

**ViroGates kæmper med for alvor at tiltrække nye kunder. Det går den rigtige vej – men for langsomt. Covid-19 har ikke gjort salgsarbejdet nemmere. Post Covid-19 kan formentlig lette salgsarbejdet. Langsigtet er der store muligheder, hvis selskabets enkle og billige test-metode med måling af suPAR-niveaue i blodet hos potentielle patienter vinder indpas.**

- ViroGates er en lille aktør, der med en ny testmetode med måling af forekomsten af proteinet/biomarkøren suPAR i blodet har udviklet et redskab til at "grovsortere" patienter på akutmodtagelser. Testen kan prognosticere, om en person er i risiko ved at have et højt inflammationsniveau, eller om det er forsvarligt at sende personen hjem uden start af en omfattende udredning og behandling. Testen giver det lægefaglige personale på akutmodtagelser et vigtigt redskab til denne "grovsortering". Brug af suPAR-tests kan give store besparelser i sygehusvæsenet, der især i år er voldsomt udfordret af Covid-19 pandemien.
- ViroGates har været børsnoteret siden 2018. Det efterfølgende forløb har ikke levet op til de strategiske og finansielle mål fremsat i forbindelse med børsnoteringen. Specielt i år er salgsarbejdet blevet vanskeliggjort af Covid-19. Internt har man gearet indsatsen op til nu 15 medarbejdere, hvoraf de fleste har en salgsmæssig funktion. For at styrke salgsbestræbelserne er der i år indgået aftale med en partner omkring salg i Baltikum.
- Salgsprocessen er lang, idet man typisk lader hospitalerne teste metoden, før der træffes beslutning om indgåelse af et samarbejde. Salgstiden er typisk 9-12 måneder fra første besøg til eventuelt salg. Covid-19 har medført nye aftaler med en række hospitaler i Spanien, men ellers er salgsarbejdet blevet vanskeligere, da beslutningstagerne primært fokuserer på at håndtere Covid-19. Efter Covid-19 er det Aktieinfos vurdering, at et salg kan blive nemmere, idet sygehusene fremadrettet skal blive endnu mere effektive, og her er suPAR-testen en billig metode, der både kan spare tid, penge og unødvendige hospitalsindlæggelser.
- Den likvide reserve udgør 38 mio. kr. pr. ultimo Q3. Ledelsen vurderer, at reserven rækker, indtil man opnår et positivt resultat på driften. Aktieinfo er enige i, at der næppe er behov for rejsning af ny kapital på kort sigt, men på længere sigt må det forventes, hvis ledelsen fortsat ønsker at udvide aktiviteten som fremsat i Børsprospektet. Investorer i ViroGates skal derfor være klar til eventuelt at komme med nye penge over tid.
- De kortsigtede mål er at indgå aftaler med en række nye hospitaler, at sikre et positivt resultat fra driften ved salg til akutafdelinger på sygehuse i Europa. Den langsigtede strategi er at åbne for salg i USA og Asien, samt det meget store marked for salg til praktiserende læger, post-akut behandling og privatsalg. Mulighederne er enorme, men først skal der komme et salgsgennembrud overfor akutafdelinger på sygehuse i Europa.
- I år er der opnået et positivt gennembrud, da suPARnostic TurbiLatex er blevet valideret til anvendelse på måleudstyr fra SiemensHealthineers og Abbott. Fra start har det været kompatibelt til Roche's cobas platform.
- Aktien er noteret på First North i Danmark. Omsætningen i aktien er begrænset. En investering i ViroGates kræver en lang tidshorisont. Risikoen er høj i en virksomhed i den tidlige fase af kommercialiseringsprocessen, hvor meget kan gå galt. Det er nu, at produktet skal vise sin styrke og salget vinde momentum.

## Anbefaling:

Aktuel Kurs: 65

Børs: First North Copenhagen

Markedsværdi: 203 mio. kr.

Antal aktier: 3.125.426 aktier

Forventet kursudvikling 0-6 mdr. 50-80 (før 40-60)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 80-100 (før 75-100)

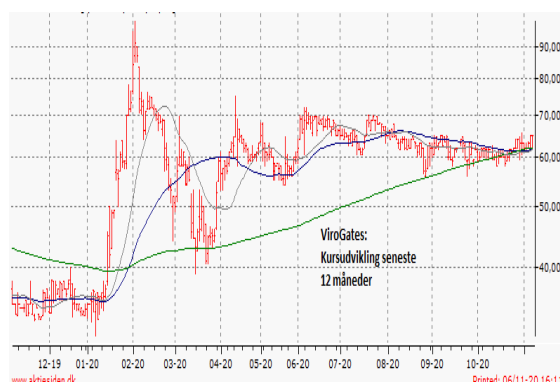
Næste regnskab: Q1 regnskab den 29-04.



## Selskabets finansielle forventninger

Covid-19 har medført længere beslutningstid hos kunderne. Derfor er tidspunktet for at opnå et positivt cash-flow udskudt fra oprindelig inden udgangen af 2020. I stedet er målet nu, at man opnår et positivt cash-flow uden at skulle hente nye penge i markedet.

I forbindelse med IPO'en i 2018 var målet ultimo 2020 at have 40 betalende hospitaler som kunder, hvilket mål ikke er opnåeligt.



12 måneder: Høj 98,6 / Lav 31,1

Aktieinfo modtager et honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

## Om ViroGates

- ViroGates er et dansk medicoteknisk selskab, der er etableret i 2001 og siden 2018 har været børsnoteret med tickerkoden "VIRO". Specialet er in vitro diagnostik i form af analyse af blodprøver, der måler forekomsten af proteinet/biomarkøren suPAR i blodet. Der er tale om en prognostisk analyse (ikke diagnostisk), der kan påvise om der er inflammation i kroppen. suPAR-værdien kan ligge i intervallet 0,1-16,0. En høj værdi giver det lægefaglige personale en indikation om, at en patient bør indlægges for nærmere diagnosticering. Er værdien derimod lav, er det udtryk for lav risiko for død eller alvorlig sygdom, hvorved en patient med rimelig sikkerhed kan hjemsendes. Det er et vigtigt beslutningsværktøj for akutafdelinger på hospitaler.
- Testen giver hurtigt svar på, om patienten er syg eller ej, men ikke hvad patienten fejler. Dog kan suPARtesten give en indikation på, om en given patient har risiko for at udvikle kræft, diabetes og/eller få problemer med hjerte-kar og nyresygdomme. Test fra andre medicoselskaber kan derimod give svar på enkelt sygdomme. Udfordringen er derfor at få disse mange tests til at spille sammen, hvilket diagnoseudstyr fra Roche, SiemensHealthineers, Abbott m.fl. bidrager til (samling af og bearbejdning af alle data). Tests fra ViroGates blev hurtigt implementeret i analyseinstrumenter fra Roche (Coba platformen), og er i indværende år også blevet valideret til brug på de vigtigste analysemaskiner fra SiemensHealthineers og Abbott. Salgspotentialet udvides i takt med validering til stadig flere analysemaskiner.
- ViroGates udbyder tre typer af tests: ELISA målrettet forskningskunder, suPARnostic Quick Triage primært til brug i akutmodtagelser og suPARnostic TurbiLatex, der er målrettet til mellem og store hospitaler med egne centrallaboratorier. Produkterne er godkendt i EU, Indien og Canada. Indsendelse af ansøgning til FDA i USA afventer et gennembrud i salget først.
- Selskabet anvender en direkte go-to-market salgsstrategi på udvalgte markeder i Europa og adresserer andre markeder via partneraftaler. Salget ledes fra hovedkontoret i Danmark med direkte salg i Skandinavien, Frankrig, Tyskland og Spanien. Egne sælgere dækker også Grækenland og Østeuropa.
- Salgsstrategien er at åbne markedet for in vitro diagnostik (IVD) ved salg til akutafdelinger på sygehuse i Europa (primært Syd- og Østeuropa). Dette marked vurderes til et omfang på ca. 250 mio. EUR. På sigt og under forudsætning af at sundhedssystemerne tager testen til sig, er det hensigten at udvide forretningsområdet både geografisk og til flere segmenter for at opnå et større volumen. Prisen for en suPAR test udgør 20 EUR pr. måling i Europa og Nordamerika og 10 EUR i resten af verden. ViroGates' rene kostpris opgjort pr. måling ligger i niveauet 1-2 EUR, så dækningsbidraget er højt. Udviklingsomkostningerne er i vid udstrækning afholdt, hvorfor der er stor elasticitet i indtjeningen i takt med at salget udbrederes.
- Her lidt over to år efter børsnoteringen har man otte betalende kunder. På over 50 hospitaler pågår der en test, hvor de potentielle kunder gratis afprøver analysemetoden, og derefter vurderer om metoden er god nok i praksis. Barrieren er at udbrede kendskabet til denne forholdsvis nye, men enkle testmetode. Derfor er det vigtigt, at metoden nu har været positivt omtalt i 627 artikler i medicinske fagblade. Det øger kendskabet til testmetoden og skal lette salgsarbejdet.
- ViroGates har patenter til den kliniske anvendelse af suPAR. Der er tale om patenter med rettigheder gældende til 2028. I 2018 blev der indsendt ny patentansøgning, der kan føre til beskyttelse i 10 år ekstra (20 år fra ansøgning).
- Ledelse: Jakob Knudsen (født 1968) er CEO, Mark Christian Hvidberg da Silva (født 1990) er CFO, Thomas Krarup (født 1963) er chef for salg og marketing mens Jesper Eugen-Olsen (født 1963 og stifter af selskabet) er forskningschef. Lars Kongsbak (født 1961) er bestyrelsesformand.
- Selskabet har 15 ansatte mod 11 pr. primo 2020.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2019: ViroGates har 885 aktionærer, heraf fire storaktionærer. N.P. Louis-Hansen ApS (Niels Peter Louis-Hansen) 24,25 %, Kim Ginnerup ApS (Kim Ginnerup) 10,74 %, 4AM ApS (bestyrelsesmedlem Lars Krogsgaard) 10,74 %, JEO Holding ApS (Jesper Eugen-Olsen, CSO i ViroGates) 5,07 %. Øvrige aktionærer (free flow) udgør 49,2 %.

## Selskabets produkter

ViroGates primære produkt er en test kaldet suPARnostic, der måler et protein, der findes i blodbanen hos alle mennesker (kendt som soluble urokinase Plasminogen Activator Receptor eller blot suPAR). Blodprøveanalyserne anvendes på hospitalernes akutafdelinger i forbindelse med en hurtig og effektiv vurdering af, om patienten har brug for akut hjælp og dermed indlæggelse til observation og videre udredning. suPARnostic-testen kan anvendes til en "grovsortering" af det sundhedsfaglige personale. Hensigten er at sikre, at man kun

indlægger de personer, der har risiko for virkelig at være syge. suPARnostic-testen vil statistisk set frasortere tæt på halvdelen af alle, der kommer på akutafdelingerne og med høj sikkerhed kunne lade det sundhedsfaglige personale sende dem hjem uden start af en dyr indlæggelse. suPARnostic-testen er prognosticerende og kan vurdere, om en patient har inflammation i kroppen - eller ikke. Testen kan ikke diagnosticere, hvad en patient fejler. Et nyligt studie har påvist, at brug af suPARnostic som test kan reducere hospitalsindlæggelser med 6,5 timer, hvilket beviser, at brug af suPARnostic kan reducere udgifterne på hospitaler betydeligt. Hospitalsvæsenet vil blive mere effektivt med flere behandlinger til samme udgift. Den prognostiske værdi af suPAR er beskrevet i 627 videnskabelige redegørelser og er baseret på undersøgelse af mere end 400.000 blodprøver. ViroGates' produkter er CE-IVD mærket og omkostningseffektive. Der er tale om tre produkter:

- ELISA udgaven er det ældste produkt og har været på markedet siden 2009. Metoden udfører stabile målinger i høj kvalitet, men ulempen er en svartid på 2-3 timer. Produktet egner sig derfor primært til forskning, hvor tid ikke spiller en afgørende rolle, og der kræves ikke specielt udstyr til at vurdere prøven.
- suPARnostic Quick Triage har været på markedet siden 2015. Med en blodprøve foretaget på laboratorie eller sygehus kan man måle suPAR niveauet og få svar på blot 20 minutter. Læger på akutafdelinger kan derfor hurtigt vurdere, om det er tilrådeligt at hjemsende en person, eller om en advarsel fra suPAR-niveauet kræver hospitalsindlæggelse. ViroGates samarbejder med GEN SPEED om at forbedre metoden, så den baseres på en fingerprik test, hvilket eventuelt kan reducere svartiden.
- suPARnostic TurbiLatex til turbidimetrisk måling har været på markedet siden slutningen af 2018 og er især anvendeligt på mellemstore og store hospitaler med egne centrallaboratorier. Det er tilfældet i Skandinavien og de store europæiske lande. Typisk foretages en suPAR måling i forbindelse med, at der udføres en række andre tests i en og samme analyse. Metoden kan tilpasses enhver turbidimetrisk platform og er kompatibelt med cobas platformen fra Roche samt flere analysemaskiner fra SiemensHealthineers og Abbott. Princippet om måling af blodprøver ved hjælp af turbidimetri er meget vigtig i forhold til immunanalyse, da det er grundlaget for næsten alle centrale instrumentplatforme (kliniske og kemiske) på hospitaler. suPARnostic TurbiLatex-produktet er derfor afgørende for at opnå den ønskede salgsvækst.

### Flere vigtige milepæle er nået i 2020, men Covid-19 både er en udfordring og en mulighed

2019 var et år, hvor man gearede op for salgsindsatsen og øgede medarbejdertallet fra 5 til 11 personer. Planen var lagt: En stor pipeline af hospitaler, der var i testfase, skulle konverteres til nye, betalende kunder, så man i 2020 kunne opnå break-even på driften. Sådan bliver det dog ikke, da Covid-19 har lagt beslag på ressourcerne på hospitalerne, og sælgerens besøg har nærmest været umulige at afholde. Ledelsen er dog fortsat optimistisk og forventer at kunne opnå break-even på driften med den nuværende kassebeholdning på 38,0 mio. kr. efter et nettounderskud i årets første tre kvartaler på 14,3 mio. kr. Ved uændret cash-burn rækker den likvide reserve ca. 2 år frem. Covid-19 er her en "Dark Horse" i bestræbelserne på at opnå break-even på driften, idet bølge nr. 2 nu ruller ind over Europa og vanskeliggør ViroGates' salg.

Omvendt lettes salgsarbejdet af valideringen af analysemetoden til også at omfatte maskiner fra SiemensHealthineers og Abbott foruden i forvejen cobas platformen fra Roche. Validering til flere og flere maskiner øger muligheden for at gennemføre salg. År til dato er det lykkedes at indgå samarbejde med seks hospitaler i Region Sjælland, der gør brug af suPARnostic Quick Triage til test for Covid-19. Vi er dog usikre på, hvor meget økonomisk vinding der er i denne aftale, da ViroGates tidligt i første Covid-19 bølge i foråret tilbød tests gratis for at bidrage til at inddæmme og opspore pandemien. Fire hospitaler i Spanien er kommet til som kunder. Det drejer sig om hospitaler i León (1056 sengepladser), Cartagena (667 senge), Arrixane (1200 senge) og Salamanca (900 senge). Så vidt vi forstår det, er der her også tale om aftaler der er relateret til Covid-19.

Ekstisterende og nye kunder har haft stigende behov for test, og derfor er salget også steget pænt i år. Alene i Q3 androg salget 1,85 mio. kr., hvilket er en fremgang på hele 236 %. Det hele sker dog fra et lavt udgangspunkt. Salgsgennembruddet lader fortsat vente på sig.

Udviklingen i år er blevet spoleret af en klage fra selskabets største kunde, der oplevede udfordringer ved brugen af ELISA-tests. Problemet synes dog delvist løst, idet kunden igen i Q3 har påbegyndt køb af nye tests.

Markedet i Baltikum forsøges nu åbnet via indgåelse af en samarbejdsaftale med Interlux Group.

2020 kommer til at blive voldsomt præget af Covid-19. På den ene side vanskeliggøres salgsarbejdet, der kommer til at trække yderligere ud i tid i takt med at bølge nr. 2 nu ruller ind over Europa. Når vi kommer igennem Covid-19 krisen, kan det blive et ekstra argument i salgsarbejdet, at akutafdelinger på sygehuse skal blive endnu mere effektive. Og her kan suPARnostic tests bidrage positivt med øget effektivitet på akutafdelingerne.

ViroGates har i tidligere regnskaber foretaget beregninger der viser, at der kan opnås store årlige besparelser i sygehusvæsenet ved at foretage tests for suPAR-værdier, idet man på enkel vis kan foretage en grovsortering af personer, der kommer i akutmodtagelsen. Det vigtige er, at kun de alvorligt syge personer indlægges – andre kan med høj sikkerhed sendes hjem uden indlæggelse til observation på dyre sengepladser. I undersøgelser er det påvist, at indlæggelsestiden pr. patient i gennemsnit kan reduceres med 6,5 timer. Det sparer udgifter til sengepladser, indsats fra læger (speciallæger), sygeplejersker, ekstra sygdomsudredning m.m. Omkostning opgjort per hospitalsseng varierer meget fra land til land. I USA estimeres prisen for et døgn til et meget bredt interval på 500-3.300 USD, men på intensivafdelingerne er prisen langt højere. Som tidligere nævnt ligger prisen for en suPAR test i intervallet 10-20 EUR. Der er virkelig mange penge at spare.

Det er vanskeligt at vurdere indtjeningspotentialet ved indgåelse af en ny ordre, idet det afhænger af sygehusets størrelse og speciale. Vi har i vores analyse fra april 2019 estimeret værdien af en ny kunde til ca. 2,0 mio. kr., men det er formentlig for højt. Omsætning år til dato er på beskedne 3,0 mio. kr. baseret på otte kunder og udfordringer med en af de "gamle", men større kunder. Hver ny kunde har dog stor betydning, idet vi estimerer, at udgifterne til produktion, der sker eksternt, anslås til at udgøre ca. 1/10 af ordreværdien, dvs. en bruttoavance på ca. 90 %.

Ovenstående regneeksempel, som er behæftet med en vis usikkerhed, viser, hvor stor skalerbarheden i casen er. Det afgørende er derfor at få gang i salget. ViroGates har gjort sin indsats i kampen om at få nye kunder ind ved nu at beskæftige 15 medarbejdere, hvoraf næsten alle har en salgsfremmende funktion. Covid-19 hæmmer salgsarbejdet på kort sigt, men kan på langt sigt være den faktor, der får nye kunder til at vælge af gøre brug af suPARnostic testmetoden.

## ViroGates kan blive en særdeles profitabel langsigtet investering

8 hospitaler i tre lande anvender suPAR i deres kliniske rutiner. Mere end 50 hospitaler gennemfører eller har gennemført og evaluerer test med suPAR. Ledelsen er optimistisk og forventer tilgang af en del nye kunder i nær fremtid. Testfasen og den efterfølgende evalueringperiode er dog lang - oftest 9 til 12 måneder. Efter vores vurdering har mange af testkunderne overskredet denne normale tidsperiode, hvilket dog kan forklares med pres på sygehusvæsenet som følge af travlhed med at håndtere Covid-19 pandemien.

En testfase er dyr for ViroGates men nødvendig. Akutafdelingerne på hospitalerne skal nemlig i praksis sikre sig, at produktet er kompatibelt med deres eksisterende arbejdsprocesser og tilføjer værdi af betydning. I landene i Syd- og Østeuropa er det muligt at udføre suPAR tests direkte ude på akutafdelingerne, mens det er mere vanskeligt i den nordlige del af Europa, hvor tests skal være kompatible til de systemer, som i forvejen anvendes på centrallaboratorierne. Indtrængningsbarrieren er således større i Nordeuropa end i Syd- og Østeuropa. I den henseende er det særdeles vigtigt, at validering på maskiner fra SiemensHealthineers og Abbott nu også er muligt.

Strategien er at opnå et salgsgennembrud på akutafdelingerne i lande i Europa, og det har vist sig at tage længere tid end forudsat i forbindelse med børsnoteringen. Covid-19 får en del af skylden, men det er ikke hele forklaringen. Gennemførelse af salg er bare mere vanskeligt end forventet ved børsnoteringen.

Selskabets strategi om at udvide geografisk til USA og Asien må udskydes rent tidsmæssigt. Det samme gælder strategien om at tilbyde metoden til praktiserende læger, post-akut behandling (opfølgning) og direkte salg til private (sundhedstjek; gør-det-selv). Europa skal først sikre det økonomiske fundament for udvidelse til det kæmpe aftermarked. Mulighederne er enorme, men ting tager tid – og mere tid end oprindeligt forventet.

Det vigtige er at sikre break-even på driften, uden at der skal hentes yderligere kapital. Dernæst kan man forfølge de enorme muligheder, der er. Heldigvis synes ledelsen at have forståelse for, at basen skal sikres, før man foretager store nye satsninger på at åbne det enorme marked for salg til praktiserende læger, post-akut behandling og privatsalg. Ambitioner er gode at have, men de skal også være realiserbare.

Mulighederne i dette spændende selskab er store. Man skal dog kun købe sig ind i casen, hvis man er en langsigtet investor, der har tid og råd til at vente på et gennembrud i salget. Man skal også være klar til at komme med flere penge (deltage i emissioner), også selvom ledelsen betoner, at man kan opnå break-even på driften uden tilførsel af nye penge (aktieemission). Køb bør tilpasses i størrelse til den moderate likviditet (omsættelighed) i aktien. Dette punkt er dog kun relevant for store investorer.

**Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler**Styrker

ViroGates har et veldokumenteret produkt i suPARnostic, der er afdækket og omtalt i 627 videnskabelige redegørelser. Ledelse og bestyrelse består af fagligt kompetente personer med mange års erfaringer fra sammenlignelige virksomheder. suPARnostic er godkendt til brug i analyseinstrumenter (cobas platformen) fra Roche Diagnostics, Siemens Healthineers og Abbott. Der findes ingen direkte konkurrenter. Selskabets produkter rummer potentiale for store besparelser på hospitaler og dermed i sundhedsvæsenet.

Svagheder

Da der er tale om et ungt marked, skal ViroGates selv "løbe" salget i gang. Der er hårde krav fra myndighedernes side, og ViroGates skal på samme tid både sælge, videreudvikle og forsvare patenter. Det er dyrt. De tre produkter er baseret på samme markør – altså reelt et-produkt struktur i virksomheden, selv om der er flere tilbudsformer for brugen af denne indikator.

Muligheder

Diagnostik-markedet er meget stort. ViroGates satser i første omgang på salg til akutafdelinger på hospitaler i Europa. Salget kan efterfølgende blive udvidet til Nordamerika og Asien. På sigt kan markedet udvides til det enorme marked for salg til praktiserende læger, post-akut (opfølgning) og direkte salg til private (sundhedstjek i hjemmet).

Trusler

suPAR testen har vist sig mere nøjagtig end de metoder, der aktuelt anvendes i form måling på C-reactive proteinet og den såkaldte Procalcitonin. Risikoen er, at udbydere af ovennævnte forsøger at udvikle tests baseret på suPAR. Her vurderes det dog, at ViroGates har et tidsmæssigt stort forspring, og at det derfor vil være dyrt for en konkurrent at gå ind i ViroGates' nichemarked. Forsinkelser i salg og produktgodkendelser kan føre til behov for et cash-call i form af en aktietegning.

**Seneste analyser:**

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
12-04-2019	44	40-60	75-100
03-10-2018	78	70-90	100-150

**Forbehold og ansvarsfraskrivelse**

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet to gange årligt med opdatering efter selskabets ønske. Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svendsen ejer ikke aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.