

Hopp för nedstämda

Mangold tar upp Emotra till bolagsbevakning. Emotra är ett medicinsktekniskt bolag som utvecklat Edor-metoden som genom att enkelt testa patienters elektriska respons på en serie givna signaler ska kunna bidra till att urskilja riskgruppen för återfall i depression. Kostnader för mental hälsa ökar liksom patienter med depression. Med ett test ska personer i denna riskgrupp kunna identifieras och på så sätt ska detta leda till bättre och säkrare vård samt sänkta kostnader.

Teknikskifte banar väg

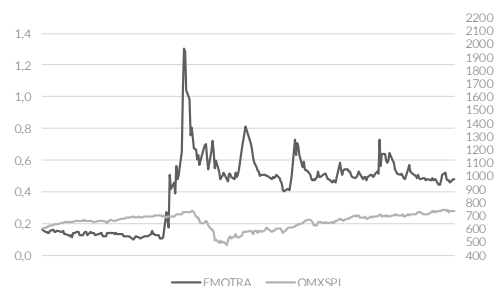
Emotra behöver evidens för sin teknik och står i startgroparna för att genomföra studier av Edor-testet med ett antal universitetssjukhus. Marknaden för mental hälsa står inför ett teknikskifte vilket bör göra det lättare för Emotra att vinna mark med sin teknik. Något som även talar för att bolaget ska nå marknaden med Edor är att dess användningsområde utökats för att nå ett bredare patientunderlag. Mangold bedömer att detta väntas attrahera ett stort antal specialistkliniker och sjukhus.

Hög risk - stor uppsida

Mangold har tagit hänsyn till att risken i Emotra är hög. Dels för att bolaget gör en omstart och på så vis får börja om med nya studier dels för att tekniken inte får det tänkta genomslaget den har potential för. Bolagets värde har därför riskjusterats och en hög diskonteringsränta använts. För att få fram ett motiverat värde på bolaget har en DCF-modell använts som resulterat i ett motiverat värde på 1,34 kronor. Det motsvarar en uppsida på drygt 170 procent.

Information

Motiverat värde (kr)	Köp 1,34
Risk	Hög
Kurs (kr)	0,49
Börsvärde (Mkr)	18
Antal aktier (Miljoner)	38
Free float	96%
Ticker	EMOT
Nästa rapport	2020-11-26
Hemsida	www.emotra.se
Analytiker	Jan Glevén



Kursutveckling

	1m	3m	12m
EMOT	0,8	0,0	213,3
OMXSPI	-0,6	3,9	13,8

Nyckeltal

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning (tkr)	22	24	27	2 450	6 520
EBIT (tkr)	-6 292	-6 300	-6 980	-6 266	-4 579
Vinst före skatt (tkr)	-6 292	-6 300	-6 980	-6 416	-4 729
EPS, justerad (kr)	-0,16	-0,17	-0,18	-0,13	-0,12
EV/Försäljning	680,0	618,2	562,0	6,1	2,3
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg
EV/EBIT	neg	neg	neg	neg	neg
P/E	neg	neg	neg	neg	neg

Ägarstruktur

	Aktier	Kapital
Avanza Pension	3 027 717	8,0%
Elizabeth Kaminski	703 240	5,1%
Anders Friberg	776 556	2,0%
Claes Holmberg	752 789	2,0%
Jan Emander	744 310	2,0%
Örjan Olsson	650 000	1,7%
Jonas Wahlén	606 014	1,6%
Lars Lidén	565 000	1,5%
Totalt	38 043 599	100%

Emotra - Bolaget i korthet

Grunden lagd

Emotra är ett medicintekniskt bolag som utvecklat ett instrument och en testmetod, Eodor som identifierar hyporeaktiva patienter, vilka har högre risk för svårbehandlad depression och återfall i sjukdomen. Inom den psykiatriska vården utgör depression ett stort problem och det saknas objektiva diagnostiska markörer som ger information för indelning i högre eller lägre risk för återfall i depression. Eodor kan identifiera riskgrupp med förhöjd risk för återfall i depression oberoende av ett antal faktorer som intervjuverktyg, ålder, kön, språk och kultur vilket är unikt. Några konkurrerande tekniker finns inte godkända på marknaden vilket ger bolaget goda möjligheter attrahera sjukhus och specialistkliniker. Emotra har valt att rikta in sig på patientgruppen, hyporeaktiva som identifieras med Eodor. Denna patientgrupp är densamma som har ökad risk för självmord. Förbättrad diagnostik med hjälp av Eodor-testet skulle kunna leda till bättre och säkrare vård samt stora kostnadsbesparingar för samhället. Hälso- och sjukvården är konservativ och nya innovationer behöver evidens för att få acceptans. Ett viktigt steg i bolagets utveckling blir därför kommande studier kring återfall i depression samt samarbeten. Emotra har som målsättning att påbörja en klinisk studie under 2020 vilket bolaget har tagit in kapital för att kunna genomföra. Bolaget har sin hemvist i Astrazenecas inkubator BioVentureHub i Mölndal. Aktien är noterad på Spotlight Stock Market sedan 2013.

Eodor har lång historia

Bolagets Eodor-test har utvecklats av Lars-Håkan Thorell som efter långvarigt arbete lett fram till det som utgör Eodor (Electro Dermal Orienting Reactivity). De elektroniska mätningar som görs på huden fungerar som en biomarkör. Testet mäter respons på stimuli över tid och identifierar patienter som reaktiva eller hyporeaktiva. Testet ska utgöra ett komplement till den kliniska intervjun och sjukdomshistoria. Emotras tidigare inriktning var suicid, det vill säga om en deprimerad patient löper risk att begå självmord. Flera år av studier genomfördes för att nå framgång med Eodor som biomarkör för riskgruppen självmord bland hyporeaktiva. Kliniska studier, EUDOR-A genomfördes på 15 psykiatriska kliniker i 9 europeiska länder. Ett stort antal specialister och drygt 1500 patienter ingick i studien. Studien ledde inte fram till någon försäljning då fler studier krävdes för att få tekniken accepterad. Riskgruppen - de hyporeaktiva - ansågs av den psykiatriska vården vara för stor för att man skulle kunna skydda hela gruppen från suicidala handlingar.

Fördel omstart

Emotra har nu bytt strategi där området ändrats till hyporeaktiva patienter inom indikationsområdet återfall i depression. Bolaget har nya data som stödjer denna indikation och som ska ge bättre möjligheter att bearbeta sjukhus och kliniker. Den nya indikationen väcker större intresse bland de kliniker Emotra varit i kontakt med. Detta medför också en större marknad och möjlighet till rutinanvändning vilket i sin tur ger större volym. Genom att använda Eodor-testet i vården skulle risken för återfall i depression kunna minskas då åtgärder kan sättas in tidigt. Testet är avsett för att användas av psykiater, psykolog och terapeuter både inom primärvård och specialiserad vård. Forskning visar att hyporeaktiva, som identifieras av Eodor, har signifikant högre risk för återfall i depression än reaktiva patienter, samma patientgrupp som även har ökad risk för självmord.

Eodor-systemet utvecklat...

...men evidens för indikationen återfall i depression behövs

Eodor-testet utvecklat av Lars-Håkan Thorell

Medgrundare till bolaget är även Elizabeth Kaminski som är storägare i bolaget

Ny strategi - större marknads-potential

Återfall i depression vanligt

Emotra - Metod och samarbeten

Edor-metoden

Edor-metoden är ett psykofysiologiskt test som utgörs av en handhållen utrustning som mäter biologiska signaler från hjärnan. Den består av en mätenhet (Edor-box), hörlurar och dator. Metoden mäter hudens förmåga att leda svag ström, konduktans, samtidigt som patienten övervakas med ljudsignaler. Patienten placerar fingrar på elektroder som sitter på boxen och lyssnar samtidigt på ljudsignaler. Hur patienten reagerar på ljudsignalen mäts som ökad svettning. Ett test tar mellan 20-30 minuter att genomföra och kräver att en testledare övervakar. Att utbilda en testledare tar två till fyra timmar.

Edor-testet använder ljudsignaler

Stöd från forskning

Forskning och studier har visat att friska personer reagerar med hög uppmärksamhet på testets signaler. Deprimerade och patienter med suicidtankar har låg uppmärksamhet, det vill säga hyporeaktiva. En hyporeaktiv person sägs reagera mindre på upprepade stimuli. Kombinationen psykisk sjukdom och hyporeaktivitet innebär även ökad risk för självmord. Depression är en vanlig orsak till långvarig sjukskrivning och många behöver behandling vilket i sin tur leder till höga samhällskostnader. Framförallt är återfall i depression ett stort problem, detta då det saknas objektiva diagnostiska markörer. Studier visar att ungefär hälften av de patienter som återhämtar sig från sin första depression kommer att återfalla i depression igen.

Återfall vanligt vid depression

Samarbeten, avtal och patent

Emotra behöver bygga upp en grund med evidens för indikationen i olika kliniska miljöer. Framöver väntas bolaget addera fler kliniker till sina studier vilket Mangold anser är värdehöjande. Hittills har Emotra tecknat avtal med universitetssjukhus i Warszawa samt Linköping och Örebro. Tillsammans med dessa ska studier med Edor-metoden genomföras med syftet att verifiera relationen mellan hyporeaktiva och förhöjd risk för återfall i depression.

Flera samarbeten med universitetssjukhus för nya studier

Utöver återfallsstudier pågår även fler samarbeten. Ett av dessa är med tyska Mediq Innovation Experts kring den tyska marknaden. Tanken med samarbetet är att sammanföra Edor-tekniken med Mediqs nätverk vilket ska underlätta en kommande expansion.

Det pågår även ett samarbete med statliga forskningsinstitutet RISE (Research Institutes of Sweden) kring digitalisering av analysprocessen. Inom RISE finns kunskap om digitalisering, statistisk analys och tillämpad maskinlärning/ AI. Emotra har en molnlösning för sin tjänst med data som kan användas för fortsatt utveckling. Målsättningen är att försätta digitalisera analysprocessen och på sikt öka analyskapaciteten avsevärt och minska kostnaderna för analystjänsten.

Samarbete med RISE - ska förbättra lönsamheten

Edor skyddas av olika patent. En patentansökan (PCT) inom EU har lämnats in för Edor och återfallsrisk av depression. Sedan tidigare finns olika patent för indikationen suicidrisk i USA, Japan och Sverige samt varumärkesskydd för Edor inom EU.

Edor skyddas av olika patent.

Emotra - Marknad

Teknik driver marknad

Marknaden för teknik inom mental hälsa står inför en förändring. Det sker allt mer investeringar inom detta område och särskilt inom digitala och biologiska markörer. Behandling av depression är ett av de största indikationsområden inom hälso- och sjukvården. Över 260 miljoner människor beräknas att drabbas av depression varje år enligt WHO (World Health Organization). Marknaden för deprimerade utgör ett stort patientunderlag. Emotra uppskattar att 10 procent är möjligt att nå vilket medför drygt 26 miljoner patienter. Det är rimligt att anta att marknaden kommer att bearbetas stegvis där avsikten är att sälja testanalyser till kliniker på den europeiska marknaden.

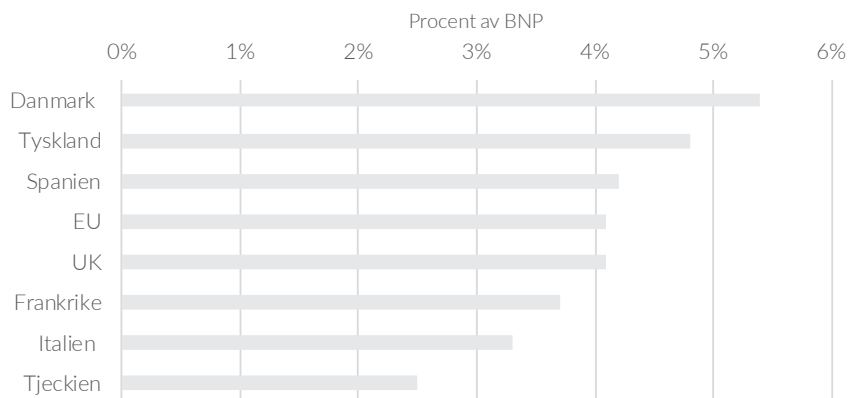
Stora förändringar kring teknik och mental hälsa

Ett folkhälsoproblem

Depression kan om tre år utgöra den största sjukdomsörnan i världen, enligt Världshälsoorganisationen (WHO). Redan i dag utgör depression den enskilt största orsaken till funktionsförlust, eller levnadsår med nedsatt hälsa, i Europa. Anledningen är att depression kan vara ett långvarigt tillstånd som ofta debuterar i unga åldrar, samt att tillgång till rätt behandling saknas i vissa länder. I Sverige är depression en av de vanligaste psykiatriska diagnoserna.

Depression orsak till nedsatt hälsa

Kostnad för mental hälsa Europa



Källa: OECD

Höga kostnader

Kostnaden för mental ohälsa inom EU beräknas uppgå till 600 miljarder kronor per år och i Sverige 80 miljarder varav 35 miljarder är relaterat till depression. För flertalet, var fjärde svensk, leder depression till att det krävs behandling. I flera länder däribland Storbritannien och Sverige använder 10 procent av befolkningen antidepressiva läkemedel. Värdet på marknaden för depression och ångeststörningar uppgick till totalt närmare 16 miljarder dollar 2018 och förväntas öka till närmare 19 miljarder dollar 2026. En ökning med 2,4 procent i snitt per år enligt Reports and Data. Antidepressiva läkemedel och olika testmetoder ingår i denna marknad.

Höga kostnader för mental ohälsa

Emotra - Prognoser

Försäljningsantaganden

För att få fram prognoser har Mangold valt att utgå från att Emotra får evidens för sin metod. Marknaden är baserad på antalet patienter som är deprimerade globalt varav 10 procent utgör en potentiell marknad motsvarande 26 miljoner patienter. Mangold har utgått från antalet möjliga tester i slutet av den tänkta prognosperioden uppgår till 350 system. Det utgör mindre än 1 procent av den totala möjliga marknaden om drygt 26 miljoner Edor-test, och 75 000 Edor-system. Intäkter utgörs dels av Edor-system och återkommande Edor-tester. Mangold har räknat med att det kommer att ta 24 månader att erhålla evidens och att försäljning då kan komma igång 2022/2023.

Stor marknadspotential för Edor

EMOTRA - PROGNOSENTAGANDEN

EDOR-system (enheter)	75 000
Volym tester år 1 / vecka	2,5
Volym tester per system / vecka	3,0
Pris per system (SEK)	50 000
Pris per test (SEK)	600
Serviceandel	10%

Källa: Emotra, Mangold Insight

EMOTRA - PROGNOSE		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Enheter	Edor-system			20	40	80	100	110
					100%	100%	25%	10%
	Edor-tester			2 250	7 200	30 600	80 100	175 725
Intäkter (Mkr)	Edor-System			1,0	2,0	4,0	5,0	5,5
	Edor-test			1,4	4,3	18,4	48,1	105,4
	Service			0,1	0,2	0,4	0,5	0,6
Totala intäkter				2	7	23	54	111

Källa: Emotra, Mangold Insight

Marginalantaganden

Edor-systemet består av hårdvara och beräknas ha 60 procent marginal. De återkommande testerna beräknas få högre marginal. I takt med ökad digitalisering kan det finnas utrymme för mycket höga marginaler på mellan 75 - 90 procent. Mangold har räknat med en bruttomarginal på 60 procent totalt sett. I takt med att bolagets försäljning tar fart ser vi potential till förbättrade marginaler.

Höga marginaler

Finansiering

Bolaget har under en rad år utvecklat Edor vilket krävt återkommande kapitalanskaffning. I samband med att bolaget valde att ändra sitt angreppssätt mot marknaden genomfördes en nyemission som inbringade 3,6 miljoner kronor. Då bolaget står inför en period med att skapa evidens i marknaden kan ytterligare kapital komma att behövas tills dess att intäkter kommer igång. I denna analys har hänsyn tagits till framtida kapitalbehov.

Återkommande kapitalanskaffningar

Emotra - Värdering

Riskjusterad DCF-Modell

Mangold har utgått från en försäljningsutveckling som tar hänsyn till en konservativ bransch där det tar lång tid att få acceptans på marknaden. Avkastningskravet har satts till 18 procent i vårt basscenario då intäkter ligger i framtiden. Någon garanti för att marknaden kommer att anamma Edor-systemet finns inte vilket vi tagit hänsyn till genom att applicera en riskfaktor på 0,5 i vår värderingsmodell.

Hänsyn tagen till hög risk

EMOTRA - DCF

(Tkr)	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	-6 300	-6 980	-6 266	-4 579	4 333	21 897	55 642
Fritt kassaflöde	-7 520	-7 429	-5 057	-4 780	2 023	14 398	38 260
Terminalvärde							255 064

Antagande	Avkrav	Tillväxt	Skatt
	18%	3%	22%

Motiverat värde	
Enterprise value	99 343
Equity value	101 959
Motiverat värde per aktie	1,34

Källa: Mangold Insight

Scenarioanalys

Då försäljning kan komma att utvecklas i olika scenarion har Mangold valt att även göra en scenarioanalys. I denna analys har försäljning i ett basscenario adderats ett bull samt bear-case. Dessa utfall har sedan diskonterats med olika diskonteringsränta för att visa på potential kontra risk.

MANGOLD - SCENARIOANALYS

Avk krav %	0,8x	Basscenario	1,2x
16%	1,31	1,71	2,10
18%	1,03	1,34	1,65
20%	0,81	1,07	1,32

Med lägre avkastningskrav och högre försäljning finns potential på 2,10 kronor i aktien.

Källa: Mangold Insight

Emotra- Appendix - Ledning och styrelse

Ledning består av vd och grundare

Vd sedan slutet av 2018 i bolaget är Daniel Poté. Han har lång erfarenhet av internationell marknadsföring och produktanseringar för olika medicintekniska bolag som Vitrolife, Nobel Biocare och Haemochrom Diagnostica.

Ny vd med internationell erfarenhet kan ge lyft

Lars-Håkan Thorell är forskningschef och grundare av Emotras mätmetod Edor och dess produktsystem. Han är docent med över 40 års erfarenhet inom experimentell psykiatri och neurologi. Han har utfört forskning inom suicid, psykofysiologi och hyporeaktivitet och har under många år haft sin anställning vid institutionen för klinisk och experimentell medicin, avdelningen för psykiatri vid medicinska fakulteten på Linköpings Universitet. Han har även valts in som medlem i European College of Neuropsychopharmacology (ECNP, en organisation för psykiatriska specialitälkare i Europa.

Grundare är kvar i bolaget

Styrelse

Styrelseordförande är Claes Holmberg. Han var tidigare vd i bolaget. Han är ingenjör inom teknisk fysik samt doktor med bakgrund inom matematisk fysik. Han har lång erfarenhet av utveckling och kommersialisering av medicintekniska produkter dels som vice vd på Nobel Biocare dels som vd på Mediteam/Biolin och Biolight. Claes Holmberg har suttit i ett flertal styrelse för medicintekniska bolag.

Tidigare vd är styrelseordförande

Erfarenhet från Nobel Biocare

Anna-Sjörs Dahlman är styrelseledamot och doktor inom rehabiliteringsmedicin. Hon har genomfört forskning vid Institutet för stressmedicin i Göteborg samt gästforskare vid Naval Postgraduate School I Monterey, USA. Hon har sedan tidigare samarbetat med Lars-Håkan Thorell inom elektrodermala mätningar och har en djupare förståelse för Edor-testet.

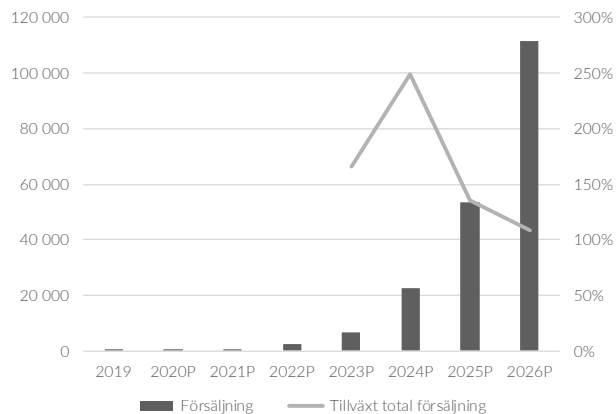
Ny ledamot med erfarenhet från elektrodermala mätningar

Jan Pilebjer är styrelseledamot och affärsrådgivare vid GU Ventures. Internationell erfarenhet finns från medicintekniska bolag som Baxter Healthcare, Nycomed, Kabivitrum och Upjohn.

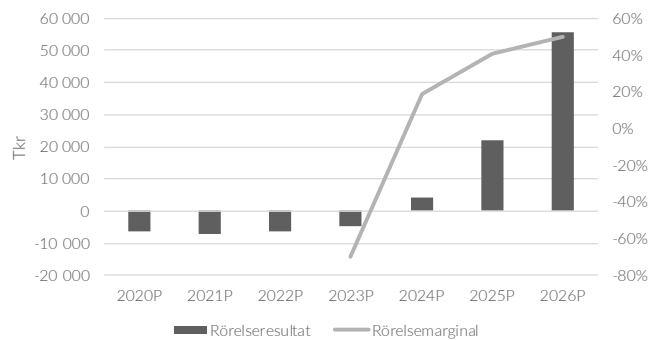
Finansiell kompetens finns i bolaget

Emotra - Appendix Diagram

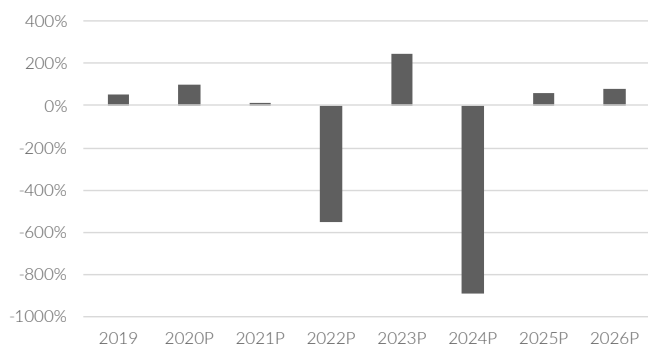
Emotra - Försäljning och tillväxt



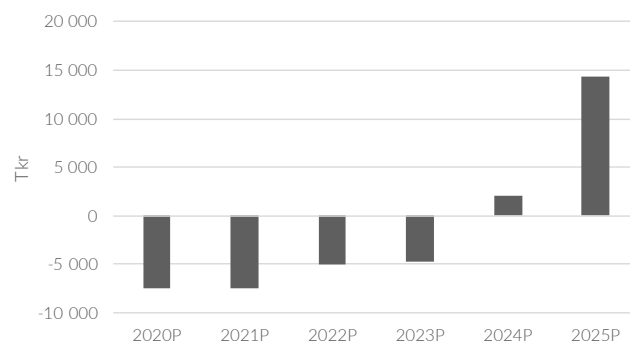
Emotra - Rörelseresultat och marginal



Emotra - Soliditet



Emotra - Fritt kassaflöde



Emotra - Resultat & balansräkning

Resultaträkning (TKR)	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Försäljning	22	24	27	2 450	6 520	22 760	53 560
Kostnad sålda varor	0	-9	-10	-980	-2 608	-9 104	-21 424
Bruttovinst	22	15	17	1 470	3 912	13 656	32 136
Bruttomarginal				60%	60%	60%	60%
	0	0	0	0	0	0	0
Personalkostnader	-2 798	-3 078	-3 386	-3 724	-4 097	-4 506	-4 957
Övriga rörelsekostnader	-3 516	-3 868	-4 255	-4 680	-5 148	-5 663	-6 229
Avskrivningar	-1	-51	-96	-86	-78	-70	-63
Rörelseresultat	-6 300	-6 980	-6 266	-4 579	4 333	21 897	55 642
Rörelsemarginal				-70%	19%	41%	50%
	0	0	0	0	0	0	0
Räntenetto	0	0	-150	-150	-150	-150	-150
Vinst efter finansnetto	-6 300	-6 980	-6 416	-4 729	4 183	21 747	55 492
Skatter	39	0	0	1 412	0	-920	-4 784
Nettovinst	-6 253	-6 300	-6 980	-5 005	-4 729	3 263	16 962

Balansräkning	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Tillgångar							
Kassa o bank	96	4 667	-541	-5 471	-3 598	10 650	48 759
Kundfordringar	3	3	302	804	2 806	6 603	13 745
Lager	1	2	161	214	748	1 761	3 665
Anläggningstillgångar	512	961	864	778	700	630	567
Totalt tillgångar	612	5 632	787	-3 674	657	19 644	66 737
Skulder							
Leverantörsskulder	1	2	161	429	1 497	3 522	7 331
Skulder	0	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Totala skulder	1	5 002	5 161	5 429	6 497	8 522	12 331
Eget kapital							
Bundet eget kapital	14 499	21 499	21 499	21 499	21 499	21 499	21 499
Fritt eget kapital	-13 888	-20 868	-25 873	-30 602	-27 339	-10 376	32 907
Totalt eget kapital	611	631	-4 374	-9 103	-5 840	11 123	54 406
Tot skulder o eget kapital	612	5 632	787	-3 674	657	19 645	66 737

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransägar sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransägar sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Emotra.

Mangold äger aktier i Emotra.

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.