



Uppdragsanalys, 2017-06-15

ANALYSGUIDEN

Brighter

Brighter



Nedräkning till lansering

Brighter har säkrat finansiering och tecknat flera avtal med lanseringspartners för Actiste®. Dessa framsteg sänker risken vilket tillsammans med ett ökande intresse för healthtechbolag påverkar vår bedömning positivt.

Actiste® är Brighters allt-i-ett abonnemangstjänst som avser att underlätta egenvården av dia-betes. Mobiloperatörer är de tilltänkta försäljningskanalerna och bolagets har avtal på plats för sina fokusmarknader, bland annat med Telia. Potentialen är större både i antal patienter och i tillväxt på de andra initiala fokusmarknaderna Indonesien och Thailand men signalvärdet på avtal och lansering i Sverige är stort. Produktionsavtal och logistiklösningar finns på plats med renommierade samarbetspartners. Actiste® har definitivt kommit närmare den planerade lanseringen under andra halvåret 2017. Genom investeringsåtagandet av L1 Capital på upp till 100 miljoner kronor exklusive teckningsoptioner har Brighter skapat sig ett finansiellt utrymme för att säkerställa att lanseringsarbetet kan fortskrida som planerat.

Det finns ytterligare pusselbitar som måste falla på plats innan det hela kan ta fart. CE-certifieringen är ett

nödvisst steg innan tjänsten kan nå marknaden. Det är också ett villkor för subvention vilket troligen är en förutsättning för en snabb uttrullning på den svenska marknaden.

Marknaden för Actiste® är betydande och vi bedömer att bolagets produkt fyller en lucka mellan de enkla och de mer komplexa lösningar som idag finns på marknaden. Lyckas bolaget etablera Actiste är uppsidan mycket stor och kan dessutom bana väg för andra applikationer inom Brighters Drug Delivery platform (DruDe™).

Efterfrågan på tjänster inom digital och mobil hälsa växer kraftigt, parallellt med att antalet diabetespatienter ökar. Det spår på intresset för healthtechbolag med diabeteslösningar och ger stöd åt värderingen. Vi bedömer att temperaturen i aktien bör stiga i takt med att lanseringen rycker närmare. Det motiverar en mer positiv syn. Innan vi har ett besked om CE-certifiering stannar vårt råd vid Öka. ■

NYCKELTAL

mnkr	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Nettoomsättning	0	0	0	1,2	40,1
Tillväxt, %		e.m.	e.m.	e.m.	3375
EBIT	-11,4	-14,6	-20,6	-36	-33
EV/S	e.m.	e.m.	e.m.	275	8,6

Källa: Brighter (utfall) och Jarl Securities (prognoser)

KORTA FAKTA

Vd: Truls Sjöstedt
Styrelseordförande: Gert Westergren
Största ägare: Truls Sjöstedt
Börsvärde, mnkr: 263
Lista: First North
Aktuell börskurs, kr: 4,96

BÖRSTEMPERATUR



Ledning

Vd Truls Sjöstedt är dedikerad till sin uppgift och har tidigare haft beslutsfattande roller på mindre icke noterade bolag. Vid Truls sida finns Henrik Norström som bidrar med kompetens inom flera områden.



Ägare

Truls Sjöstedt är bolagets största ägare vilket ökar hans intresse att agera i aktieägarnas intresse. Genom L1 Capital får bolaget in en större institutionell intressent.



Finansiell ställning

Pågående och kommande marknadsaktiviteter är kostsamma särskilt i lanseringsfas. Säkrad finansiering stärker kassan och ger viss finansiell stabilitet.



Potential

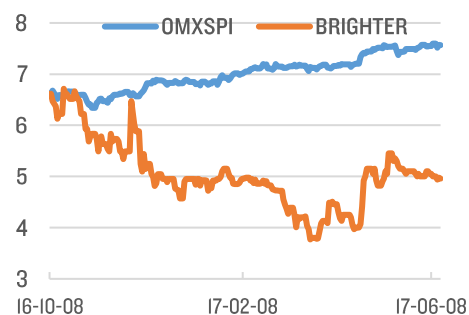
På längre sikt, om bolaget lyckas få igång försäljningen med Actiste, finns en signifikant uppsida i aktien.



Risk

Bolaget håller hårt på information om Actiste vilket gör att produktens fortlopande och status är svårbedömd även om flera positiva steg har tagits senaste året. Finansieringen som nyligen har presenterats minskar risken.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare (1-10)

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (1-10)

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential (1-10)

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk (1-10)

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

Om Brighter

Brighter AB grundades 2007 av vd Truls Sjöstedt och har sitt huvudkontor i Kista utanför Stockholm. Bolaget utvecklar smarta produkter som avser att förenkla och kontinuerligt förbättra vården. Brighter har nuläget en produkt som ligger i det närmaste klar för lansering. Den första tjänsten att lanseras är Actiste® (Actiste) som är en allt-i-ett-tjänst för förenklad egenvård för diabetiker som samlar in användardata som sedan kan delas med till exempel vården eller närstående. Egentligen är Actiste en del av en plattform som tillsammans med bolagets molnlösning, the Benefit Loop, kan expanderas till andra terapiområden i framtiden.

Lansering av Actiste® rycker närmare

En hel del positivt har hänt i Brighter under det senaste året. Två av de viktigare händelserna som för Brighter närmare en de facto lansering av Actiste är dels avtalet som slöts med Sanmina under mitten av 2016 samt avtalet i februari i år med Sonat om en global logistiklösning.

Båda dessa avtal som har med produktion och logistik att göra samt en säkrad finansiering genom L1 Capital, ger en ökad tilltro till att lanseringen av Brighters första produkt kan komma under andra halvåret 2017.

Sedan vår tidigare analys har bolaget tecknat avtal med Telia i juli 2016. Telia genomför en satsning inom området för uppkopplade hälsojourer och tror på en snabb utveckling inom området. Actiste kommer därmed att säljas i Sverige genom Telias digitala Healthcare-lösning. Då Actiste kommer säljas som en abonnemangstjänst är avtalen med operatörerna av största vikt och kan därför ses som viktiga milstolpar på vägen till marknaden. Ytterligare operatörer på Brighters fokusmarknader har tecknat avtal för att vara partners i lanseringen av Actiste.

I slutet av november 2016 kom man överens med Indosat Ooredoo som verkar på den indonesiska marknaden och i mitten av maj i år ingicks ett avtal med AIS i Thailand. Alla dessa avtal sker i samarbete med Ericsson och deras Device Connection Platform (DCP) as a Service.

Ett besked om CE godkännande borde inte vara långt borta givet att bolaget fortfarande ser lansering under andra halvåret som trolig. Ett sådant besked vore positivt och skulle stärka förtroendet att produkten är färdig och säljbar i volym. Vårt huvudscenario är att lansering sker 2018, då vi tar marginal för en mindre förskjutning med hänsyn till myndighetsprocesser.

Kort om Diabetes

WHO skriver i sin rapport "Global report on diabetes" från 2016 att globalt lever drygt 422 miljoner människor med diabetes, diagnostiserad eller inte. Internationella Diabetesförbundet (IDF) uppskattar i sina prognoser att antalet diabetiker år 2040 kan uppgå till så mycket som 642 miljoner i världen. Diabetes är ett samlingsnamn för en rad olika sjukdomar där den gemensamma nämnaren är att kroppen inte kan kontrollera socker-halten i blodet.

Typ 1-diabetes innebär att bukspottkörtelns förmåga att producera insulin inte fungerar. Denna form av diabetes upptäcks oftast i tidig ålder och behandlas med dagliga insulininjektioner. Vid typ 2-diabetes har buk-spottkörtelns fortfarande en förmåga att producera insulin, men inte i tillräcklig mängd.

Egenvård diabetes

Målet med egenvården av diabetes är att hålla blodsockernivån så nära ett "normalt" värde (basal insulinnivå) som möjligt. För att uppnå detta måste en typ 1-diabetiker tillföra insulin flera gånger per dag. Även om kliniska studier med varierande resultat är det inte ovanligt att vården rekommenderar insulinpump för att underlätta behandlingen. Även med en insulin-pump måste patienten upp till åtta gånger per dag kontrollera blodsocker-nivån. Detta görs traditionellt genom ett blodprov från ett stick i fingret. Blodsockervärdet mäts sedan från blodprovet med hjälp av en blodsocker-mätare.

Patienter med en mildare form av typ 2-diabetes kan leva ett bra liv med hjälp av ett hälsosamt levnadssätt och tablettbaserade läkemedel som stimulerar bukspott-körteln att producera insulin. Svårare former av typ 2-diabetes kräver dock att kroppen tillförs insulin, ibland flera gånger om dagen. Ungefär en tredjedel av patienterna med typ 2-diabetes tillhör denna grupp.

Oavsett sjukdomsgrad är egenvård av diabetes krävande på flera plan. Dessutom är behandlingen krånglig i den meningen att det kräver flera separata verktyg. Krångligheten gör att många som skulle behöva behandling undviker detta eller missköter den med negativa hälso-konsekvenser. En studie genomförd i Nederländerna visar att 75 procent av de tillfrågade önskar färre verktyg att hålla reda på.



Actiste®

Brighter har utvecklat en till synes enkel men unik allt-i-ett-tjänst, Actiste®, avsedd för insulinbehandlade. I Actiste® ingår en enhet som inrymmer insulinpenna med insulin, blodsockermätare med stickor samt en loggbok. Loggboken hanteras automatiskt och kommer kunna delas över bolagets molnlösning, the Benefit Loop, via en global mobiluppkoppling. Loggboken innehåller blod-sockernivåer och insulindoseringsnivåer som utgör viktig information för vårdpersonal vid analys och uppföljning av patientens behandling. Utöver detta kommer en app att finnas tillgänglig där all data automatiskt finns tillgänglig för användaren i synk med den data som redan finns i apparaten.



Användarfördelar

Användarfördelarna är tydliga och bidrar avsevärt till en underlättad egenvård. I fokusgrupper genomförda av Brighter har uppvisat mycket positiva resultat, där nöjdheten med tjänsten jämfört med andra lösningar på marknaden är mycket hög. Genom demonstrationer av apparaten har vi fått bekräftat att lösningarna är verkligt användarvänliga både i design och handgrepp. Att lägga alla behandlingsverktygen i en och samma enhet och dels genom att automatiskt logga behandlingsdata i realtid ger en klar förbättring mot nuvarande metoder på marknaden. Genom att dela realtidsinformation över the Benefit Loop med både vård och närstående kan Actiste minska antalet akuta sjukfall vilket skulle reducera kostnaderna för vården. Actiste har därför även en stor potentiell samhällsekonomisk nytta.

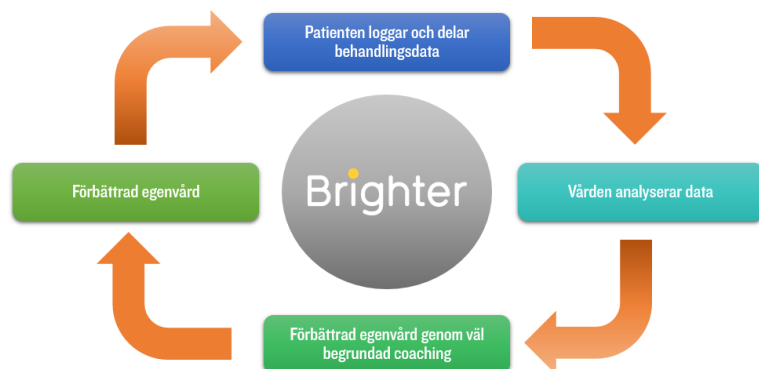
Köpare

Actiste riktar sig till diabetiker som behandlar sin sjukdom genom insulininjektioner. Bolagets plan är att patienterna ska teckna abonnemang med en mobilnätsoperatör till fast avgift men på en attraktiv nivå gentemot konkurrerande metoder. Under 2016 slöts flera avtal med AIS i Thailand, med Telia i Sverige och Indosat Ooreedo i Indonesien för att förbereda lanseringen. I början på 2017 har flera partneravtal tecknats som gör att fokus har skiftats från utveckling till pre-lansering. De potentiella köparna kan även vara försäkringsbolag eller landsting, beroende på vårdsystem, där har Brighter börjat bearbeta marknaden genom att börja delta på mässor.

The Benefit Loop™

Förutom ett behandlingsverktyg är planen att leverera en lösning som kan logga, analysera och återföra behandlingsdata i en plattform som kan anslutas till olika verktyg och appar. Delning av data möjliggörs genom molnplattformen, the Benefit Loop. Till Actiste kommer det även att finnas en mobilapp som kan kommunicera med själva diabetesenheten och som kan hjälpa patienten att överblicka sin självbehandling. The Benefit Loop ska kunna anslutas till IT-system hos läkare och vårdgivare, i Sverige via den nationella tjänsteplattformen (NTP).

Bilden nedan illustrerar informationsflödet, åtgärden och effekter.



Schematisk bild över konceptet The Benefit Loop

Marknad och konkurrenser

Globalt uppskattar International Diabetes Federations att drygt 150 miljoner diabetespatienter behandlas med insulininjektioner. I dag finns väl fungerande insulinpumpar som inte sällan erbjuds till typ 1-diabetiker. I artikeln "Description and Preliminary Evaluation of a Diabetes Technology Simulation Course" Wilson et al från 2011 framgår de att cirka 13 procent av alla typ 1-diabetiker i USA har insulinpump. Motsvarande siffra i Sverige är cirka 14 procent. Men vi har dock valt en konservativ uppskattning av marknaden för Actiste och begränsat den till typ 2-diabetiker. Beroende på undersökning varierar denna andel mellan 85 och 95 procent. Med en antagen andel om 90 procent beräknas antalet diabetiker i Actistes målmarknad till cirka 135 miljoner människor. Dock finns här en långsiktig möjlighet för produkter som Actistes att genom sin användbarhet öka antalet patienter som de facto medicinerar sin diabetes.

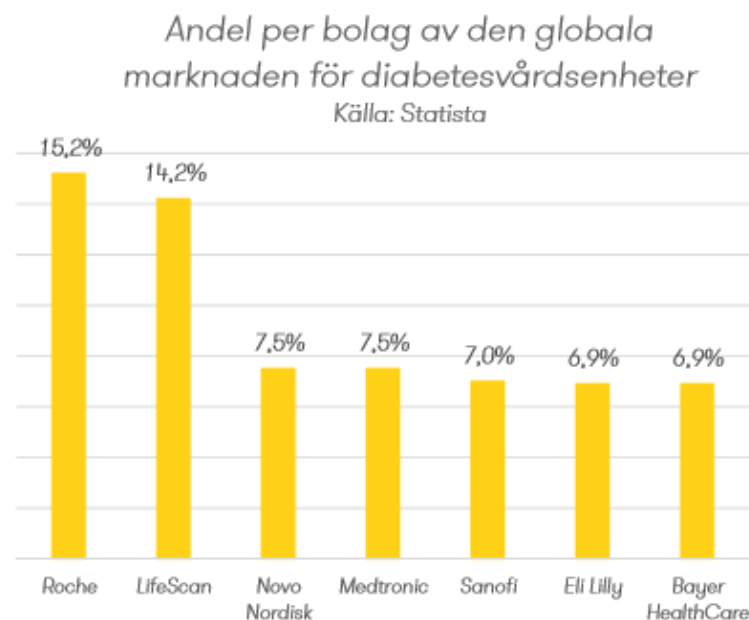
Underdiagnostiseringen av diabetes är stor och enligt en studie publicerad i artikeln "Management of diabetes and associated cardiovascular risk factors in seven countries: a comparison of data from national health examination surveys", Emmanuela Gakidou et al, uppskattas siffran till mellan 24 och 62 procent. De stora kostnaderna associerat med underdiagnostiseringen kommer säkerligen att driva på utvecklingen mot ett ökat medvetande om diabetes samt i förlängningen öka antalet patienter som bör använda insulin.

Underdiagnostisering tillsammans med en åldrande befolkning samt förändrad livsstil bidrar till den årliga tillväxten av diabetespatienter som uppskattas till cirka 18 miljoner människor de kommande åren. En stor del av tillväxten väntas komma från Sydostasien där diabetes blivit en ny folksjukdom på grund av en allt högre levnadsstandard.

Marknad för diabetesenheter

Den globala marknaden för injektionshjälpmedel för diabetes uppgick 2016 till 11,5 miljarder dollar enligt Research and Markets. Till detta kommer marknaden för hjälpmedel för blodglukosövervakning som är grovt sett ungefär lika stor (baserat på bedömningar utifrån Roches finansiella rapportering). Teststickor, pennor och kanyler svarar för större delen av dessa marknader. Injektionspennor är exempelvis en marknad värd 4,9 miljarder USD enligt Transparency Markets Research. Marknaderna ovan domineras av ledande tillverkare av insulin och andra diabetesbehandlingar och diagnostikinstrument som Roche,

LifeScan/Johnson & Johnson, Novo Nordisk, Medtronic, Sanofi, Lilly och Ascensia (tidigare Bayer Healthcare) men det finns även ett antal oberoende underleverantörer och tillverkare.



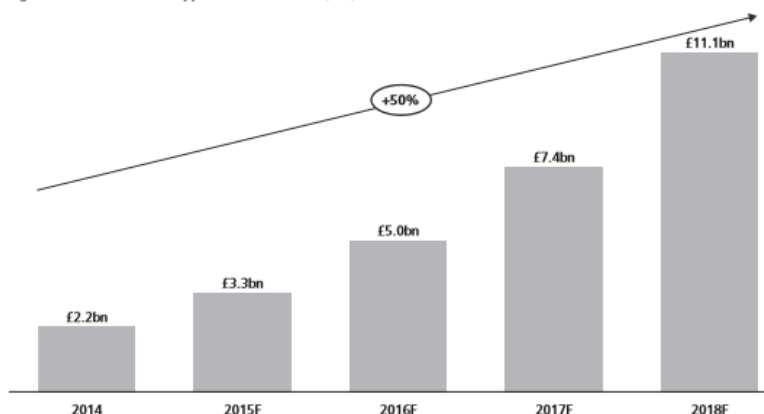
Marknadsandelar för ledande tillverkare av diabetesvårdsenheter. Källa: Brighter emissionsmemorandum 2015

Marknad för mobil hälsa i kraftig tillväxt

I ett första skede ligger Brighters fokus på att generera intäkter från diabetesbehandlingar. I ett längre perspektiv är planen att även erhålla intäkter från den hälsodata som användarna genererar. Tänkta kunder är myndigheter, läkemedelsbolag och CRO-företag som utför kliniska prövningar. Hur denna affärsmodell kommer att se ut i praktiken är i det här läget inte känt. En viktig faktor är i vilken utsträckning Actiste anammas på marknaden. Brighter avser att utveckla tjänster för andra indikationer utöver diabetes där självmedicinering via injektion är aktuellt i ett koncept kallat DruDe™ (Drug Delivery Platform)

Enligt BCC Research förväntas intäkter från mobil hälsa uppgå till 21,5 miljarder USD 2018. Det är en heterogen grupp där huvuddelen utgörs av tränings- och livstilsappar och fitnessband. Cirka en femtedel av alla hälsoappar är relaterade till sjukdomsövervakning enligt IMS Health. Enligt Deloitte uppgår marknaden för hälsoappar till ungefär 7,4 miljarder GBP med en årlig tillväxt om 50 procent.

Figure 17. Global mHealth app market 2014-2018 (£bn)



Sources: GSMA and AT Kearney 2012, BCC Research 2014, Deloitte Centre for Health Solutions 2015, Mint, Deloitte research, interviews and analysis

Marknaden för hälsoappar. Källa: Digital Health in the UK, Deloitte Monitor, september 2015.

Sett till hela området för digital hälsa, ett övergripande begrepp som även inkluderar televård och telehälsa (övervakning och rådgivning på distans), vårddataanalys och digitaliserade hälsovårdssystem, spår Deloitte en marknad på 43 miljarder GBP 2018. Utifrån Brighters affärsidé uppfattar vi att bolaget med sina lösningar tangerar flera områden men framför allt televård och mobil hälsa.

Konkurrens inom behandlingsverktyg

Utvecklingen som lett fram till Actiste® har pågått i olika versioner sedan 2007 och utveckling går snabbt hos kapitalstarka konkurrenter. Trenden bland de större bolagen är att utveckla och förbättra de enskilda verktygen och därmed underlätta egenvården. Numera finns olika verktyg som kraftigt reducerar antal stick. Bland de mer framträdande hör Abbotts FreeStyle Libre. I Sverige erbjuder ett fåtal landsting subventioner på Freestyle Libre. Dock är subventioneringen inte generell och utan subventionering kostar Libre cirka 650 kronor och mätsensorn som byts efter två veckor kostar ungefär 700 kronor, alltså cirka 18 200 på årsbasis. Därtill finns ytterligare ett antal olika FDA-godkända mätverktyg som också reducerar antalet stick i samband med blodsockerkontroll.

Insulinpump som hjälpmedel vid behandling av typ 2-diabetes har inte fått fäste inom den globala vården. Anledningen till detta kan möjligen vara de höga kostnaderna. I Sverige är inköpspriset på en insulinpump cirka 40 000 kronor plus årliga kostnader om cirka 20 000 kronor i förbrukningsmaterial. Bara i ett fåtal länder som Frankrike och Israel erbjuder vården typ 2-patienter subventionerade insulinpumpar. För typ 2-diabetiker är istället Valeritas produkt, V-go, ett alternativ.

V-go är en patch-pump framtagen för typ 2-diabetiker som ger en jämn tillförsel av insulin för att upprätthålla basalnivån. Genom ett knapptryck kan man tillföra en snabb bolusdos vid till exempel måltid. Patch-pumpen byts ut dagligen och i USA kostar en 30-dagars förbrukning mellan 25 och 50 US-dollar inkluderat subventionering. Nackdelen med V-go är att information om behandlingen inte loggas.

Vid sidan av redan godkända produkter pågår en intensiv forskning och utveckling inom området. Enligt vår uppfattning är utvecklingen av en

artificiell bukspottskörtel mest intressant. Dock är en sådan långt från att nå marknaden.

Andra diabetesbolag inom digital hälsa

Nedan redovisas några aktörer som har utvecklat digitala och mobila diabetesenheter riktade mot den större marknaden av typ 2-diabetetspatienter.

Företaget **Dexcom** ligger bakom ett av alternativen som ger realtidsinformation om användarens blodsockervärde genom kontinuerlig blodglukosmätning. Dock behöver detta verktyg kalibreras minst två gånger per dag genom traditionella blodsockerkontroller. Under 2016 uppgick Dexcoms försäljning till 573 miljoner US-dollar. Värt att notera är att denna produkt främst säljer till patienter som själva har svårt att känna åt vilket håll blodsockernivån är på väg, så som småbarn eller äldre som levt med sjukdomen under en längre period

Livongo är ett amerikanskt bolag som genom abonnemang erbjuder blodglukosmätare som är uppkopplade via mobilnätet till tjänsten Livongo Health, där data loggas och finns åtkomlig online. Datan kan delas med läkare och anhöriga. Liksom i Actistie görs mätningen med en sticka som förs in i en mobil enhet. Patienten får rekommendationer baserade på mätvärden och har tillgång till certifierade coacher för bättre blodsockerkontroll. Livongo har presenterat studieresultat baserat på över 7 000 patienter som visar på en minskning av den genomsnittliga så kallade HbA1c-nivån (glykoserat hemoglobin) i blodet från 7,7 procent till 7,0 procent efter sex månader (målet för diabetespatienter är generellt 6,5 procent och i friska personer är nivån under sex procent). Kinnevik har investerat i Livongo och äger 3,5 procent. Kinnevik anger ett fair value på 112 miljoner vilket ger ett bolagsvärde på 3,2 miljarder kronor. Enligt ett pressmeddelande från Kinnevik har Livongo över 25 000 patienter (mars 2017). Värderingen av Livongo motsvarar således hela 128 000 kronor per patient. Enligt mediauppgifter har bolaget rest mer än 130 miljoner USD i kapital.

Glooko utvecklar och säljer informationssystem, däribland appar, för överföring, lagring och överblick av data från diabetespatienter. Appen synkroniserar med över 100 olika typer av diabetesenheter för att samla patientdata om blodsocker, kolhydrater, insulin, blodtryck, näringsintag och vikt. Glooko bildades i september 2016 när Göteborgsbolaget Diasend och Silicon Valley-konkurrenten Glooko gick samman. Glookos app används idag av över 4 800 hälsosystem i 27 länder och är godkänd av det amerikanska läkemedelsverket FDA. I början av 2017 offentliggjordes ett samarbete med Novo Nordisk för att utveckla en gemensam diabetestjänst.

Companion Medical har utvecklat en smart injektionspenna InPen som loggar injektioner och som kommunicerar via Bluetooth med mobiltelefonen och appen. Patientdata kan därefter delas med en läkare. Produkten är godkänd av FDA. Svenska Diamyd Medical äger 8,5 procent med ett bokfört anskaffningsvärde på 2,8 miljoner vilket pekar på en ganska blygsam värdering i dagsläget. Även läkemedelsbolaget Lilly har investerat i Companion. Jätten **Becton Dickinson** uppges utveckla ett smart nålsystem SmartSense som uppges vara kompatibelt med alla insulinpennor.

Actistes plats på marknaden

I teorin kan en patch-pump i tillsammans med en glukosmätare tyckas vara en attraktiv kombination för en typ 2-diabetiker. I verkligheten är det dock ytterst få som idag använder denna kombination. Dels för att tekniken är relativt ny och dels på grund av de förhållandevis höga kostnaderna som gör att försäkringssystemens ekonomiska kalkyl inte går ihop. Men även på grund av att sensorerna till glukosmätarna som fästes vid kroppen kan vara bökiga och svåra att få igång.

Såvitt vi kan bedöma är Brighter det enda bolaget i nuläget som har utvecklat en allt-i-ett-tjänst vilket gör att Actiste har potential fylla ett tomrum på marknaden mellan den avancerade och dyra moderna tekniken och de äldre traditionella verktygen. Utvecklingen av Actiste och the Benefit Loop har genererat ett antal patent där det grundläggande patentfamiljen avser ett lösningspatent i korsningen mellan medicinteknik och in vitro diagnostik. Bolaget avser dessutom att prissätta instrumentet efter köparens privata betalningsvilja, vilket vi tolkar som en total prissättning under nuvarande standardlösningar på marknaden.

Prognoser

Vägen till marknaden och försäljning

Samarbetet med Ericsson möjliggör att den tekniska infrastrukturen för The Benefit Loop kan vara på plats relativt omgående. Ericssons expertis inom området ger en kvalitetsstämpel och samarbetet har även väckt intresse hos flertalet mobiloperatörer som är i behov av nya intäktskällor. Då flera avtal har satts med mobiloperatörer på de initiala fokusmarknaderna bör det ses som milstolpar på vägen mot försäljningsstart.

För att lyckas med försäljning mot sjukhus är det viktigt att Brighter får med sig namnkunniga opinionsbildare. Dessutom skulle försäljningen onokligen underlättas om Actiste var subventionerat av staten eller privata försäkringssystem i de länder där bolaget planerar att lansera produkten. Att få en produkt subventionerad kan vara en omständlig och tidskrävande process som kräver dokumentation som påvisar Actistes lönsamhet från ett hälsoekonomiskt perspektiv. Brighter har valt att inte kommunicera till marknaden om hur bolaget ligger till rörande arbetet med subventionering. Samtidigt är värden på Actiste tilltänkta marknader främst försäkrade av privata aktörer, vilket enligt bolaget gör att det generellt är lättare att erhålla subventionering.

Brighter har under våren 2017 demonstrerat sin tjänst Actiste på en mäs sa (Vitalis) och planen är en lansering på den svenska marknaden under andra halvåret 2017. Brighter har ett nära samarbete med kontrakts-tillverkaren Sanmina som handhar utveckling, produktion av förserier och CE-märkning. Bolaget har även i februari innevarande år valt Sonat för att utveckla logistikfunktionen inför den kommande lanseringen. Sonat kommer även fungera som en outsourcad logistikfunktion med totalt ansvar runt logistiken.

Då nu Brighter har tecknat avtal med operatörerna på sina initiala fokusmarknader samt har avtal på plats för tillverkning och logistik är det nu en tidsfråga innan en full lansering kan ske. Enligt bolaget själva kommer det ske under andra halvåret 2017. Samtidigt är det också värt att nämna att Actiste som är den första

applikationen av Brighters Drug Delivery plattform (DruDe™) som är utvecklad för att kunna appliceras på flertalet behandlingsområden där medicinen injiceras. Som exempel finns ett antal nya läkemedel under klinisk utveckling inom både Onkologi och Hjärt-endokrinologi som i framtiden potentiellt kan administreras med hjälp av DruDe.

Även en låg marknadspenetration betyder stora intäkter

I detta tidiga skede innan kommersialisering inletts är det förvisso svårt att lägga prognoser. Marknadspotentialen är som framgår ovan mycket stor men konkurrensen är som sagt samtidigt hård. Brighters lösning med en uppkopplad "allt i ett"-diabetestjänst förefaller som ett alternativ som borde tilltala många patienter. Det får stöd av de fokusgruppsundersökningar som genomförts. Vi vet ännu inte riktigt var Brighter avser att lägga Actiste prismässigt men enligt ledningen kommer fokus att ligga på tillväxt och volym vilket indikerar en relativt konkurrenskraftig prissättning. Det talar för en bred målgrupp. På lång sikt går troligen utvecklingen mot allt mer stickfria injektioner och mätningar vilket kan verka emot Actiste men i dagsläget är dessa lösningar dyra. Brighter har också global licens på mikronålsteknologi utvecklad på KTH och som, när den är kommersiellt godkänd, kommer att ingå i framtida generationer av Actiste. Denna kan användas för både mätning och injektion.

Enligt Läkemedelsrådet i Region Skåne kostar vanlig blodsockermätning omkring 8 000 kronor per år. Stickfri så kallad "Flash glukosmätning" (FGM) kostar 13 000 kronor per år. Priserna är inklusive moms. Antar vi att Actiste lägger sig mitt emellan dessa hamnar vi på ett pris på 10 500 kronor per år eller 8 400 kronor exklusive moms, motsvarande 700 kronor per månad. Vi räknar med att distributionskanaler tar hälften av intäkterna. Livongo är ett möjligt jämförelseobjekt. Bolaget startades 2014 och uppger som nämnts att omkring 25 000 patienter använder bolagets tjänst för blodglukosmätning. Livongo anger på hemsidan en kostnad mellan 50 och 75 USD per månad.

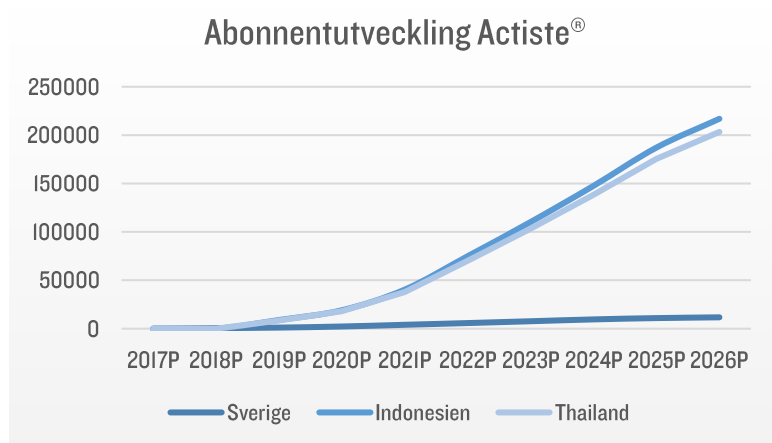
De första marknaderna Brighter fokuserar på är Sverige, Indonesien och Thailand. Bolaget ska alltså använda sig av mobiloperatörer som främsta kanal. Samarbetsavtal har träffats med Telia i Sverige, Indosat Ooredoo i Indonesien och AIS i Thailand. Dessa har marknadsandelar på 36 procent, 20 procent och omkring 50 procent på sina respektive hemmamarknader.

Brighter uppger adresserbara patientgrupper om 150 000 i Sverige, fyra miljoner i Indonesien och 1,5 miljoner i Thailand, baserat på antal patienter med typ 2-diabetes som behandlas med insulin. Marknaden växer dessutom tragiskt nog med omkring sex procent per år i Sydostasien.

I och med att Actiste bygger på beprövade tekniker för injektion och blodglukosmätning lär det inte i strikt mening behövas några kliniska studier som underlag för CE-märkning och lansering. Däremot kan studier vara behjälpliga i ett marknadsföringssyfte för att påvisa att Actiste förenklar behandling och eventuellt ökar effekten. Dessa studier kan exempelvis genomföras i form av mindre pilotlanseringar. Brighter har dock inte kommunicerat detaljer om lanseringsstrategi. CE-märkningsprocessen är inledd. Den fysiska enheten och appen ska certifieras separat.

I Sverige är förbrukningsartiklar för diabetesvård helt subventionerade. Prövningen utförs av TLV och handläggningstiden för ansökan om subvention uppgår till maximalt 180 dagar. Upphandling av exempelvis blodsockermätare görs av landsting och kommuner. Hur myndigheter och vårdgivare kommer att välja att ersätta den typ av abonnemangstjänster som Brighter erbjuder är inte klart och det kan påverka takten i uttrullningen.

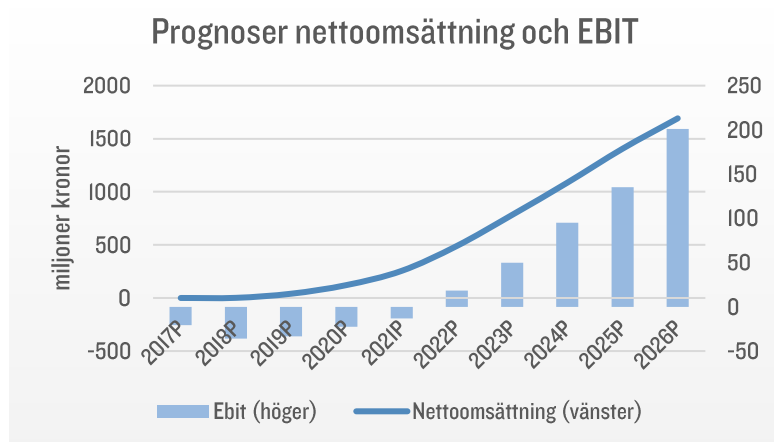
I vårt basscenario räknar vi med att lansering sker 2018 i Sverige och 2019 i Indonesien och Thailand. Vi räknar med en uttrullningstakt jämförbar med Livongo och antar knappt 40 000 patienter 2020. De sydostasiatiska marknaderna är enligt vår bedömning nyckeln till de stora intäkterna i kraft av den relativa storleken. På tio års sikt räknar vi med omkring fem procents penetration på tänkta målmarknader, eller cirka 430 000 patienter.



Källa: Jarl Securities

Vi räknar med en bruttomarginal på 35 procent som högst givet antagna kostnader för inköp av teststickor, nålar samt mätare och elektronik. På lång sikt räknar vi med en rörelsemarginal på 12 procent. Med våra antaganden räknar vi med en baktung vinstutveckling då vi bedömer att de inledande åren efter lansering kommer att präglas av relativt sett höga kostnader för marknadsbearbetning för att nå snabb tillväxt.

Affärsmodellen med abonnemangsintäkter innebär enligt vår bedömning också en initial belastning på kassaflödet i form av kostnader för hårdvaran. Detta illustreras i grafen nedan där vi spår vinst 2022. De stora vinsterna spår vi i gengäld kan skördas mot slutet av prognosperioden. Det ska understrykas att Brighter inte har uppgett hur bolaget avser att redovisa och periodisera intäkter och kostnader för abonnemangsintäkterna. Det gör prognoserna osäkra i detta skede (även om kassaflöden och värdering inte påverkas av val av redovisningsprincip).



Källa: Jarl Securities

Finansiering

Avtal med L1 Capital ökar visibilitet

I slutet av april tecknade Brighter ett avtal om en finansiering upp till 100 miljoner kronor. I ett första skede emitterades ett konvertibelprogram till den australiensiska fonden L1 Capital om 30 miljoner kronor med en löptid på 18 månader. Konverteringskurs är 94 procent av ett referenspris som är det lägsta dagliga volymvägda priset under de föregående 15 handelsdagarna. Ingen ränta betalas utan kompensation utgår i form av teckningsoptioner, vars antal uppgår till 0,5 gånger konvertibel-emissionsbelopp dividerat med optionernas lösenpris. Det senare är referenspriset för konvertibeln gånger 130 procent.

I samband med den första konvertibelemissionen enligt ovan genomfördes en emission av teckningsoptioner till befintliga aktieägare där 14 aktier gav rätt till en teckningsoption med samma lösenpris som för L1 Capital. Det på pappret något komplicerade finansieringsupplägget skulle kunna liknas vid en garanterad emission, där garantiersättningen utgörs av teckningsoptioner och ökad utspädning. Det har genomförts liknande upplägg på den svenska aktiemarknaden tidigare, till exempel av fonden GEM. Dessa har kritiserats för de höga direkta och indirekta finansieringskostnaderna. Vi bedömer dock att villkoren förefaller bättre i detta fall. Utspädningen efter första tranchen är uppskattningsvis 20 procent med dagens kurser. Om vi antar att L1 Capital fullt ut konverterar konvertibler och optioner inom ramen för avtalet skulle fonden bli Brighters absolut största ägare.

Värderingsansats

Vi har använt oss av två värderingsmetoder, dels diskonterade prognostiserade kassaflöden (DCF) utifrån ett antaget basscenario, dels en relativvärdering baserad på försäljningsmultiplar för jämförbara bolag. Nedan redovisar våra antaganden i vår DCF värdering.

DCF-VÄRDERING ACTISTE®					
WACC t. o. m. 2021	15,7 %	Långsiktig tillväxt	3,0 %	NPV Stabil period mnkr	404
WACC stabil period	10,6 %	Långsiktig marginal	12 %	Företagsvärde, mnkr	339
Tillväxt prognosperiod - 2026P	54 %	NPV Prognosperiod mnkr	-65	Nettokassa, mnkr	0
				Aktieägarvärde, mnkr	339

Källa: Jarl Securities

Vi har använt oss av en relativt hög diskonteringsränta på 15,65 procent inledningsvis. Detta motiverar vi med att Actiste ännu inte lanserats, och med beaktande av att vi räknar med att en stor del av framtida försäljning kommer att komma från utvecklingsländer. På lång sikt räknar vi med att diskonteringsräntan sjunker till 10,6 procent. Med dessa antaganden beräknar vi ett motiverat värde på cirka 339 miljoner kronor. Med tanke på att Actiste ännu inte är CE-märkt gör vi en riskjustering på 80 procent. Det ger ett motiverat riskjusterat värde på 271 miljoner kronor.

Relativvärdering pekar på potential

Som komplement till DCF värderingen har vi studerat hur jämförbara bolag värderas på börsen idag. Vi har då tittat närmare på försäljningsmultiplar (EV/Sales).

VÄRDERING DIABETESBOLAG		
Bolag	Kurs	EV/omsättning 2017P
Dexcom	71,19	7,3
Cellnovo	5,82	12,1
Medtronic	85,95	4,4
Insulet	42,8	5,6
Ypsomed	214	5,9
Becton Dickinson	193,07	4,3
Genomsnitt		6,6
Median		5,7

Källa: Thomson Reuters

Vi beräknar en medianvärdering på 5,7 gånger omsättningen för gruppen ovan. Använder vi denna multipel på vår prognos på försäljningen på fem års sikt (2021P) motsvarar det ett värde på 1,4 miljarder kronor vid den tidpunkten. Med samma diskonteringsränta som ovan motsvarar det ett värde på 743 miljoner kronor idag. Se tabellen nedan.

RELATIVVÄRDERING EV-MULTIPEL	
mnkr	2021P
Försäljning	255
Motiverad EV/Omsättning-multiplikator, ggr	5,7
Motiverat aktieägarvärde	1 454
Diskonteringsränta	15,7%
Motiverat aktieägarvärde idag	743

Källa: Jarl Securities

Skillnaden mot DCF-värderingen är tydlig och förklaras av att den baktunga vinstutvecklingen reflekteras tydligt i kassaflödesmodellen i form av negativa kassaflöden i inledningen av prognosperioden.

Vinstmultiplarna i gruppen vi jämför med återspeglar också en lägre bedömd risknivå då dessa bolag till skillnad från Brighter i flera fall redan är väl etablerade på marknaden. I likhet med DCF-värderingen ovan gör vi en riskjustering på 80 procent då CE-märkning inte är erhållen. Det ger ett värde på 594 miljoner kronor.

Sammanfattning värdering

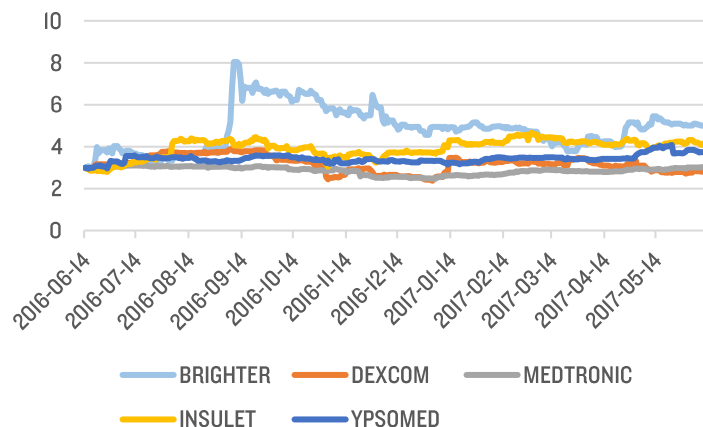
Vi väljer att använda oss av ett genomsnitt av dessa värderingsansatser för ett värde av Actiste. Det motsvarar omkring 433 miljoner kronor.

	FÖRSÄLJNING 2026P (mnkr)	VÄRDE (mnkr)	PER AKTIE (kr)	ANTAGANDEN
Actiste	1 692	433	8,2	Snitt DCF- och multiplikatorvärdering (riskjusterat)
Camano Care		13	0,2	4,1 miljoner aktier
Nettokassa		-12	-0,2	20170630P
Aktieägarvärde		434	8,2	53 miljoner aktier
Likvid teckningsoptioner		34		
Efter antagen utspädning		468	7,2	Ytterligare 6,6 miljoner aktier
Ytterligare finansiering L1 Capital		105		Konvertibler + optioner
Efter utspädning		573	6,7	86 miljoner aktier

Källa: Jarl Securities

Vi beräknar ett motiverat aktieägarvärde på 432 miljoner kronor justerat för rörelsefrämmande tillgångar och skulder. Vi har därefter räknat med full utspädning från utestående konvertibler och teckningsoptioner. Vi har även räknat med att återstående trancher inom avtalet med L1 Capital kommer att utnyttjas. Här har vi räknat med de konvertibler och teckningsoptioner som kan emitteras till L1 Capital. Vi bedömer att sannolikheten är stor att Brighter kommer att utnyttja denna finansieringslina mot bakgrund av det förväntade kapitalbehovet de närmaste åren. Justerat för dessa båda utspädningseffekter beräknar vi ett värde per aktie på 6,7 kronor per aktie.

Det finns även en större mängd (5,5 miljoner) utestående personal- och styrelseoptioner med lösenpris mellan 8,22 kronor och 23,60 kronor. Omkring en miljon optioner löper ut under 2017. Med hänsyn till att optionerna gott och väl är "out of the money", det vill säga saknar realvärde, har vi inte räknat med någon utspädningseffekt.



Relativ kursutveckling för utvalda tillverkare av diabetesenheter, med Brighteraktien som bas. Källa: Thomson Reuters

Sett till de senaste tolv månaderna har Brighteraktien svängt kraftigt men sammantaget utvecklats starkt i förhållande till någorlunda jämförbara bolag. En stor uppvärdering inträffade i samband med nyheten om samarbeten med operatörer i Indonesien och Thailand i augusti 2016.

Ägare och ledande befattningshavare

Ägarstruktur

Bland bolagets tio största ägare finns som tidigare nämnts vd Truls Sjöstedt och styrelseordförande Gert Westergren. Avanza Pension och Nordnet Pensionsförsäkring är samlade depåinnehav, där de slutliga ägarna huvudsakligen utgörs av småsparare.

TIO STÖRSTA ÄGARE, 2017-03-31	
	% kapital
Avanza Pension	15,1
Truls Sjöstedt	10,8
Michael Göran Erik Frantzén	7,1
Robert Mellin	1,5
Handelsbanken Liv Försäkring AB	1,4
Nordnet Pensionsförsäkring	1,4
Minh Nguyen	1,2
Henrik Norström	1,2
Gert Westergren	1,0
Stockholm Innovation and Growth	0,8

Källa: Holdings.se, Brighter

Ledning och Styrelseordförande

Vd Truls Sjöstedt är entreprenör och utbildad ekonom vid bland annat Stanford University i USA och Handelshögskolan i Stockholm. Truls har närstående med diabetes och är därmed dedikerad till sin uppgift. Med ett ägarskap om drygt elva procent av aktiekapitalet finns ett finansiellt incitament att agera i aktieägarnas intresse. Henrik Norström är bolagets COO och har även en rådgivande roll i finansiella liksom strategiska frågor. Per den 31 mars uppgick Norströms ägandeskap till 1,2 procent.

Styrelseordförande Gert Westergren har en MBA-examen från Uppsala universitet och var tidigare styrelsemedlem i Cefour. Gert är bolagets nionde största ägare med ett innehav om en procent.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.com, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Jarl Securities har inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.