

Klas Palin  
klas.palin@penser.se

## Investment case

Bolagets huvudproduktserie TetraGraph är instrument för övervakning av patienter som får muskelavslappnande läkemedel. Marknaden är ännu i sin linda och vi bedömer att det är en relativt begränsad användning av kvantitativ monitorering på sjukhusen. Med nya uppdaterade kliniska riktlinjer ser vi dock att det nu finns ett starkt kliniskt stöd att luta sig mot på bolagets nyckelmarknader. Vi bedömer att det kommer driva sjukvården att gå över till ökad användning av kvantitativ patientövervakning vid muskelavslappnande läkemedel under operationer. Förutsättningarna för Senzime att marknaden tar fart ser därmed bra ut.

Bolaget har ett starkt produkterbjudande, understött av klinisk data, varför vi ser goda möjligheter att Senzime utvecklas till den ledande aktören inom området. Vi förväntar oss en stark försäljningsutveckling under många år framöver för bolaget. I våra prognoser räknar vi med att en marknadspenetrering om 10 procent uppnås inom 8-10 år, vilket innebär intäkter på över 1,5 mdkr och EBITDA på över 30 procent. De främsta riskerna bedömer vi snarare handlar om hur snabbt det kan gå än om det kommer att ske. Vi är mindre oroade av att det ska komma in konkurrenter som tar över marknaden och begränsar bolagets tillväxtmöjligheter.

## Bolagsprofil

Senzime utvecklar och marknadsför unika CE- och FDA-godkända medicintekniska lösningar för patientnära monitorering under anestesi. Bolaget marknadsför två produktserier som består av ett instrument och tillhörande förbrukningssensorer. De stora intäkterna ska komma från förbrukningsartiklarna. Därmed gäller det att initialt bygga upp en bas av instrument hos sina kunder som sedan genererar återkommande intäkter från engångssensorerna. Bolagets kunder utgörs främst av sjukhus och enbart i USA beräknas det finnas över 6.000 sjukhus.

TetraGraph är ett system som kontinuerligt mäter graden av neuromuskulär blockad och används vid operationer för att förebygga komplikationer, förbättra klinisk precision och förenkla patienthanteringen. TetraGraph bidrar till att förebygga komplikationer och möjliggör för vårdpersonal att följa riktlinjer och läkemedelsrekommendationer och därigenom verka för kortare sjukhusvistelser och lägre vårdkostnader.

ExSpiron är ett icke-invasivt system för att övervaka patienters andningsvolym, andningsfrekvens och andra vitala parametrar. Därmed tidigt varna om patientens syreintag försämras som i värsta fall kan leda till livshotande situationer (andningsdepression). Andningsdepression drabbar upp till 30 procent av alla patienter som är under olika typer av smärtbehandling i postoperativ vård.

## Värdering

Vår värdering av Senzime tar stöd av en DCF-modell, där framtida kassaflöden diskonteras till en WACC på 15 procent (13). Modellen ger oss ett värde om 15,4 kr (34) och ger underlag för vårt motiverade värde på 15-16 kr (33-35 kr).

## Viktiga framsteg uppnådda och bör påskynda omställning

De positiva framstegen under 2022 kan inte överskattas i betydelse för bolagets fortsatta utveckling. Allra viktigast var att få uppdaterade kliniska riktlinjer i Europa och USA på plats. Dessa ger tydliga rekommendationer om att använda kvantitativa instrument för att mäta effekten på patienten när muskelavslappande behandling ges vid operation. Dessa anser vi ger ett starkt stöd för att driva en snabb tillväxt på bolagets nyckelmarknader.

Vi vill även påminna om betydelsen av avtalet med Masimo. Bolaget är en ledande aktör på den amerikanska marknaden och dess patientövervakningssystem finns redan etablerat på många sjukhus runt om i landet. Samarbetet väntas gå i skarpt läge i början av 2024 och ger Senzime tillgång till en omfattande etablerad kundbas. Därtill kan vi komma att få se merförsäljning från Masimos egen säljorganisation. Samarbetet ser vi även som ett kvitto på att Senzime har produkter som är ledande inom sitt fält. Färdigställande av en anslutningsmodul mellan systemen pågår och väntas kunna bli godkänd av den amerikanska läkemedelsmyndigheten FDA i slutet av 2023.

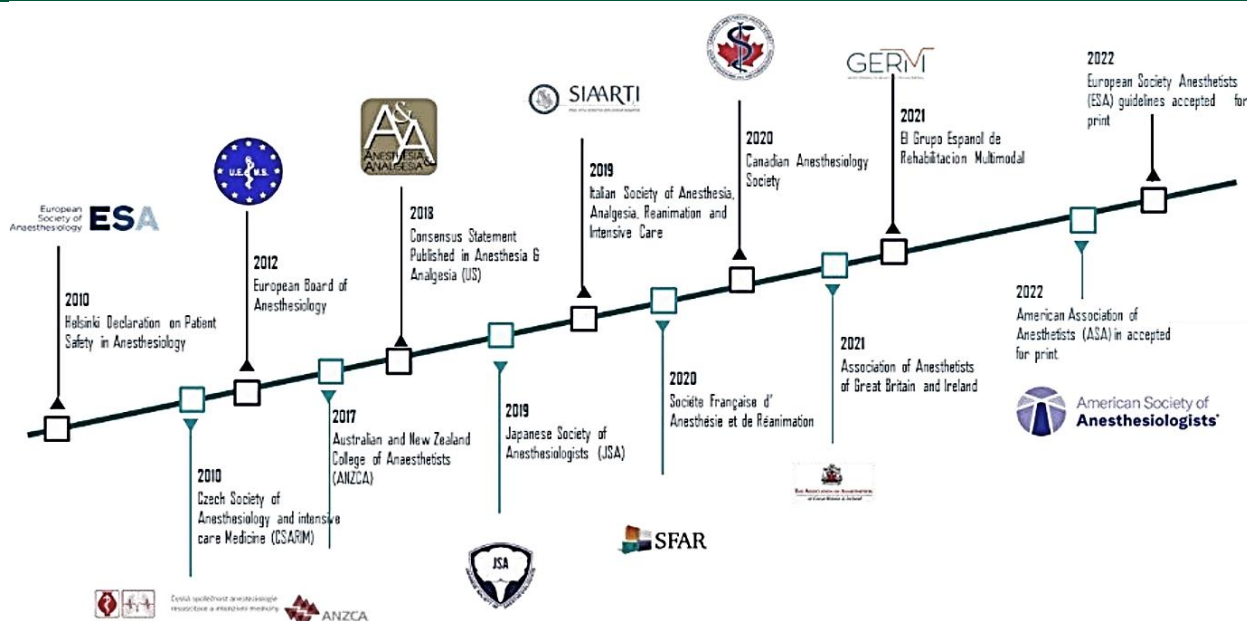
## Uppdaterade riktlinjer i USA och Europa

I USA är det American Society of Anesthesiologists (ASA) som etablerar kliniska riktlinjer och de presenterades uppdaterade riktlinjer i slutet av oktober i fjol. Dessa publicerades sedan kring årsskiftet.

Riktlinjerna rekommenderar att patienter som genomgår operation, där muskelavslappande läkemedel används, ska övervakas med kvantitativa system (som exempelvis TetraGraph). Att förlita sig på kvalitativ bedömning anses inte längre tillräckligt tillförlitligt. Rekommendationen stödjer sig på klinisk evidens som visar att kvantitativ övervakning höjer patientsäkerheten och minskar risken för efterföljande komplikationer som uppkommer vid exempelvis för tidig extubering efter intubation. Riktlinjerna rekommenderar även att övervakningen ska utgå ifrån nervsignaler i handen och inte baseras på ansiktsmuskler. Vi ser rekommendationerna som tydliga och är helt i linje med vad TetraGraph-systemet levererar. Det är dock rekommendationer och därmed inte bindande, men vi tror att kliniska riktlinjer över tid driver en policyanpassning och vi förväntar oss att det även kommer att ske i det här fallet.

Som alltid kommer vissa vara mer drivna att snabbt följa de nya rekommendationerna och vi tolkar bolaget som att de redan upplever en ökad ström av inkommande intresse. Sensimzes strategi för att kapitalisera på det som nu skett är att inledningsvis ta sikte på läro- och universitetssjukhus som uppgår till omkring 1.500. Vi ser det som en bra första målgrupp, där det bör finnas starkare drivkrafter för att följa de senaste riktlinjerna. Dessutom borde anestesiläkare under utbildning vara mer benägna att anamma ett skifte mot kvantitativ övervakning mot kvalitativa metoder. Totalt bedömer vi att det finns omkring 6.000 aktiva sjukhus i USA.

### Utveckling av kliniska riktlinjer mot kvantitativ monitorering över tid



Källa: Bolaget

Även i Europa kom det nya kliniska riktlinjer sent i föl inom området. De har mycket gemensamt med de amerikanska, men är kanske än tydligare på att kvantitativa instrument ska användas för att avgöra den insatta effekten av muskelavslappnande behandling på patienten. Som figuren ovan visar har vi sett flera kliniska riktlinjer gå i samma riktning under de senaste tjugo åren. Av dessa är det dock de amerikanska som är viktigast, då det är den enskilt största marknaden i värde. USA-marknaden är även där det bedrivs mest aktiv utveckling, som kan ge positiva följd effekter på andra marknader.

## Varför behövdes nya riktlinjer

Vad är det då som driver fram den här förändringen som skett och varför just nu? Det senare, uppfattar vi, beror på att detta borde ha skett redan för något år sedan, men genomförandet har fördröjts av Covid-19. Anestesiområdet har varit i fokus under pandemiåren och mer akuta prioriteringar har behövts göras på kliniker.

Det grundläggande som driver utvecklingen mot att kvantitativt övervaka patienter är en växande dokumentation av kliniska studier som tydligt visar att en okulär (klinisk) bedömning av anestesiläkare inte är tillräcklig, inte heller med enklare instrument. Problemet är som störst när patienten ska kunna gå från att ha fått andningshjälp genom intubering och sedan på egen hand ska klara sin andning (intuberingen tas bort). Det har visats att även när mindre mängd muskelavslappnande substans är kvar i kroppen så kan patienten få problem med att upprätthålla andningen på ett bra sätt. I vissa fall kan det leda till komplikationer och i värsta fall kan det till och med handla om livshotande komplikationer.

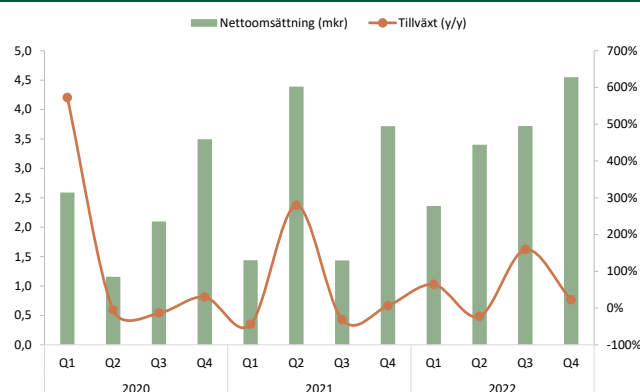
## Förekommande invändningar

Det finns alltid motstånd vid förändringar av rutiner och praxis. Vår uppfattning efter att ha gått igenom data är att det står klart att användningen av kvantitativa instrument har varit förhållandevis låg, särskilt i USA. Det verkar finnas en relativt spridd uppfattning att en erfaren anestesiläkare kan bedöma om rätt dos av muskelavslappnande läkemedel getts och bedöma när en patient återfått tillräcklig muskelfunktion för att kunna andas själv. Så är det säkert i många fall, men i en population kommer det finnas de som är bättre och andra som är sämre. Även enskilda individer har bättre och sämre dagar, vilket kommer påverka utfallet. Det fina i de nya riktlinjerna är att här ges bevis från ett förhållandevis omfattande kliniskt underlag att kvantitativa metoder uppvisar klart bättre och mer konsistenta resultat. Därmed minskar risken för komplikationer avsevärt. Ett annat argument som dyker upp är tveksamheter att få in ytterligare ett instrument, där det redan finns väldigt många. Det är förståelig tanke och här ser vi att lansering av en koppling till Masimos system kan underlätta för användaren.

## Inget tydligt avtryck än

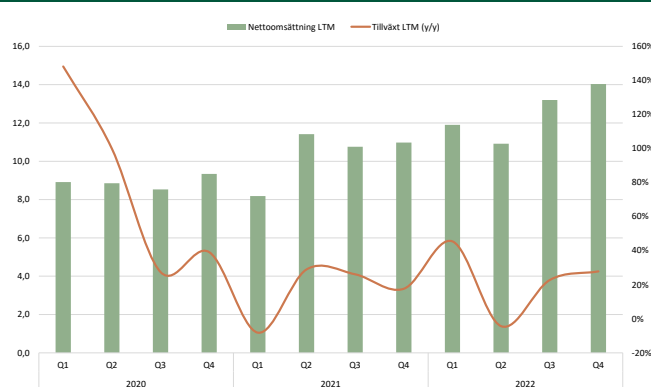
De uppdaterade kliniska rekommendationerna kom relativt sent under fjolåret, varför vi inte såg något större genomslag redan under 2022. Tillväxten i Q4'22 var relativt modest och nettoomsättningen ökade till 4,6 mkr (3,7), vilket innebar en tillväxt på blygsamma 22 procent jämfört med Q4'21. Den underliggande tillväxten var dock bättre, där bolaget ger oss en siffra rensad för lageruppbyggnad hos distributörer, förvärv och valutaeffekter, som visar på en tillväxt om 59 procent. Det är på den här nivån som vi vill se tillväxten framöver, helst ännu högre, för att bygga konfidens kring bolagets finansiella mål för 2025. Mer om det nedan.

Nettoomsättning per kvartal 2020-2022 (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

Nettoomsättning LTM 2020-2022 (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

Utav nettoomsättningen i Q4'22 kom 1,6 mkr (1,4) från försäljning av instrument och 2,9 mkr (2,4) avsåg engångssensorer. Det var Europamarknaden som utvecklades bäst, medan övriga världen (ROW) sjönk ordentligt. Justerat från förvärv och valuta, men inte rensat för lageruppbyggnad, så var försäljningsutvecklingen i Q4'22 negativ och minskade med 21 procent.

Nettoomsättning per region och produktkategori (mkr)

	Q4'22	Q4'21	Tillväxt	Justerat för förvärv	+ Justerat för valuta
<b>USA</b>					
Instrument	0,076	0,48	-84%	-87%	-88%
Sensorer	1,744	1,054	65%	27%	7%
<b>Europa</b>					
Instrument	1,369	0,687	99%	28%	17%
Sensorer	1,201	0,421	185%	100%	93%
<b>ROW</b>					
Instrument	0,158	0,191	-17%	-17%	-26%
Sensorer	0,001	0,883	-100%	-100%	-100%
<b>Totalt</b>					
Instrument	1,603	1,358	18%	-19%	-25%
Sensorer	2,947	2,358	25%	-8%	-18%
<b>Summa</b>	<b>4,55</b>	<b>3,716</b>	<b>22%</b>	<b>-12%</b>	<b>-21%</b>

Källa: Bolaget, EPB

Bruttomarginal per kvartal 2020-2023

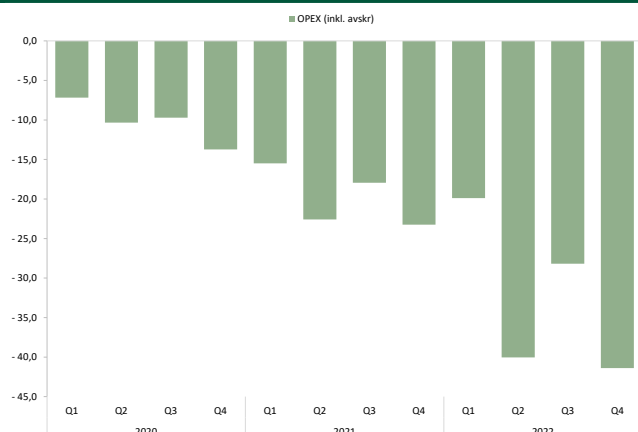


Källa: Bolaget, EPB

Bruttomarginalen (exkl. avskrivningar) fortsatte att förbättras till 65,3 procent (45,4). Trenden är uppåt över tid och drivs av ökad andel försäljning av sensorer, vilket kommer kunna driva en fortsatt marginalförbättring framöver.

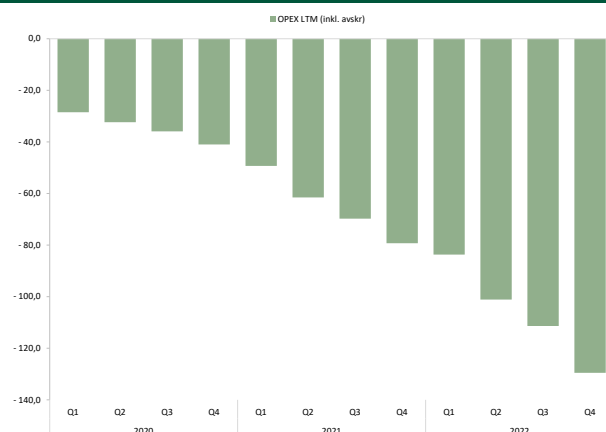
Sedan förvärvet av RMI har vi sett rörelsekostnaderna öka och de steg till 41,4 mkr (23,2) under Q4'22. Vi uppfattar att det fanns kostnader av engångskaraktär i denna siffra på cirka 8 mkr. Bolaget indikerar att kostnadsnivån framöver kan minska under 2023, trots sina expansiva tillväxtplaner.

Rörelsekostnader per kvartal 2020-2022 (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

Rörelsekostnader LTM 2020-2022 (mkr)

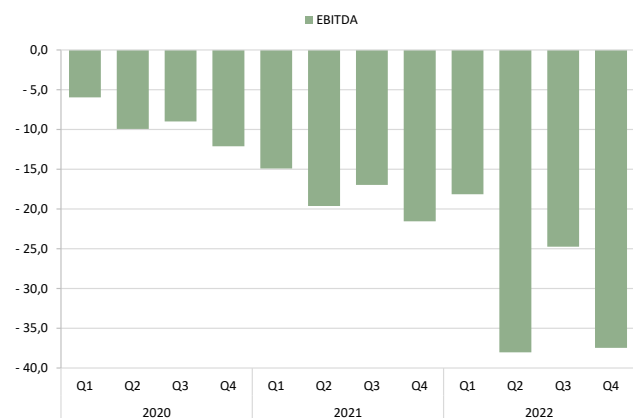


Källa: Bolaget, EPB

Kostnader som ökade snabbare än försäljningen satte press på lönsamheten och EBITDA uppgick till -37,5 mkr (-21,5) och EBIT hamnade på -42,5 mkr (-24,3). Kassaflödet var därför negativt, men påverkades positivt av rörelsekapitalförändringar om 7,7 mkr och landade på -29,4 mkr (-20,6) under perioden. Likvida medel vid årsskiftet minskade till 26,0 mkr. Den låga redovisade kassan per sista december 2022 är orsaken bakom att bolagets aktier varit observationslistade hos Nasdaq Stockholm. Den till drygt 90 procent garanterade föreslagna företrädesemissionen på cirka 100 mkr kommer ge finansiering genom 2023 och in i 2024, varför vi räknar med att observationslistningen upphör efter slutförd emission.

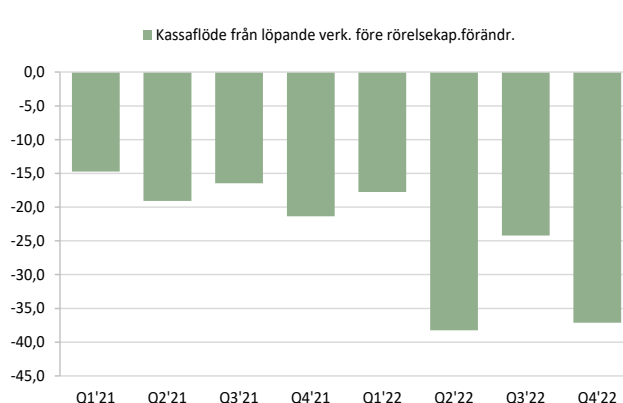
Totalt omfattar emissionen nya aktier till ett värde om 101 mkr. Emissionskostnaderna beräknas till 11 mkr.

EBITDA 2020-2022 (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

Kassaflöde 2021-2022 (mkr)



Källa: Bolaget, EPB

## Godkännande av barnsensor

Under förra året fick bolaget sina barnanpassade sensorer godkända av FDA, TetraSense Pediatric. Sedan tidigare är barnapplikationen lanserad i Europa och ett godkännande för den japanska marknaden uppnåddes även i början av 2023. Vår uppfattning är att bolagets barnsensor är unik jämfört med konkurrenternas erbjudande, då den kan användas ända ned till spädbarn, där ett kvantitativt instrument bör vara extra betydelsefullt. Vi bedömer att patientsäkerhet står än högre i kurs när det kommer till barn, vilket kan tala för ett snabbare upptag inom segmentet.

Efter godkännandet i USA har bolaget redan offentliggjort två ordrar. Den första i december förra året var från ett topprankat universitetssjukhus. Vi vet inte omfattningen på ordern, men bedömer att det kommer handla om väsentliga årliga intäkter efter att systemet blivit fullt implementerat. I början av året kommunicerades en order från specialiserat barnsjukhus i USA. Här indikeras möjlighet till återkommande intäkter på 2 mkr årligen.

Lanseringen i Japan står för dörren och bolagets licenspartner, Fukuda Denshi, är i förberedelse efter att den barnanpassade lösningen blivit godkänd av japanska myndigheter. En första order har lagts

## ExSpiron behöver mogna

Bolaget uppger att övervakningssystemet ExSpiron, som förvärvades i fjol, har integrerats i säljorganisationen och hos distributörer. En nystartad kommersialisering av produkterbjudandet har därför inletts. Så här långt sedan förvärvet har dock produkten inte gett så mycket väsen av sig och vi kan konstatera att försäljningen under Q4'22 hamnade på 1,2 mkr. Sedan förvärvstidpunkten (1 juli) av Respiratory Motion (RMI) uppgår intäkterna till 2,0 mkr. Hade förvärvet skett redan den 1 januari 2022 så hade försäljningen för helåret landat på 3,8 mkr (11,9 mkr). Det finns som sagt mer att önska i tydlighet kring produkten för att bygga konfidens kring potentialen. Inte minst efter att bolaget i samband med Q4 2022-rapporten justerat ned den tidigare preliminära köpeskillingen retroaktivt. Justeringen sker då bolaget inte längre räknar med att försäljningen kommer nå en tillräckligt hög nivå i år för att aktivera en utbetalning av tilläggsköpeskillning.

Vi vill påminna om att ExSpiron är ett instrument för att tidigt upptäcka patienter med andningsproblem och det mäter andningsvolym samt andningsfrekvens i realtid. I likhet med TetraGraph är den stora uppsidan att få återkommande sensorförsäljning. Potentialen är mycket stor, men vi känner en hög osäkerhet kring när satsningarna kommer koncentreras på produkten.

## Uppdaterade prognoser

De nya finansiella målen möttes initialt av en besvikelse i marknaden, då de hamnade relativt långt under de tidigare. Att försäljningen i år ser ut att hamna relativt långt under det förra målet om 200 mkr har påverkat förtroendet för om de nya målen verkligen kommer kunna uppnås. Till bolagets försvar vill vi lägga till de utmaningar som Covid-19 inneburit kommersiellt och lett till fördröjning av nya kliniska riktlinjer i USA med cirka 2 år.

De nya ambitiösa finansiella målen är:

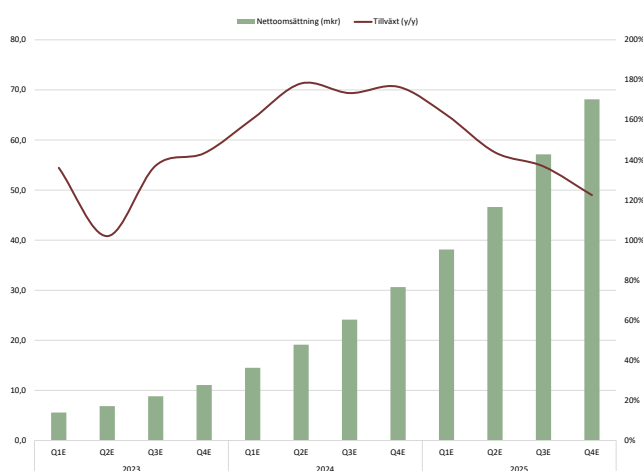
- Nettoomsättningen bedöms uppgå till 275–325 mkr under 2025
- Att bolaget långsiktigt uppnår en EBITDA-marginal som överstiger 40 procent
- Sensime ska ta en marknadsandel om minst 10 procent i sina adresserbara marknadssegment

Som vi redan nämnt tror vi att de kliniska riktlinjerna på bolagets huvudmarknader kommer att driva en utveckling, där kvantitativ patientövervakning vinner mark och på sikt kommer utgöra en naturlig del i operationsprocedurer. Där vi känner oss mest osäkra är hur snabbt en sådan omställning kan gå. Än så länge ser vi en positiv utveckling av nya ordrar, men det är ingen översköljning som skett så här långt. Med det påpekat, så bedömer vi att det tar tid och det har gått mindre än tre månader sedan riktlinjerna publicerades.

För att helt köpa in oss på bolagets prognos, så vill vi se mer och tydligare tecken på att vi verkligen är på väg i den riktningen. Vi har därför valt att vara något mer försiktiga när vi lägger våra prognoser. För 2025 räknar vi med en försäljning på 210 mkr, där 90 procent av intäkterna kommer från TetraGraph. Vad gäller marknadsandelsmålet, som är mer diffust uppsatt, så beräknar vi att bolaget kan nå det inom 8-10 år för TetraGraph. Givet de höga marginalerna som är för sensorerna (cirka 90 procent), så ser vi en möjlighet att bolaget kommer att kunna nå EBITDA-marginaler som överstiger 40 procent under enskilda år. Långsiktigt tror vi dock på utveckling för marginalerna som ligger mer i linje med branschen på 30 procent.

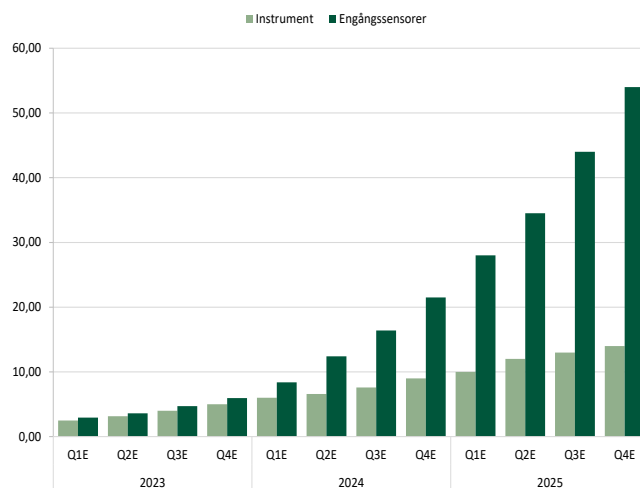
Nedan visas vår prognos för kommande tre år och hur vi räknar med att få se en accelererande försäljningsutveckling under perioden.

Nettoomsättning per kvartal 2023-2025 (mkr)



Källa: EPB

Fördelning engångssensorer och instrument 2023-2025

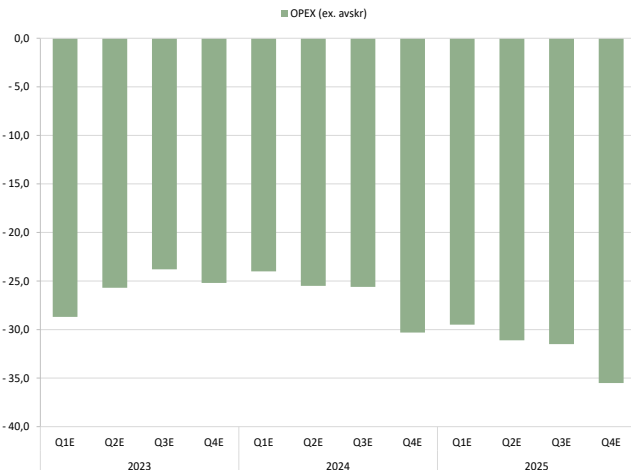


Källa: EPB



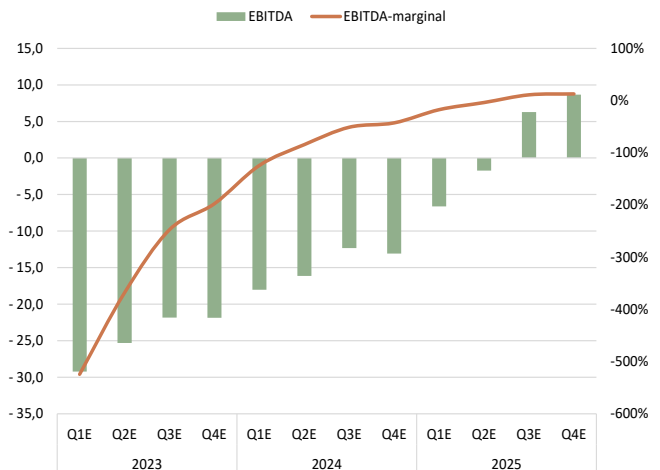
På kostnadssidan tar vi till oss det bolaget säger om att på kort sikt kunna krympa de operativa kostnaderna något, jämfört med hur det såg ut under senare delen av 2022. Vi räknar dock med att de från H2 2023 kommer börja öka igen och sedan öka i takt med att försäljningen stiger. Utifrån våra prognoser bedömer vi att bolaget kan nå positivt EBITDA och kassaflöde från H2 2025.

OPEX exkl. avskriv. per kvartal 2023-2025 (mkr)



Källa: EPB

EBITDA per kvartal 2023-2025 (mkr)



Källa: EPB

Vi vill påpeka att kostnaderna för bolagets produkter är relativt låga i förhållande till proceduren. För proceduren finns redan upparbetade ersättningar, där TetraGraph kan plugga in utan någon betydande extra kostnadsbörda. Vi bedömer att sensorerna prissätts till omkring 150-200 kr per ingrepp.

Prognoser per kvartal 2021-2024 (mkr)

	2021				2022				2023				2024			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E
Nettoomsättning (mkr)	1,4	4,4	1,4	3,7	2,4	3,4	3,7	4,6	5,6	6,9	8,8	11,1	14,5	19,1	24,1	30,6
COGS	-3,6	-4,4	-3,2	-4,8	-3,4	-4,2	-5,1	-5,6	-6,1	-6,5	-6,8	-7,7	-8,6	-9,7	-10,8	-13,4
Bruttoresultat	-2,1	0,0	-1,7	-1,1	-1,1	-0,8	-1,4	-1,1	-0,5	0,4	2,0	3,3	6,0	9,4	13,3	17,2
Utvecklingskostnader	-2,2	-3,2	-3,2	-3,9	-3,3	-4,4	-5,3	-6,5	-5,8	-5,2	-4,6	-4,1	-4,0	-4,2	-4,0	-4,8
Försäljningskostnader	-5,6	-10,5	-10,1	-13,3	-12,2	-14,4	50,0	-23,5	-21,5	-20,5	-20,0	-21,1	-20,5	-21,0	-21,6	-23,5
Administrationskostnader	-8,1	-8,6	-5,0	-6,5	-4,7	-23,3	-8,2	-8,2	-7,4	-7,2	-6,6	-7,6	-7,2	-7,5	-7,3	-8,7
Övriga rörelseintäkter och kostnader	0,3	-0,2	0,3	0,5	0,3	2,0	5,3	-3,3	3,5	3,6	4,0	4,0	4,0	3,5	3,5	3,0
EBITDA	-14,9	-19,6	-17,0	-21,5	-18,2	-38,0	29,8	-37,5	-29,2	-25,3	-21,8	-21,9	-18,0	-16,1	-12,3	-13,1
Avskrivningar	-2,7	-2,9	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	10,7	-5,0	-5,0	-5,1	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2	-5,3	-5,3
EBIT	-17,6	-22,6	-19,7	-24,3	-21,0	-40,9	40,5	-42,5	-34,2	-30,4	-26,9	-27,1	-23,2	-21,3	-17,6	-18,4
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Resultat före skatt	-17,6	-22,6	-19,7	-24,4	-21,0	-40,9	40,7	-42,7	-34,3	-30,5	-27,0	-27,2	-23,3	-21,4	-17,7	-18,5
Skatt	0,5	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	-0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-17,1	-22,1	-19,2	-23,8	-20,5	-40,4	39,9	-42,9	-34,3	-30,5	-27,0	-27,2	-23,3	-21,4	-17,7	-18,5
Tillväxt (y/y)	-44%	279%	-31%	6%	64%	-22%	159%	22%	136%	102%	137%	143%	161%	178%	173%	177%
Tillväxt (q/q)	-59%	205%	-67%	159%	-36%	44%	9%	22%	23%	23%	28%	25%	31%	32%	26%	27%
Bruttomarginal, ex avskrivningar	40%	62%	68%	45%	63%	52%	71%	65%	66%	67%	70%	68%	70%	71%	73%	70%

Källa: EPB, Bolaget

## Värdering

Vår värdering av Senzime tar stöd av en DCF-modell, där framtida kassaflöden diskonteras till en WACC på 15 procent (13). Modellen ger oss ett värde om 15,4 kr (34) och ger underlag för vårt motiverade värde på 15-16 kr (33-35 kr).

Våra antaganden utgår ifrån en fulltecknad nyemission, där antalet aktier ökar med 13,97 miljoner och bolaget tillförs 90 mkr efter transaktionskostnader. Om emissionen enbart tecknas upp till tecknings- och garantiåtaganden blir vårt DCF-värde på samma nivå, men det kortar ned tiden tills när bolaget behöver ta in nytt kapital med omkring en månad.

DCF-antaganden					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	627	Risikfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	673	Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 299</b>	Småbolagspremie	7,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-108	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	3,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 407</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	92				
<b>Eget kapital per aktie (kr)</b>	<b>15,4</b>				

Källa: EPB

Vi har lagt den uthålliga EBITDA-marginalen lägre än vad bolaget guidar. Nedan visas bland annat hur värdet påverkas av vad för långsiktiga antaganden som vi använder.

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

		Uthållig tillväxt				
WACC		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
	13,0%	18,3	19,3	20,4	21,7	23,4
	14,0%	16,1	16,8	17,6	18,6	19,8
	15,0%	14,2	14,7	15,4	16,1	17,0
	16,0%	12,6	13,0	13,5	14,1	14,7
	17,0%	11,2	11,6	11,9	12,4	12,9

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBITDA-marginal

		Uthållig EBITDA-marginal				
WACC		20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
	13,0%	16,5	18,4	20,4	22,3	24,2
	14,0%	14,5	16,0	17,6	19,2	20,7
	15,0%	12,8	14,1	15,4	16,6	17,9
	16,0%	11,4	12,4	13,5	14,5	15,6
	17,0%	10,2	11,1	11,9	12,8	13,7

Källa: EPB

Källa: EPB

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>32</b>	<b>88</b>	<b>210</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>32</b>	<b>88</b>	<b>210</b>
Kostnad sålda varor	-14	-17	-16	-18	-27	-43	-76
<b>Bruttoresultat</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>5</b>	<b>46</b>	<b>134</b>
Försäljningskostnader	-22	-16	-40	-70	-83	-87	-100
Administrationskostnader	0	-15	-28	-44	-29	-31	-35
R&D-kostnader	-5	-8	-13	-19	-20	-17	-22
Övriga rörelsekostnader	11	10	12	20	28	29	30
<b>EBITDA</b>	<b>-23</b>	<b>-37</b>	<b>-73</b>	<b>-118</b>	<b>-98</b>	<b>-60</b>	<b>7</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-23</b>	<b>-37</b>	<b>-73</b>	<b>-118</b>	<b>-98</b>	<b>-60</b>	<b>7</b>
Avskrivningar	-11	-11	-11	-16	-20	-21	-22
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-119</b>	<b>-81</b>	<b>-16</b>
<b>EBIT</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-119</b>	<b>-81</b>	<b>-16</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-119</b>	<b>-81</b>	<b>-16</b>
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-119</b>	<b>-81</b>	<b>-16</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-34</b>	<b>-48</b>	<b>-84</b>	<b>-134</b>	<b>-119</b>	<b>-81</b>	<b>-16</b>
Total skatt	2	2	2	2	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-33</b>	<b>-47</b>	<b>-82</b>	<b>-133</b>	<b>-119</b>	<b>-81</b>	<b>-16</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-33</b>	<b>-47</b>	<b>-82</b>	<b>-133</b>	<b>-119</b>	<b>-81</b>	<b>-16</b>
Intäktstillväxt	-	39%	18%	28%	>100%	>100%	>100%
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,1%	51,9%	63,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,30	-0,88	-0,18
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Sensime, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-34	-48	-84	-134	-119	-81	-16
Övriga kassaflödesposter	12	12	13	17	23	23	24
Förändringar i rörelsekapital	-4	-2	-10	-20	6	7	-8
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-27</b>	<b>-38</b>	<b>-81</b>	<b>-137</b>	<b>-90</b>	<b>-51</b>	<b>0</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	0	-3	-4
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	0	-2	-4	-5	-8	-18
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-10</b>	<b>-21</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-30</b>	<b>-39</b>	<b>-84</b>	<b>-142</b>	<b>-95</b>	<b>-61</b>	<b>-21</b>
Nyemission / återköp	29	169	0	95	95	95	0
Förändring av skulder	-1	-1	-1	-2	-4	-3	-3
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>29</b>	<b>168</b>	<b>-1</b>	<b>92</b>	<b>91</b>	<b>92</b>	<b>-3</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-2</b>	<b>129</b>	<b>-85</b>	<b>-50</b>	<b>-4</b>	<b>30</b>	<b>-24</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-31</b>	<b>-158</b>	<b>-73</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>-35</b>	<b>-8</b>

Källa: Sensime, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	94	82	74	243	226	213	208
Materiella anläggningstillgångar	0	0	1	2	3	5	8
Övriga anläggningstillgångar	1	3	4	18	19	20	28
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>94</b>	<b>85</b>	<b>79</b>	<b>263</b>	<b>248</b>	<b>238</b>	<b>244</b>
Varulager	2	4	9	22	18	24	29
Kundfordringar	3	3	5	4	5	11	21
Övriga omsättningstillgångar	1	6	7	6	7	10	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	31	160	75	26	22	53	29
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>37</b>	<b>174</b>	<b>96</b>	<b>58</b>	<b>52</b>	<b>98</b>	<b>93</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>131</b>	<b>259</b>	<b>175</b>	<b>322</b>	<b>299</b>	<b>336</b>	<b>336</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	110	231	151	262	239	253	237
<b>Summa eget kapital</b>	<b>110</b>	<b>231</b>	<b>151</b>	<b>262</b>	<b>239</b>	<b>253</b>	<b>237</b>
Långfristiga leasingskulder	0	1	1	11	10	13	15
Övriga långfristiga skulder	13	12	11	28	27	27	26
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>41</b>
Leverantörsskulder	3	5	4	7	8	14	19
Kortfristiga leasingskulder	0	1	1	3	2	5	5
Övriga kortfristiga skulder	4	9	7	11	13	25	35
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>44</b>	<b>58</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>131</b>	<b>259</b>	<b>175</b>	<b>322</b>	<b>299</b>	<b>336</b>	<b>336</b>

Källa: Sensime, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	39%	18%	28%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,1%	51,9%	63,9%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Sensime, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Sensime, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	36%	42%	82%	>100%	55%	28%	14%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	35%	45%	30%	16%	12%	10%
Leverantörsskulder / KSV	22%	28%	25%	40%	31%	33%	25%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	31%	14%	16%	18%	30%	29%
Rörelsekapital / totala intäkter	-20%	3%	90%	97%	26%	7%	5%

Källa: Sensime, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-31	-158	-73	-13	-10	-35	-8
Soliditet	84%	89%	86%	81%	80%	75%	70%
Nettoskuld / EBITDA	1,3x	4,3x	1,0x	0,1x	0,1x	0,6x	-1,3x

Källa: Sensime, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,30	-0,88	-0,18
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,30	-0,88	-0,18
FCF per aktie	-0,60	-0,66	-1,34	-1,83	-1,04	-0,67	-0,23
Eget kapital per aktie	2,19	3,93	2,41	3,38	2,61	2,76	2,58
Antal aktier vid årets slut, m	50,1	58,9	62,7	77,6	91,6	91,6	91,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	50,1	58,9	62,7	77,6	91,6	91,6	91,6

Källa: Sensime, EPB

## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	8,3x	6,1x	9,5x	3,2x	2,8x	2,7x	2,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	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	130,5x	134,1x	123,1x	52,6x	15,8x	5,8x	2,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	77,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	876	1 252	1 352	738	512	512	512
Aktiekurs	18,2	24,0	22,8	10,7	7,4	7,4	7,4

Källa: Sensime, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Senzime (SEZI SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## Disclosure

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 utformandet 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 analytikernas 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 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 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)