



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovårdsutrustning | Sverige | 11 november 2022

## Redsense Medical

## Långsam återhämtning

## Ett svagt kvartal

Bolagets nettoomsättning uppgick till 1,02 mkr (3,6 mkr) och rörelseresultatet blev -5,86 mkr (-2,85 mkr). Omsättningstillväxt uppvisade negativ utveckling, -47% q/q samt -71% y/y. Kassa inklusive kortfristiga placeringar uppgick till drygt 13 mkr och kassaflödet uppgick till -1,8 mkr under perioden.

## Långsam återhämtning

Återhämtningen av försäljningen tar betydligt längre tid än väntat. Med föregående kvartalets positiva ton är detta ett klart bakslag. Bolaget fortsätter uppleva variationer i inköpsmönster från deras amerikanska distributörer, relaterat till en tidigare ökning av lagernivåerna. Efterfrågan på bolagets produkter kan av dessa anledningar inte korrekt reflekteras i omsättningsnivåer för kvartalet.

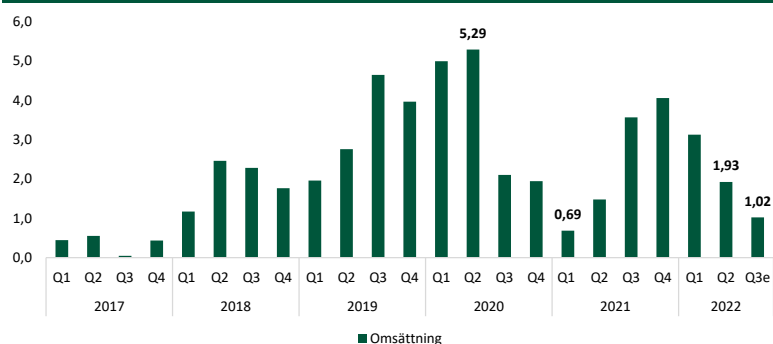
## Endast mindre justeringar

Trots ett bakslag i det föregående kvartalet har bolaget under Q4 säkrat en ny order till värde om 3,7 mkr, vilken är den största ordern i bolagets historia. Att bolaget tog hem en stororder via distributörer bedömer vi kan innebära ett trendsifte när det gäller distributörernas aktivitet på den amerikanska marknaden. Efter Q3-rapporten gör vi endast mindre justeringar av estimaten och behåller vårt motiverade värde om 15–16 kr per aktie.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	
Totala intäkter	14	-16,3	19	-8,1	Totala intäkter	17	14	19	46	Aktiekurs
EBITDA, just.	-12	-20,5	-7	-5,3	Intäktstillväxt	N.m.	N.m.	39%	>100%	6,7 kr
EPS, just.	-0,5	23,2	-0,5	-3,7	EBITDA, just.	-12	-12	-7	11	Riskenivå
					EBIT, just.	-12	-12	-7	11	Hög
					EPS, just.	-0,6	-0,5	-0,5	0,8	
					EPS-tillväxt	12%	5%	4%	>100%	
					EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	24,5%	
					ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	39,8%	
					ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	36,5%	
					EV/Sales	35,7x	7,3x	5,1x	2,0x	
					EV/EBITDA	-27,2x	-6,6x	-12,6x	8,2x	
					EV/EBIT	-26,8x	-6,6x	-12,5x	8,2x	
					P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	117,8x	
					P/EK	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	
					Nettoskuld/EBITDA	2,1x	1,1x	0,4x	-0,2x	
Kommande händelser					Kursutveckling 12 mån				Intressekonflikter	
Q4 - rapport					27 februari 2023				Yes No	
Bolagsfakta (mkr)									Likviditetsgarant	
Antal aktier					14m				Certified adviser	
Börsvärde					94				Transaktioner 12m	
Nettoskuld					-14					
EV					80					
Free float					79%					
Daglig handelsvolym, snitt					12k					
Bloomberg Ticker					REDS SS EQUITY					
Analytiker										
Maria Karlsson Osipova										
maria.karlssonosipova@penser.se										

## Nettoomsättning

Diagram 1: Nettoomsättning (mkr)



Källa: Bolaget

## Aktiekurs vs. Motiverat värde

Diagram 2: Aktiekurs vs. motiverat värde



Källa: FactSet, EPB

## DCF

Tabell 1: Diskonterad kassaflödesanalys & känslighetsanalys

Valuation output				WACC assumptions		Sensitivity analysis									
Sum of PV of FCF (explicit period)				96	Risk free nominal rate		2,5%	WACC		Long-term growth rate					
PV of terminal value (perpetuity formula)				104	Risk premium		5,5%			0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	
Enterprise value				200	Small cap premium		6,0%			12,0%	18	19	20	21	23
Latest net debt				-13	Extra risk premium		0%			13,0%	16	17	17	18	20
Minority interests & other				0	WACC		14,0%			14,0%	14	14	15	16	17
Equity value				213						15,0%	12	13	13	14	15
No. of shares outstanding (millions)				14				16,0%	11	11	12	12	13		
Equity value per share (SEK)				15											
Implicit multipl.		2022	2023	2024	Terminal value assumptions			WACC		Long-term EBIT margin					
EV/Sales		19,0	11,2	4,5	Long term growth rate		2,0%			21,0%	23,0%	25,0%	27,0%	29,0%	
EV/EBITDA		-16,5	-27,5	17,7	Long term EBIT margin		25,0%			12,0%	17	19	20	21	23
EV/EBIT		-16,4	-27,3	17,8	Depreciation (% of sales)		2,0%			13,0%	15	16	17	18	20
EV/NOPLAT		-20,6	-34,4	22,4	Capex (% of sales)		2,0%			14,0%	13	14	15	16	17
P/E					Working cap. (% of sales)		-2,6%			15,0%	12	12	13	14	15
ROIC/WACC					Tax rate		21%	16,0%	10	11	12	13	13		

Källa: EPB

## Investment case

I spåren av att den starka försäljningstillväxten under H1'20 kom av sig under H2'20 och H1'21 relaterat till COVID-19 har aktien haft en flyktig utveckling. Sedan 2021 har vi sett en tydlig återhämtning. Den viktigaste drivkraften för aktien kommer att fortsätta vara just försäljningstillväxten. I augusti i år har en ny VD tillträtt och tar nu över efter Patrik Byhmer som stannar kvar i bolaget i rollen som styrelseordförande. Förutsättningar för accelererad tillväxt är goda - bolaget har pågående samarbete med två distributörer i USA, pågående diskussioner med samarbetspartners i Tyskland samt är nära till Redsense Clamp lansering.

## Bolagsprofil

Redsense är en patenterad produkt som upptäcker blodläckage vid hemodialys, ett problem som uppkommer vid vennålsutdragning och inträffar vid ca 1/720 hemodialysbehandlingar. Globalt sett dör ca 1,200 personer per år till följd av vennålsutdragning. Hemodialys som behandling ökar i sin tur 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 är <1%.

## Värdering

Vi räknar med att Redsense Medical har goda förutsättningar att växa kraftigt på kort och medellång sikt, betydligt snabbare än marknadens tillväxt, definierad som ökningen av andelen dialyspatienter i USA som behandlas i hemmet. Vi räknar med en långsiktig EBITDA-marginal på ca 25%, långsiktig tillväxt på 3%, samt använder ett avkastningskrav på 14%. Vi värderar Redsense Medical till 15–16 kr per aktie. Värderingen av Redsense Medical, som är ett tillväxtbolag i förhållandevis tidig fas, är känslig för antagen tillväxttakt.

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>7</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>45</b>
Övriga rörelseintäkter	2	2	3	8	3	1	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>9</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>46</b>
Kostnad sålda varor	-4	-6	-7	-6	-5	-6	-14
<b>Bruttoresultat</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>32</b>
Totala rörelsekostnader	-11	-13	-18	-23	-21	-21	-21
<b>EBITDA</b>	<b>-7</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>(7)</b>	<b>(4)</b>	<b>(8)</b>	<b>(12)</b>	<b>(12)</b>	<b>(7)</b>	<b>11</b>
<b>EBIT</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>
Finansnetto	0	0	-1	4	5	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>
<b>Nettoresultat</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>

Källa: Redsense Medical, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-7	-5	-8	-12	-12	-7	11
Övriga kassaflödesposter	0	0	2	(3)	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	0	-4	4	-2	0	-3	-10
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	<b>-17</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>1</b>
Investeringar	0	0	-40	0	0	0	0
Övriga poster	-	-	-	-	15	-	-
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-45</b>	<b>-26</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>
Nyemission / återköp	8	16	67	0	0	0	0
Förändringar av lån	1	0	0	3	0	0	0
Övriga poster	0	0	-1	-4	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>22</b>	<b>-28</b>	<b>0</b>	<b>-11</b>	<b>0</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-2</b>	<b>-7</b>	<b>-65</b>	<b>-24</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>

Källa: Redsense Medical, EPB

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	3	4	6	10	12	13	14
Materiella anläggningstillgångar	0	0	2	0	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>
Varulager	1	1	2	1	2	3	7
Kundfordringar	1	5	2	4	4	7	17
Övriga omsättningstillgångar	1	0	1	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3	9	65	27	17	5	5
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>6</b>	<b>15</b>	<b>71</b>	<b>33</b>	<b>23</b>	<b>16</b>	<b>31</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>79</b>	<b>43</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>46</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	4	15	73	37	30	23	34
<b>Summa eget kapital</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>73</b>	<b>37</b>	<b>30</b>	<b>23</b>	<b>34</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1	1	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	3	3	3	3
Leverantörsskulder	1	1	4	1	1	3	6
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>12</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>79</b>	<b>43</b>	<b>36</b>	<b>30</b>	<b>46</b>

Källa: Redsense Medical, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	70%	16%	N.m.	N.m.	39%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	34%	N.m.	N.m.	N.m.	40%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	33%	N.m.	N.m.	N.m.	40%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	33%	N.m.	12%	5%	4%	>100%
Bruttomarginal	55,8%	57,5%	58,3%	64,8%	63,1%	70,7%	69,7%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,5%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24,5%

Källa: Redsense Medical, EPB

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	40%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	36%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	43%

Källa: Redsense Medical, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	9%	4%	13%	8%	11%	14%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	11%	32%	13%	21%	30%	36%	37%
Leverantörsskulder / KSV	32%	24%	52%	22%	30%	46%	46%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	28%	22%	31%	25%	29%	36%	59%
Rörelsekapital / totala intäkter	-6%	25%	1%	17%	24%	33%	36%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	0,9x	0,2x	0,4x	0,4x	0,8x	1,3x

Källa: Redsense Medical, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	-2	-7	-65	-24	-14	-3	-2
Soliditet	47%	79%	93%	87%	83%	75%	73%
Nettoskulsättningsgrad	-0,4x	-0,5x	-0,9x	-0,6x	-0,5x	-0,1x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	0,3x	1,7x	8,2x	2,1x	1,1x	0,4x	-0,2x

Källa: Redsense Medical, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-0,63	-0,42	-0,64	-0,57	-0,54	-0,52	0,80
EPS, justerad	-0,63	-0,42	-0,64	-0,57	-0,54	-0,52	0,80
FCF per aktie	-0,74	-0,79	-3,17	-1,84	0,01	-0,81	-0,03
Eget kapital per aktie	0,39	1,23	5,21	2,67	2,13	1,61	2,41
Antal aktier vid årets slut, m	11,0	12,2	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	11,0	12,2	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0

Källa: Redsense Medical, EPB

## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	117,8x
P/EK	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,0x	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	18,7x	12,5x	40,2x	35,7x	7,3x	5,1x	2,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	-27,2x	-6,6x	-12,6x	8,2x
EV/EBIT, justerad	-19,2x	-35,2x	-69,3x	-26,8x	-6,6x	-12,5x	8,2x
EV	131	162	563	321	80	91	92
Aktiekurs	12,1	13,9	44,7	24,6	6,7	6,7	6,7

Källa: Redsense Medical, EPB

## Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utförandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

## 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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikerns objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetssgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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](http://www.penser.se)