

SensoDetect

Diagnos med lysande prognos

Analys
Aktietorget
Köp
Hög risk

- **Produkten finns**
 - Produkt och metod är färdigutvecklad och används redan i Sverige
 - Diagnostiserar Schizofreni och ADHD med hög säkerhet
 - Starkt immaterialrättsligt skydd
- **Marknaden finns**
 - Det finns ett stort behov av objektivt diagnosstöd inom psykiatri
 - 10 miljoner människor får årligen neurologisk eller psykiatrisk diagnos
 - Den idag adresserbara marknaden i Europa är årligen värd minst 4 000 MSEK
- **Lönsamheten kommer**
 - Starka marginaler ger bra vinster redan vid blygsam penetration
 - Bolaget tror på break even redan vid 4000 undersökningar
- **Nyhetsflöde kommer**
 - 2010 är året när SensoDetect validerar SD-Bera
 - Årets höjdpunkt blir presentation av tysk valideringsstudie
 - Vi förväntar oss flera studier som såväl validerar som expanderar användandet av metoden

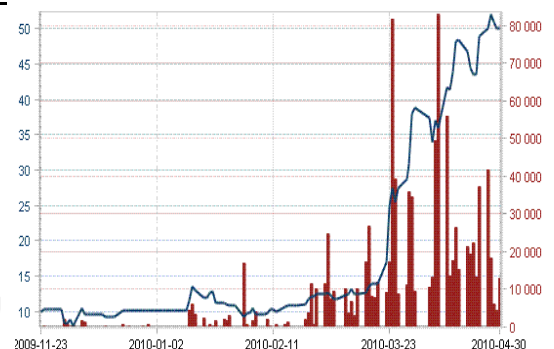
En fjärdedel av världens befolkning drabbas någon gång av psykisk sjukdom och en halv miljard människor lider av en beteendestörning eller har en psykiatrisk diagnos. I många av dessa fall är patienten helt utelämnad till en subjektiv diagnos då tillfredställande objektiva diagnosmetoder hittills har saknats. SensoDetect tror att de genom sin innovation SD-BERA kan bidra starkt till säkerheten i den prognos som ställs. Genom forskning som sträcker sig 30 år tillbaka i tiden har bolaget utvecklat en metod för att idag, med stor säkerhet kunna diagnostisera schizofreni, ADHD & autismspektrum. Detta är sjukdomar som skapar stort lidande för de drabbade och även stora kostnader för samhället. Att sjukdomarna tidigt och på ett rättvisande sätt kan diagnostiseras är av stor vikt. SensoDetect har i en marknadsbedömning uppskattat att det enbart i Europa görs runt 800 000 utredningar rörande ADHD och schizofreni. Smallcap tror att SensoDetect kommer att hitta fler sjukdomstillstånd som går att diagnostisera och att det enkla handhavandet och den låga kostnaden per undersökning gör att metoden har goda möjligheter att slå igenom som diagnosstöd.

Nyckeltal

| | Omsättning MSEK | VPA, kr | P/E | EV/EBIT | EV/S |
|-------|-----------------|---------|------|---------|------|
| 2009 | 2 | -0,4 | neg | neg | 90,1 |
| 2010P | 5 | -1,6 | neg | neg | 40,3 |
| 2011P | 14 | 0,1 | 401 | 407 | 13,9 |
| 2012P | 44 | 2,3 | 21,8 | 15,7 | 4,4 |
| 2013P | 91 | 4,5 | 11,1 | 7,5 | 2,1 |

Aktiedata

| | | | |
|-----------------------------|-------|---------------|-------------|
| Aktiekurs, kr | 50,00 | Sektor | Hälsovård |
| Marknadsvärde, MSEK | 195 | Lista | Aktietorget |
| Antal aktier, milj | 3,9 | Risk | Hög |
| Nettoskuld(+)/Kassa(-) MSEK | -6 | Börspost | 1 |
| Enterprise Value (EV) MSEK | 189 | Nästa rapport | 2010-05-25 |



Sammanfattning

SD-BERA används idag av svenska kunder och innevarande år ligger fokus på att validera metoden i en oberoende klinisk studie som för tillfället utförs i Tyskland på anrika sjukhuset Charité i Berlin. Givet positiva resultat från denna studie kommer SensoDetect ha en bra plattform för marknadsföring på den Europeiska marknaden. Det finns konkurrerande metoder som av kostnads- och handhavandeskäl inte har fått något större genomslag på marknaden.

Europa nästa

Potentialen för SD-BERA är enorm och de utmaningar som nu ligger framför bolaget är främst valideringsstudier, pågående och kommande för nya diagnoser och framför allt marknadens acceptans. Det är idag omöjligt att säga på vilket sätt den internationella marknaden kommer att ta till sig metoden och de kommande åren kommer att bli spännande att följa. Efter expansion i Europa står resten av världen på tur och när det blir dags för detta har bolaget rimligtvis fått tillräckligt mycket indikationer för att veta vilken marknad som står på tur att erövrats. Planen är att expandera genom distributörer, men också genom att bearbeta de viktigaste klinikerna på egen hand.

Expansion med hjälp av distributörsnät

Vi har gjort en värderingsmodell som vi anser är rimlig för bolagets utveckling. Vi har tagit höjd för den osäkerhet som finns genom att applicera en hög diskonteringsränta i beräkningen av framtida kassaflöden och dessutom räknat med att det finns en viss risk att valideringsstudien som nu pågår inte visar önskvärt resultat. Vi har bara räknat på marknaden i Europa, Japan och USA och har trots detta kommit fram till att aktien är lågt värderad i förhållande till de möjligheter som föreligger. Med detta sagt vill vi också påpeka att en investering i den här typen av företag i ett läge där försäljningen inte ännu tagit fart innebär en stor risk och förseningar eller uteblivna framgångar skulle inverka negativt på värderingen. Vi uppmanar den potentielle investeraren att bilda sig en egen uppfattning om bolagets chanser och efter det ta ett investeringsbeslut. Chansen finns att man kan få vara med om något riktigt stort.

***Psykoakustik
grundlades i början
av 80-talet***

Bakgrund

I början av 1980-talet grundades en forskningslinje för psykoakustik vid Lunds universitet. Mannen bakom detta var docent och överläkare Sören Nielzén, grundare, styrelseledamot och medicinskt ansvarig i SensoDetect. Bolaget har utvecklats utifrån hans avhandling där upptäckten att musikk ljud uppfattades olika av olika patientgrupper inom psykiatri. Dr Olle Olsson, medgrundare och vice vd, fördjupade detta arbete med studier och en doktorsavhandling rörande psykoakustik och schizofreni, vars forskningsfynd utgör en del av den metod som idag används.

***Hjärnstamsaudiomet-
risk tester visade att
Schizofrena personer
gav annorlunda
svarsresultat***

2003 genomfördes så kallade hjärnstamsaudiometriska tester där det upptäcktes att resultatet från patienter med diagnosen Schizofreni gav ett väsentligt annorlunda svarsresultat. Projektet lyftes 2005, efter att metoden patenterats, ut från Lunds Universitet till ett bolag som då kallades SchizoDetect och en vidareutveckling av metodiken inleddes.

Utvecklingen resulterade i en teknik som döptes till SD-BERA eller utskrivet *SensoDetect – Brainstem Evoked Response Audiometry*. Redan 2007 fick bolaget sina första kunder i form av SD-BERA diagnoser för att hitta schizofreni hos patienter. Bolaget bytte namn till SensoDetect som betydligt bättre avspeglar det bredare användningsområde av tekniken som bolaget ser framför sig.

I augusti 2008 övergick medgrundare Johan Källstrand från säljansvarig till VD i bolaget och utökade därmed arbetet med att föra in bolaget i kommersiell fas, varvid affärsmodell och säljorganisation stärktes. Johan Källstrand har magisternivå inom såväl neuropsykologi som ekonomi och har tidigare drivit egen verksamhet som såldes till ett riskkapitalbolag när han övertog VD-skapet i SensoDetect.

2008 kom försäljningen av SD-BERA igång gentemot nästa stora diagnosområde, ADHD. Diagnosmetoden bygger även här på att patienter med ADHD uppvisar ett differentierat svarsmönster vid ljudstimulans relativt personer som ej har ADHD. I korta drag omfattar SD-BERA-metodiken:

- Generering av ljudstimuli
- Mätning och lagring av patientens respons
- Analys av mätresultat
- Matchning mot sjukdomstypiska profiler

För närvarande arbetar SensoDetect och tredjepartsforskare på att kunna identifiera fler sjukdomstillstånd. Exempelvis undersöker man hjärnstamsfunktionen hos patienter med IBS – Irritable Bowel Syndrome. Även autismspektrumtillstånd (autism, Aspergers syndrom och andra autismsyndrom) är ett område där man nått framgång och en studie inom kort kommer att presenteras. Hjärnstammen utgör en knutpunkt för trafik i nervsystemet och det är därför mycket intressant för att avläsa störningar i trafiken (i "ljudhjärnan").

Säkrare och snabbare diagnos

SD-BERAs användningsområden är alltså i första hand diagnostik av sjukdomstillstånden schizofreni, ADHD och autismspektrum. En gemensam nämnare för dessa psykiatriska störningar är att det är den kognitiva förmågan som påverkas vilket yttrar sig t.ex. i defekter såsom perceptionsförmåga, desorganisation i tankeprocesser eller koncentrationssvårigheter. Sjukdomarna har en allvarlig negativ påverkan på individens sociala funktionsförmåga. Enligt studier är mortaliteten bland personer med schizofreni 2-3 gånger så hög som befolkningen i övrigt och självmord 13 gånger vanligare. Socialstyrelsen refererar till studier som uppskattar den totala kostnaden till 0,5 MSEK årligen per person med schizofreni, varav en tredjedel är direkta kostnader. Då åtminstone 30-40 000 personer enligt Socialstyrelsen har schizofreni och behöver vårdinsatser uppgår kostnaden enbart i Sverige till 15-20 miljarder per år. Dessa psykiska sjukdomar innebär således förutom ett stort personligt lidande även mycket stora kostnader för samhället.

Diagnosen av dessa sjukdomar sker idag främst genom självrapporterade upplevelser och observationer från psykologer och psykiatriker. Två huvudsakliga diagnostiska system eller manualer är internationellt spridda och används

**Fler
sjukdomstillstånd
kan bli aktuella**

även i Sverige - ICD (International Classification of Diseases) 10 och DSM (Diagnostic and Statistical Manual of Mental Disorders) IV. Nedan sammanfattar vi fakta kring sjukdomar med Smallcaps uppskattning av kostnaden för en utredning. Med incidens avses förekomst av nyinsjuknade fall som andel av befolkningen, med prevalens den totala andelen sjukdomsfall i populationen. Dessa uppgifter varierar mellan undersökningar och regioner och ska ses som en grov uppskattning.

| Indikation | Incidens/prevalens | Utbrott/karaktär | Uppskattad kostnad för utredning |
|---|-------------------------------|--|----------------------------------|
| Schizofreni | 0,02 % / 1 % | Vuxen/kronisk | ~25 TSEK |
| ADHD | 3-5 % av skolbarn är drabbade | Barndom, ungefär hälften har kvar ADHD i vuxen ålder | ~13 TSEK |
| Autismspektrum (autistiskt syndrom + asperger + autismliknande tillstånd) | Prevalens 1 % | Barndom/livslångt | ~som ADHD |

SD-BERA utgör ett komplement till neuropsykiatriska undersökningar

Vi antar att SD-BERA-undersökningar i första hand kommer att komplettera de befintliga momenten i en neuropsykiatrisk undersökning. Det innebär i så fall att utredningen fördyras med ett belopp, 6500 SEK, som idag är i linje med eller något överstiger kostnaden för t ex en magnetröntgenundersökning (magnettröntgen görs idag ofta som en del av en schizofreniutredning för att utesluta neurologiska skador). Grovt uppskattat stiger kostnaden med 25 och 50 procent för en schizofreni- respektive ADHD-utredning. Om och när SD-BERA vunnit genomslag fullt ut kommer istället kostnaderna att minska främst p.g.a. tidsbesparingar i utredningen och snabbare diagnos. En säkrare och snabbare diagnos sparar stora pengar för sjukvården och lidande för patienten. Mot den ökade kostnaden i dagsläget ska vägas fördelarna med en objektiv diagnosmetod, som med grund i de observationer som gjorts hittills har en hög grad av såväl sensitivitet (få falska negativa diagnoser) som specifitet (få falska positiva diagnoser). Just tidsfaktorn torde vara en stor fördel i användningen av SD-BERA.

Diagnos byggd på undermedvetna reaktioner ger stora fördelar

Forskning inom psykoakustiken har identifierat en rad ljudfenomen som hanteras annorlunda av en schizofren än en frisk individ. Dessa ljudfenomen har legat till grund för en portfölj av speciella ljud som representerar olika aspekter av hörandet som SensoDetect har utvecklat och dessutom patenterat. Dessa ljud framkallar avvikelser tidigt i varseblivningsprocessen som kan lokaliseras till hjärnstammen, den evolutionärt äldsta och mest primitiva delen av hjärnan. Att avvikelserna kan identifieras redan i hjärnstammen får flera konsekvenser:

- Reaktionerna på ljud i hjärnstammen är undermedvetna och kan därför inte stoppas eller medvetet påverkas vilket hjälper till att göra mätningen objektiv och smidig då patienten inte ens behöver vara vaken och potentiellt till och med skulle kunna vara sövd.
- Sjukdomen kan detekteras i ett tidigt skede vilket är till stor nytta då tidig behandling begränsar de skador som annars skulle uppstå i senare skeden.
- Avläsning av hjärnstammen kan göras med en variant av den redan etablerade och beprövade tekniken hjärnstamsaudiometri, ABR (auditory brainstem response), som länge har använts för avancerade hörseltester och diagnostik av hjärnstamsskador.

Som en reflex på de ljud patienten får uppspelade för sig uppstår svaga spänningar i hjärnstammen vilka mäts med elektroder. Det som används för att hitta avvikelser är exempelvis hur fördröjd signalen är relativt det uppspelade ljudet samt hur höga toppar och dalar signalen har. Spänningarna som tas upp av elektroderna på huvudet är så svaga att varje ljud måste spelas upp ett flertal gånger för att en signal skall framträda. Sjukdomen uttrycker sig dessutom inte på ett entydigt sätt hos alla patienter vilket gör att man måste spela upp ett större antal av de speciella ljuden för att få goda mätresultat. En undersökning med SD-BERA tar idag ungefär 40 minuter och patienten lyssnar på ca 15 000 ljud.

En undersökning tar endast 40 minuter

De uppmätta värdena jämförs sedan med sjukdomstypiska värden samt mot värden från åldersmatchade friska

referenser i en databas som SensoDetect har byggt upp. SD-BERA jämför 100-tals avvikelser som tillskrivs olika vikter som sedan summeras till ett index för varje sjukdom. Vid mätning på en sjuk patient kan man sålunda förvänta sig finna ett antal avvikelser med höga vikter. Vikterna summeras och index för sjukdomen blir högt.

Kunder som idag använder SD-BERA

De kunder som idag utgör målgruppen (eller redan är befintliga kunder) för SensoDetect är:

- Psykiatriska kliniker (öppenvård och slutenvård)
- Rättspsykiatri
- Specialboenden

Även om utrustningen är utvecklad och validerad för vuxna, är barn och ungdomspsykiatriska avdelningar en förmodad framtida målgrupp liksom kriminalvården.

Fördelarna som gör att läkare och psykologer i ökande utsträckning använder sig av SD-BERA är många:

- Tiden för diagnos minskar dramatiskt
- Sjukvårdskostnaderna kan minskas
- Ökad trygghet för läkarna i diagnosen

Därutöver kan metoden vara till stor hjälp i undersökningar där det finns flera olika alternativa diagnoser och i akuta fall där det kan vara viktigt att snabbt kunna utesluta något eller några sjukdomstillstånd.

Komplement – ej konkurrent

SD-BERA fyller ett stort behov för de läkare som väljer att ta till sig metodiken. Som i alla sammanhang finns det vissa i målgruppen som har en konservativ inställning till nya metoder. Denna risk ska dock vägas mot de fördelar SD-BERA för med sig. Vem valde att behålla sin skrivmaskin efter att pc:n blev överkomlig i pris? De tillstånd SD-BERA idag kan användas för är dessutom svårdiagnostiserade vilket märks av att olika experter inte helt sällan kommer fram till olika diagnoser. Smallcap bedömer att nyttan för samhälle, patient och sjukvård talar starkt för SD-BERA. Viktigt i sammanhanget är att tekniken är att betrakta som ett hjälpmedel och stöd vid ställande av diagnos. Alltså

*Kriminalvården trolig
framtida användare*

kompletterar SD-BERA befintliga metoder snarare än att konkurrera.

Sahlgrenska i Göteborg är en av de kliniker som tidigt tog till sig möjligheten att underlätta diagnos med SD-BERA. Där pågår dessutom forskning liksom det gör på Akademiska sjukhuset i Uppsala samt på rättmedicinalverkets rättspsykiatriska avdelning i Göteborg. Sankt Sigfrids sjukhus i Växjö, där många psykiskt sjuka och kriminellt belastade vårdas, är också kund till SensoDetect i dag.

**25 sjukhus/kliniker
är redan kunder till
SensoDetect**

Sammanlagt är det drygt 25 sjukhus/kliniker som idag är befintliga kunder, och listan utökas hela tiden. Bolaget har själva bedömt att det finns 400 potentiella köpare av deras tjänster i Skandinavien.

Goda hälsoekonomiska effekter att hämta

Det är svårt att beräkna de hälsoekonomiska vinster som kan göras med hjälp av SD-BERA, men vi kan ge några exempel som visar att kostnaden för SD-BERA är i sammanhanget låg. Exempelvis kostar ett dygn inom slutenvård runt 3500 kronor. Minskade vårddagar på grund av snabbare utredning ger alltså snabbt ekonomisk effekt.

Schizofreni anses vara den tredje dyraste sjukdomen av alla eftersom många av dessa patienter inte kan arbeta utan måste försörjas av samhället och behöver långvarig behandling och vård. Lyckas man med SD-BERA ställa en diagnos snabbare eller ställa en diagnos i tidigare sjukdomsstadier eller undvika feldiagnos så är minskade vårddagar och möjlighet till snabbare samhällsåtergång rimligt att vänta sig.

Kriminalvården har mycket att vinna på SD-BERA

Det finns bedömningar om att så många som 1/4 av de manligt kriminellt intagna har ADHD. Det ges i Läkartidningen ett räkneexempel på en genomsnittlig kostnad på 2 MSEK per år för samhället om den intagne inte fås ur kriminalitet. Antag att kriminalvården testar alla intagna i hopp om att identifiera de som är drabbade av ADHD och ge dem en lämplig medicinering för att bryta kriminaliteten. Det skulle ge en analyskostnad om $4 \cdot 6\,500 = 26\,000$ SEK per drabbad med hopp om att spara 2 MSEK om året. Om en av dessa drabbade skulle

**Kriminalvården
borde bli en stor
kund**

återanpassas så att samhället sparar 2 MSEK så räcker de till analyser för att identifiera ytterligare 77 kriminella som lider av ADHD (per år).

SensoDetect framtida utveckling i sammandrag

Bolaget kommer enligt vårt förmenande ha en väldigt stark tillväxt på en marknad där framgång vanligen tar 8-15 år eller mer. Det hänger delvis ihop med att det rör sig om en diagnosmetodik snarare än något som skall bota själva sjukdomen. Det regulatoriska inslaget minskar i betydelse jämfört med t ex ett bolag som ska ta fram ett fungerande läkemedel genom alla faser som krävs, inklusive test på människa, hantering av biverkningar etc. I nedanstående figur har vi illustrerat hur vi på Smallcap ser framtiden utvecklas för SensoDetect.

| Börsnotering/kapitalisering | Internationell validering | Internationell validering klar | Distributörsavtal USA? | Marknadsgenombrott |
|-----------------------------|------------------------------|--------------------------------|------------------------|-----------------------|
| Skandinaviskt fokus | Charité Berlin/Pfalzklirikum | Ytterligare indikationer? | Kina? Indien? | USA? Kina? Indien? |
| Nytt SB-DERA lanserat dec | Förstärkt säljorganisation | Distributörer övr Europa | Omsättningen tar fart | |
| Forskningsstudier pågår | IBS publicering/autismstudie | Key opinion leaders USA/Kina | God lönsamhet | |
| | CE-certifiering | Utomeuropeiska studier? | | |
| 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Oms 1,5 MSEK | Oms 5 MSEK (prognos) | Oms 14 MSEK (prognos) | Oms 44 MSEK (prognos) | Oms 91 MSEK (prognos) |

Som figuren visar så sker en mycket kraftig omsättningsökning under 2012, vilket med medicintekniska normer kan betecknas som unikt för ett bolag som startades så sent som 2005.

Marknad

Globalt utreds enligt SensoDetect årligen 10 miljoner personer för psykosrelaterade tillstånd eller neuropsykiatriska funktionsnedsättningar och i samtliga av dessa fall är ett objektivt komplement till diagnosen önskvärt. Även om SD-BERA idag är att betrakta som ett diagnosstöd så finns det ett antal andra områden där metoden skulle lämpa sig.

Affärsmodell: Pay-per-use och egen analys ger flexibilitet och stärkt skydd

SensoDetect tar idag betalt för varje genomförd undersökning som görs med SD-BERA. Antingen har kunden tillgång till utrustningen via avtal och genomför på egen

**10 miljoner
utredningar om året
globalt**

hand undersökningen som därpå analyseras av SensoDetect. Alternativt besöker personal från bolaget kunden och genomför förbokade mätningar i koncentrat. Priset för en undersökning uppgår enligt bolaget till i genomsnitt 6500 per undersökning. Det ska jämföras med betydligt högre kostnader vid en traditionell psykologisk undersökning. I dagsläget säljer SensoDetect på den nordiska marknaden och försäljningen sker direkt mot kund.

Distributörer sköter försäljningen i övriga Europa

När SensoDetect efter genomförd valideringsstudie avser att expandera i övriga Europa planerar man att byta affärsmodell till att delvis arbeta via distributörer. Därutöver kommer bearbetning på egen hand av särskilt utvalda kliniker att ske. Det rör sig då om välrenommerade kliniker som kan fungera som referenser för mindre kliniker eller kliniker med annan huvudsaklig inriktning.

Affärsmodellen är skalbar och Smallcap ser det som ett gott tecken att man avser använda sig av distributörer i Europa exklusive Skandinavien. SensoDetect har en begränsad organisation och det viktigaste jobbet som SensoDetect själva har är att snabbt få igång massmarknaden, upprätthålla egen analysfunktion samt vidareutveckla och skapa nya användningsområden.

USA, Kina och Indien efter Europa

Via key opinion leaders avser SensoDetect att introducera SD-BERA i Nordamerika, Sydamerika samt Kina och Indien. Hur affärsmodellen kommer att se ut där återstår att se, men sannolikt kommer bolagets erfarenheter från de olika marknaderna i Europa att ge viktiga erfarenheter. Viktigast i detta skede är att etablera en produktkännedom hos key opinion leaders som i sin tur för kunskapen om metoden vidare. För att motivera ett betydligt högre värde på SensoDetect än dagens, räcker det med att bolaget blir framgångsrikt i Europa och vidare geografisk framgång därutöver kommer att bli mycket spännande att följa. Tanken svindlar lätt när man förstår att det finns över 1 miljard människor i världen som lider av någon form av hjärnsjukdom/störning i det centrala nervsystemet, och det är enkelt att inse samhällsnyttan av tidig diagnos och därpå följande korrekt behandling.

***Fullt ut skalbar
affärsmodell***

Marknad befintliga diagnoser

SensoDetect gör bedömningen att det varje år görs ca 500 000 utredningar rörande ADHD och 300 000 rörande Schizofreni i Europa. Snart kommer en studie rörande autismspektrum att presenteras och Smallcap gör bedömningen att det genom detta i Europa tillkommer runt 100-200 000 utredningar per år. Vidare gör Smallcap bedömningen att marknaden kan komma att öka med användningen av SD-BERA. Med en snabbare metod är vi övertygade om att fler undersökningar än de som genomförs idag kommer att genomföras för att snabbt kunna utesluta vissa sjukdomstillstånd. Ett exempel är drogrelaterade psykoser där symptom kan likna symptom vid schizofreni, men som absolut inte ska behandlas med medicin avsedd för schizofrena.

*Görs närmare
800 000
undersökningar per
år i Europa för ADHD
och Schizofreni*

Forskning

Redan idag används SD-BERA inom forskning och vi ser framför oss att denna marknad kommer att växa i takt med att metoden blir mer accepterad som diagnosstöd. Självklart kommer olika forskargrupper vilja leta efter nya sjukdomar som går att diagnostisera. Det faktum att Sahlgrenska tror att IBS ska gå att diagnostisera med hjälp av SD-BERA öppnar upp helt nya vyer och fler sjukdomstillstånd utanför de som idag räknas som neurologiska/psykologiska borde vara intressanta att undersöka. Även läkemedelsindustrin borde i förlängningen kunna bli en intressant kundgrupp. Medicin mot olika psykiska åkommor säljs som aldrig förr och för stunden finns 44 läkemedel i klinisk fas bara mot schizofreni. Med tanke på hur mycket pengar som spenderas på läkemedelutveckling och hur mycket pengar som finns att tjäna på en tidig lansering borde det finnas en stor marknad för SensoDetect inom detta segment.

Medicinering

Kanske är denna marknad något mer spekulativt i dagsläget, men av förklarliga skäl vill vi ändå initiera en diskussion även om vi väljer att lämna möjligheten utanför vår värderingsmodell. Det finns tecken på att det är möjligt att använda SD-BERA vid optimering av medicinering. Det finns stora quality of lifevinster att göra med att kunna ställa in

medicinering så bra som möjligt i samband med psykisk sjukdom. Det torde, till exempel, vara av stor vikt att inte ge ADHD-barn, som idag medicineras med amfetaminliknande läkemedel, för stor dos. Vidare är det även vid medicinering bra att kunna luta sig mot en helt objektiv metod när det gäller bedömningen av en substans verkan.

Optimering av medicin kan komma att kraftigt öka användandet

Om vi tidigare tyckt att marknaden varit stor är det med detta användningsområde som det verkligen börjar hisna. Om det skulle visa sig att SensoDetects metod börjar användas för att optimera medicinering blir den potentiella marknaden ännu större. Rimligtvis krävs minst 2-4 undersökningar för att ställa in medicinering på rätt sätt och om kombinationer av olika läkemedel ska användas kan det kanske bli tal om ännu mer. Med en marknad som innefattar alla som lider av medicineringsbara sjukdomar som går att diagnostisera med hjälp av SD-BERA blir marknaden så stor att redan väldigt små andelar skulle generera enorma intäkter. Tecken på att detta kan vara en reell marknad är en studie som gjorts på 12 schizofrenipatienter för att undersöka effekten av en medicin och att SD-BERA används för att utvärdera effekten av lysin på patienter med schizofrenidiagnos i ett pågående forskningsprojekt.

Second opinion

Det kommer att växa fram en marknad av second opinionundersökningar. Vi såg det i början på april 2010 där Schizofreniföreningen i Skåne ingick avtal med SensoDetect om att undersöka medlemmar som ville ha ett andra utlåtande. Det är svårt att idag säga hur stor denna marknad kan vara, men potentiellt innefattar den alla som blivit diagnostiserade med någon av de sjukdomar som SD-BERA klarar av att upptäcka. Potentiella kunder är förutom kliniker, försäkringsbolag och patienter.

Nya potentiella diagnoser

När nya tillämpningar tillkommer ökar också den potentiella marknaden och vi tror att vi framöver kommer att få se nya tillämpningsområden växa fram. Om SD-BERA skulle klara av att identifiera depression och bipolaritet skulle en stor del av det psykiatriska området vara inringat i marknadstermer räknat. Till detta skulle sedan kunna adderas en rad

Nya indikationer?

neurologiska sjukdomar som potentiellt kan tillkomma, såsom demens, Alzheimers, Parkinsons m fl.

Eftersom SensoDetect har anställt en person som ska arbeta med att skriva medicinska artiklar misstänker vi att bolaget sitter på ytterligare material till artiklar liknande den om autismspektrum som aviserades i början av april 2010 och som ska publiceras i den internationella tidskriften Neuropsychiatric Disease and Treatment. Artiklar av detta slag är en billig marknadsföringsåtgärd och hjälper i allra högsta grad till att sprida kunskap om SD-BERA och knyta key opinion leaders till bolaget – något som blir ytterst viktigt när satsningen når utanför Sverige och framför allt utanför Europa.

Gynnsam konkurrenssituation för SD-BERA

Idag ställs diagnos främst genom traditionell klinisk observation för de psykiska tillstånd SensoDetect kan identifiera. Klinisk observation är både tidsödande och kostsam med vecko- till månadslånga processer med team bestående av flera personer. Ofta ställs diagnosen sent, först när sjukdomen framträder i allvarligt tillstånd, vilket inte är optimalt för behandlingen och därmed patienten. För både schizofreni och ADHD uppvisas även i många fall låg samstämmighet mellan olika läkare rörande diagnos.

Det finns flera metoder för att stödja diagnos och de kan delas upp i kategorierna psykologiska tester, hjärnabbildande tekniker och analys av den elektriska aktiviteten i hjärna.

De psykologiska tester som används idag mäter funktioner av allmänt slag och är normalt inte sjukdomsspecifika. Det finns många typer av visuella och psykologiska perceptionstester men de används inte systematiskt i kliniskt arbete. Det finns frågetecken kring tillförlitligheten och objektivitet avseende schizofreni och ADHD. Testerna kan vara för krävande för vissa patienter då de fordrar aktiv uppmärksamhet. Det finns även grupper av patienter som är svårttestade eller som är mindre samarbetsvilliga vilket reducerar möjligheten att överhuvud taget genomföra tester.

För schizofreni är det möjligt att med hjärnabbildningstekniker såsom MR-undersökning att

generera diagnosstöd med jämförbar sensitivitet och specificitet som SD-BERA. Gemensamt för hjärnavbildningsteknikerna är att de inte avbildar nervcellernas impulser utan ger statiska bilder av hjärnans struktur i termer av vävnader, blodflöden, syreupptagning m m. Problemet är att skador i hjärnans struktur är sena effekter av sjukdomen. Det är naturligtvis av stort värde att kunna göra en tidig diagnos för att bromsa eller häva sjukdomen innan den typen av allvarliga skador uppstår i hjärnan. Utrustning för hjärnavbildning är dyr.

En metod som påminner om SD-BERA men bygger på EEG är QEEG har funnits sedan ett antal år men har inte nått något genomslag. Den är dock mer omständlig, tar längre tid och kräver att patienten utför uppgifter under testningen. Just att testen tar ett par timmar att genomföra samt att analysen av resultaten kräver att psykologen har en statistiker på plats har gjort att metoden inte slagit igenom.

Vi ser idag inga direkta konkurrenter inom området för snabbt, objektivt beslutsunderlag med hög diagnostisk säkerhet där SensoDetect verkar. SD-BERA styrkor är enkelt handhavande och prisvärd analys som gör produkten lämplig för en bred användning på stora sjukhus såväl som på mindre kliniker.

Saknas konkurrerande metoder med samma styrkor som SB-DERA

Myndighetskrav

SD-BERA hamnar i klass I när det gäller klassificering av medicinteknisk utrustning. Klassificeringen är internationell och är den utrustningen som kräver minst utredning/dokumentation innan godkännande eftersom den är icke-invasiv och egentligen bara mäter av kroppen. Detta hindrar dock inte att en del marknader kommer att kräva någon form av godkännande innan försäljning kan påbörjas. Kraven från vissa myndigheter, i framförallt USA och Japan, kan ibland ses som godtyckliga och faller påtagligt ofta samman med i vilket fall det finns inhemska konkurrenter. Den bästa strategin brukar vara att på något sätt, t ex genom forskningssamarbeten, etablera en efterfrågan i landet för att genom den vägen få draghjälp genom godkännandeprocessen. Vi räknar med att godkännandeprocessen i Japan och USA kostar 10 MSEK tillsammans. Om myndigheterna skulle kräva en studie är det något som senare kan användas som marknadsföring vilket snarast kan ses som en fördel.

Icke-invasiv metodik ställer lägre regulatoriska krav

Europeisk validering av metoden

SensoDetect har idag inga oberoende studier att luta sig mot i sin marknadsföring. De studier som hittills lagts fram är studier som är kontrollerade av bolaget och håller därmed av naturliga skäl en lägre trovärdighetsnivå än studier kontrollerade av en CRO (Clinical Research Organization, ett oberoende företag som står för genomförande och objektivitet i en studie)

Man skulle kunna se bristen på objektiva studier som en svaghet och så är det naturligtvis till viss del. Men vänder man på resonemanget så finns en styrka i att en del institutioner i Sverige väljer att använda SD-BERA trots att de oberoende kliniska studierna ännu inte presenterats. De är redan övertygade om nyttan och detta ser vi som ett indicium på att den internationella expansionen väntar runt hörnet.

Bolaget meddelade i december 2009 att en valideringsstudie för schizofreni och ADHD påbörjats. Studien utförs tillsammans med Tysklands största sjukhus, Charité i Berlin, och kommer att fortlöpa under 2010. Bolaget har inte offentliggjort hur lång tid studien beräknas ta eller hur många patienter som kommer att ingå. I samma pressmeddelande meddelades även att en mindre studie hade förlagts till en psykiatrisk klinik i södra Tyskland.

Studien går inte att jämföra med en klinisk studie för ett läkemedel som håller en helt annan risknivå. Vad det handlar om är en valideringsstudie där en oberoende part står som garant för genomförandet. SensoDetect har hittills gjort flera hundra undersökningar som ligger till grund för deras teknik och det finns ingen anledning att tro att ADHD och schizofreni skulle yttra sig på annat sätt i Tyskland.

Smallcap tycker att det finns ett stort signalvärde i att SensoDetect får genomföra en studie på ett etablerat och prestigefyllt sjukhus som Charité. Detta bevisar i våra ögon att det finns ett stort intresse för metoden och vår tro är att när studien resulterar i vetenskapliga artiklar i respekterade vetenskapliga skrifter så kommer intresset för SD-BERA att stiga rejält.

Studie på Tysklands största sjukhus

Egen analys stärker befintliga patent

Smallcap gör bedömningen att SensoDetect har ett bra skydd för sin teknologi. Först ska man förstå att en av företagets grundare, Sören Nielzén, är skapare av forskningsgrenen psykoakustik. Detta skedde redan 1982. Året därpå började han samarbeta med en annan av företagets grundare, Olle Olsson. Det finns alltså en erfarenhet och förståelse för problematiken som inte finns någon annanstans i världen. Visserligen har mycket av deras forskning publicerats, men att utifrån den forskningen komma i närheten av att reproducera SensoDetects teknologi låter sig inte enkelt göras. Det finns alltså ett stort kunskapsförsprång som är det första hindret för eventuella konkurrenter.

Patent är inte enda immaterialrättsliga skyddet

Naturligtvis finns även patent. Detta patent gäller system och metod för hjärnstamsdiagnos. Det innebär att om ett sjukdomstillstånd går att diagnostisera genom hjärnstamsaudiometri så har SensoDetect patent på det. Patenterade är också bolagets egendesignade ljud som konstruerats för att erhålla reaktioner i hjärnstammen.

Metoden för analys av resultaten har bolaget valt att hemlighålla eftersom en patentansökan hade avslöjat så mycket att det sannolikt hade underlättat mer än det skyddat mot eventuella konkurrenter. Ett ytterligare skydd ligger i den databas som bolaget under årens lopp byggt upp. Dels referensdatabasen och dels den databas med alla analyser som hittills gjorts. Med rätt uppföljning och rätt bearbetad kan databasen med analyser över tiden ge ett mer eller mindre ointagligt försprång gentemot konkurrenter.

Vi anser att så länge SensoDetect väljer att själv göra analysen så har de ett fullgott immateriellt skydd. Att någon skulle vilja lägga ner den tid som krävs för att i slutänden ändå riskera att förlora en patentkamp är inte sannolikt och med tanke på att SensoDetect även sitter på databasen och analysmetoden kommer de också efter att patenttiden går ut runt 2025 att ha ett stort försprång gentemot konkurrenter.

Invändningar mot metoden

Som med all ny teknologi har det av förklarliga skäl framkommit kritik mot SD-BERA. En del bygger på missuppfattningar av tekniken/metoden och annan kritik

bygger på att den som kritiserar helt enkelt har en annan uppfattning om hur sjukdomstillståndet ser ut. Det finns tvivel om att vissa tillstånd såsom schizofreni, som har flera olika undergrupper, skulle kunna ha en gemensam nämnare som går att definiera i hjärnstammen. Vad det då istället handlar om är att fånga upp alla undergrupper i databasen vilket görs av SD-BERA. SensoDetect kommer också förr eller senare behöva visa att deras metod står sig i en betydligt tuffare miljö än labbmiljön. Att kunna plocka ut individer med schizofreni från en grupp med liknande tillstånd är naturligtvis betydligt svårare än att skilja dem från helt friska. Det är när bolaget visat att de klarar denna utmaning som nyttan verkligen kommer att göra sig gällande och Smallcap anser att när detta är avklarat så borde vägen ligga öppen för att bli en standard inom psykiatriska vården.

Det går vidare att göra invändningar emot att SD-BERA i de försök som gjorts inte varit hundra procentig, men en sådan invändning antyder att de individer som inte identifierats varit rätt diagnostiserade från början och vi vet med säkerhet att de subjektiva diagnoserna inte är hundra procentiga. Problematiken leder oss till pudelns kärna. Dagens diagnoser är subjektiva och är beroende av en rad bedömningar som ska göras av den som ställer diagnosen. Inte helt sällan kan två läkare komma fram till olika diagnoser. Kanske kan man med hjälp av SD-BERA komma närmare sjukdomen och få en tydligare bild av hur den egentligen ser ut? Vi kan inte se någon förlorare på att sjukdomar får en tydligare definition eller omdefinieras och en möjlighet att objektivt kunna diagnostisera dem. Enligt vad Smallcap erfar har SensoDetect varit öppna med sin forskning och aktivt sökt en dialog med de som kritiserat metoden.

Smallcap tror att SD-BERA i förlängningen kan hjälpa till att definiera nya sjukdomstillstånd. Något som idag kategoriseras som t ex schizofreni, men inte uppvisar det typiska mönstret i hjärnstammen kanske är ytterligare en undergrupp som hittills inte definierats eller rent av är ett annat tillstånd som kräver annan behandling.

Pengar finns men en nyemission kan bli önskvärd för att öka takten

Finansiell situation

SensoDetect gjorde inför noteringen på AktieTorget en nyemission på 8 MSEK. Pengar som de tror ska räcka tills bolaget kan stå på egna ben. Detta skulle vara nästan unikt på AktieTorget och är hedervärdt på alla sätt. Smallcap ställer sig dock frågan om det inte kan vara värt att göra en nyemission längre fram för att på så sätt kunna öka expansionstakten? Det blir ett avvägande att öka sin egen försäljningsorganisation och att arbeta med distributörer. Det är dessutom möjligt att en, i förhållande till bolagets värde, liten summa kan räcka en lång väg.

Vidare är det möjligt att det längre fram kommer att vara önskvärdt med nya valideringsstudier för andra sjukdomstillstånd. Ur ett marknadsföringsperspektiv är det viktigt och det är inte säkert att det är affärsmässigt optimalt att vänta med dessa tills rörelsen genererar tillräckligt med intäkter.

Framtiden får utvisa vilken som är den vettigaste vägen att gå och mycket hänger såklart på hur snabbt utrullningen av SD-BERA går, men att tappa fart i försäljningen på grund av bristande finansiella muskler är såklart inte acceptabelt. Hursomhelst så har bolaget begränsade resurser eftersom det mesta av emissionslikviden försvinner för att finansiera de tyska studierna.

Marknadsstorlek ger potential

Hur rimlig är bolagets uppskattning av marknadens storlek? Baserat på incidensen av schizofreni bedömer vi att det är rimligt att anta att det görs åtminstone 120 000 schizofreniutredningar per år i Europa. Till detta kommer schizofreniutredningar som görs på patienter med andra psykosjukdomar. Psykosjukdomar förefaller enligt svenska studier ha en incidens på 0,4 promille dvs. omkring dubbelt så hög som schizofreni i sig. Således kan det vara rimligt att anta att det relevanta antalet undersökningar är åtminstone dubbelt så stort, eller 240 000 utredningar.

Vi uppskattar med grund i undersökningar genomförda av Karolinska Institutet att omkring 5-6 promille av den svenska befolkningen årligen utreds för ADHD inom barn- och ungdomspsykiatri. Samma andel motsvarar på

5-6 promille utreds årligen för ADHD

Europainivå omkring 320 000 undersökningar. Om vi tar hänsyn till prevalensen i den vuxna befolkningen, som uppskattas sjunka till hälften jämfört med barn- och ungdomar, torde grovt skattat ytterligare hälften så många relevanta undersökningar tillkomma.

Autismspektrum har ungefär samma prevalens som schizofreni och teoretiskt skulle antalet relevanta undersökningar för denna indikation därför med våra beräkningar ligga kring 120 000. Dock utreds en stor del av autismspektrumfallen inom ramen för neuropsykiatriska utredningar som även omfattar schizofreni- och ADHD-indikationer. Vi antar därför att det relevanta antalet snarare är en tredjedel, dvs. ca 40 000.

Oberoende validering kan ge startskottet för våldsam tillväxt

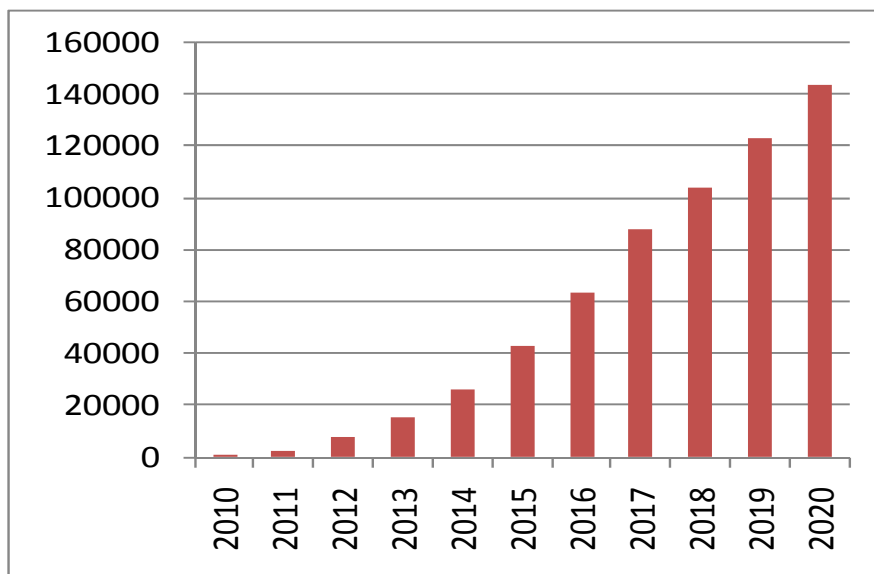
Totalt hamnar alltså vår skattning på 760 000 relevanta neuropsykiatriska undersökningar i Europa, i linje med bolagets egen bedömning. Med dessa antaganden kan dock enbart den europeiska marknaden värderas till 4,4 Mdr SEK. Inkluderar man de övriga traditionellt stora läkemedelsmarknaderna USA och Japan stiger marknaden till ca 7,4 Mdr SEK. Utöver detta så finns andra stora världsmarknader som Kina och Indien med flera som givetvis utgör en enorm potential. Vi vet dock för lite om hur psykiatri fungerar i dessa regioner för att göra en seriös bedömning och har därför valt att utesluta dessa marknader från analysen tills vidare.

Under förutsättning att SD-BERA valideras bör metoden kunna penetrera en icke oväsentlig del av denna marknad även internationellt. En underlättande faktor vad gäller internationaliseringen är att psykiatri (liksom övrig sjukvård) är homogen med standardiserade diagnoshandböcker som används världen över.

Till följd av patentskydd och långa utvecklingstider är marknader för läkemedel och medicinteknisk utrustning ofta oligopol. Därför är det realistiskt att räkna med höga marknadsandelar för den som är tidigt ut till marknaden. I ljuset av att metoden introducerades på marknaden 2007 och först nu kommer att valideras med en internationell oberoende studie kan det vara intressant att överföra den svenska penetrationen för SD-BERA till Europa. Antalet sålda analyser var dubbelt så stort 2009 som året dessförinnan, dvs ca 240. Direkt översatt, och något förenklat, skulle

Inklusive Japan och USA är diagnosmarknaden värd över 7 Mdr SEK

SensoDetects försäljning för 2009 innebära 16 000 antal sålda diagnoser och en omsättning på 104 MSEK 2012, d.v. s. två år efter introduktionen. Vi ska då ha i åtanke att metoden i sin ungdom inte hade så många studier att luta sig emot och måste ansetts vara experimentell. Vi har räknat med att penetrationen går något långsammare, och har antagit en utveckling i linje med bolagets mål om 8000 undersökningar 2012. Därefter kan det emellertid gå snabbt.



Antagen utveckling SD-BERA-undersökningar i Europa

**Vi räknar med att
SensoDetect tar 20
procent av
marknaden**

Vi har antagit att omkring 20 % av marknaden kommer att kunna erövrats under en 10-årsperiod. Det skulle innebära en årlig undersökningsvolym om ca 230 000 undersökningar (varav knappt 150 000 i Europa) i slutet av perioden och en försäljning i slutledet på 1,5 Mdr SEK. Sannolikt kommer visserligen en del av intäkten tillfalla återförsäljare, men det vore ändå mycket snabbt marscherat för ett bolag som utförde strax över 200 undersökningar och omsatte 1,5 MSEK under förra året.

Ytterligare ett intressant användningsområde för SD-BERA är inom läkemedelsutveckling. Här kan t.o.m. behovet av objektiva diagnosmetoder för att studera fysiologiska effekter av psykofarmaka vara än mer uppenbart och resurserna är betydande. Enligt den amerikanska läkemedelsindustrins intresseorganisation finns det för närvarande 44 läkemedelskandidater för schizofreni i klinisk

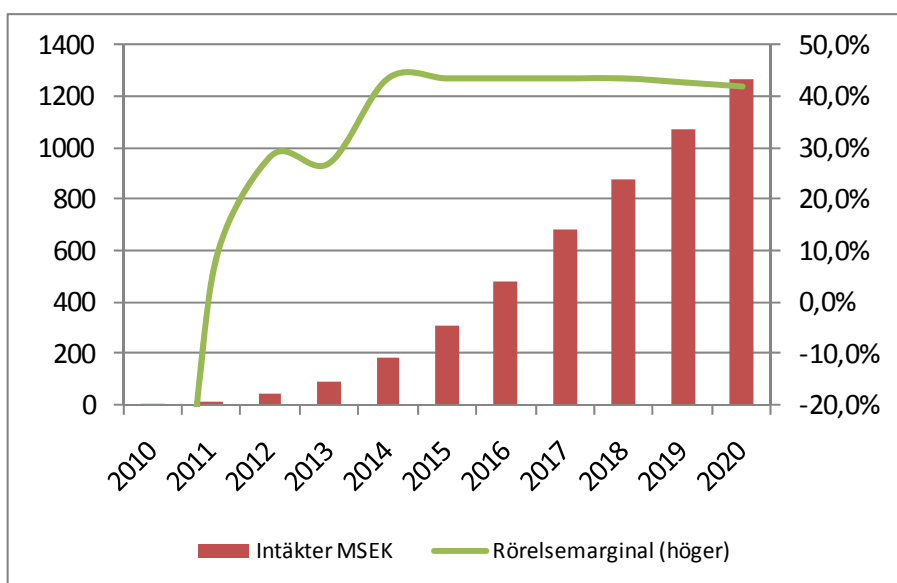
fas och i kliniska studier görs undersökningar på tusentals patienter. Således borde marknadspotentialen inom detta segment vara många 10-tusentals undersökningar.

Mycket goda marginaler

Mycket goda marginaler samt en affärsmodell som ger starka kassaflöden

En validering och därefter ökade marknadsföringsmöjligheter torde innebära att SensoDetect inte är så långt ifrån att visa vinst. Bolagets affärsmodell med betalning per undersökning torde ge mycket goda marginaler då kostnaden att producera en undersökning är marginell i förhållande till intäkten. Visserligen kommer SensoDetect i gengäld att behöva investera i en egen park SD-BERA-instrument, men även dessa utlägg torde vara klart måttliga i relation till de starka kassaflöden som varje instrument kan generera årligen. "Återbetalningstiden" kan ligga så lågt som ett tiotal undersökningar, vilket illustrerar fördelen med affärsmodellen.

Främst tack vare just hög bruttomarginal kommer SensoDetect ha bra förutsättningar att kunna uppvisa mycket höga rörelsemarginaler. Vår bedömning är att rörelsemarginalen kan hamna över 40 % när bolaget får tillräcklig volym på försäljningen. Detta är visserligen en iögonfallande hög marginal i de flesta branscher, de ofta förekommande oligopolen inom hälsovårdsmarknaden gör dock att marginalerna kan bli högre och hålla i sig längre än på andra håll.



Omsättnings- och rörelsemarginalscenario för SensoDetect

Fortsatt betydande uppvärderingspotential

Även om bolaget som sagt kanske inte är så långt från vinst så är detta mångt och mycket avhängigt utfallet i studierna i Tyskland som kan ge en oberoende validering av diagnosmetoden. Även om dessa studier inte har samma livsavgörande betydelse som kliniska studier för läkemedelskandidater kommer en framgång eller motgång att betyda mycket för marknadsförutsättningarna för och den bedömda risken i bolaget. Detta gör att värdet på bolaget har en till viss del binär karaktär, i likhet med ett bioteknikbolag med ett fåtal kandidater i klinisk fas i portföljen.

Likheter med biotech

I det läget är den värderingsmetod vi förespråkar så kallad riskjusterad NPV. Den går ut på att vi estimerar relevanta kassaflöden och kostnader relaterade till ett projekt över produktens livstid. Kassaflödena riskjusteras sedan för risken att produkten fallerar i klinisk fas. Kassaflödena diskonteras med lämplig diskonteringsränta.

I fallet med SensoDetect gör vi en riskjusterad värdering av ett antal projekt eller indikationer. Inom läkemedelsutveckling finns mycket statistik och därmed möjligheter att estimerar produktrisker. Historiskt uppskattas sannolikheten för en läkemedelskandidat i klinisk fas I att nå marknaden till drygt 20 %, för fas II drygt 30 % och för fas III drygt 70 %. Ur risk- och värderingssynpunkt kan det något slarvigt vara befogat att likna valideringsstudien som Charité utför med en kombinerad fas II och fas III-studie dvs. både en oberoende "proof of principle" och fastställande av statistisk signifikans. Vi tycker att det är motiverat att räkna med en sannolikhet på 70 % givet resultatet i de studier som hittills utförts (visserligen i bolagets egen regi).

| Indikation | " Peak Sales" slutledet (MSEK) | Riskat NPV (MSEK) | Per aktie | Kommentar |
|---------------------------|--------------------------------|-------------------|------------|---|
| Schizofreni Europa | 300 | 161 | 41 | 70% chans att nå marknad |
| ADHD Europa | 600 | 237 | 61 | -" |
| Forskning/läkemedel | 100 | 69 | 18 | -" |
| Schizofreni USA, Japan | 300 | 44 | 11 | 50% chans att nå marknad |
| ADHD USA, Japan | 500 | 80 | 20 | -" |
| Autismspektrum | 100 | 22 | 6 | |
| <i>Personal, overhead</i> | | <i>-153</i> | <i>-39</i> | <i>30% avdrag för personal och overhead</i> |
| Totalt | 1900 | 459 | 118 | |
| Antal aktier, milj | | | 3,903 | |

Sum-of-parts ger ett riskat NPV om 118 SEK

Ovan har vi gjort en sammanställning och summering av värdet av delarna av de olika indikationer och marknader som vi anser vara relevanta för SensoDetect i dagsläget. Uppdelningen skall inte tas alltför bokstavligen utan mer ses som en indikation på den ungefärliga fördelningen. I realiteten finns ju instrumentet också redan "på marknaden"

även om det är i relativt begränsad skala och med en tydlig "tilt" åt forskning. Vi har använt en hög diskonteringsränta, 20 %, för att ta hänsyn till den höga risken i form av att tekniken är kommersiellt oprövad, beroendet av en produkt osv. Med en diskonteringsränta på 15 % stiger värdet till knappt 800 MSEK.

Detta blir givetvis lätt en teoretisk räkneövning men ger en illustration till potentialen samtidigt som vi försöker ta hänsyn till möjlig produktrisk. En alternativ värdering med en traditionell värdering av diskonterade kassaflöden ger ett värde på 600 MSEK eller drygt 150 SEK per aktie om vi räknar med att bolaget till fullo når ut till marknaderna i tabellen ovan med en penetration om 20 % över en tioårsperiod och använder samma diskonteringsränta (20 %).

Vidare uppvärdering trolig i takt med stigande marknadsandelar

Är dessa värderingar rimliga för ett företag som hittills redovisat enbart försumbar försäljning? Antag att bolaget når en volym om 50 000 undersökningar på fem års sikt. Detta motsvarar omkring 6 % av den europeiska marknaden. Detta torde i sin tur motsvara en försäljning för SensoDetect om 260 MSEK (vi antar att distributörer skär emellan något på SensoDetects bekostnad). Med en rörelsemarginal på 40 % ger detta en nettovinst på 75 MSEK. Värderas bolaget då med PE-tal mellan 15 och 20 innebär det ett värderingsintervall på 1,1 till 1,5 Mdr SEK. Med ett avkastningskrav på 20 % ger detta ett värde idag på mellan 375 och 500 MSEK eller 96 till 128 kr per aktie.

Vi inser att det går att göra mer aggressiva antaganden om försäljningsutvecklingen. Teoretiskt uppgår den globala marknaden till flera tiotals miljarder. Om bolaget når en volym på 50 000 undersökningar är det ett kvitto på att metoden är kommersiellt gångbar och användandet lär växa kraftigt även efter bolaget nått denna nivå. Samtidigt ska man ha viss respekt för att det kan finnas ett motstånd inom psykiatrin mot objektiva diagnosmetoder som SD-BERA. Konkurrens kan också tillkomma från andra objektiva fysiologiska diagnosmetoder.

Betydande potential kan komma att realiseras under året

Sammanfattningsvis bedömer vi att det finns en mycket spännande potential i aktien även med vad vi anser vara rimliga till försiktiga antaganden. Vad gäller kurskatalysatorer så är det uppenbart att det finns ett intresse från forskningsvärlden för instrumentet vilket både ger vissa, om än små, intäkter och öppnar möjligheter för nya användningsområden något som i sin tur ger ett intressant nyhetsflöde.

Kursutvecklingen under detta år kommer dock sannolikt att i främst styras av förväntningar på resultaten från Charitéstudierna. Ingen tidpunkt är angiven för deras slutförande, men bolaget har uppgett att man kommer att ge en kommentar under året. Detta är en händelse som allt fler och fler förstår kommer att få stor betydelse för bolagets värde. En stor del av kurspotentialen som ligger i framgångar i dessa studier kan därför komma att realiseras redan innan resultaten presenteras, som en följd av tilltagande spekulationer. Detta är ett vanligt kursmönster inför betydande och på förhand kända bolagshändelser, s.k. "events".

Nyhetsflödet under året styr förväntningarna

| RESULTATRÄKNING (MSEK) | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Nettoomsättning | 2 | 5 | 14 | 44 | 91 | 181 |
| Förändring | | 132% | 193% | 209% | 106% | 99% |
| Övriga rörelseintäkter | | | | | | |
| Rörelsens kostnader | -4 | -11 | -14 | -31 | -65 | -99 |
| Bruttoresultat | -2 | -6 | 1 | 13 | 26 | 81 |
| Avskrivningar | 0 | 0 | 0 | -1 | -2 | -3 |
| Rörelseresultat | -2 | -6 | 0 | 12 | 24 | 78 |
| Räntenetto | 0 | | | | | |
| Övriga finansposter | | | | | | |
| Intressebolag | | | | | | |
| Minoritetsintresse | | | | | | |
| Resultat före skatt | -2 | -6 | 0 | 12 | 24 | 78 |
| Full skatt | | | | -3 | -7 | -22 |
| Redovisat resultat efter skatt | -2 | -6 | 0 | 9 | 18 | 56 |
| Våra justeringar efter skatt | | | | | | |
| Justerat resultat efter skatt | -2 | -6 | 0 | 9 | 18 | 56 |
| Rörelsemarginal | -71,6% | -126,8% | 3,4% | 28,1% | 26,8% | 43,3% |
| Fullskattesats | | | | 28% | 28% | 28% |
| Räntabilitet justerat eget kapital | -24% | -92% | 12% | 104% | 80% | 96% |
| Räntabilitet sysselsatt kapital | -20% | -70% | 6% | 109% | 108% | 132% |
| KASSAFLÖDE (MSEK) | | | | | | |
| | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P |
| Kassaflöde före förändring i rörelsekapital och investeringar | -2 | -6 | 1 | 10 | 19 | 59 |
| Minskning/ökning i rörelsekapital | 0 | -1 | -1 | -4 | -2 | -4 |
| Kassaflöde före investeringar | -2 | -7 | -1 | 5 | 17 | 55 |
| Investeringar i maskiner, fast. mm | -1 | 0 | -1 | -2 | -5 | -9 |
| Övriga investeringar, netto | | | | | | |
| Kassaflöde efter investeringar | -2 | -7 | -1 | 3 | 12 | 46 |
| Utdelning | | | | | | |
| Nyemission | 8 | | | | | |
| Förändring i nettoskuld | 6 | -7 | -1 | 3 | 12 | 46 |
| Självfinansieringsgrad | | -2867% | -93% | 238% | 368% | 610% |
| Investeringar/Fakturering | 33,3% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Investeringar/Avskrivningar | | 300% | 300% | 300% | 300% | 300% |
| BALANSRÄKNING (MSEK) | | | | | | |
| | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P |
| Likvida medel | 7 | 1 | 1 | 1 | 13 | 59 |
| Ej räntebärande omsättningstillgångar | 1 | 1 | 4 | 11 | 18 | 31 |
| Varulager | | | | | | |
| Goodwill | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Övriga anläggningstillgångar | 0 | 1 | 1 | 3 | 6 | 12 |
| Summa tillgångar | 12 | 7 | 10 | 19 | 40 | 106 |
| Ej räntebärande skulder | 1 | 0 | 1 | 4 | 9 | 18 |
| Räntebärande skulder | 1 | 3 | 4 | 1 | 0 | 1 |
| Konvertibla förlagslån | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minoritetsandel | | | | | | |
| Eget kapital | 10 | 4 | 4 | 13 | 31 | 87 |
| Summa skulder & eget kapital | 12 | 7 | 10 | 19 | 40 | 106 |
| Varulager/Fakturering | | | | | | |
| Rörelsekapital/Fakturering | -8% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% |
| Räntebärande nettoskuld | -6 | 2 | 3 | 0 | -12 | -58 |
| Nettoskuldssättningsgrad | -58% | 42% | 71% | -1% | -40% | -67% |
| Soliditet | 83% | 52% | 42% | 70% | 77% | 82% |

| PER AKTIE (SEK) | 2009 | 2010P | 2011P | 2012P | 2013P | 2014P |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Årsslutkurs | 10,00 | 50,00 | 50,00 | 50,00 | 50,00 | 50,00 |
| <i>Förändring</i> | ■ | 400% | | | | |
| Börsvärde (MSEK) | 39 | 195 | 195 | 195 | 195 | 195 |
| Genomsnittligt antal aktier (miljone) | 3,90 | 3,90 | 3,90 | 3,90 | 3,90 | 3,90 |
| VPA (full skatt) | -0,41 | -1,58 | 0,12 | 2,29 | 4,51 | 14,44 |
| <i>Förändring</i> | ■ | 286% | -108% | 1736% | 97% | 220% |
| P/E-tal (full skatt) | -24,4 | -31,6 | 401,0 | 21,8 | 11,1 | 3,5 |
| P/S-tal | 18,59 | 40,03 | 13,65 | 4,42 | 2,14 | 1,08 |
| EBIT-multipel | -22,2 | -31,8 | 407,0 | 15,7 | 7,5 | 1,7 |
| Kassaflöde per aktie e inv | -0,60 | -1,85 | -0,35 | 0,78 | 3,13 | 11,82 |
| Kurs/Kassaflöde e inv. | -16,6 | -27,0 | -141,3 | 64,0 | 16,0 | 4,2 |
| JEK | 2,5 | 0,9 | 1,1 | 3,4 | 8 | 22 |
| <i>Förändring</i> | ■ | -63% | 13% | 216% | 135% | 184% |
| Räntabilitet JEK | -24% | -92% | 12% | 104% | 80% | 96% |
| Kurs/JEK % | 397% | 5344% | 4716% | 1492% | 636% | 224% |
| Substansvärde | 3 | 1 | 1 | 3 | 8 | 22 |
| Kurs/Substans | 397% | 5344% | 4716% | 1492% | 636% | 224% |

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Smallcap.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Smallcap.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Smallcap.se/Smallcap.se AB

Disclaimer

Smallcap.se är en oberoende aktör som ägs av Smallcap.se AB. Fokus ligger på analys av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Smallcap.se strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Smallcap.se:s ställning som oberoende. Smallcap.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Smallcap.se:

-annonsering via banners och utskick

-sponsorbevakning, sponsorbevakningen är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Smallcap.se

Smallcap.se:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Smallcap.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys. Eget innehav uppdateras löpande och finns tillgängligt på Smallcap.se

Smallcap.se lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Smallcap.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Smallcap.se tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov. Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Smallcap.se analyserar. Kunden bör därför endast beakta Smallcap.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Smallcap.se försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Smallcap.se att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Smallcap.se prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias. Smallcap.se friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Smallcap.se.

Material publicerat på/av Smallcap.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.