



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 4 May 2021

Redsense Medical

Ännu ett svagt kvartal i spåren av covid-19

Fortsatt försvagning i Q1'21

Q1'21 fortsatte den successiva försvagning som inleddes i Q3'20. Försäljningen uppgick till 1,4 mkr i Q1'21, ned från 5,0 mkr i Q1'20. Osäkerheten kring när tillväxten tar fart igen ökar i takt med att tiden går, och sannolikt kommer inte Q2'21 att se bättre ut. Kan sjukvården, i framför allt USA, fokusera på annat än covid-19 efter sommaren bör dock siffrorna se mer uppmuntrande ut igen till hösten.

Fokus på utdelningen av Odinwell

Utdelningen av Odinwell, som består av Redsense Medicals teknologi inom sårvård, står för dörren. Odinwell leds av VD Klas Arildsson, med erfarenhet från bl a Gambro, Baxter och Getinge. Planen är att i ett första skede skapa en prototyp av produkten, för att därefter arbeta mot en kommersialisering, sannolikt tillsammans med en industriell partner verksamt inom sårvårdsindustrin.

Sänkta prognoser

Vi sänker prognoserna i spåren av att hålet som covid-19 grävt blir allt djupare. Fundamenta för långsiktig tillväxt är dock intakt, med kunder som ska öka andelen hemdialys, samt nya marknader som öppnas för Redsense. Vi sänker motiverat värde till ca 65-67 kr (75-80), där Redsense står för 35-37 kr. Aktien handlas exklusive rätt till utdelning i Odinwell den 7 maj. Våra prognoser reflekterar inte utdelningen.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	65.00 - 67.00	
EPS, just 21e	-0.22	0.1	-325.3%	Sales,m	14	12	23	30	Current price	42.50
EPS, just 22e	0.1	0.34	-71.5%	Sales Growth	4.8%	(10.2)%	87.0%	30.0%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	0.44	0.55	-20.0%	EBITDA, m	(7.8)	(4.8)	2.3	8.5		
				EBIT, m	(8.0)	(5.4)	1.8	8.0		
				EPS, adj	(0.63)	(0.22)	0.10	0.44		
				EPS Growth	NM%	NM%	NM%	353.6%		
				Equity/Share	5.2	5.0	5.1	5.5		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(57.7)%	(42.9)%	7.5%	26.3%		
				ROE (%)	(12.0)%	(4.4)%	1.9%	8.0%		
				ROCE	(11.0)%	(7.6)%	2.5%	10.3%		
				EV/Sales	38.84x	43.25x	23.13x	17.79x		
				EV/EBITDA	(69.2)x	(111.5)x	237.5x	63.6x		
				EV/EBIT	(67.3)x	(100.8)x	306.9x	67.6x		
				P/E, adj	(67.8)x	(191.8)x	434.8x	95.9x		
				P/Equity	8.2x	8.5x	8.4x	7.7x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(7.3)%	5.6%	0.2%	1.1%		
				Net Debt/EBITDA	8.3g	12.9g	(28.0)g	(8.2)g		

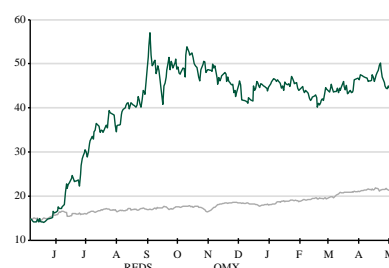
Kommande händelser

Q2 2021	24 augusti
Q3 2021	9 november
Q4 2021	22 februari, 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	14.0m
Market cap	597
Nettoskuld	(57)
EV	540
Free Float	86.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	30.1(k)
Reuters/Bloomberg	REDS.ST/REDS SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

alexander.vilval@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 4 May 2021

Sammanfattning

Ännu ett svagt kvartal i spåren av covid-19

Investment Case

Återgången till tillväxt dröjer för Redsense, som rapporterade det tredje kvartalet i följd med kraftiga effekter av restriktioner i sjukvården till följd av covid-19 i Q1'21. Sannolikt dröjer återhämtningen ytterligare en tid, även om tecken på de underliggande drivkrafterna, såsom stigande ambitioner hos dialyskedjor i USA kring andelen patienter som ska behandlas i hemmet på sikt, där Redsense är en given del av lösningen, är tydliga. Vi är långsiktigt positiva till Redsense förutsättningar, men ett tydligt tecken i form av rapporterade siffror där tillväxten sätts på pränt krävs sannolikt för att driva aktien uppåt efter att Odinwell delats ut.

Redsense Medical handlas exklusiv rätt till utdelningen av Odinwell från och med den 7 maj. Odinwell ska ha en utvecklad produkt redo inom 2 år. Värdet i Odinwell bedömer vi genom att anta att Odinwell licensierar ut teknologin till en tillverkare av sårvårdsprodukter mot en royalty. Den globala sårvårdsmarknaden uppskattas idag till 197 mdr kr, och avancerad sårvård till 105 mdr kr, eller drygt hälften. Skulle Odinwells sårvårdsteknologi licensieras ut och penetrera 1% av marknaden för avancerad sårvård till en royalty på 5% skulle detta innebära ett värde på ca 30 kr per aktie i nuvarande Redsense Medical. Detta baseras på en konservativt antagen multipel om 10x nettovinsten, och även penetrationsantagandet är sannolikt konservativt på sikt om produkten kommer ut på marknaden.

Bolags profil

Redsense är en patenterad produkt som upptäcker blodläckage vid hemodialys, ett problem som uppkommer vid vennålsutdragnig och inträffar vid ca 1/720 hemodialysbehandlingar. Globalt sett dör ca 1,200 personer per år till följd av vennålsutdragnig. Globalt sett ökar hemodialys som behandling med ca 6 % per år, från en nivå idag överstigande 450 miljoner behandlingar per år uppdelat på över 3 miljoner patienter. Andelen patienter som får behandling i hemmet och/eller på natten, samt riskpatienter, utgör Redsense primära marknadssegment och bedöms växa stadigt. Vi beräknar att Redsenses marknadspenetration låg på ca 0,6 % 2020.

Värdering

Vi räknar med att Redsense Medical har förutsättningar att växa med ca 30% per år på sikt, vilket innebär en något högre takt än marknaden, definierad som ökningen av andelen dialyspatienter i USA som behandlas i hemmet. Vi räknar med en långsiktig EBITDA-marginal på ca 30% för perioden 2025-2030 och diskonterar detta med EV/Sales- och EV/EBITDA-multiplar. Uppskattningen av värdet för Odinwell (sårvård) baseras på en antagen penetrationsnivå och licensiering av teknologin/royaltybetalningar. Värdena diskonteras till idag, samt justeras för aktuell nettokassa.

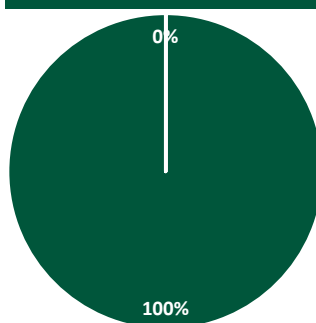
Motiverat värde

Vi värderar Redsense Medical till ca 65-67 kr per aktie, där Redsense (dialys) står för ca 35-37 kr och Odinwell (sårvård) för ytterligare ca 30 kr per aktie.

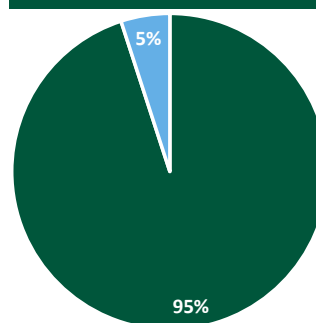
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Patrik Byhmer	14,0%	14,0%
Discover Capital	5,3%	5,3%
ÖstVäst Capital Management	5,1%	5,1%
Handelsbanken Fonder	4,9%	4,9%
Övriga	70,6%	70,6%
Ordförande		Bo Unéus
Verkställande direktör		Patrik Byhmer
Finansdirektör		-
Investerarkontakt		Patrik Byhmer
Hemsida		www.redsensemedical.com

Sales/segment



Sales/geografi



■ Dialys ■ Sårvård ■ USA ■ Övriga världen

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	7,0	13,3	13,9	12,5	23,3	30,3
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverat arbete för egen räkning	1,7	1,0	4,2	3,8	0,0	0,0
Material och köpta tjänster	-3,8	-6,3	-8,8	-4,7	-8,9	-11,5
Övriga externa kostnader	-7,5	-7,9	-10,8	-10,0	-6,4	-8,3
Personalkostnader	-4,0	-5,1	-6,4	-6,3	-5,8	-2,0
Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,5	-0,5	-0,5
Övriga rörelsekostnader						
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	-6,6	-4,4	-7,8	-4,8	2,3	8,5
Rörelseresultat (EBIT)	-6,8	-4,6	-8,0	-5,4	1,8	8,0
Finansnetto	-0,1	-0,5	-0,8	1,7	0,0	0,0
Resultat före skatt	-6,9	-5,1	-8,8	-3,7	1,8	8,0
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,4	-1,8
Periodens resultat	-6,9	-5,1	-8,8	-3,1	1,4	6,2

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	2,8	3,6	5,4	5,4	5,4	5,4
Materiella tillgångar	0,2	0,2	2,2	1,9	1,6	1,3
Summa anläggningstillgångar	3,0	3,8	7,6	7,3	7,0	6,7
Varulager	0,8	0,6	2,3	2,0	3,8	4,9
Kundfordringar	1,0	4,7	1,9	1,7	3,2	4,1
Övriga fordringar	0,5	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,4	0,6	0,4	0,4	0,7	0,9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3,4	8,7	65,0	62,3	63,7	70,0
Summa omsättningstillgångar	6,1	15,2	70,4	67,2	72,2	80,9
Summa tillgångar	9,1	19,0	78,1	74,5	79,2	87,5
Eget kapital och skulder						
Eget kapital	4,3	14,9	73,2	70,1	71,4	77,7
Summa eget kapital	4,3	14,9	73,2	70,1	71,4	77,7
Skulder till kreditinstitut	1,4	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	1,5	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Skulder till kreditinstitut	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	1,2	1,5	3,2	2,9	5,4	7,0
Aktuella skatteskulder	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	1,6	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	0,3	1,0	1,0	0,9	1,7	2,2
Summa kortfristiga skulder	3,3	2,9	4,9	4,5	7,8	9,9
Summa eget kapital och skulder	9,1	19,0	78,1	74,5	79,2	87,5

Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat före skatt	-6,9	-5,5	-8,8	-3,7	1,8	8,0
Justeringar			-0,3	0,5	0,5	0,5
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	0,6	-0,4	-1,8
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	-6,9	-5,5	-9,1	-2,6	1,9	6,7
Förändring av rörelsekapital	0,4	-4,2	-32,4	36,0	-0,3	-0,2
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-6,6	-9,8	-41,5	33,4	1,6	6,6
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1,7	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-0,2	0,0	-4,0	-0,2	-0,2	-0,2
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-1,9	-1,0	-4,0	-0,2	-0,2	-0,2
Nyemission	8,3	16,4	70,1			
Uptagna lån	1,3					
Teckningsoptioner						
Amortering av lån		-0,4	-4,8			
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	9,6	16,0	65,3	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	1,1	5,3	19,8	33,2	1,4	6,4
Likvida medel vid periodens början	2,3	3,4	8,7	29,0	62,3	63,7
Kursdifferens i likvida medel			0,5			
Likvida medel vid periodens slut	3,4	8,7	29,0	62,3	63,7	70,0

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. 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. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser 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 att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se