

3 juni 2026

## PolarCool – Rapportkommentar Q1

Q1 2026 präglades av stark kommersiell utveckling och ett tydligt regulatoriskt steg framåt. Nettoomsättningen uppgick till 0,9 MSEK (0,5), motsvarande en ökning om cirka 65 procent jämfört med samma period föregående år. Rörelseresultatet uppgick till -3,9 MSEK (-3,8), vilket visar att bolaget fortsatt befinner sig i en investeringsfas, men med stigande återkommande intäkter från en växande installerad bas.

Den viktigaste händelsen under kvartalet var att PolarCool slutförde MDSAP-processen. Det innebär att bolaget nu kan gå vidare med ansökan om produktgodkännande för PolarCap® i Kanada, samtidigt som de regulatoriska processerna i både Kanada och USA fortsätter. Bolaget bedömer fortsatt att en marknadsintroduktion i Nordamerika kan ske under 2026, förutsatt att erforderliga godkännanden erhålls.

Kommersiellt stärkte PolarCool sin position genom flera strategiskt viktiga avtal. Det mest profilerade var ett direktköp av ett PolarCap®-system från en toppklubb i UEFA Champions League, vilket är bolagets hittills starkaste referens inom internationell fotboll. Därutöver tecknades nya ishockeyavtal i Frankrike, Storbritannien och Finland genom Rouen Hockey Elite 76, Manchester Storm och Ilves.

### CAPALISE bedömning

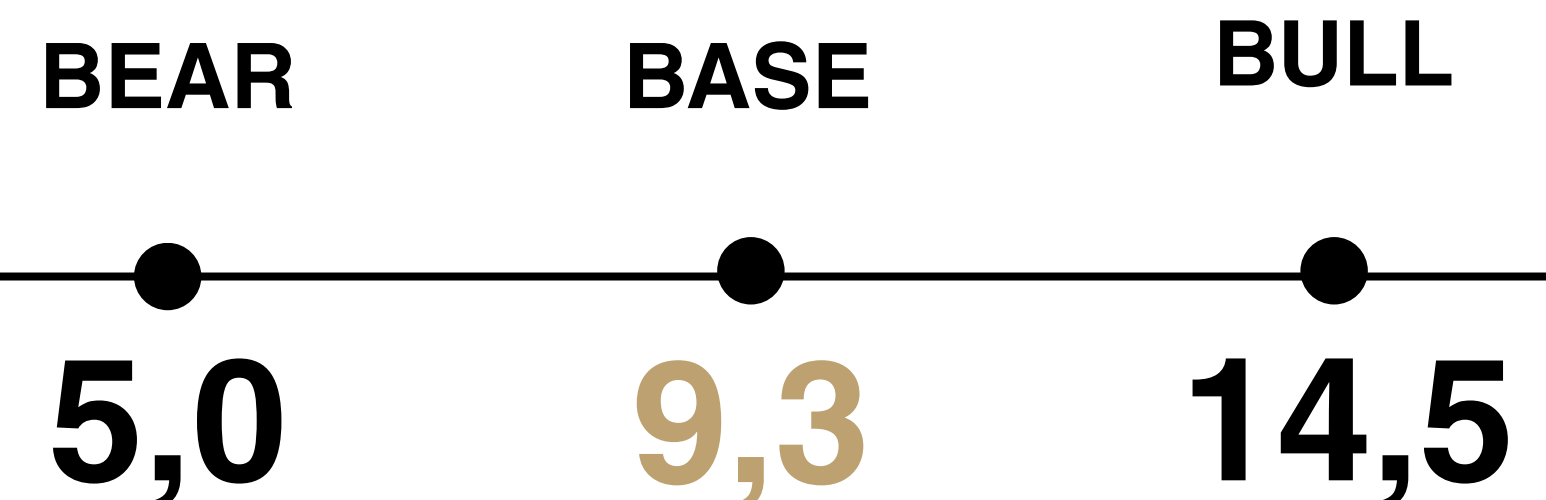
CAPALISE bedömer att Q1 2026 stärker bilden av PolarCool som ett bolag där flera centrala värde drivare utvecklas i rätt riktning. Vi väljer att inte göra några förändringar i våra estimat efter rapporten, då kvartalet i huvudsak bekräftar den utveckling vi redan räknat med. Bolaget är fortsatt i en tidig intäktsfas, men kommersiella framsteg, MDSAP-godkännandet och den tydligare vägen mot Nordamerika stärker förutsättningarna för skalning under 2026 och 2027.

Vi ser särskilt tre positiva signaler. För det första fortsätter omsättningen att växa, trots att affärsmodellen gör att nya avtal syns gradvis över tid. För det andra har Nordamerika gått från ett regulatoriskt mål till en mer konkret kommersiell möjlighet. För det tredje ger Champions League-avtalet PolarCool en referens som kan få betydelse långt utöver den direkta intäkten från affären.

Vår bedömning är att marknaden fortsatt underskattar både värdet av starka referenser i denna typ av försäljning och den potentiella uppsidan i Nordamerika. När medicinska team och klubbar ska införa nya behandlingsrutiner spelar förtroende och bevisad användning stor roll. Ett avtal med en klubb på absolut toppnivå kan därför minska tröskeln för fler kunder att följa efter, samtidigt som en nordamerikansk lansering skulle öppna en väsentligt större kommersiell marknad än den bolaget hittills adresserat.

Vi behåller våra estimat oförändrade och upprepar vårt värderingsintervall om 5,0–14,5 SEK per aktie, med 9,3 SEK i base-scenariot.

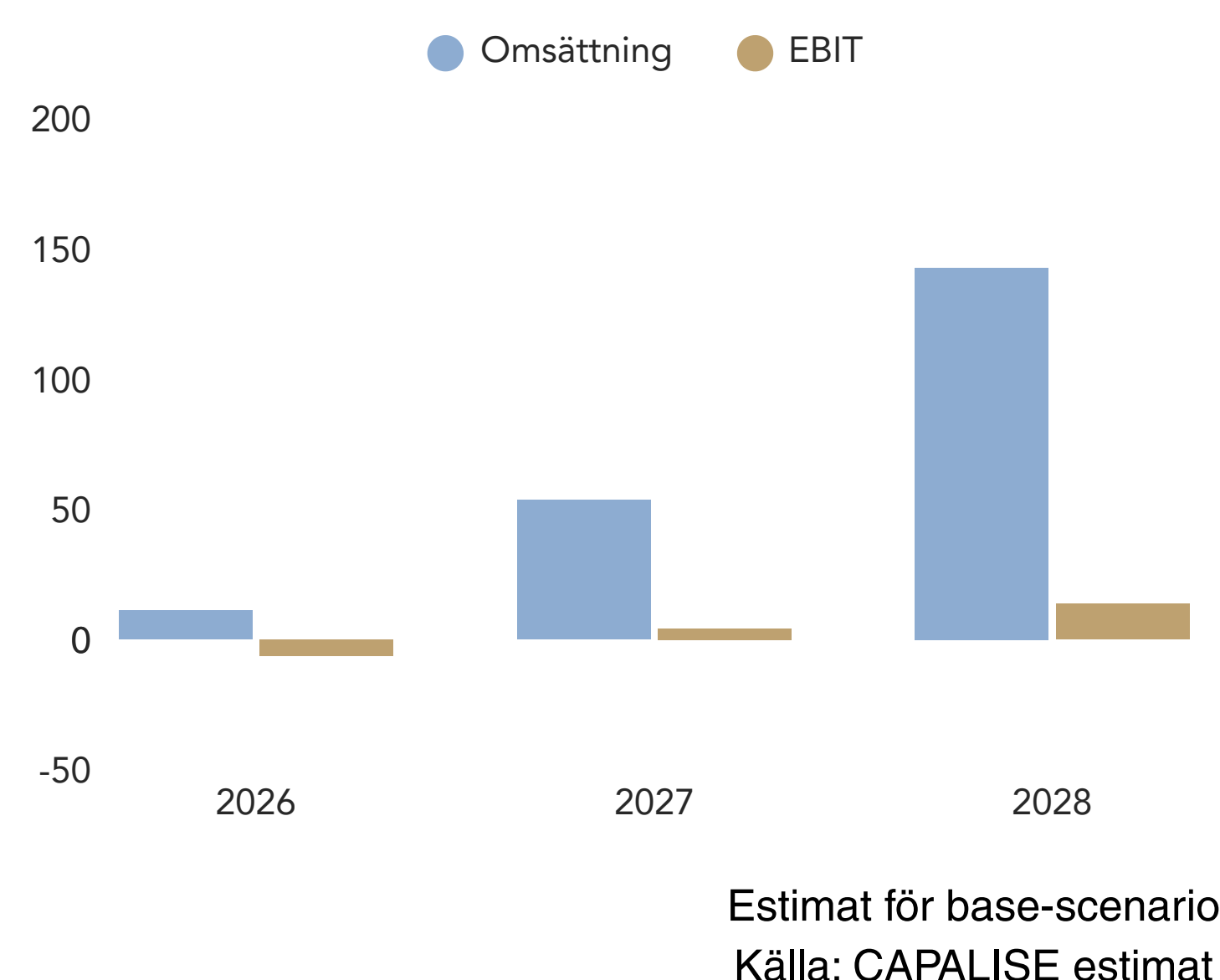
### VÄRDERINGSINTERVALL



### Fakta

|                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| Kurs (SEK):       | 3,6                    |
| Börsvärde (MSEK): | 41,8                   |
| Antal aktier:     | 11 620 306             |
| Lista             | Spotlight Stock Market |
| VD:               | Erik Andersson         |
| Kommande rapport: | 2026-08-27             |

### Estimat



### Kursutveckling



### Huvudägare

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| DDM Debt AB                   | 26,38% |
| Nordnet Pensionsförsäkring AB | 18,72% |
| Germinare AB                  | 7,79%  |
| Torsion Invest AB             | 7,48%  |
| Ålandsbanken ABP              | 3,23%  |

☞ = insynsperson

Uppdaterad: 31 mars 2025  
Källa: Millistream & Euroclear

### Analytiker

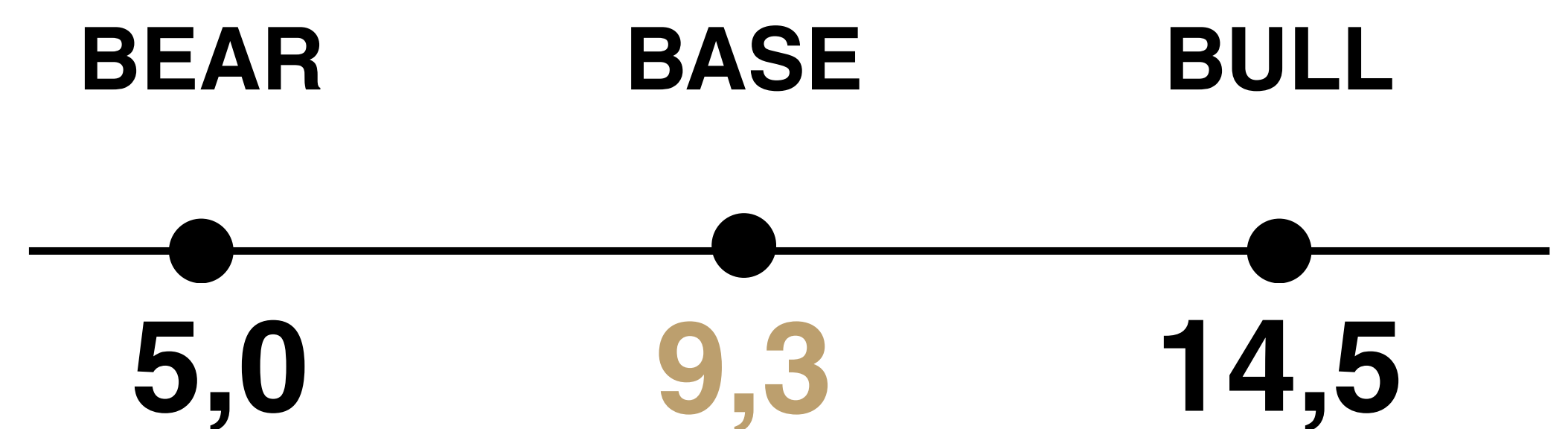
Felix Persson  
Felix.Persson@capalise.com

## Scenarioanalys- base

Värderingen är genomförd som en scenarioanalys på 2028E där vi utgår från ett estimerat EBIT utfall i bear, base och bull och applicerar samma EV EBIT multipel i samtliga scenarier för att låta skillnaderna drivas av den operativa leveransen. Värderingen är oförändrad efter Q1-rapporten och bygger fortsatt på samma

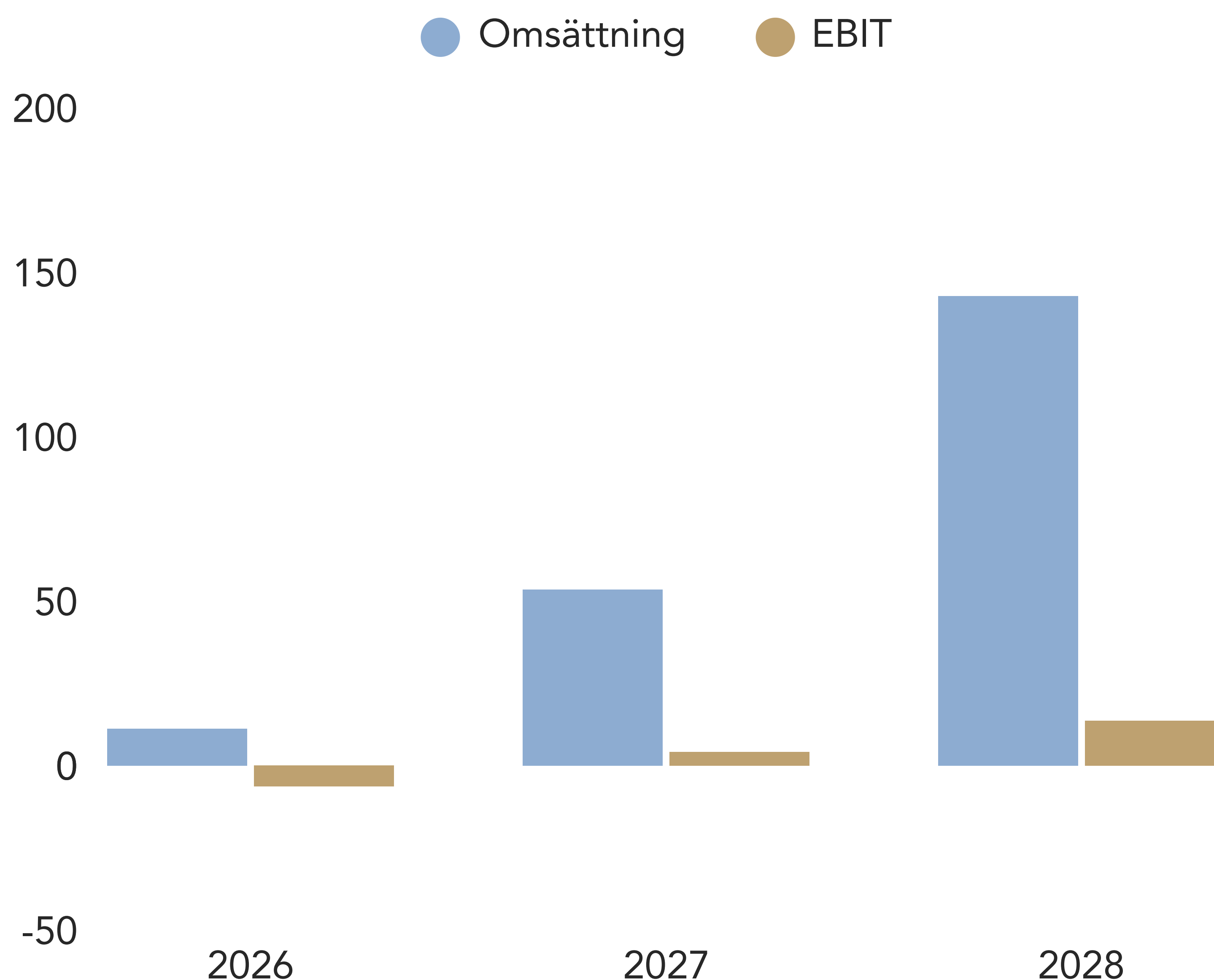
scenarioantaganden som i vår tidigare analys. Rapporten ger enligt CAPALISE inte skäl att justera de operativa estimaten, utan bekräftar snarare den utveckling som redan låg till grund för värderingsintervallet. Fokus i värderingen ligger därför fortsatt på kommersiell skalning, etablering i Nordamerika och förbättrad lönsamhet fram till 2028E.

## VÄRDERINGSINTERVALL



| Scenario | EBIT 2028E (MSEK) | EV/EBIT | EV (MSEK) | Börsvärde (MSEK) |
|----------|-------------------|---------|-----------|------------------|
| Bear     | 6,5               | 7 x     | 45,5      | 58,1             |
| Base     | 13,7              | 7 x     | 95,9      | 108,5            |
| Bull     | 22,2              | 7 x     | 155,4     | 168,0            |

## Omsättningsestimat base-scenario



Källa: CAPALISE estimat

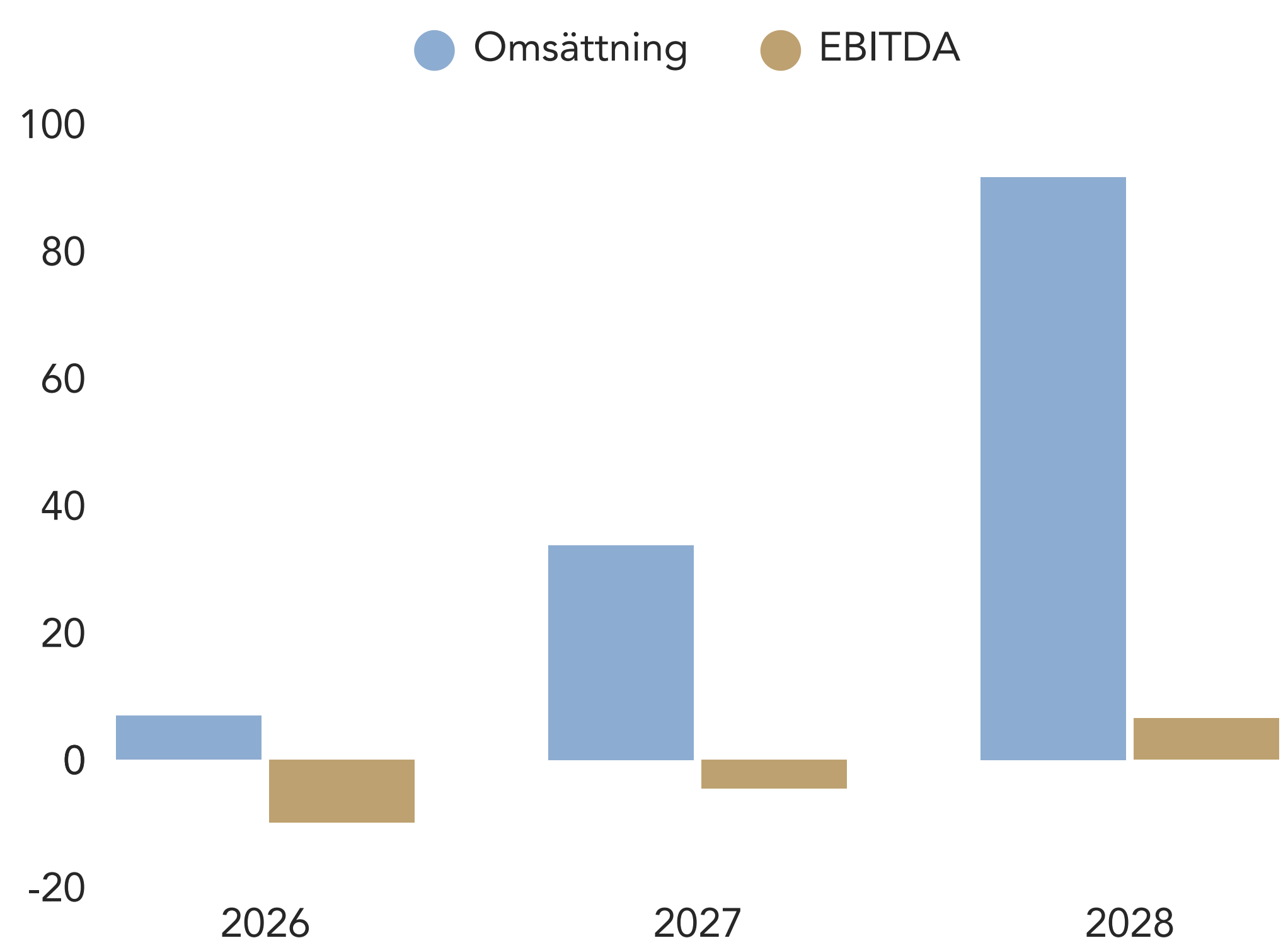
### Risker

- **Finansieringsrisk:** Ytterligare kapitalanskaffningar kan bli nödvändiga och innebära utspädning.
- **Kommersialisering:** Lägre adoption kan dämpa tillväxt och lönsamhet.
- **Nordamerika:** En långsammare etablering än väntat kan förskjuta intäkter och försena lönsamhet.

## BEAR

I bear scenariot antas att kommersialiseringen utvecklas långsammare än planerat, främst drivet av längre utvärderingsperioder hos nya kunder och en mer försiktig ramp i Nordamerika. Försäljningsutvecklingen bärs i större utsträckning av befintliga marknader och en gradvis utbyggnad hos nuvarande kunder, medan bredare genombrott och större volymer skjuts fram i tiden. Det innebär att snittintäkt per system stiger i lägre takt eftersom nyttjandegraden ökar långsammare och de återkommande intäkterna från förbrukning och service får senare genomslag.

Kostnaderna antas vara svårare att skala ned i samma takt som intäkterna, vilket håller tillbaka lönsamheten. Detta motiverar en rikt Kurs om cirka 5,0 SEK per aktie.

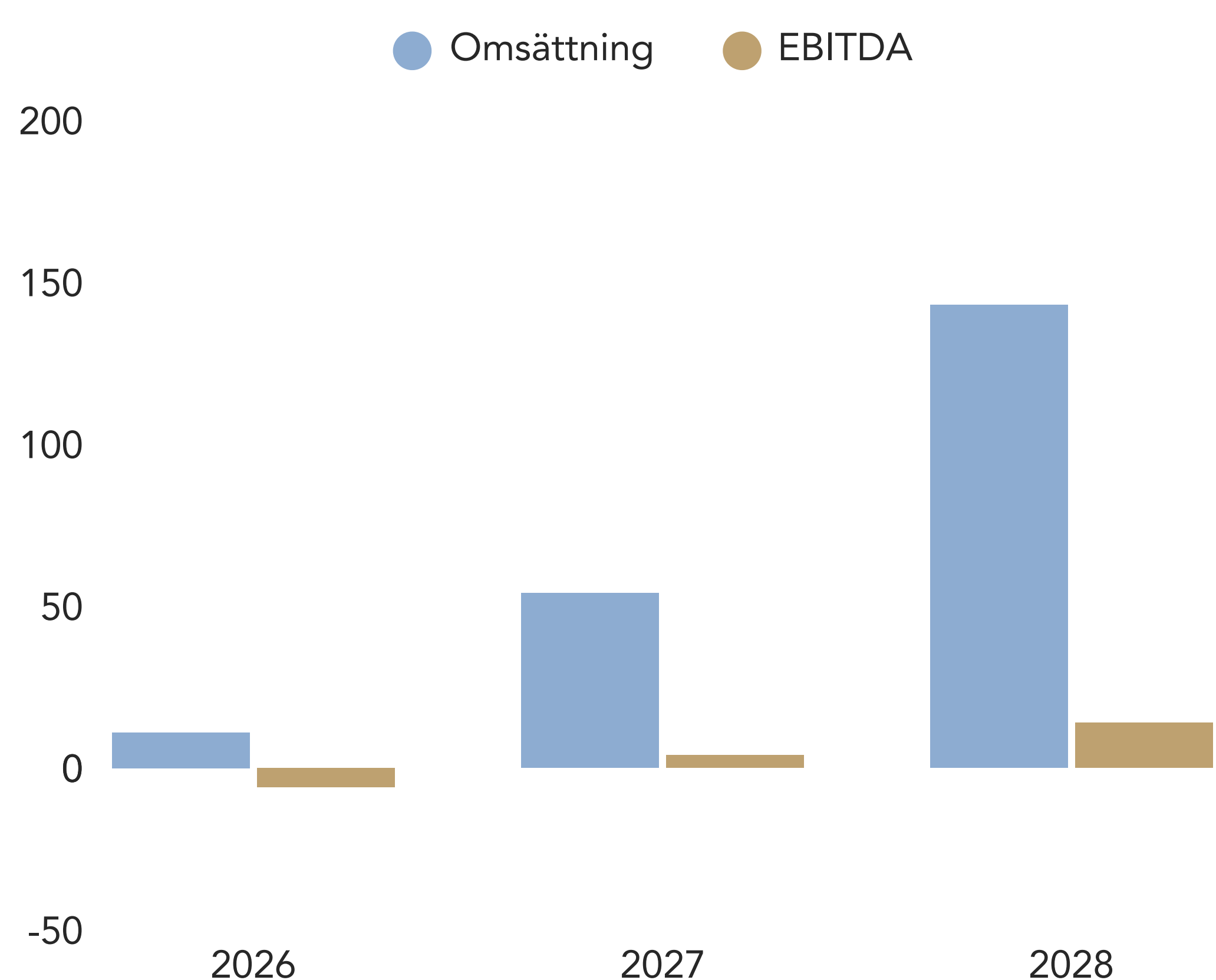


Källa: CAPALISE estimat

## BASE

Base scenariot utgår från att PolarCool fortsätter att bygga installerad bas och att fler kundrelationer successivt går från utvärdering till återkommande betalande avtal. I takt med att nyttjandegraden per system ökar förbättras snittintäkten, samtidigt som förbrukning och service får större betydelse i intäktsmixen och därmed stärker den återkommande intäktprofilen. Nordamerika bidrar mer tydligt till tillväxten under perioden och blir en viktig drivkraft i takt med att fler system sätts i drift och kunderna etablerar rutiner.

Kostnaderna antas öka kontrollerat i förhållande till intäkterna, vilket gradvis förbättrar lönsamheten. Detta ger en rikt Kurs om cirka 9,3 SEK per aktie.

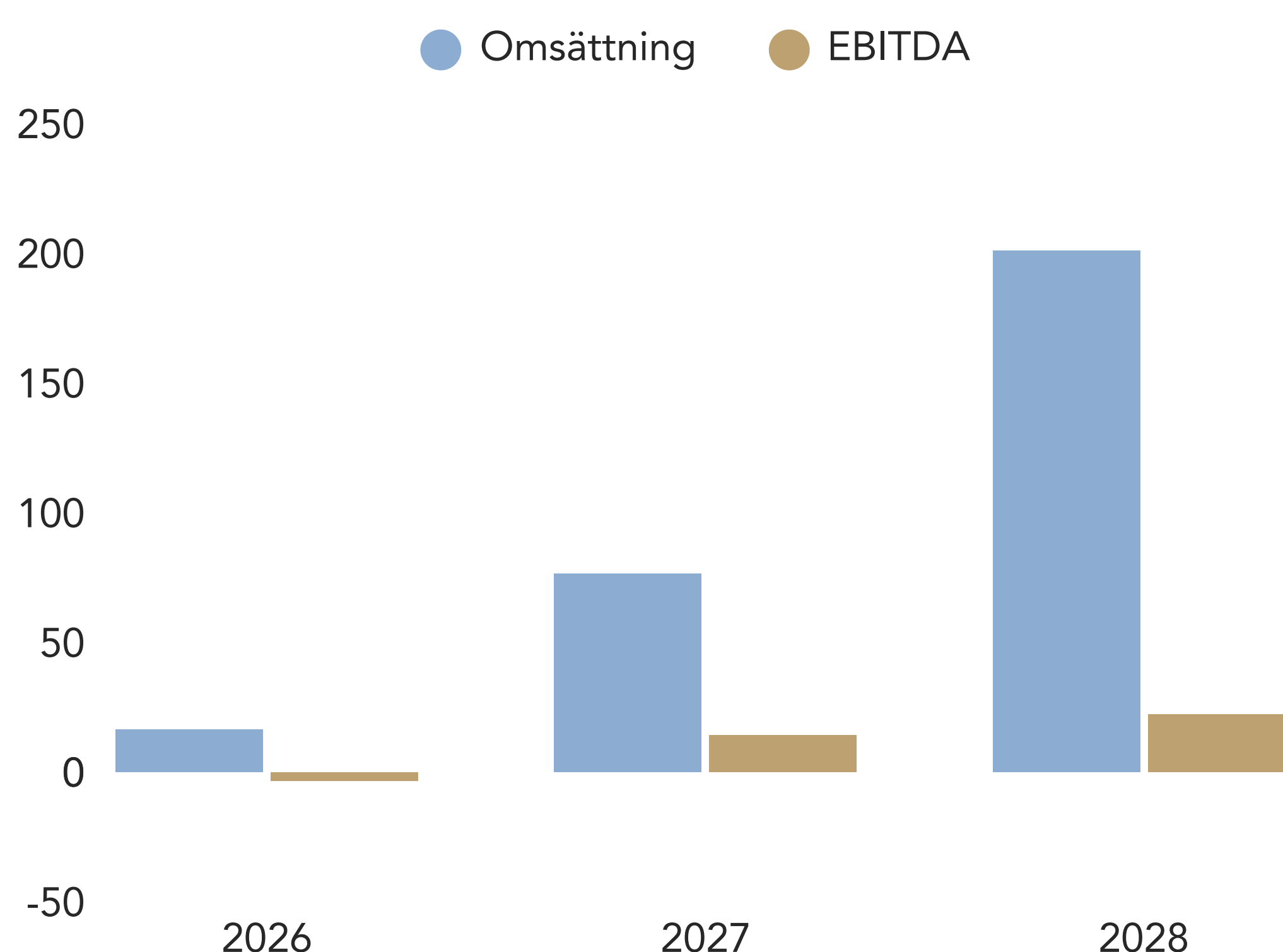


Källa: CAPALISE estimat

## BULL

I bull scenariot antas kommersialiseringen accelerera genom kortare utvärderingsperioder och snabbare etablering i Nordamerika, vilket ger ett tydligare genomslag i både volym och nyttjandegrad. Det innebär att snittintäkt per system stiger tidigare och snabbare än i basscenariot, dels genom högre andel återkommande betalande avtal, dels genom att förbrukning och service får större genomslag när behandlingsvolymerna per system ökar. Den installerade basen växer samtidigt med bättre kvalitet, där fler system används regelbundet och genererar stabilare intäkter.

Kostnadsuppbyggnaden antas bli mer effektiv och ge högre operativ hävstång. Detta motiverar en rikt Kurs om cirka 14,5 SEK per aktie.



Källa: CAPALISE estimat

|                     |                          |                      |
|---------------------|--------------------------|----------------------|
| <b>Eget kapital</b> | <b>Totala tillgångar</b> | <b>Likvida medel</b> |
| 9,3 MSEK            | 12,2 MSEK                | 4,3 MSEK             |

### Resultat och intäktsutveckling

Nettoomsättningen uppgick till 0,9 MSEK, jämfört med 0,5 MSEK under Q1 2025. Det motsvarar en tillväxt om cirka 65 procent och visar att bolagets avtalsbas successivt växer. Samtidigt är det viktigt att notera att PolarCools intäkter redovisas löpande över nyttjandeperioden, vilket innebär att nya avtal normalt får gradvis effekt i rapporterad omsättning.

Resultatet efter finansiella poster uppgick till -3,9 MSEK, jämfört med -3,8 MSEK föregående år. Kostnadsnivån var därmed relativt stabil trots fortsatt arbete med regulatoriska processer och marknadsförberedelser inför Nordamerika.

CAPALISE bedömer att Q1 visar en kontrollerad kostnadsbild i relation till bolagets expansionsfas. Kostnaderna påverkas fortsatt av regulatoriska processer i USA och Kanada, men slutförandet av MDSAP-processen talar för att en del av de mest resurskrävande förberedelserna nu ligger bakom bolaget. Samtidigt väntas fortsatt regulatoriskt arbete belasta kostnadsbasen även kommande kvartal.

### Balansräkning och finansiell ställning

Vid periodens slut uppgick likvida medel till 4,3 MSEK. Eget kapital uppgick till 9,3 MSEK och soliditeten till 76 procent. Totala tillgångar uppgick till 12,2 MSEK, där de största posterna var materiella anläggningstillgångar om 4,1 MSEK, immateriella anläggningstillgångar om 2,3 MSEK och kassa om 4,3 MSEK.

CAPALISE bedömer att PolarCool har ett förbättrat men fortsatt begränsat finansiellt handlingsutrymme. Soliditeten om 76 procent visar att balansräkningen är relativt stark, men kassan om 4,3 MSEK innebär att bolaget fortsatt behöver visa tydlig kommersiell progression under kommande kvartal. Fokus framåt blir därför hur den befintliga kapitalbasen kan omsättas i fortsatt försäljningstillväxt, regulatoriska framsteg och förberedelser inför Nordamerika, samtidigt som kostnadsbasen hålls under kontroll.

#### BALANSRÄKNING PER 31 MARS 2026

##### Tillgångar

|                |                   |                     |                       |               |                  |
|----------------|-------------------|---------------------|-----------------------|---------------|------------------|
| Kassa<br>4 304 | Fordringar<br>960 | Materiella<br>4 073 | Immateriella<br>2 323 | Övrigt<br>501 | Totalt<br>12 161 |
|----------------|-------------------|---------------------|-----------------------|---------------|------------------|

##### Skulder och eget kapital

|                       |                   |               |                  |
|-----------------------|-------------------|---------------|------------------|
| Eget Kapital<br>9 302 | Upplupna<br>2 151 | Övrigt<br>708 | Totalt<br>12 161 |
|-----------------------|-------------------|---------------|------------------|

## Kassaflödesutveckling

PolarCool är fortsatt i en fas där kommersialiseringen ännu inte fullt ut bär kostnadsbasen. Under Q1 2026 uppgick nettoomsättningen till 0,9 MSEK, samtidigt som resultatet efter finansiella poster uppgick till -3,9 MSEK. Det visar att intäkterna rör sig i rätt riktning, men att bolaget fortfarande behöver öka volymen av betalande system för att kassaflödet ska förbättras mer tydligt.

Kassaflödet framåt handlar i hög grad om hur effektivt PolarCool kan omsätta sina regulatoriska och kommersiella framsteg i intäktsgenerering. Efter slutförd MDSAP-process har bolaget ett bättre utgångsläge för att prioritera aktiviteter som kan föra Nordamerika närmare lansering, samtidigt som den europeiska försäljningen fortsätter att byggas vidare med en växande referensbas i ryggen.

CAPALISE bedömer därför att 2026 blir ett år där genomförandet väger tyngre än kostnadsnivån i sig. Så länge kostnaderna är kopplade till tydliga kommersiella eller regulatoriska milstolpar är de motiverade, men utrymmet för breda satsningar utan kortsiktig effekt är begränsat.

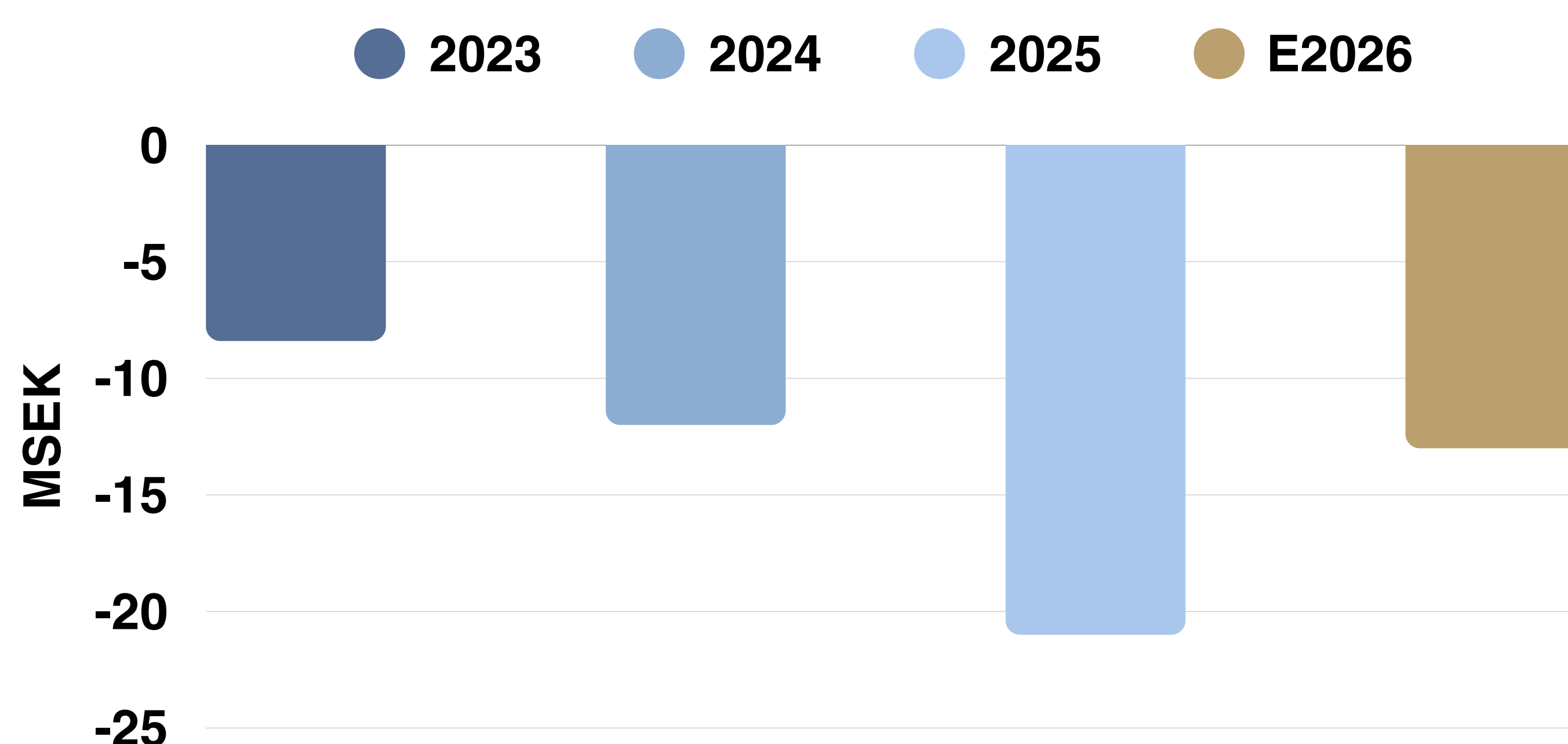
## Break even och kassaflöde framåt

Bolaget har kommunicerat att break even i Europa kräver cirka 150–180 uthyrda system. Med 73 system i Europa vid utgången av 2025 och en tillväxttakt som accelererar är detta ett realistiskt mål under planperioden. Vi noterar att varje system som tillkommer utöver break even-nivån bidrar med näst intill ren marginal till kassaflödet, givet att fasta kostnader då redan är täckta.

Nordamerika utgör den större potentiella hävstången. Efter slutförd MDSAP-process kan PolarCool gå vidare med ansökan om produktgodkännande i Kanada, samtidigt som arbetet i USA fortsätter. Om lanseringen kan aktiveras under 2026 skapas en möjlighet till snabbare volymuppbyggnad än vad enbart Europamarknaden motiverar.

Vi bedömer att kassan om 4,3 MSEK ger tillräckligt utrymme för de närmaste kvartalen, men att bolaget sannolikt behöver antingen snabbare intäktstillväxt eller ytterligare kapital under 2027 om Nordamerikalanseringen kräver tyngre resurssättning än planerat. Det är den finansiella risken att ha i beaktande.

## Kassaflöde från löpande verksamhet



Källa: CAPALISE estimat

Q1 2026 föranleder inga förändringar i CAPALISE:s estimat. Rapporten ligger i linje med vår syn på PolarCool som ett bolag i kommersiell uppbyggnadsfas, där värdet främst drivs av ökad installerad bas, regulatoriska godkännanden och en potentiell etablering i Nordamerika.

### Antal aktiva system

| Antal          | 2025      | E2026      | E2027        | E2028        |
|----------------|-----------|------------|--------------|--------------|
| Europa         | 73        | 120        | 200          | 350          |
| Nordamerika    | 0         | 150        | 850          | 2 000        |
| Övriga världen | 7         | 10         | 20           | 30           |
| <b>Totalt</b>  | <b>80</b> | <b>280</b> | <b>1 070</b> | <b>2 380</b> |

Snittintäkt per system väntas öka gradvis från cirka 30 KSEK under 2025 till cirka 60 KSEK under 2028. Under 2025 hålls snittet tillbaka av en högre andel provavtal och testinstallationer som ger aktivitet men inte full intäkt, samt att nyttjandegraden ofta byggs upp stegvis hos nya kunder. När andelen provupplägg minskar och fler kunder övergår till betalande avtal stiger snittintäkten, samtidigt som förbrukningsvaror får större genomslag när fler behandlingar genomförs per system.

Kostnaderna antas bli lägre 2026 jämfört med 2025 trots att Nordamerika startar eftersom 2025 bedöms innehålla fler engångsinslag kopplade till uppbyggnad och marknadsförberedelser. Under 2026 antas expansionen i Nordamerika ske mer selektivt och effektivt, ofta via partners och prioriterade kundsegment, vilket gör att kostnadsökningen kommer mer successivt och först tar större fart när kommersialiseringen skalar.

| Intäkter      | 2025       | E2026       | E2027       | E2028        |
|---------------|------------|-------------|-------------|--------------|
| Leasing       | -          | 9,0         | 42,8        | 114,2        |
| Förbrukning   | -          | 2,2         | 10,7        | 28,6         |
| <b>Totalt</b> | <b>2,4</b> | <b>11,2</b> | <b>53,5</b> | <b>142,8</b> |

### Kostnader

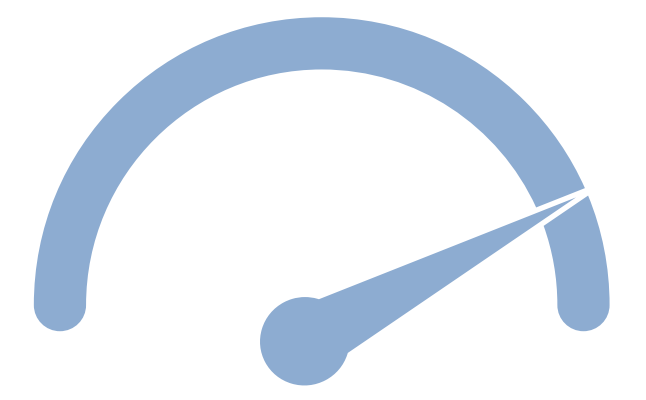
|                          |              |              |              |               |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Handelsvaror             | -0,7         | -1,9         | -6,3         | -21,4         |
| Övriga externa kostnader | -10,4        | -7,6         | -20,8        | -62,3         |
| Personalkostnader        | -5,8         | -5,7         | -15,9        | -37,8         |
| Av- & nedskrivningar     | -2,3         | -2,3         | -6,3         | -15,6         |
| <b>Totalt</b>            | <b>-19,2</b> | <b>-17,5</b> | <b>-49,3</b> | <b>-129,1</b> |

| Resultat    | 2025         | E2026       | E2027      | E2028       |
|-------------|--------------|-------------|------------|-------------|
| Intäkter    | 2,4          | 11,2        | 53,5       | 142,8       |
| Kostnader   | -19,2        | -17,5       | -49,3      | -129,1      |
| <b>EBIT</b> | <b>-16,8</b> | <b>-6,3</b> | <b>4,2</b> | <b>13,7</b> |

Källa: CAPALISE estimat

### Marknadsacceptans och standardisering i vådrutiner

PolarCools tillväxt är i hög grad beroende av att PolarCap inte bara testas och uppskattas i enskilda klubbar, utan att behandlingen blir en naturlig del av medicinska rutiner vid hjärnskakning. För att nå bredare genomslag behöver metoden integreras i etablerade arbetssätt hos lagläkare och medicinska team och över tid uppfattas som en standardlösning. Om införandet tar längre tid, eller om ligor och klubbar väljer att avvakta innan rutiner ändras, kan utrullningen gå långsammare och intäktsuppbyggnaden bli mer utdragen.



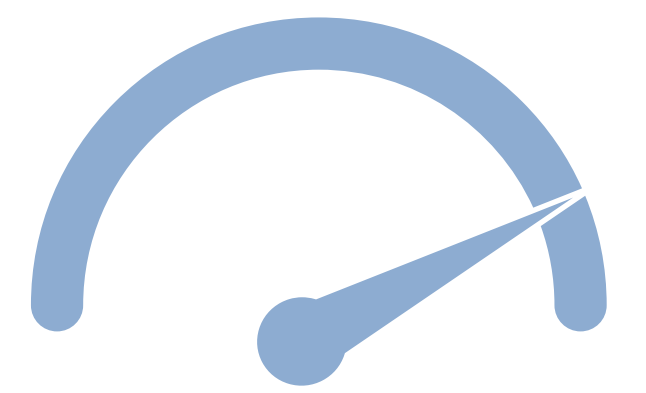
### Regulatorisk och marknadstillträdesrisk

Bolagets expansion är delvis beroende av att regulatoriska processer i nya regioner löper enligt plan och att kraven inte förändras under vägen. Om handläggningstider blir längre än väntat eller om kompletteringar krävs kan lanseringar skjutas fram, vilket innebär att intäkter kommer senare samtidigt som bolaget fortsatt behöver bära kostnader för marknadsförberedelser. Det kan även påverka hur snabbt partnerskap och kunddialoger kan omsättas till faktiska avtal, eftersom många aktörer vill se tydliga ramar och godkännanden innan de tar investeringsbeslut.



### Operativ och genomföranderisk

När verksamheten växer ökar kraven på att hela kedjan fungerar smidigt, från försäljning och avtal till leverans, installation, utbildning och löpande service. En risk är att tillväxten blir ojämn om organisationen inte hinner skala i takt med efterfrågan, vilket kan skapa flaskhalsar som fördröjer utrullning och intäktsstart hos nya kunder. Samtidigt kan en liten organisation bli mer känslig för personalförändringar och tapp i genomförandekraft, särskilt i perioder där flera marknader ska drivas parallellt. Om implementation och uppföljning inte håller hög kvalitet kan det även påverka kundupplevelsen och därmed referenser och förlängningar, vilket i sin tur slår på både tillväxt och kassaflöde.



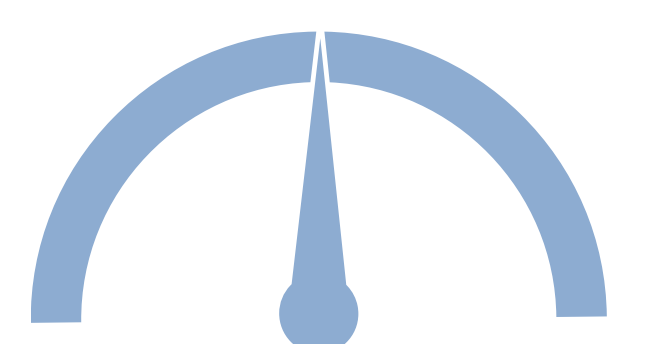
### Finansiell risk och kostnadskontroll

Även med stärkt kassa kan kassaflödet variera tydligt mellan perioder, särskilt när bolaget investerar i marknadsetablering, studier och kommersiell kapacitet. Risker ligger främst i tajmingen mellan kostnader och intäkter, där investeringarna ofta kommer först medan intäkterna byggs upp successivt. Om försäljningen utvecklas långsammare än planerat eller om kostnadsbasen blir högre än väntat kan kassaförbrukningen bli större, vilket minskar flexibiliteten och ökar kraven på prioriteringar. Bolaget påverkas också av rörelsekapital, till exempel om kundbetalningar dröjer eller om kapital binds i system och lager, vilket kan göra att kassautvecklingen blir svagare även om orderingången ser bra ut.



### Konkurrens och positioneringsrisk

Marknaden för idrottsmedicin utvecklas snabbt och konkurrensbilden kan förändras när nya lösningar, metoder eller behandlingsprotokoll får genomslag. Det kan påverka hur PolarCools erbjudande prioriteras, både i upphandlingar och i medicinska teamens interna beslut. Konkurrensen kan också handla om budget och resursfördelning, där klubbar väljer mellan flera typer av medicinska investeringar. Om värdeargumentet inte blir tillräckligt tydligt, eller om prissättning och affärsmodell inte uppfattas som attraktiv i relation till alternativ, kan det påverka marginaler och tillväxt.



## Ansvarsbegränsning

Detta material har framställts av CAPALISE i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att utgöra finansiell rådgivning eller en uppmaning att köpa, sälja eller behålla finansiella instrument. Informationen bygger på källor, data och uppgifter som CAPALISE bedömer som tillförlitliga, men ingen garanti lämnas för riktighet, fullständighet eller framtida utfall. Prognoser, scenarier (Bear/Base/Bull) och estimat är subjektiva bedömningar och innehåller alltid osäkerhet.

Investeringsbeslut som fattas med stöd av detta material sker självständigt och på egen risk.

Finansiella instrument kan både öka och minska i värde. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Det finns risk att hela eller delar av det investerade kapitalet förloras. CAPALISE åtar sig inte att uppdatera, revidera eller korrigera materialet efter publicering. CAPALISE och dess företrädare fransäger sig allt ansvar för förlust eller skada, av vilket slag det vara må, som grundar sig på nyttjande av detta material.

## Opartiskhet och intressekonflikter

CAPALISE, eller personer med koppling till CAPALISE, äger inga aktier i det analyserade bolaget. Analysen är framtagen med ambitionen att vara saklig, relevant och baserad på tillgänglig information.

Detta är en uppdragsanalys, vilket innebär att CAPALISE har erhållit ersättning från det analyserade bolaget för att ta fram materialet. Bolaget har faktagranskat sakuppgifter men inte haft någon möjlighet att påverka CAPALISE:s bedömningar, slutsatser eller värderingar.

## Användning av AI-baserat analystöd

I arbetet med denna analys har CAPALISE använt språk- och analysverktyg baserade på artificiell intelligens som stöd i delar av arbetsprocessen, exempelvis vid textstrukturering och informationsbearbetning. Samtliga bedömningar, slutsatser och värderingsantaganden har dock utformats och fastställts manuellt av CAPALISE. AI-stödet har enbart använts för effektivisering och har inte ersatt den professionella analysen.

## Scenarier och rekommendationsram

CAPALISE använder scenariobeskrivningar Bear / Base / Bull för att åskådliggöra osäkerhetsintervall och centrala värde drivare.

- Bear: Pessimistiskt scenario – antaganden som talar för negativ utveckling.
- Base: Huvudscenario – CAPALISE:s bedömda basantaganden.
- Bull: Optimistiskt scenario – antaganden som talar för positiv utveckling.

Scenarierna är inte investeringsrekommendationer, utan analytiska verktyg för att belysa möjliga utfall.

## Rådgivningsfriskrivning

Detta material ersätter inte en personlig behovsanalys. Läsaren uppmanas att inhämta ytterligare information, göra egen analys och vid behov konsultera en licensierad finansiell rådgivare innan investeringsbeslut.

## Upphovsrätt

© CAPALISE 2025. Alla rättigheter förbehålls.

Materialet är upphovsrättsligt skyddat och tillhör CAPALISE. Delning och spridning är tillåten i oförändrad form med angivande av källa. Bearbetning, publicering eller kommersiell användning utöver detta kräver skriftligt medgivande från CAPALISE.

© 2026 CAPALISE. Alla rättigheter förbehållna.