



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sweden | 22 March 2021

Senzime

Mot säkrare uppvak efter narkos

Initiering av bevakning

Senzime, med produkterna TetraGraph och TetraSens, kommer att vara med och driva omställningen i världens operations-salar och uppvakningsavdelningar genom att erbjuda möjligheten att extubera operationspatienter på ett säkrare sätt efter narkos. Marknaden kommer att drivas av skärpta riktlinjer och potentialen är stor.

I startgroparna med rätt förutsättningar

Senzime har strukturen för den kommande marknadsbearbetningen på plats, och har inlett försäljningen av TetraGraph i Japan, Australien, Europa och USA. Studier pekar tydligt på fördelarna med TetraGraph, som nu senast den 10 mars kommunicerat gällande en studie publicerad i Journal of Clinical Anesthesia, och manegen är krattad för allt skarpare riktlinjer i stora delar av världen.

Stor potential

Vi ser i en första fas att Senzime har potential att nå sitt mål om lönsam försäljning på 200 mkr 2023, men det är sannolikt bara början. Med förväntningar om fortsatt tillväxt därefter, med en på det följande hävstång i lönsamheten, så bedömer vi att en värdering på 40-41 kr per aktie är motiverad idag. Balansräkningen är stark, och fokus ligger på kommersialisering.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	40.00 - 41.00	
EPS, just 21e	-0.78	-0.78	0.0%	Sales,m	9	24	102	200	Current price	SEK22.60
EPS, just 22e	-0.4	-0.4	0.0%	Sales Growth	39.1%	159.5%	322.5%	95.6%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0.22	0.22	0.0%	EBITDA, m	(37.1)	(40.2)	(15.1)	29		
				EBIT, m	(48.9)	(52.2)	(27.1)	17.5		
				EPS, adj	(0.81)	(0.78)	(0.40)	0.22		
				EPS Growth	23.4%	(2.9)%	(48.2)%	NM%		
				Equity/Share	3.6	2.9	2.5	2.7		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(523.4)%	(215.5)%	(26.4)%	8.7%		
				ROE (%)	(20.5)%	(27.3)%	(16.5)%	8.1%		
				ROCE	(20.0)%	(26.8)%	(16.0)%	9.6%		
				EV/Sales	136.48x	52.59x	12.45x	6.36x		
				EV/EBITDA	(34.3)x	(31.7)x	(84.7)x	43.2x		
				EV/EBIT	(26.1)x	(24.4)x	(47.1)x	72.9x		
				P/E, adj	(28.1)x	(28.9)x	(55.8)x	103.9x		
				P/Equity	6.2x	7.9x	9.2x	8.4x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(2.7)%	(3.0)%	(3.3)%	(1.2)%		
				Net Debt/EBITDA	4.3g	2.8g	3.4g	(0.2)g		

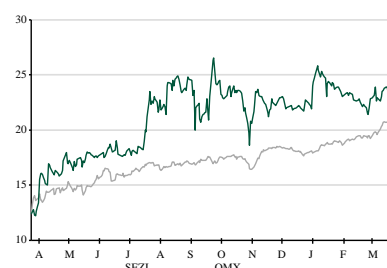
Kommande händelser

Q1 2021	6 maj
AGM	11 maj
Q2 2021	27 augusti
Q3 2021	12 november

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	63.5m
Market cap	1,435
Nettoskuld	(160)
EV	1,274
Free Float	85.48%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	62.4(k)
Reuters/Bloomberg	SEZI.ST/SEZI.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

alexander.vilval@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sweden | 22 March 2021

Sammanfattning

Mot säkrare uppvak efter narkos

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 som nu i mars 2021 meddelat att de genom det statliga ersättningssystemet kommer att kompensera för användningen av engångssensorer inom anestesi. Studier visar tydligt på fördelarna med teknologin, som senast publicerats i Journal of Clinical Anesthesia och kommunicerades den 10 mars 2021. 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.

Bolags profil

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

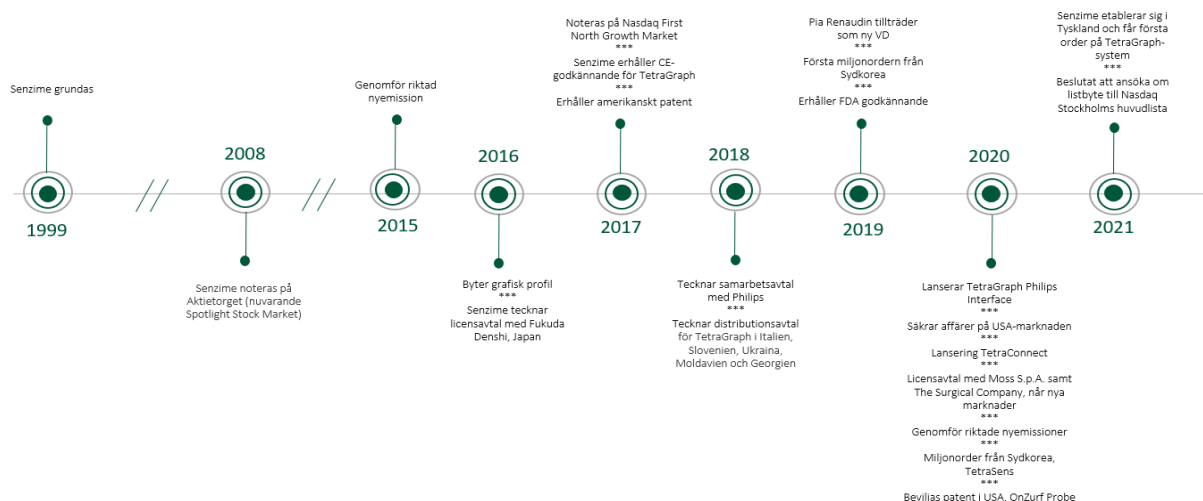
Vi utgår i värderingen från våra prognoser samt värderingsnivåer för medicintekniska bolag i lönsam fas, samt diskonterar detta värde till idag.

Motiverat värde

Motiverat värde uppgår till 40-41 kr per aktie.

Senzime – Fokus på kommersialisering av TetraGraph

Senzime grundades 1999 med affärsidén att utveckla patientnära system för mätning av livskritiska ämnen, och under 2004 färdigställer bolaget en första prototyp för kliniska blodsockermätningar. 2015 förvärvas MD Biomedical, vilka grundades 2011 och har utvecklat OnZurf Probe, en ny generation av mikrodialyskateter, vilken med produkten CliniSenz Analyzer gör det möjligt att upptäcka postoperativa komplikationer. Det som utgör fokus för Senzime av idag är dock produkten TetraGraph, vilket kom in i spåren av att Senzime förvärvade Acacia Designs B.V. 2016. Teknologin baseras på en lösning för att monitorera patienter som undergår narkos. Pia Renaudin tillträdde som ny VD 2019 och bolaget har under det senaste året riktat fokus mot kommersialisering, samt även förstärkt balansräkningen, vilket ger resurser till detta. Likt för många bolag utgjorde covid-19 en utmaning under 2020 vad gäller möjligheterna att bearbeta nya kunder, men Senzime lyckades likväl växa försäljningen med 39% på årsbasis. Senzime hade vid årsskiftet en nettokassa på 160 mkr, samt har kommunicerat en målsättning om att nå en omsättning på 100 mkr 2022, samt 200 mkr 2023, då de även ska vara lönsamma. Aktien, med kortnamn SEZI, är noterad på Nasdaq First North Growth Market. Största aktieägare är familjen Crafoord med 15,9% av kapitalet.



2020 innebar starten på en bred marknads lansering

2020 inleddes med en order från Sydkorea, vilket innebar att Senzime passerade 400 levererade TetraGraph-system. Efter att även ha kommunicerat en första order i Storbritannien genomför sedan Senzime en nyemission på ca 70 mkr där ägarbasen breddas med ett antal svenska institutioner. Bolaget fortsatte sedan det kommersiella arbetet med att förstärka säljteamet i USA samt kommunicerade även målsättningar om att vara marknadsledande i sitt segment och långsiktigt nå en global marknadsandel på minst 10%. Försäljningen, med lönsamhet, ska uppgå till 200 mkr 2023. I slutet på 2020 genomfördes ytterligare en nyemission på ca 100 mkr, resurser som ytterligare ska lägga grunden för kommersialiseringarbetet samt även täcka en flytt av en del av tillverkningen till Uppsala. Strax innan årsskiftet meddelade även Senzime att de tagit sin första order från ett stort amerikanskt universitetssjukhus och en uppföljningsorder från Sydkorea. Bolaget siktar på en notering på huvudlistan på Nasdaq Stockholm. 2020 summerade till en omsättning på 9,3 mkr samt ett rörelseresultat före avskrivningar (EBITDA) på -38,8 mkr. 2021 har inletts med etableringen av ett tyskt dotterbolag samt en order från universitetssjukhuset Katholisches Klinikum Bochum.

TetraGraph – möjligheten att extubera säkert

Muskelavslappnande läkemedel används vid operationer för att uppnå paralysis genom neuromuskulär blockad, vilket innebär att det krävs intubation av patienten. Patienten ska vara helt muskelrelaxerad av flera skäl; det underlättar med helt avslappnade muskler när man ska operera och man förhindrar att patienten gör ofrivilliga handrörelser, vilket är särskilt vanligt vid operationer i t ex buken. Traditionellt sett har man mätt effekten av de muskelavslappnande läkemedlen okulärt genom att observera nervresponser/ryckningar som svar på elektriska impulser. Läkaren fungerar som en monitor, dvs att denne ska avgöra om musklerna verkar ha återfått full funktion – kan patienten lyfta huvudet i 5 sekunder, klämma handen mm. Idag vet man att de flesta patienter kan göra detta även med hög grad av muskelblockad. När man ser en respons i form av ryckningar har dock studier visat att det muskelavslappnande läkemedlet fortfarande kan ha en förhållandevis stor effekt, vilket kan leda till komplikationer i spåren av att man extuberar för tidigt. För att extubera behöver patienten har återfått 90% av sin muskelfunktion. Fyra ryckningar kan t ex betyda allt mellan 40-100% i termer av muskelfunktion, vilket innebär att detta inte fungerar som metod för att avgöra djupet av muskelblockad. Studier har visat att 6 av 10 patienter extuberas för tidigt, när de har kvarstående blockad. TetraGraph kan mäta exakt när paralysis ebbat ut helt, påskyndat av muskelavslappnande läkemedel eller inte, och kan då indikera när det är lämpligt att extubera.

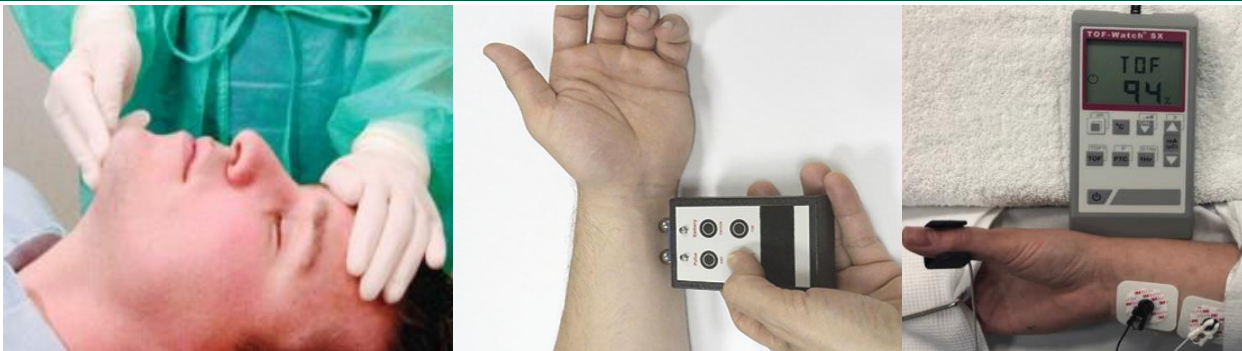
Flera fördelar med TetraGraph

- Patienten kan extuberas utan att få komplikationer, vilket ökar såväl patientsäkerheten som minskar de kostnader som följer av komplikationer.
- Man kan dosera optimalt med blockerande läkemedel. Dessa är relativt billiga i sammanhanget, men om man överdoserar behövs även mer reverserande läkemedel.
- Man kan dosera optimalt med reserverande läkemedel. Dosen baseras på en kombination av mängd/kilo kombinerat med hur djupt relaxerad man är, vilket förutsätter ett mätvärde för detta.
- Komplikationer till följd av överdosering kan undvikas.
- Operationsflödet kan fungera optimalt, dvs att patienten inte ligger kvar på operation längre än nödvändigt.

De metoder som använts historiskt är inte tillräckligt tillförlitliga

Historiskt sett har man genomfört mätningar av muskelstyrka genom helt kvalitativa metoder, som att be patienten att lyfta på huvudet, eller senare genom att med enklare instrument stimulera en nerv och därefter okulärt bedöma huruvida muskelstyrkan återkommit. AMG-teknologin, eller acceleromyography, bygger på att en monitor mäter tummens acceleration vid stimulering.

Äldre teknologier och mätmetoder



Enter TetraGraph ...

Teknologin som Sensime's produkt TetraGraph bygger på kallas electromyography, eller EMG. Teknologin mäter graden av muskelrespons när nerven stimuleras. Mätresultatet visas som en procentsats på en display, vilket innebär att ansvarig läkare eller sjuksköterska kan bedöma den kvarvarande effekten av muskelavslappnande läkemedel med

en hög konfidensnivå, samt utan att behöva göra okulära, eller kvalitativa, bedömningar. Teknologin kräver genom det heller inte att patientens tumme har fri rörlighet, vilket medför att det t ex lämpar sig väl vid robotkirurgi och andra ingrepp där patienten är fastspänd och skyld. TetraSens är en förbrukningsartikel som fästs på patientens hand för att fånga upp signalerna som sedan mäts av TetraGraph.

TetraGraph och TetraSens



Upprinnelsen till TetraGraph

Utvecklingen av TetraGraph påbörjades 2010, och tekniken bygger på innovationer och utvecklingsarbete av Dr. David Hampton och Professor Sorin J. Brull. Sorin Brull arbetar som överläkare inom anesthesiologi och är professor vid Mayo Clinic College of Medicine i Florida, USA, samt var tidigare prefekt vid University of Arkansas for Medical Sciences och chef för avdelningen för anesthesiologi vid Yale School of Medicine. Sorin Brull är även styrelseledamot i Anesthesia Patient Safety Foundation och konsult för US Food and Drug Administration (FDA). Sorin Brull grundade Acacia Designs, som förvärvades av Senszime under 2016. Sorin Brull äger personligen och genom Pershing Trustee totalt 3 223 528 aktier i Senszime.

Teknologiska lösningar för att ytterligare förenkla handhavandet

Senzime utvecklar även teknologiska lösningar för att förenkla handhavandet, samt möjliggöra en enklare uppföljning för ansvariga läkare. Exempel på detta är TetraConnect, en molnbaserad plattform där det går att visualisera och dela patientdata vid användandet av TetraGraph. TetraGraph Philips Interface möjliggör att data från TetraGraph går att avläsa på Philips patientmonitorer.

TetraConnect och Philips Interface



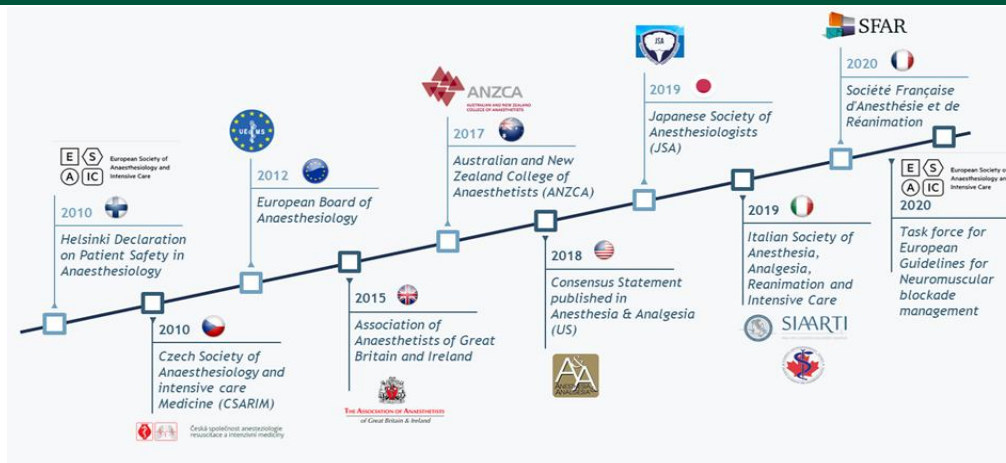
Godkända produkter som kommit ur startgröparna kommersialiseringsmässigt

TetraGraph är CE-märkt och godkänd av FDA. Framöver handlar det om att kommersialisera produkten. En viktig drivkraft är sedan de riktlinjer som olika myndigheter sätter upp. Till stor del drivs de i sig av vilken teknologi som finns tillgänglig, och här kan t ex Senzime och TetraGraph innebära en möjlighet till att riktlinjer utfärdas som kräver användandet av en mer avancerad form av monitorering. På så sätt bedömer vi att manegen är krattad för en stark försäljningstillväxt för Senzime under kommande år, i linje med de målsättningar som bolaget lagt fram.

Uppdaterade riktlinjer kan sätta fart på marknaden

Intresset från enskilda sjukhus kan vara stort för digital teknik som kan förbättra och effektivisera vården, men tydliga riktlinjer kan innebära en betydligt starkare drivkraft för marknaden totalt sett. Det pågår för närvarande uppdateringar hos anestesiföreningar i såväl Europa som i USA avseende riktlinjer vilket sannolikt kommer att innefatta tydliga riktlinjer kring monitorering vid användandet av muskelavslappande läkemedel och intubation. Att EMG-baserad teknologi sannolikt kommer att utgöra grunden för detta är troligt med tanke på den ökade noggrannheten i bedömningarna och den ökade patientsäkerhet som följer i spåren av det. T ex innebar den senaste uppdateringen från Canadian Journal of Anesthesia att ordvalet ändrades från att neuromuskulär monitorering "måste" användas vid användandet av muskelavslappande läkemedel, från tidigare "bör".

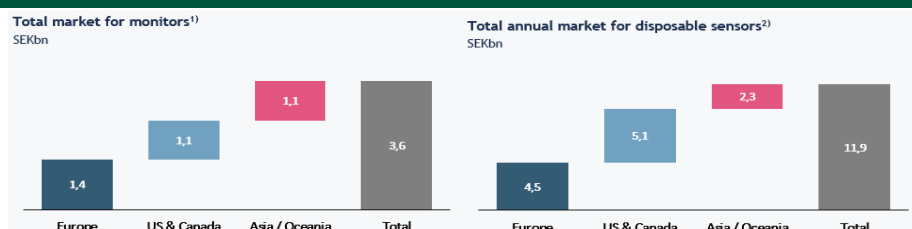
Riktlinjer kan driva efterfrågan



Enorm potentiell marknad att bearbeta ur Senszimes perspektiv

Den potentiella marknaden är stor. Senszime fokuserar på USA, Europa, Japan, Sydkorea och Australien/Oceanien. Totalt sett räknar bolaget med att det finns ca 166 000 operationssalar som genomför ca 79 miljoner operationer per år där det används muskelavslappande läkemedel. Detta ger en potentiell marknad som uppgår till 3,6 mdkr avseende monitorer, motsvarande TetraGraph, och nära 12 mdkr gällande tillhörande sensorer, vilka utgör förbrukningsmaterial, motsvarande TetraSens. Vi återkommer i avsnittet gällande prognoser och värdering kring vad vi räknar med för Senszime avseende tillväxt, marknadsandelar och marknadspenetration. Marknadspenetrationen idag är närmast att betrakta som noll, vilket innebär att potentialen ligger framför oss.

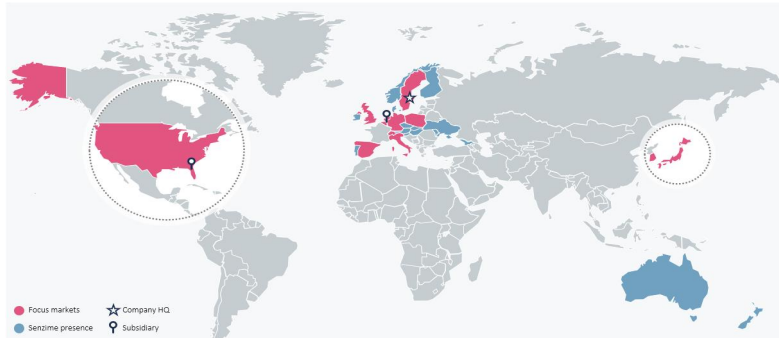
Bolagets beskrivning av potentiell marknadsstorlek



Strukturen på plats för Senszime

Senzime har närvaro i 29 länder. Egen säljstyrka finns på plats i USA och Tyskland, medan övriga marknader framför allt bearbetas genom distributörer. Att få ett ordentligt fotfäste på viktiga marknader och välrenommerade sjukhus kan sedan i förlängningen leda till möjligheter för en än bredare lansering.

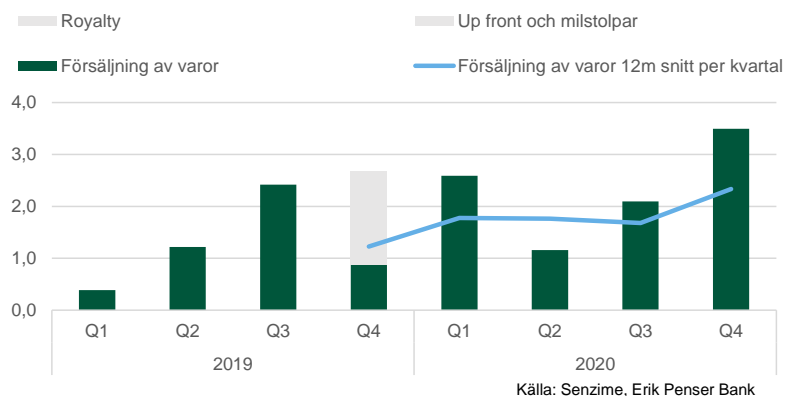
Senzime – Närvaro på prioriterade marknader



Försäljningen har börjat ta fart, trots covid-19

2020 var ett år där möjligheterna att besöka sjukhus begränsades kraftigt över hela världen, vilket begränsade möjligheterna för många medicinteknikföretag att fokusera på nyförsäljning. Sett till vad 2020 summerade till för Senszime kan det dock konstateras att produkten är eftertraktad. Försäljningen steg med 90% 2020, och nära 300% i Q4'20, vilket bådär gott för framtiden och får betraktas som ett kvitto på Senszimes framtidsförutsättningar.

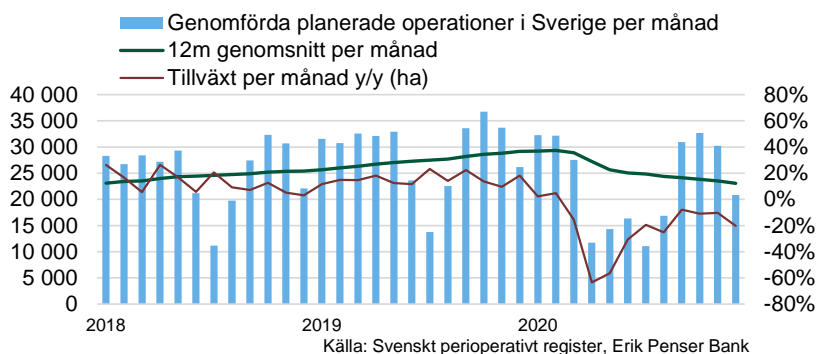
Försäljning per kvartal (mkr)



Uppskjutna operationer ett stort problem i spåren av covid-19

Antalet genomförda operationer har påverkats kraftigt negativt från inledningen av 2020. Sett till nivåerna i Sverige har trenden innan covid-19 bröt ut varit mycket stabil. Vid inledningen av 2020 föll dock antalet genomförda planerade operationer kraftigt. Trenden var fortsatt negativ vid utgången av 2020, antalet operationer var 20% lägre i december 2020 jämfört med december 2019.

Genomförda operationer i Sverige



Operationskulden växer

Med antagandet om att den stabila trenden avseende planerade operationer innan covid-19 beskriver det underliggande behovet på ett realistiskt sätt, vilket vi tror är rimligt, så kan vi få en bild över den ackumulerade operationsskuld som vuxit till sig det senaste året, med ett stort lidande för patienterna som följd. Vid utgången av 2020 är vår bedömning att antalet uppskjutna operationer, bara i Sverige, uppgick till över 100 000.

Uppskjutna operationer



Situationen är global

De specifika siffrorna i exemplet ovan avser Sverige. Situationen gäller dock i större eller mindre utsträckning i resten av världen. Överlag ser volymerna ut att ha legat kring 70-80% under den andra halvan av 2020. De lägre volymerna slår även kraftigt mot vårdindustrin, och som exempel bedömdes uppskjutna operationer kosta amerikanska vårdgivare USD 50 mdr per månad under 2020. Pressen på branschen att öka säkerheten och effektiviteten i vården är uppenbar. I stort innebär denna situation att marknaden och tillväxtförutsättningarna, med basen i den tillväxt som Senzime levererade 2020, sannolikt kan vara underskattade. Problemen är även något som i sig kan driva på effektiviseringsåtgärder i vården och därmed driva en än starkare tillväxt på medellång sikt. Exakt hur det spelar ut på kort sikt är dock svårt att bedöma. Vår observation, med avseende på Senzime specifikt, är att bolaget lyckats leverera tillväxt under svåra förutsättningar, samt att marknaden kommer att ge ytterligare skjuts i takt med att branschen försöker jobba ikapp den operationsskuld som byggts upp.

Konkurrens

Det finns konkurrenter som utvecklat liknande produkter, med EMG-teknologi, t ex TwitchView av Seattlebaserade Blink Device Company. Poängen, som vi ser det, är att marknadsbearbetningen är i sin linda, och att konkurrerande produkter även kan bidra till att driva marknadsstillväxten och utveckla efterfrågan. Vi går igenom våra antaganden kring marknadsandelar och tillväxt i avsnittet kring prognoser och värdering.

Övriga produkter

CliniSenz Analyzer är ett system för postoperativ och kontinuerlig övervakning av patienter i sjukhusmiljö. CliniSenz Analyzer används tillsammans med OnZurf Probe och andra mikrodialyskatetrar. CliniSenz Analyzer är under utveckling för framtida lansering. Vad analysen av Senzime beträffar ser vi detta som en möjlig potential på sikt, men åsätter det inte ett värde i dagsläget. Fokus ligger på TetraGraph och TetraSens.

Framtida produkter – CliniSenz Analyzer och OnZurf Probe



Prognoser och värdering

I detta avsnitt går vi först igenom våra antaganden kring marknadsstorlek, marknadsandelar, försäljningstillväxt och lönsamhet för Sensime och deras produkter TetraGraph och TetraSens. Därefter går vi igenom vår syn på värderingen och potentialen på såväl kort som lite längre sikt. Vi bedömer att en investering i Sensime har medelhög risk. Detta till följd av en stark balansräkning, stabil ägarbas samt en produkt som redan visat sig vara kommersiellt gångbar, trots att resan just börjat.

Sensimes målsättningar stakar ut vägen på kort och medellång sikt

Sensime har kommunicerat en målsättning om att nå en global marknadsandel om minst 10% avseende TetraGraph. Sensime har en målsättning om att omsätta 200 mkr 2023, vilket ska innebära en tillväxt om 100% jämfört med 2022. Sensime ska visa svarta siffror 2023.

Antaganden kring marknaden

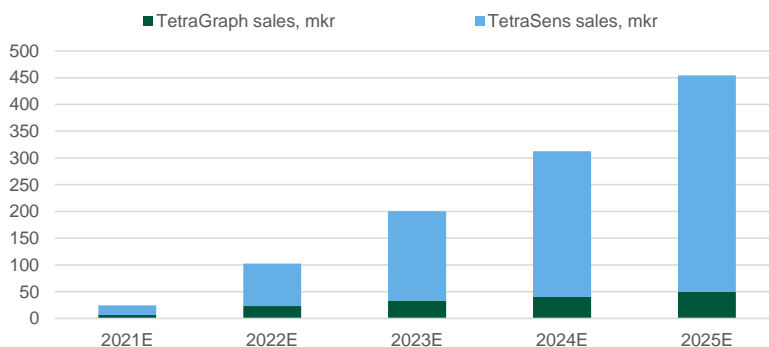
Vi redovisar här våra antaganden kring vad som utgör marknaden för Sensime avseende TetraGraph och TetraSens. I grund och botten baseras detta på hur stort antalet operationer är där det behövs, eller kommer att krävas, neuromuskulär monitorering framöver.

- Den adresserbara marknaden utgörs av Nordamerika, Europa, samt Asien/Oceanien. Totalt sett uppgår populationen i dessa marknader till ca 1 miljard människor. På lång sikt kan givetvis denna avgränsning utgöra en potentiell uppsida.
- Antalet operationer per 100 000 invånare på dessa marknader uppgår till ca 13 000 per år, vilket innebär totalt sett ca 130 miljoner operationer per år.
- Av dessa bedöms ca 60% utföras under en eller annan form av narkos, med muskelavslappande läkemedel, vilket innebär en volym av ca 80 miljoner operationer.
- Av antalet operationssalar på ca 170 000 bedöms knappt hälften ha någon form av utrustning för objektiv monitorering.
- Vi räknar med att utrustningarna i snitt, även framöver, behöver bytas ut efter 10 år, samt att uppgraderingstakten till EMG-teknologi uppgår till 5% per år. Detta innebär en totalmarknad på ca 15 000 enheter per år.
- Detta ger en utrustningsmarknad motsvarande ca 320 mkr per år.

Försäljningsprognoser

Vi räknar med ett pris per TetraGraph på 21 500 kr/st, samt 150 kr/st avseende TetraSens. Med en marknadsandel/penetration avseende TetraGraph för 2% 2021, som stiger till 15% 2025, innebär detta en försäljning av TetraGraph på ca 7 mkr 2021, vilket stiger till ca 50 mkr 2025. Den successivt stigande basen av installerade enheter innebär dock en större hävstång i försäljningen av TetraSens. Vi beräknar att försäljningen av TetraSens kan uppgå till 18 mkr 2021 och ca 400 mkr 2025, vilket tar Sensime till en omsättning på ca 450 mkr 2025. På vägen fram emot detta landar försäljningen på ca 100 mkr 2022, samt 200 mkr 2023, i linje med bolagets målsättningar.

Senzime – Försäljningsprognos

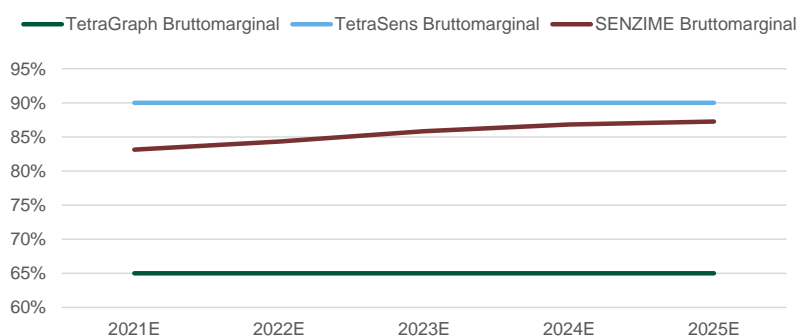


Källa: Senzime, Erik Penser Bank

Successivt stigande bruttomarginaler drivet av TetraSens

Vi räknar med en bruttomarginal på 65% avseende TetraGraph och 90% på TetraSens. I takt med att antalet installerade enheter växer återfinns hävstången framför allt i försäljningen av TetraSens och vi ser att bruttomarginalen stiger från ca 83% 2021 till ca 87% 2025.

Senzime – Bruttomarginalprognos

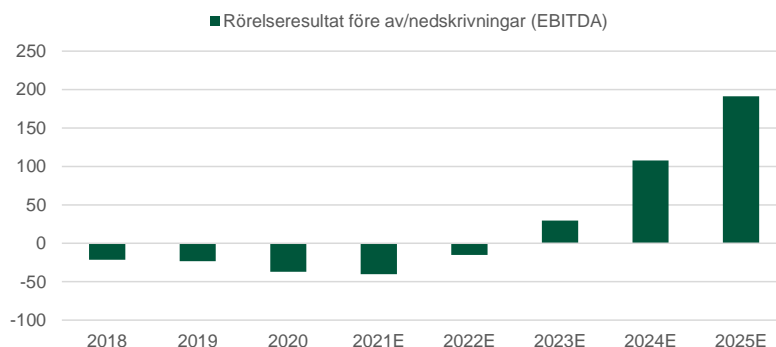


Källa: Senzime, Erik Penser Bank

Goda förutsättningar att nå målsättningarna, men det är bara början

Det scenario vi räknar med ligger i linje med de målsättningar bolaget kommunicerat för de närmaste åren. Försäljningen om ca 200 mkr 2023 väntas även ge lönsamhet. Följer bolaget den kursen så kommer dock fokus att ligga längre fram. Vi räknar med att Senzime kan nå EBITDA på närmare 200 mkr 2025, vilket är den nivå vi tar avstamp i avseende värderingen.

Senzime – EBITDA (mkr)

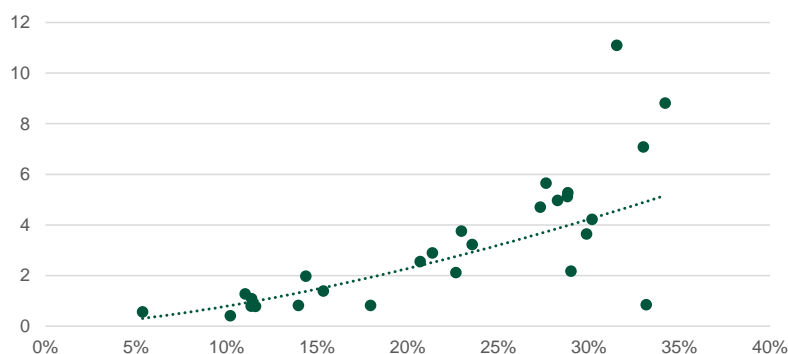


Källa: Senzime, Erik Penser Bank

Uppsida i värderingen

I takt med att Senzime levererar tillväxt framöver så bedömer vi att fokus från aktiemarknaden successivt kommer att ligga allt längre fram. Utifrån värderingar för bolag i lönsam fas i sektorn så menar vi att en EBITDA-marginal på ca 40% 2025 kan motivera en EV/Sales-multipel på ca 7x. Diskonteras detta värde sedan till idag så landar vi på ett värde på ca 40 kr per aktie, vilket utgör basen till vårt motiverade värde i Senzime. Vi använder ett avkastningskrav på 10%. En stabil ägarbas, tillgång till finansiering, en stark balansräkning och en produkt som ser ut att tas emot väl på marknaden är alla faktorer som talar för Senzime i detta sammanhang. Vi ser risken i Senzime som medelhög. Triggers för aktien kommer att bestå av redovisad försäljningstillväxt samt alltmer gynnsamma riktlinjer på deras huvudmarknader. Senzimes nettokassa på 160 mkr innebär att de har finansiering för denna kommersialiseringsatsning.

EBITDA-marginaler vs. EV/Sales 2021e – Medicinteknik



Konkurrens finns, men Senzime ligger långt fram

Konkurrenter, som t ex TwitchView från Blink Device Company, finns, men vår bedömning är att marknadsbearbetningen till stor del är i sin linda för branschen totalt sett. Det finns utrymme för fler aktörer, och det är till stor del upp till Senzime och deras konkurrenter att skapa marknaden i spåren av stramare riktlinjer, vilka i sin tur drivs fram genom dessa bolags innovationsarbete. Att Senzimes produkter går att integrera med viktiga leverantörers befintliga lösningar och gränssnitt, t ex Philips, kan sannolikt vara en viktig faktor för att slå igenom.

Ägarbild, styrelse och företagsledning

Ägarbild

Största ägare av Sensime är Familjen Crafoord med 14,6% av kapitalet, följt av Segulah Venture AB och AB Segulah med 7,1% andel av kapitalet. Därefter Pershing LLC med 6,3% av rösterna. Bland svenska institutioner återfinns även Handelsbanken Fonder som även de kontrollerar 6,3% av kapitalet och rösterna i Sensime. Sorin J. Brull följer därefter listan av större ägare med sina 5,2%. Sorin grundade Acacia Designs, som under 2016 förvärvades av Sensime.

Styrelse

Nuvarande styrelse i Sensime består av 5 ordinarie ledamöter vilka presenteras nedan.

Philip Siberg, styrelseordförande

Styrelseordförande sedan 2016. Philips andra uppdrag innefattar VD för Coala Life Inc, VD och styrelsesuppleant i Longmeadow Farm AB, samt rådgivare till entreprenörer och startupbolag inom healthtech. Tidigare uppdrag är bland annat VD för Acacia Designs BV (förvärvat av Sensime år 2016), VD för Stille AB, VD och styrelseordförande i Dipylon Medical AB (tidigare CMA Microdialysis AB), samt styrelseledamot i Dipylon AB (likvidation avslutad 2014-11-27) och Stille Incentive AB.

Lennart Kalén, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2018. Lennart är utöver sitt arbete inom Sensime vice ordförande för AB Segulah, ordförande i Segulah Venture AB och Optolexia AB, samt styrelsemedlem i Sanbäckens Holding AB. Tidigare uppdrag inkluderar internationellt ledande befattningar inom SKF, ABB Fläkt, Alfa Laval, Dahl Sverige/Saint Gobain samt uppdrag som ordförande i Balco Group AB, DoCu Nordic AB, NEA AB, Previa AB och Sankt Eriks AB.

Adam Dahlberg, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2000. Övriga styrelseuppdrag innefattar styrelseordförande i PiezoMotor Uppsala AB och Corline Biomedical AB samt styrelseledamot i Corline Pharma AB, Silotorner AB och Wirums Säteri AB. Adam var även tidigare styrelseordförande i Sensime AB.

Sorin J. Brull, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2016. Sorins huvudsakliga arbete är som överläkare inom anesthesiologi. Sorin är professor vid Mayo Clinic College of Medicine och var tidigare prefekt vid University of Arkansas for Medical Sciences och chef för avdelningen för anesthesiologi vid Yale School of Medicine. Övriga uppdrag är styrelseledamot i Anesthesia Patient Safety Foundation samt konsult för US Food and Drug Administration. Sorin är även grundare av Acacia Designs vilket förvärvades av Sensime AB under 2016.

Eva Walde, styrelseledamot

Invald i styrelsen 2021. Eva är civilekonom från Handelshögskolan i Göteborg, samt är för närvarande VP Marketing på Olink AB. Eva är även styrelseledamot i Sedana Medical AB (publ.), samt har mer än 20 års erfarenhet i ledande roller hos Johnson & Johnson, Pfizer och Thermo Fisher.

Koncernledning

Senzimes koncernledning består av:

Pia Renaudin

VD sedan 2019. Pia har tidigare erfarenhet inom Life Science, i ledande befattningar inom såväl Sverige som internationellt, med största fokus på marknadsföring och försäljning. Pia har varit ansvarig för flertalet strategiska produktlanseringar, hos bland annat AstraZeneca, Bristol Myers Squibb, Gilead Sciences samt Stryker.

Johanna Tulkki

COO sedan 2020. Johanna har över 20 års erfarenhet av medicintekniska produkter, och har främst arbetat med produktionsuppbyggnad och supply chain. Tidigare befattningar innefattar roller som COO på Coala Life samt Senior Operations Manager på Cavidu och St Jude Medical.

Erik Bergman

CFO sedan 2019. Erik har över 35 års erfarenhet inom Life Science där han haft befattningar som VD och CFO. Tidigare roller omfattar såväl finansiell rapportering till aktiemarknaden som kapitalanskaffningar, IPO:s och M&A:s, samt intern finansiell styrning och affärsutveckling.

Anders Selin

Anders är Vice President för Global Försäljning sedan 2019. Anders har 30 års erfarenhet av arbete inom globala börsnoterade medicintekniska bolag i roller som VP och GM i EMEA, Asien och LATAM med ett P&L-ansvar på över 500 miljoner USD och 1 500 anställda. Senast kommer Anders från Karolinska sjukhuset, där han var chef för strategiska program och projekt samt chef för utveckling och hantering av medicinsk vårdteknologi.

Johanna Faris

Direktör för Kvalitetssäkring och Tillsyn sedan 2018. Johanna har 20 års erfarenhet inom medicintekniska produkter där hon arbetat med produkt- och produktionsutveckling. Tidigare positioner innefattar kvalitetschef samt regulatorisk chef och även konsult inom QA/RA och validering.

Anders Jacobson

CTO sedan 2016. Anders har erfarenhet av FoU, där han i över 15 år haft ledande befattningar inom Life Science och teknisk konsultverksamhet. Arbetet har innefattat forskning och utveckling, tillverkning, service och teknisk försäljning internationellt.

Catrin Molund

Catrin är Vice President för Internationell Marknadsföring och Affärsutveckling sedan 2016. Catrin har över 20 års erfarenhet inom Life Science och har tidigare arbetat på Orexo, Phadia, Amersham Biosciences och Pyrosequencing.

Risker

De huvudsakliga riskfaktorer som Sensime är exponerade mot och som beskrivs i årsredovisningen för 2019 framgår nedan.

- Nyckelpersoner.
- Distributörer, leverantörer och samarbetspartners.
- Teknik- och produktutveckling.
- Patent och immaterialrättsliga frågor.
- Sekretess och företagshemligheter.
- Finansiella risker.
- Covid-19.

Ur ett investerarperspektiv är vår bedömning att Sensime är på god väg rent kommersiellt samt att den starka balansräkningen och stabila ägarsituationen bidrar till att dra ned risken, vilken vi på det hela taget bedömer som medelhög.

ESG

Övergripande innebär Sensimes affärsverksamhet inget direkt miljöavtryck utöver produktion av deras produkt TetraGraph. De präglas därmed inte nödvändigtvis av tillstånd eller beslut från myndigheter. Bolaget omfattas inte av krav på upprätthållande av hållbarhetsrapporter. Sensime bidrar samhällsekonomiskt och socialt genom att bemöta efterfrågan på övervakning under narkos för att undvika komplikationer. Med en mer effektiv användning av samhällsekonomiska resurser och sjukvårdsanläggningar skonas miljön och mänskligt lidande och allvarlig sjukdom kan undvikas.

Environment

Sensimes största bidrag till miljön är deras produkt TetraGraph som potentiellt kan minska vårdtiden på sjukhus för patienter som genomgått narkos. Sjukvården står för en stor del av den offentliga sektorns utsläpp av växthusgaser där förbrukningsvaror är en av de största källorna till utsläpp. Om antalet patienter som kräver sjukhusvård efter komplikationer i samband med narkos minskar genom en bättre övervakning så förhindras även utsläpp i samband med sjukhusvård.

Social

Sensime gör en stor samhällsnytta genom att bistå samhället med högteknologiska och digitala lösningar för att rädda liv, optimera patienthälsan, minska komplikationer och sänka vårdkostnader i samband med kirurgiska ingrepp. Genom att förebygga komplikationer och möjliggöra för vårdpersonal att följa vårdens riktlinjer och läkemedelsrekommendationer bidrar företagets produkt TetraGraph till kortare sjukhusvistelser och lägre vårdkostnader. Koncernen har avgiftsbestämda pensionsplaner där företaget betalar fasta avgifter till en separat juridisk enhet. För att behålla nyckelpersoner inom företaget finns ett personaloptionsprogram som förutsätter fortsatt anställning i bolaget.

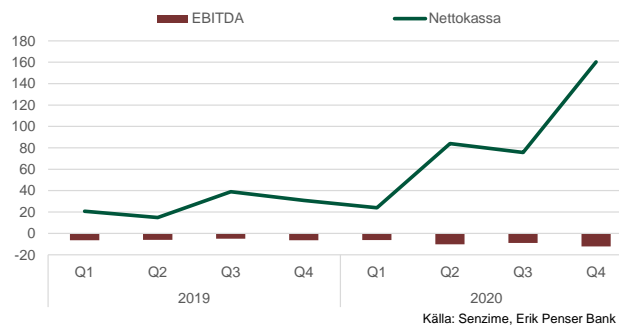
Governance

Sensime hanterar data i enlighet med de europeiska förordningarna (EU) 2016/679 (dataskyddsförordningen eller GDPR) och annan dataskyddslagstiftning.

Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Crafoordfamiljen	14,6%	14,6%
Segulah Ventures AB / AB Segulah	7,1%	7,1%
Handelsbanken Fonder	6,3%	6,3%
Pershing LLC.	6,3%	6,3%
Övriga	65,7%	65,7%
Ordförande		Philip Siberg
Verkställande direktör		Pia Renaudin
Finansdirektör		Erik Bergman
Investerarkontakt		Pia Renaudin / Erik Bergman
Hemsida		www.senzime.com

Likviditet (mkr)



Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	3,1	6,7	9,3	24,2	102,4	200,2
Material	-2,2	-2,2	-5,1	-4,1	-16,1	-28,3
Personalkostnader	-0,3	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,4
Externa tjänster	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-1,1	-2,0
Försäljnings- och administrationskostnader	-21,6	-27,2	-39,3	-60,0	-100,0	-140,0
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,6	1,1	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,7	-2,8	0,0	0,0	0,0
Avskrivningar	-5,4	-10,8	-11,7	-12,0	-12,0	-12,0
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	-21,4	-23,4	-37,1	-40,2	-15,1	29,5
Rörelseresultat (EBIT)	-26,8	-34,2	-48,9	-52,2	-27,1	17,5
Finansnetto	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-26,8	-34,3	-49,0	-52,2	-27,1	17,5
Skatt	1,1	1,5	1,5	2,6	1,4	-3,7
Periodens resultat	-25,7	-32,7	-47,4	-49,6	-25,7	13,8

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Tillgångar						
Immateriella tillgångar	159,2	93,5	82,2	70,2	58,2	46,2
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Nyttjanderätter		0,5	2,6	5,7	18,8	44,2
Finansiella anläggningstillgångar						
Summa anläggningstillgångar	159,4	94,2	85,0	76,1	77,2	90,6
Varulager	1,0	2,4	4,0	10,2	43,0	84,1
Kundfordringar	2,7	2,5	3,3	8,5	35,8	70,1
Övriga fordringar	0,8	0,6	5,9	15,3	64,5	126,1
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	112,8	50,9	7,2
Summa omsättningstillgångar	37,8	36,9	173,9	147,2	194,7	288,0
Summa tillgångar	197,2	131,1	258,9	223,3	271,9	378,6
Eget kapital och skulder						
Eget kapital	167,4	110,0	231,3	181,7	156,0	169,9
Summa eget kapital	167,4	110,0	231,3	181,7	156,0	169,9
Leasingskuld		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	2,9	12,3	24,0
Leverantörsskulder	4,8	2,9	4,7	12,1	51,2	100,1
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	8,0	33,8	66,1
Summa kortfristiga skulder	10,3	7,7	14,4	28,5	102,7	195,7
Summa eget kapital och skulder	197,2	131,1	258,9	223,3	271,9	378,6

Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	-26,8	-34,2	-48,9	-52,2	-27,1	17,5
Justeringar	5,9	11,7	12,4	12,0	12,0	12,0
Erhållna / erlagda räntor	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	2,6	1,4	-3,7
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	-20,9	-22,6	-36,6	-37,6	-13,7	25,8
Förändring av rörelsekapital	3,2	-4,0	-1,7	-6,8	-35,2	-44,0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-17,7	-26,6	-38,3	-44,4	-48,9	-18,2
Investeringar i materiella tillgångar	0,0	0,0	-0,2			
Investeringar i immateriella tillgångar	-9,4	-3,8	-0,1			
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-9,4	-3,8	-0,3	0,0	0,0	0,0
Amorteringar av leasingskulder		-0,6	-1,2	-3,1	-13,0	-25,5
Nyemission	51,1	29,1	168,9			
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	51,1	28,6	167,7	-3,1	-13,0	-25,5
Periodens kassaflöde	23,9	-1,8	129,0	-47,5	-61,9	-43,7
Likvida medel vid periodens början	8,7	32,7	30,9	160,3	112,8	50,9
Kursdifferens i likvida medel			0,4			
Likvida medel vid periodens slut	32,7	30,9	160,3	112,8	50,9	7,2

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