II bygger på tre huvuddelar:

1. Patentskydd för olika tekniska lösningar
2. Designskydd för mekanisk utformning
3. Intern kryptering av mjukvaran med olika mätalgoritmer

VibroSense har också ensamrätt på omfattande kliniska data, som ligger till grund för utvecklade mätalgoritmer.

Sammantaget bedömer VibroSense att de har ett omfattande patentskydd för produkten VibroSense Meter® II och dess mjukvara. Bolaget anser sig ha ett betydande försprång inom området "Tillförlitlig och tidig upptäckt av perifer neuropati", vilket, i kombination med det starka IP-skyddet, ska bidra till att uppnå målet att VibroSense Meter® II etableras som ny Gold Standard för mätning och kvantifiering av perifer neuropati.

### Byggnads - 3 av 4 byggnadsarbetare uppger symtom på vibrationsskador

Den 15 oktober 2024 publicerade fackförbundet Byggnads rapporten "Dåliga vibbar", som belyser förekomsten av vibrationsskador (HAVS) bland medlemmarna<sup>15</sup>. Enligt rapporten är vibrationsskador Sveriges vanligaste arbetssjukdom, och byggbranschen är särskilt utsatt.

I undersökningen tillfrågades 4 500 medlemmar om användning av vibrerande verktyg, kunskap om risker och egna symtom. 73,0 procent uppgav att de hade symtom som kan kopplas till vibrationsarbete. De vanligaste symtomen var domningar och stickningar i händerna, vilket är tidiga tecken på nervskador.

Trots att arbetsgivare är skyldiga att erbjuda medicinska kontroller, hade endast 23,0 procent av de tillfrågade fått en sådan. Av dessa hade 54,0 procent diagnostiserats med vibrationsskador eller tecken på vibrationsskador.

#### Byggnads - Undersökning om vibrationsskador (n= 4 500)

Använder vibrerande verktyg i arbetet	Symtom relaterat till vibrerande arbete	Erbjudits medicinsk kontroll
93,0%	73,0%	23,0%

Byggnads föreslog flera åtgärder för att minska vibrationsskador, varav regelbundna medicinska kontroller var en central del. VibroSense Meter® II är utvecklad för att specifikt upptäcka hand-arm vibrationssyndrom (HAVS) och lämpar sig väl för tidig diagnostik. Att Byggnads lyfter behovet av medicinska kontroller och tidig upptäckt kan på sikt stärka efterfrågan på VibroSenses lösning på den svenska marknaden.

Enligt SCB:s BAS var i genomsnitt 381 644 personer sysselsatta inom byggverksamhet under 2023<sup>14</sup>, och om en större andel av dessa börjar utnyttja sin rätt till medicinska kontroller, skulle behovet av tillförlitliga mätmetoder öka.

Det är positivt att problemet med HAVS och den höga skadeförekomsten uppmärksammas, men det är svårt att bedöma vilken konkret effekt detta kan få för VibroSense. Uppmärksamheten kan dock stärka bolagets position vid införsäljning av instrument till företagshälsovårdsaktörer, och därmed öka möjligheten till nya samarbeten, liknande det avtal bolaget tidigare hade med Avonova.



## Nuläge och outlook

VibroSense befinner sig tidigt i kommersialiseringsfasen med sin produkt VibroSense Meter® II. Diabetes är bolagets primära fokusområde, där tillväxtpotentialen bedöms vara hög både på kort och lång sikt. Inom detta segment är målsättningen att etablera försäljning i Tyskland, där reimbursement-koder kan bli en viktig faktor för marknadsgenomsåg. VibroSense har redan tagit steg in på den tyska marknaden, bland annat genom identifiering av reimbursement-koder samt försäljning av instrument till ledande aktörer, inklusive den välrenommerade diabeteskliniken HDZ NRW.

Onkologi är ett område med långsiktig potential, men utvecklingen av en screeningapplikation är ännu i planeringsstadiet. HAVS (Hand-Arm Vibrationssyndrom) är bolagets ursprungliga affärsområde, där tillväxtpotentialerna bedöms vara stabila över tid. Bland annat har fackförbundet Byggnads under hösten 2024 belyst den omfattande problematiken kring vibrationsskador, vilket kan bidra till ökat fokus på medicinska kontroller och efterfrågan på bolagets lösningar i Sverige. Samtidigt har Avonova valt att avsluta samarbetet från september 2025, men VibroSense bedömer att detta endast får en mindre intäktspåverkan och har fortsatt målsättning att teckna avtal med ytterligare aktörer inom företagshälsovården.

För att accelerera tillväxten har VibroSense genomfört en strategisk omställning från direktförsäljning till en partnerbaserad modell. Avtal har nyligen tecknats med LifeMed OY i Finland samt QST Technologies i Singapore och Hongkong, och bolaget har en bindande order från partnern UMCARE i Kina på cirka 3,8 MEUR. Samarbeten med återförsäljare, OEM-partners och distributörer är nu en central del av bolagets strategi, vilket bedöms vara ett kostnadseffektivt sätt för ett mindre bolag att nå bredare marknader. Bolaget ser fortsatt Norden, Kina och Tyskland som nyckelmarknader, medan Storbritannien framstår som en intressant tillväxtpotential, då VibroSense Meter® II redan är registrerad för försäljning där.

En viktig katalysator framåt är det regulatoriska godkännandet i Kina, där processen väntas vara klar i april 2025. Vid godkännande planeras försäljningsstart under H2 2025, vilket väntas vara den stora försäljningstriggern på kort sikt. UMCARE-ordern om 3,8 MEURO sträcker sig över tre år med fasta årliga minimumavrop, men bolaget bedömer att ytterligare uppföljningsorder kan tillkomma.

Bolaget har också stärkt sitt immaterialrättsliga skydd under året, med patentgodkännanden i både Kina och EU (Unitary Patent), vilka täcker 17 europeiska länder samt Storbritannien och Spanien. En ansökan är även aktiv i USA. Patenten skyddar en metod för att trådlöst mäta hudtemperatur före och under undersökning, vilket är en viktig del av bolagets strategi för att säkra långsiktigt skydd för produkten och mjukvaran i VibroSense Meter® II.

Referenskliniker och Key Opinion Leaders (KOL:s) är en annan nyckelkomponent i bolagets marknadsstrategi, där VibroSense arbetar aktivt med att knyta till sig tongivande aktörer på varje nyckelmarknad. Detta kombineras med närvaro på nationella och internationella kongresser för att stärka varumärkeskännetecken och positionera VibroSense Meter® II som en ny Gold Standard inom området tillförlitlig och tidig upptäckt av perifer neuropati.

Vår bedömning är att VibroSense har en produkt som efterfrågas på marknaden, tack vare flertalet fördelar jämfört med traditionella mätmetoder som monofilament och stämgafl. Bolaget har goda förutsättningar att genomföra sin strategi och leverera på sin tillväxtplan, men vi understryker att VibroSense fortfarande är tidigt i sin kommersialiseringsfas, särskilt inom diabetesområdet, vilket innebär en fortsatt relativt hög risk, men också en betydande uppsida om bolaget lyckas.



## Värdering

Våren 2024 genomförde VibroSense en nyemission, vilket resulterade i ett totalt antal aktier på 26 074 395. Vid fullt utnyttjande av teckningsoptionerna TO3B i maj 2025 beräknas antalet aktier öka till 34 765 858.

### Key stats

Antal aktier	26 074 395	Börsvärde (MSEK)	17,5
Aktiekurs (SEK)	0,67	Nettokassa (MSEK)	-10,3
		Enterprise value (MSEK)	7,2

### Rullande 12 månader

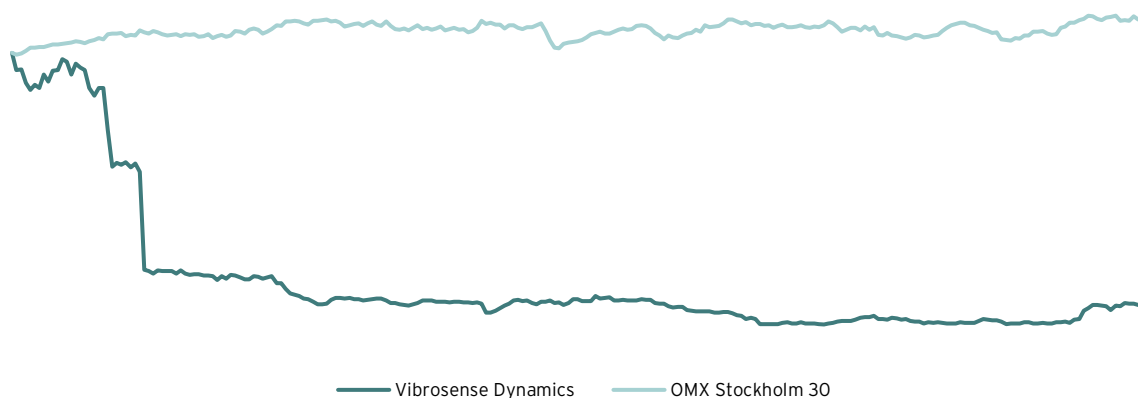
Nettoomsättning	1,9	P/S	9,2
EBIT	-6,6	EV/EBIT	neg.
Vinst	-6,5	P/E	neg.
FCF	-7,1	EV/FCF	neg.

### Historiskt snitt

	P/S	EV/EBIT	P/E	P/FCF
Snitt 3 år	46,7	neg.	neg.	neg.
Snitt 5 år	73,2	neg.	neg.	neg.
Snitt 7 år	120,4	neg.	neg.	neg.

Källa: Börldata

### Aktiekursutveckling, 12 månader



Kursutveckling %	1 mån	3 mån	YTD	1 år	3 år	5 år	Max
VibroSense	+69,2	+19,6	+67,5	-90,2	-96,1	-91,1	-85,0

## Estimat

Vi justerar våra estimat marginellt vad gäller nettoomsättning och rörelsekostnader, men ligger kvar nära tidigare estimat för 2026/27E. I våra prognoser räknar vi med att försäljningen i Kina inleds under andra halvåret 2025, efter ett förväntat regulatoriskt godkännande i april. Våra antaganden bygger på att detta godkännande erhålls och att leveranser sker till UMCARE inom ramen för den befintliga ramordern. Varje sålt instrument bekräftar inte bara marknadens efterfrågan på VibroSense Meter II®, utan genererar även årliga återkommande licensintäkter om cirka 20 000 SEK, med en bruttomarginal på 100 procent.

Ordern på 3,8 MEUR från UMCARE har ett stort signalvärde och understryker det kommersiella intresset för VibroSense Meter II® i Kina. Samtidigt har bolaget visat framsteg i Tyskland och Norden genom samarbeten med Key Opinion Leaders (KOL:s).

Ytterligare tillväxtpotentialer finns i de nyligen tecknade distributionsavtalen med LifeMed och QST Technologies, samt i möjligheten att sluta fler partnerskap framöver.

Trots dessa positiva steg återstår det för VibroSense att bevisa affärsmodellen och sin förmåga att nå lönsamhet. Vi bedömer risken som fortsatt relativt hög, men ser också betydande potential, givet bolagets unika produkt och stora marknadsmöjligheter. Om VibroSense levererar enligt våra estimat, bedömer vi att affärsmodellen är bevisad och att bolaget har goda förutsättningar för fortsatt tillväxt.

(MSEK)	22/23	23/24	24/25E	25/26E	26/27E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,1</b>	<b>15,2</b>	<b>21,4</b>
% y-o-y	21,0%	17,5%	-0,5%	615,6%	40,9%
P/S	9,6	8,2	8,2	1,2	0,8
Övriga intäkter	0,3	0,1	0,7	0,1	0,1
<b>Summa intäkter</b>	<b>2,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>15,2</b>	<b>21,4</b>
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-9,6</b>	<b>-10,4</b>	<b>-9,4</b>	<b>-16,0</b>	<b>-18,6</b>
% y-o-y	0,5%	8,6%	-9,1%	54,1%	16,7%
<b>EBIT</b>	<b>-7,4</b>	<b>-7,9</b>	<b>-6,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,7</b>
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	12,8%
% y-o-y	neg.	neg.	neg.	neg.	-
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	2,6

Vi väljer att värdera VibroSense på en multipel om 15x EBIT 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 50,0 procent på våra estimat. Vi väljer en högre säkerhetsmarginal, då bolaget fortfarande befinner sig i tidig kommersiell fas samt att estimaterna ligger långt fram i tiden.

	Värdering			
	Multipel	EBIT 26/27E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
<b>2026/27E</b>	15	2,7	41,0	1,18
<i>Säkerhetsmarginal (50%)</i>	15	1,4	20,5	0,59

I beräkningen av aktiekurs har vi räknat med fullt utnyttjande av TO3B (maj 2025), vilket i detta scenario innebär att det totala antalet aktier uppgår till 34 765 858. Detta får en stor effekt på framtida aktiekurs, då antalet aktier i så fall ökar med cirka 33,0 procent. Vi har inte tagit hänsyn till utspädning från optionsprogrammet riktat till styrelseledamöter, personal och externa nyckelpersoner i bolaget, då lösenkursen är 15,90 SEK.

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	1,76	75,8%	25,3%	0,88	-12,1%	-5,0%

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	35,5	1,02	52,4%	17,7	0,51	-23,8%
14	38,2	1,10	64,1%	19,1	0,55	-17,9%
<b>15</b>	<b>41,0</b>	<b>1,18</b>	<b>75,8%</b>	<b>20,5</b>	<b>0,59</b>	<b>-12,1%</b>
16	43,7	1,26	87,6%	21,8	0,63	-6,2%
17	46,4	1,34	99,3%	23,2	0,67	-0,4%
18	49,1	1,41	111,0%	24,6	0,71	5,5%

## Källor

1. Rapportpresentation Q1'24/25: [https://www.youtube.com/watch?v=9EUycAXbphw&ab\\_channel=Vibrosense](https://www.youtube.com/watch?v=9EUycAXbphw&ab_channel=Vibrosense)
2. <https://mf.n.se/cis/a/vibrosense-dynamics/vibrosense-lifemed-oy-ny-distributor-i-finland-3cb647a3>
3. <https://www.lifemed.fi/fi/etusivu/>
4. <https://mf.n.se/cis/a/vibrosense-dynamics/vibrosense-regulatoriskt-godkannande-i-kina-fordrojs-ytterligare-4-manader-21f0c5ac>
5. <https://allaaktier.se/arcoma/nyheter/tarik-cengiz-utses-till-ny-global-sales-director-och-jesper-lindroos-blir-ny-oo/1457>
6. VD-intervju Q2'24/25: <https://www.youtube.com/watch?v=RXOWWjXsONq>
7. <https://idf.org/europe/our-network/our-members/finland/>
8. <https://idf.org/our-network/regions-and-members/western-pacific/members/singapore/>
9. <https://idf.org/our-network/regions-and-members/western-pacific/members/hong-kong/>
10. <https://mf.n.se/cis/a/vibrosense-dynamics/vibrosense-regulatorisk-ansokan-i-kina-komplettering-inlamnad-96f2ffb6>
11. <https://mf.n.se/cis/a/vibrosense-dynamics/avonova-har-beslutat-att-avveckla-vibrosense-under-2025-53c16117>
12. <https://mf.n.se/cis/a/vibrosense-dynamics/vibrosense-erhaller-nytt-patent-i-kina-1845281d>
13. <https://mf.n.se/cis/a/vibrosense-dynamics/vibrosense-erhaller-nytt-patent-i-eu-3ad98ba6>
14. <https://byggforetagen.se/statistik/antal-ans/>
15. <https://www.byggnads.se/siteassets/broschyror/arbetsmiljoveckan-2024/daliga-vibbar---om-vibrationsskador-i-byggbranschen.pdf?ts=8dceec6ab65cee80>

## 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

---

Erik Lundberg äger inte aktier i det analyserade bolaget  
Analysen är en uppdragsanalys