



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 16 November 2021

Senzime

Hög aktivitet borgar för tillväxt framöver

Hög aktivitet under hösten

Senzime rapporterade utprövningar vid mer än 60 sjukhus, motsvarande en potential om ca 750 TetraGraph-system. Bolaget har sett en acceleration i efterfrågan under hösten och antalet utprövningar är högre än någonsin. Försäljningen i kvartalet uppgick till 1,4 mkr (2,1), och EBITDA till -17,0 mkr (-9,0). Bruttomarginalen steg till 67,8% (33,4).

Målet om 200 mkr i omsättning 2023 består

Senzime har sedan tidigare en målsättning om att omsätta 200 mkr 2023, vilket kvarstår. Detta motsvarar enligt Senzime en installerad bas om 5 000 TetraGraph-system vid utgången av 2023. En hög utnyttjandegrad, vilket driver försäljning av TetraSens, samt det stora antalet utprövningar stödjer synen. Vi räknar även fortsatt med att Senzime lyckas med detta.

Stor potential när Senzime närmar sig målsättningarna

När Senzime målen så är potentialen stor. Balansräkningen är stark, men drar tillväxten ut på tiden ökar risken för ytterligare kapitalbehov. Tydliga tecken på att den höga aktiviteten i form av utprövningar materialiseras i termer av försäljning under 2022 är den huvudsakliga triggern för aktien framöver. Motiverat värde justeras till 37-39 kr (40-41) till följd av ett höjt avkastningskrav.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	37.0 - 39.0	
EPS, just 21e	-1.21	-1.13	-7.9%	Sales, mkr	9	10	43	201	Aktiekurs	SEK20.0
EPS, just 22e	-0.86	-0.4	-114.1%	Tillväxt	39%	6%	329%	371%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0.87	0.23	279.2%	EBITDA, mkr	(37.1)	(67.5)	(45.0)	80		
				EBIT, mkr	(49)	(79)	(56)	69		
				EPS, justerad	(0.8)	(1.2)	(0.9)	0.9		
				EPS tillväxt	23%	51%	(30)%	nm		
				EK/aktie	3.7	2.5	1.6	2.5		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(523.4)%	(790.9)%	(132.5)%	34.2%		
				ROE	(20.5)%	(49.1)%	(52.8)%	34.8%		
				ROCE	(20.0)%	(46.7)%	(49.2)%	40.7%		
				EV/Sales	123.5x	116.1x	27.1x	5.7x		
				EV/EBITDA	(31.0)x	(17.1)x	(25.6)x	14.4x		
				EV/EBIT	(23.6)x	(14.7)x	(20.4)x	16.8x		
				P/E, justerad	(24.8)x	(16.4)x	(23.3)x	23.0x		
				P/EK	5.4x	8.1x	12.3x	8.0x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(2.7)%	(5.4)%	(4.9)%	(1.7)%		
				Nettosk./EBITDA	4.3g	1.4g	0.7g	(0.1)g		

Kommande händelser

Q4 2021	17 februari, 2022
Q1 2022	5 maj
Q2 2022	15 juli
Q3 2022	10 november

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	63m
Börsvärde	1,251
Nettoskuld	(97)
EV	1,153
Free float	74%
Daglig handelsvolym, snitt	61(k)
Reuters/Bloomberg	SEZI.ST/SEZI:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

alexander.vilval@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sverige | 16 November 2021

Sammanfattning

Hög aktivitet borgar för tillväxt framöver

Investment Case

Senzime har kommit ur startgroparna med sina produkter TetraGraph/TetraSens och fokus ligger på kommersialisering. Behovet i vården av att på ett säkrare sätt kunna bedöma när det är lämpligt att extubera patienter som legat under narkos är stort. Tekniksprånget som Senzime är en drivande del av kommer även att vara en faktor som kan leda till skärpta riktlinjer där noggrann objektiv monitorering kommer att krävas. Bolaget har inlett försäljning i Japan, USA, Australien, Europa och även i Sydkorea. Studier visar tydligt på fördelarna med teknologin. Vi räknar med att bolaget har goda förutsättningar att nå målet om en omsättning på 200 mkr 2023, och lönsam sådan, men ser betydligt högre potential på sikt, vilket vi tror att aktiemarknaden kommer att diskontera i ett tidigare skede. Totalmarknaden är värd 15 mdr kr.

Bolagsprofil

Senzime utvecklar och marknadsför unika CE- och FDA-godkända medicintekniska lösningar, drivna av unika algoritmer och sensorer för patientnära monitorering under narkos. TetraGraph är ett system som digitalt och kontinuerligt mäter graden av neuromuskulär blockad för att förebygga komplikationer, förbättra klinisk precision och förenkla hanteringen i vården. TetraGraph bidrar till att förebygga komplikationer och möjliggör för vårdpersonal att följa riktlinjer och läkemedelsrekommendationer och därigenom verka för kortare sjukhusvistelser och lägre vårdkostnader. Senzimes vision är en värld utan narkosrelaterade komplikationer och ett säkert uppvaknande för alla patienter.

Värdering

Vi räknar med att Senzime når målet om 200 mkr i omsättning 2023, vilket även innebär att de är tillräckligt kapitaliserade i dagsläget. Vi ser dock en risk för att saker kan ta längre tid än väntat, bl a till följd av begränsad tillgång till sjukvårdssystemen i spåren av nya nedstängningar. Vår utgångspunkt i DCF-perspektiv är en WACC på 11%. För att ta hänsyn till en 50/50-risk att Senzime uppnår sin målsättning med fördröjning på ca ett år, och att det i så fall skulle uppkomma ett ytterligare kapitalbehov på uppskattningsvis 80 mkr under prognosperioden så höjer vi avkastningskravet till 13,1% vilket resulterar i ett motiverat värde 37-39 kr.

Börjar marknaden diskontera in att Senzime når målet om 200 mkr i omsättning 2023, så är en rimlig målkurs kring 43 kr. Detta baserat på EV/EBITDA-multiplar för medicintekniska bolag i lönsam fas, diskonterat till idag.

DCF - Sammanfattning

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)		1 248	
PV of terminal value (perpetuity formula)		1 021	
Enterprise value		2 269	
Latest net debt		-97	
Minority interests & other			
Equity value		2 366	
No. of shares outstanding (millions)		63	
Equity value per share (SEK)		38	
Implicit multipl.			
EV/Sales	2021	2022	2023
EV/EBITDA	228,4	53,2	11,3
EV/EBIT	-33,6	-50,4	28,3
EV/NOPLAT	-28,9	-40,2	33,0
P/E	-36,6	-50,9	41,8
ROIC/WACC			
Current Share price		19,95	

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	0,4%
Risk premium	6,6%
Extra risk premium	6,1%
Beta	1,0
Cost of equity	13,1%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	21%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	13,1%
Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	28,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	-2,6%
Tax rate	21%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
WACC	12,1%	40	42	43	45	46
	12,6%	38	39	40	42	43
	13,1%	36	37	38	39	40
	13,6%	34	35	36	37	38
	14,1%	32	33	34	34	35
		Long-term EBIT margin				
		23,0%	25,5%	28,0%	30,5%	33,0%
WACC	12,1%	38	40	43	46	48
	12,6%	35	38	40	43	45
	13,1%	33	36	38	40	42
	13,6%	31	34	36	38	40
	14,1%	30	32	34	35	37

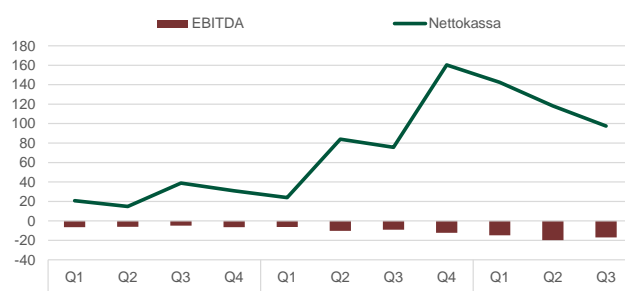
EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Crafoordfamiljen	14,6%	14,6%
Segulah Ventures AB / AB Segulah	7,1%	7,1%
Handelsbanken Fonder	7,1%	7,1%
Pershing LLC.	6,0%	6,0%
Övriga	65,2%	65,2%
Ordförande		Philip Siberg
Verkställande direktör		Pia Renaudin
Finansdirektör		Erik Bergman
Investerarkontakt		Pia Renaudin / Erik Bergman
Hemsida		www.senzime.com

Källa: Bolaget, Holdings.se

Likviditet (mkr)



Källa: Senzime, Erik Penser Bank

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	3,1	6,7	9,3	9,9	42,6	200,8
Material	-2,2	-2,2	-5,1	-2,2	-7,6	-32,6
Personalkostnader	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	0,0	0,0
Externa tjänster	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	0,0
Försäljnings- och administrationskostnader	-21,6	-27,2	-39,3	-75,4	-80,0	-88,0
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,6	1,1	1,5	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,7	-2,8	-1,1	0,0	0,0
Avskrivningar	-5,4	-10,8	-11,7	-11,0	-11,5	-11,5
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	-21,4	-23,4	-37,1	-67,5	-45,0	80,2
Rörelseresultat (EBIT)	-26,8	-34,2	-48,9	-78,6	-56,4	68,7
Finansnetto	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Resultat före skatt	-26,8	-34,3	-49,0	-78,6	-56,4	68,7
Skatt	1,1	1,5	1,5	2,5	2,8	-14,4
Periodens resultat	-25,7	-32,7	-47,4	-76,1	-53,6	54,3

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	159,2	93,5	82,2	71,7	60,4	49,2
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,2	0,8	1,2	1,6
Nyttjanderätter		0,5	2,6	2,8	3,7	8,0
Finansiella anläggningstillgångar						
Summa anläggningstillgångar	159,4	94,2	85,0	75,3	65,4	58,8
Varulager	1,0	2,4	4,0	4,2	17,9	84,3
Kundfordringar	2,7	2,5	3,3	3,5	14,9	70,3
Övriga fordringar	0,8	0,6	5,9	6,3	26,8	126,5
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Likvida medel	32,7	30,9	160,3	92,5	30,9	4,8
Summa omsättningstillgångar	37,8	36,9	173,9	106,9	91,0	286,3
Summa tillgångar	197,2	131,1	258,9	182,2	156,4	345,1
Eget kapital och skulder						
Eget kapital	167,4	110,0	231,3	155,2	101,6	155,9
Summa eget kapital	167,4	110,0	231,3	155,2	101,6	155,9
Leasingskulld		0,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Uppskjuten skatteskuld	19,5	13,4	11,9	11,9	11,9	11,9
Summa långfristiga skulder	19,5	13,5	13,1	13,1	13,1	13,1
Leasingskulder		0,3	1,1	0,2	0,9	4,0
Leverantörsskulder	4,8	2,9	4,7	5,0	21,3	100,4
Övriga kortfristiga skulder	1,1	1,2	5,5	5,5	5,5	5,5
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	4,3	3,2	3,1	3,3	14,1	66,3
Summa kortfristiga skulder	10,3	7,7	14,4	13,9	41,7	176,1
Summa eget kapital och skulder	197,2	131,1	258,9	182,2	156,4	345,1

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	-26,8	-34,2	-48,9	-78,6	-56,4	68,7
Justeringar	5,9	11,7	12,4	11,0	11,5	11,5
Erhållna / erlagda räntor	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	2,5	2,8	-14,4
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	-20,9	-22,6	-36,6	-65,1	-42,2	65,8
Förändring av rörelsekapital	3,2	-4,0	-1,7	-1,4	-18,0	-87,0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-17,7	-26,6	-38,3	-66,5	-60,1	-21,2
Investeringar i materiella tillgångar	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4
Investeringar i immateriella tillgångar	-9,4	-3,8	-0,1	-0,6	-0,2	-0,2
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-9,4	-3,8	-0,3	-1,1	-0,6	-0,6
Amorteringar av leasingskulder		-0,6	-1,2	-0,2	-0,9	-4,3
Nyemission	51,1	29,1	168,9			
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	51,1	28,6	167,7	-0,2	-0,9	-4,3
Periodens kassaflöde	23,9	-1,8	129,0	-67,8	-61,6	-26,1
Likvida medel vid periodens början	8,7	32,7	30,9	160,3	92,5	30,9
Kursdifferens i likvida medel			0,4			
Likvida medel vid periodens slut	32,7	30,9	160,3	92,5	30,9	4,8

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	114%	39%	6%	329%	371%
EBIT-tillväxt	28%	43%	61%	-28%	-222%
EPS-tillväxt	16%	23%	51%	-30%	-201%
Bruttomarginal	67,2%	45,9%	77,4%	82,2%	83,8%
EBITDA-marginal	-349,0%	-397,9%	-679,9%	-105,6%	40,0%
EBIT-marginal	-510,0%	-523,4%	-790,9%	-132,5%	34,2%
Skattesats	5%	3%	3%	5%	21%

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE	-30%	-21%	-49%	-53%	35%
ROCE	-28%	-20%	-47%	-49%	41%
Investeringar	4	0	1	1	1
Investeringar / omsättning	56%	4%	11%	1%	0%
Varulager / omsättning	36%	42%	42%	42%	42%
Kundfordringar / omsättning	38%	35%	35%	35%	35%
Leverantörsskulder / omsättning	44%	51%	50%	50%	50%
Rörelsekapital / omsättning	-25%	-10%	5%	43%	53%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,0x	0,3x	0,8x

Finansiell ställning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld	-31	-160	-93	-31	-5
Soliditet	84%	89%	85%	65%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	-28%	-69%	-60%	-30%	-3%
Nettoskuld / EBITDA	1,3x	4,3x	1,4x	0,7x	-0,1x

Aktiedata

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	-0,65	-0,81	-1,21	-0,86	0,87
EPS, justerad	-0,65	-0,81	-1,21	-0,86	0,87
FCF per aktie	-0,60	-0,66	-1,08	-0,97	-0,35
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,2	3,9	2,5	1,6	2,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	50,1	58,9	62,7	62,7	62,7

Värdering

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	22,9x
P/EK	8,3x	6,1x	8,0x	12,2x	8,0x
P/FCF	neg	neg	neg	neg	neg
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	131,4x	134,3x	115,6x	28,4x	6,2x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	15,4x
EV/EBIT, justerat	neg	neg	neg	neg	18,0x
Aktiekurs, årets slut	18,2	24,0	19,8	19,8	19,8
EV, årets slut	882	1 254	1 149	1 210	1 236

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 grundas 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