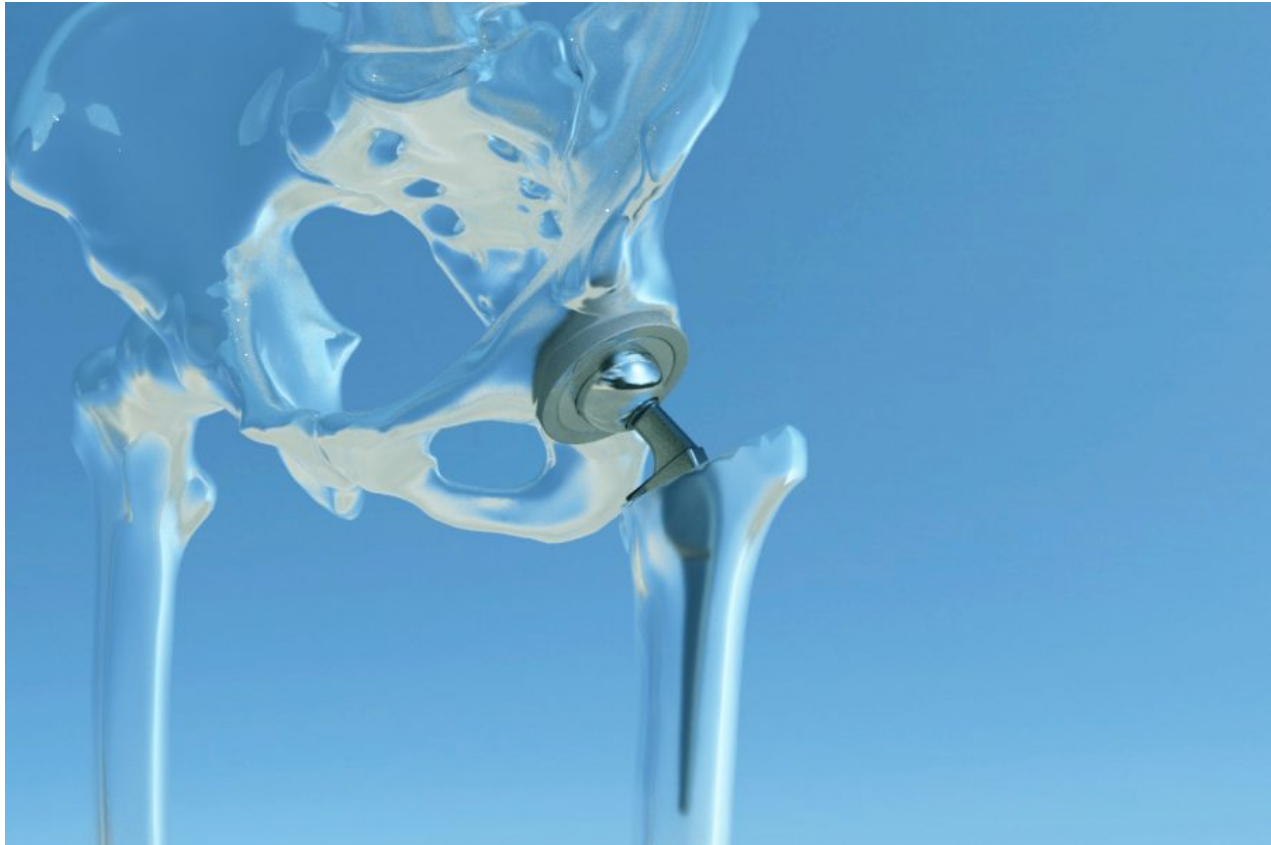


Ortoma: Fått in en fot i Japan

ORTOMA Analys
12 januari,
2022

Ortomas mål om att nå 100 Mkr i omsättning har ännu inte besannats. Nettoomsättningen ligger kvar på nollan. Nu har bolaget äntligen landat en industriell partner. Kan detta lyfta försäljningen?



Ortoma erbjuder en produkt som syftar till att hjälpa ortopedier vid höft-, knä- och ryggoperationer. Foto: Ortoma.

Ortoma	Jan 2022
VD:	Linus Byström
Styrelseordförande:	Gunnar Németh
Antal anställda:	<10
Nyckelpersoners ägande:	Cirka 34 %
Lista:	Spotlight
Aktiekurs:	25,70 kr
Antal aktier ink. utspädn:	19,8 miljoner
Börsvärde:	509 Mkr
Nettokassa:	26 Mkr
Resultatnivå, årstakt:	Cirka -10 Mkr (Kassaflöde ca -20 Mkr)
Källa: Affärsvärlden / Bolaget	Räknat på max antal aktier.

Ortoma (**25,7 kr**) utvecklar en plattform för planering och positionering av ortopediska implantat vid höftleds-, knäleds- och ryggledsoperationer. Bolaget grundades 2001 av Matts Andersson med syftet att förbättra kirurgiska ingrepp och förbättra operationsresultat. Sedan 2014 handlas aktien på Spotlight.

Med systemet kan kirurgen mäta och planera operationen i 3D. Det handlar bland annat om att identifiera en optimal positionering av implantatet i patienten. Samt utvärdera resultatet i den postoperativa uppföljningen. Bolaget delar in sitt erbjudande enligt nedan:

- **OTS Plan:** I systemet planerar kirurgen inför operation. Modulen är automatiserad och bygger på artificiell intelligens och placerar implantatet på optimal position. Kirurgen granskar planeringen i 3D-vyn, gör eventuella korrigeringar och godkänner planeringen. Planen skickas sedan över till operationsrummet.
- **OTS Guide:** I operationsrummet används OTS Guide. Det är ett navigeringsverktyg som vägleder kirurgen i placeringen av implantatet. Kirurgen kan i realtid säkerställa att implantatet hamnar i den position som valdes i OTS Plan.
- **OTS Follow-up:** Efter operationen kan resultatet följas upp med OTS Follow-up. Det går att följa upp resultatet flera år efter operation. Bolaget lyfter fram att detta är en regulatorisk del av OTS Plan.

OTS syftar till att höja effektiviteten. Planeringen ska enligt bolaget enbart ta 5-10 minuter. Även kvaliteten ska höjas, vilket bör leda till minskade re-operationer. Detta bygger på att OTS ska öka sannolikheten för att operationen blir korrekt utförd vid första försöket. Produkten OTS för höftledsoperationer beviljades marknadsföringstillstånd av FDA under 2018 och är sedan tidigare CE-märkt i Europa. I Japan beviljades bolaget godkändes OTS Plan för marknadsföring i början på december 2021. Marknaden är stor. Höftledsoperationer är en av de vanligaste operationerna. Globalt genomförs mer än 7,5 miljoner ortopediska ingrepp varje år. I Sverige utförs runt 23 000 höftledsplastiker och runt 15 000 knäledsprotosoperationer. I bland annat USA uppger Ortoma att 36% av höftledsoperationerna utförs vid klinker med låg volym. Dessa kirurger kan alltså vara mindre erfarna och i dessa fall kan bolagets produkt göra extra stor nytta. Än så länge har bolaget inte lyckats generera någon försäljning. Tanken är att försäljningen ska genom en industriell partner som ska marknadsföra och sälja bolagets produkter. Ortoma letar aktivt efter en sådan och lyckades knipa ett avtal med Johnson & Johnson (J&J) i slutet på december 2021. Bolaget ligger dock en bra bit efter målsättningen som målades upp i prospektet inför noteringen 2014. Då var ambitionen att nå en omsättning kring 100 Mkr år 2018.

AFFÄRSVÄRLDENS SYN PÅ ORTOMA

Det här är ett utvecklingsbolag med små intäkter och med högtflygande planer, alltså en förhoppningsaktie. Analys av förhoppningsbolag kräver andra metoder än vanliga börsaktier. Se även faktaruta längre ner.

1. INCITAMENT NYCKELPERSONER

Insynsägandet i Ortoma uppgår till drygt 34% av kapitalet och 62% rösterna. Största ägaren är styrelseledamoten Roy Forslund med drygt 16% av kapitalet. Näst största ägare är grundaren och styrelseledamoten Matts Andersson med runt 7% av kapitalet. Styrelseledamoten Peter Möller äger drygt 5% av kapitalet. Möller köpte aktier för drygt 1 Mkr under 2021. VD Linus Byström äger drygt 2% av kapitalet. Styrelseordförande Gunnar Németh äger drygt 0,6% av kapitalet.

2. TRACK RECORD NYCKELPERSONER

Bolagets VD Linus Byström har tidigare verkat som chef för immaterialrätt på Nobel Biocare. Byström har bred erfarenhet gällande patent och har bland annat verkat som patentadvokat innan han anslöt sig till Ortoma. Bolagets Chief Medical Officer och styrelseledamot Tommy Hansson är professor emeritus vid avdelningen för ortopedi vid Göteborgs universitet. Hansson har skrivit över 200 publikationer som publicerats i tidskrifter och böcker. Hansson har främst forskat kring ryggradens påverkan vid olika arbetssituationer och är uppfinnare inom ryggimplantatsområdet. Styrelseledamoten, storägaren och grundaren Matts Andersson är erkänd för sina insatser inom tandvården, främst som innovatör. Närmare bestämt av det så kallade Procera-systemet, ett ledande varumärke inom Nobel Biocare. Produktutvecklingschefen Andreas Pettersson har skrivit en rad publikationer gällande noggrannhet inom guidad kirurgi. Även Pettersson har verkat på Nobel Biocare. Styrelseordförande Gunnar Németh är professor i ortopedisk kirurgi. Németh är vice ordförande i Capiro-koncernens styrelse. Intrycket är att ledningen och styrelsen består av personer med tung bakgrund inom forskning avseende relevanta områden för bolaget.

3. TROVÄRDIGHET PRODUKT OCH STRATEGI

För en lekman ter sig produkten intressant. Höftoperationer är en av de vanligaste operationerna. Att säkerställa rätt placering, få en guide under operationen och kunna säkerställa att implantatet ligger rätt borde vara av intresse för sjukhus och dess kirurger. Samtidigt verkar det röra sig om ett standardingrepp där komplikationer sällan inträffar. Kanske är det därför bolagets försäljning inte har tagit fart. Felmarginalen är helt enkelt inte tillräckligt stor för att bolagets produkter skapar mervärde. Andra förklaringar kan vara långa ledtider inom försäljning. Vi har i en tidigare analys lyft fram att re-operationensgraden ligger på 2% i Storbritannien.

NY INDUSTRIELL PARTNER

Ortoma har tidigare letat efter en industriell partner i USA, Europa och Japan. Nu har bolaget äntligen landat en sådan. Det handlar om **Johnson & Johnson KK** (J&J KK) och avser försäljning på den japanska marknaden. J&J KK erbjuder bland annat J&J:s produkter för ortopedi kallad DePuy Synthes, dessa

inkluderar bland annat höftledsimplantat. J&J är en av jättarna inom medicinteknik. Vi är dock osäkra på hur pass starka de är i Japan. Partnern kommer att utvärdera produkterna under en pilotperiod 2022. Om utvärderingen faller väl ut kommer J&J KK att lansera bolagets produkter på den japanska marknaden. Avtalet löper i sju år och partnern har exklusiv rätt till försäljning i Japan. J&J KK och andra dotterbolag inom koncernen har rätt till att förhandla om att utöka partnerskapet till andra kirurgiska områden samt till andra globala marknader. Under 2017 gjordes runt 59 000 höftoperationer i Japan enligt en [forskningsrapport](#). Vi har tidigare skattat att en höftoperation kan kosta kring 75 000 kr. Gissar vi att priset per operation landar på 5% av den totala kostnaden är marknaden värd drygt 225 Mkr per år. Detta är dock högst spekulativt. Vi noterar även att antalet höftledsoperationer per 100 000 invånare är väsentligt lägre i Japan än i Europa och USA. Tydligt är att en framgångsrik utvärdering av erbjudandet är centralt för att bolaget ska lyckas med kommersialiseringen. Det skulle även på sikt kunna innebära att bolagets produkt erbjuds till andra marknader via J&J. Kan detta vara början på genombrottet för Ortoma?

RISK FÖR NYEMISSION

Än så länge har nettoomsättningen lyst med sin frånvaro. Rörelseresultatet landade på drygt -10 Mkr för 2020. Resultatet är bättre än kassaflödet på grund av aktiverade kostnader. Kassaflödet landade på drygt -20 Mkr. Det är troligt att kassan börjar tryta under 2022. Då krävs en nyemission. Ledningen gjorde en riktad nyemission på 39,6 Mkr till ett antal "professionella investerare" för drygt ett år sedan. Då landade rabatten på 18%.

4. NÖDVÄNDIGA ANTAGANDEN I OPTIMISTISKT SCENARIO

- J&J KK:s utvärdering av produkterna blir lyckad.
- J&J KK börjar sälja Ortomas till den japanska marknaden.
- Etableringen blir framgångsrik och bolaget når en marknadsandel kring 20% på sikt.

Ortoma	Idag	Tänkbart 2025
Avklarad milstolpe	Slutit ett samarbetsavtal med en industriell partner	Framgångsrik utvärdering av bolagets produkt i Japan.
Kommande värde drivare (i)	Utvärderingen blir framgångsrik och bolagets partner börjar sälja produkten på den japanska marknaden	Bolaget breddar försäljningen till USA och Europa
Värderingsmodell (ii)	e.m.	EV/Sales 20x
Resultatnivå, årstakt	Cirka -10 Mkr	Sannolikt positiv rörelsemarginal
Börsvärde, Mkr (iii)	509 Mkr	900 Mkr
Optimistisk vinstchans (iv)		80%

TABELLFÖRKLARING OPTIMISTISKT SCENARIO

Tabellen visar bolaget i dag samt ett tänkbart framtida optimistiskt scenario. Detta är alltså inte Affärsvärldens huvudscenario. Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det oftast slutar med en stor förlust för investerarna. (i) Värde drivare är de enligt Affärsvärlden enskilt viktigaste aktiviteterna och målen för bolagets utveckling. Exempel på värde drivare i förhoppningsbolag är: licensavtal, regulatoriska godkännanden, genombrottsorder, kundintåg, nya marknader, nya råvaru leverantörer

OPTIMISTISKT SCENARIO

Går ovan förutsättningar i lås tror vi att omsättningen kan landa kring 45 Mkr år 2025. Då tar marknaden fasta på bolagets höga omsättningstillväxt samt möjligheter att växa på andra, större, marknader. Kanske kan detta leda till en värdering kring EV/Sales 20x. Ledningen har tidigare kommunicerat en ambition om att rörelsemarginalen ska landa kring 25-30%. Det ter sig inte som omöjligt givet att det främst handlar om mjukvara.

PESSIMISTISKT SCENARIO

I ett pessimistiskt scenario blir utvärderingen ingen succé, alternativt så tar försäljningen inte fart. Då krävs en rad nyemissioner för att finansiera bolagets fortlevnad, i jakten på en ny industriell partner. En misslyckad utvärdering skulle vara en stor knäck för aktien. Givet ett börsvärde på en halv miljard är nedsidan väsentlig.

AFFÄRSVÄRLDENS SLUTSATS

Huvudscenariot för förhoppningsbolag är att det över tid slutar med en stor förlust för investerarna. Ortoma erbjuder ur en lekmans perspektiv en vettig produkt. Det är positivt att bolaget äntligen har landat en industriell partner. Att de rör sig om den japanska marknaden och inte den amerikanska eller europeiska marknaden, drar ned intrycket något. Gissningsvis bör dessa marknader vara av störst intresse för Ortoma. Vidare tyder den långa processen kring att hitta en industriell partner på att intresset har varit relativt svagt för bolagets produkt. Kanske är nyttan inte tillräckligt stor för att rulla ut teknologin i bred skala? Nu återstår det att se hur utvärderingen utvecklar sig. Förhoppningsvis kan en framgångsrik utrollning i Japan utgöra en språngbräda för kommersialisering i USA eller Europa. Allt som allt landar Afv i en 3:a i tärningsbetyg. Det motsvarar ett neutralt råd. [infogram id="_/5JFrsXZIJ1eJg2lZPbgc" prefix="N5z" format="interactive" title="Tärning 3:a"]

Tio största ägare i Ortoma	Värde (Mkr)	Kapital	Röster
Roy Forslund	79	15,6%	24,8%
Matts Andersson	37	7,4%	24,2%
Avanza Pension	35	6,9%	3,9%
Peter Möller	26	5,0%	6,4%
Handelsbanken Liv Försäkring AB	18	3,6%	2,0%
Linus Byström	10	2,0%	1,2%
Jemtab Systems AB	10	2,0%	1,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	9	1,8%	1,0%
Jonny Nordqvist	8	1,6%	3,8%
Tommy Hansson	7	1,5%	0,8%
Källa: Holdings			

SÅ SER AFFÄRSVÄRLDEN PÅ FÖRHOPPNINGSBOLAG

Vid investeringar i entreprenörsbolag utan intäkter men med högtflygande planer bör man enligt Affärsvärldens åsikt börja med nyckelpersonerna i projektet.

1. **Har nyckelpersonerna rätt incitament och engagemang** för att göra det långa och hårda arbete som krävs för att lyckas? Saknas detta incitament kan man ofta stryka aktien som köpkandidat redan här.
2. **Har nyckelpersonerna erfarenhet och historik med sig** som gör det troligt att de har rätt förutsättningar för att ta projektet till framgång? Det gör enorm skillnad om entreprenören har relevanta framgångar i bagaget eller ej. Detta är en väldigt subjektiv och därmed svår bedömning men den bakomliggande tanken är robust. Nämligen att en förstklassig ledning med en halvdan affärsidé är långt mycket bättre än en förstklassig affärsidé i händerna på en halvdan ledning.
3. **Hur trovärdig är strategin och produkten?** Denna fråga kan besvaras på flera nivåer. Från höftskott till datainsamling i McKinsey-klass. Vi lägger oss på en nivå någonstans där emellan där nedlagd analystid får styras av hur intressant investeringen ser ut att vara i övrigt. En mycket intressant aktie förtjänar en mer grundlig research än ett börsbolag som vi på andra grunder bedömer som helt ointressant. Dessa bedömningsgrunder kan vara saker som frågorna 1-2 ovan eller potentialen, värderingen eller något annat.
4. **Nödvändiga antaganden i optimistiskt scenario.** Investeringar i förhoppningsbolag handlar helt och hållet om att skissa på hur uppsidan ser ut och därefter utsätta detta optimistiska scenario för "konstruktiv kritik". Om aktien står pall för trycket så kan det vara en intressant investering.

En metod är att lista vilka antaganden man nödvändigtvis måste göra för att det optimistiska scenariot ska besannas. Exempel på sådana antaganden kan vara:

- Kundtillväxten ökar
- Positiva forskningsresultat (Life Science)
- Framgångsrik lansering utomlands
- Lyckad prospektering (råvarubolag)
- Inget priskrig från stark konkurrent
- Nyckelpersonerna klarar att verkställa strategin

Vi ser det alltså som mindre meningsfullt att skissa på det mest sannolika utfallet för en förhoppningsaktie eftersom det utan undantag är att investerarna över tid gör en stor förlust.

Affärsvärldens slutsats Förhoppningsbolag är svårbedömda och inslaget av oförutsägbarhet är större än för aktier i rörelsedrivande bolag. Som en påminnelse om det stora inslaget av slump så graderar Affärsvärlden sin syn på förhoppningsbolag som sidorna på en tärning. Där tärningsutfallen:

- 1 eller 2 = Sälj
- 3 eller 4 = Neutral
- 5 eller 6 = Köp

Denna PDF finns tillgänglig hos Spotlight Stock Market genom ett samarbete med Affärsvärlden, där analysen tidigare publicerats för analystjänstens prenumeranter. Analysen i original inklusive kursdiagram och annan grafik nås via länken nedan.

<https://www.affarsvarlden.se/analys/ortoma-fatt-in-en-fot-i-japan>