



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Sjukvård | Sweden | 25 May 2021

## Senzime

### Nya riktlinjer driver marknaden

#### Nya riktlinjer för UK och Irland

Association of Anaesthetists i UK och Irland har uppdaterat riktlinjerna för monitorering vid narkos. Den föregående upplagan kom 2015, och formuleringarna har nu skärpts till att kvantitativ monitorering, t ex EMG/TetraGraph, bör användas vid samtliga tillfällen av neuromuskulär blockad. EMG/TetraGraph lyfts vid flera tillfällen fram som "gold standard" under det webinar där riktlinjerna presenterades.

#### Fortsatt upptrappning att vänta

UK är en av Senzimes fokusmarknader, och dessa nya riktlinjer ger goda möjligheter för en upptrappning av försäljningen av TetraGraph. Sannolikt är dessa skärpta riktlinjer ett steg på resan, vilken fortsätter även på övriga marknader. Totalt sett fördubblades försäljningen av TetraSens i Q1'21 jämfört med Q1'20, vilket indikerar att användandet av levererade TetraGraph-enheter är högt.

#### Stor potential

Vi räknar med att Senzime har potential att nå sitt mål om lönsam försäljning på 200 mkr 2023. 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. Våra prognoser är oförändrade och vi bedömer att de nya riktlinjerna för UK och Irland kommer att öka intresset för såväl TetraGraph som för Senzime-aktien.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	40.00 - 41.00	
EPS, just 21e	-0.79	-0.79	0.0%	Sales,m	9	24	102	200	Current price	SEK22.40
EPS, just 22e	-0.41	-0.41	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)	(40.4)	(14.9)	30		
				EBIT, m	(48.9)	(51.9)	(26.7)	17.8		
				EPS, adj	(0.81)	(0.79)	(0.41)	0.22		
				EPS Growth	23.4%	(1.5)%	(48.9)%	NM%		
				Equity/Share	3.7	2.9	2.5	2.7		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(523.4)%	(214.4)%	(26.1)%	8.9%		
				ROE (%)	(20.5)%	(27.4)%	(16.3)%	8.2%		
				ROCE	(20.0)%	(26.7)%	(15.8)%	9.7%		
				EV/Sales	135.13x	52.07x	12.32x	6.30x		
				EV/EBITDA	(34.0)x	(31.3)x	(84.8)x	42.6x		
				EV/EBIT	(25.8)x	(24.3)x	(47.2)x	71.0x		
				P/E, adj	(27.8)x	(28.2)x	(55.3)x	100.1x		
				P/Equity	6.1x	7.7x	9.0x	8.2x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(2.7)%	(3.1)%	(3.3)%	(1.3)%		
				Net Debt/EBITDA	4.3g	2.8g	3.3g	(0.2)g		

Kommande händelser	
Q2 2021	27 augusti
Q3 2021	12 november

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	62.7m
Market cap	1,404
Nettoskuld	(142)
EV	1,262
Free Float	85.48%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	59.0(k)
Reuters/Bloomberg	SEZI.ST/SEZI.SS

#### Kursutveckling 12 mån

Analytiker	
	alexander.vilval@penser.se



# Sammanfattning

---

## Nya riktlinjer driver marknaden

### 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. Teknisksprånget som Senzime är en drivande del av kommer även att vara en faktor som kan leda till skärpta riktlinjer där noggrann objektiv monitorering kommer att krävas. Bolaget har inlett försäljning i Japan, USA, Australien, Europa och även i Sydkorea. Studier visar tydligt på fördelarna med teknologin, 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 uppgår till 40-41 kr per aktie.

## Antaganden kring marknaden

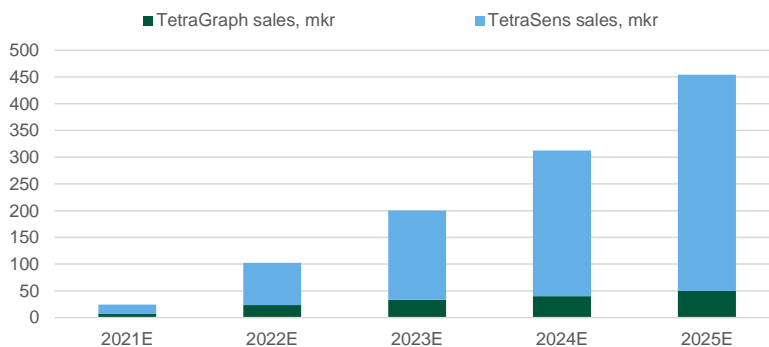
Vi redovisar här våra antaganden kring vad som utgör marknaden för Senszime avseende TetraGraph och TetraSens. I grund och botten baseras detta på hur stort antalet operationer är där det behövs, eller kommer att krävas, neuromuskulär monitorering framöver.

- 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 muskelavslappnande 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 Senszime 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. 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 - Försäljningsprognos

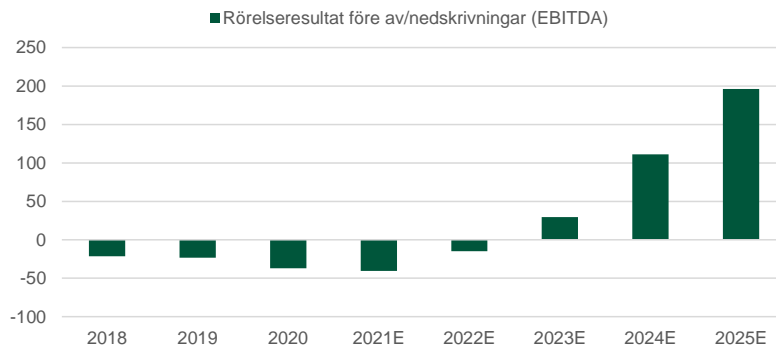


Källa: Senszime, Erik Penser Bank

## 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 Senszime kan nå EBITDA på närmare 200 mkr 2025, vilket är den nivå vi tar avstamp i avseende värderingen.

## Senzime - EBITDA (mkr)



Källa: Senszime, Erik Penser Bank

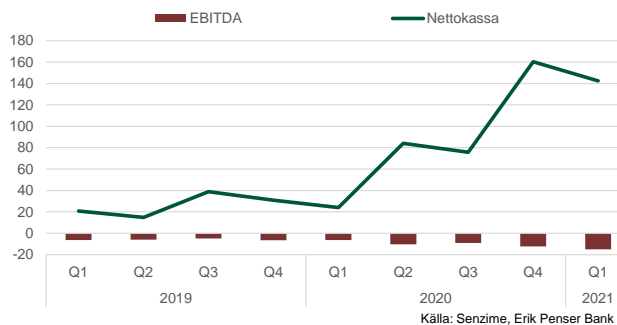
### Uppsida i värderingen

I takt med att Senszime 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 Senszime. 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 Senszime i detta sammanhang. Vi ser risken i Senszime som medelhög. Triggers för aktien kommer att bestå av redovisad försäljningstillväxt samt alltmer gynnsamma riktlinjer på deras huvudmarknader. Senszimes nettokassa på 143 mkr (Q1'21) innebär att de har finansiering för denna kommersialiseringssatsning.

## Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Crafoordfamiljen	14,6%	14,6%
Segulah Ventures AB / AB Segulah	7,1%	7,1%
Handelsbanken Fonder	6,8%	6,8%
Pershing LLC.	6,2%	6,2%
Övriga	65,3%	65,3%
Ordförande		Philip Siberg
Verkställande direktör		Pia Renaudin
Finansdirektör		Erik Bergman
Investerarkontakt		Pia Renaudin / Erik Bergman
Hemsida		<a href="http://www.senzime.com">www.senzime.com</a>

## 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	0,0	0,0	0,0
Externa tjänster	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0
Försäljnings- och administrationskostnader	-21,6	-27,2	-39,3	-60,8	-101,2	-142,3
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,6	1,1	0,5	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-0,3	-0,7	-2,8	-0,2	0,0	0,0
Avskrivningar	-5,4	-10,8	-11,7	-11,6	-11,8	-11,8
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>-21,4</b>	<b>-23,4</b>	<b>-37,1</b>	<b>-40,4</b>	<b>-14,9</b>	<b>29,6</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-26,8</b>	<b>-34,2</b>	<b>-48,9</b>	<b>-51,9</b>	<b>-26,7</b>	<b>17,8</b>
Finansnetto	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-26,8</b>	<b>-34,3</b>	<b>-49,0</b>	<b>-52,0</b>	<b>-26,7</b>	<b>17,8</b>
Skatt	1,1	1,5	1,5	2,2	1,3	-3,7
<b>Periodens resultat</b>	<b>-25,7</b>	<b>-32,7</b>	<b>-47,4</b>	<b>-49,7</b>	<b>-25,4</b>	<b>14,0</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>						
Immateriella tillgångar	159,2	93,5	82,2	70,7	59,0	47,4
Materiella anläggningstillgångar	0,2	0,1	0,2	0,5	0,9	1,3
Nyttjanderätter		0,5	2,6	5,7	18,8	44,2
Finansiella anläggningstillgångar						
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>159,4</b>	<b>94,2</b>	<b>85,0</b>	<b>76,9</b>	<b>78,7</b>	<b>92,9</b>
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	112,0	49,6	5,4
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>37,8</b>	<b>36,9</b>	<b>173,9</b>	<b>146,3</b>	<b>193,4</b>	<b>286,1</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>197,2</b>	<b>131,1</b>	<b>258,9</b>	<b>223,2</b>	<b>272,0</b>	<b>379,0</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>						
Eget kapital	167,4	110,0	231,3	181,6	156,2	170,3
<b>Summa eget kapital</b>	<b>167,4</b>	<b>110,0</b>	<b>231,3</b>	<b>181,6</b>	<b>156,2</b>	<b>170,3</b>
Leasingskulld		0,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Uppskjuten skatteskuld	19,5	13,4	11,9	11,9	11,9	11,9
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>19,5</b>	<b>13,5</b>	<b>13,1</b>	<b>13,1</b>	<b>13,1</b>	<b>13,1</b>
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
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>10,3</b>	<b>7,7</b>	<b>14,4</b>	<b>28,5</b>	<b>102,7</b>	<b>195,7</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>197,2</b>	<b>131,1</b>	<b>258,9</b>	<b>223,2</b>	<b>272,0</b>	<b>379,0</b>

## Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	-26,8	-34,2	-48,9	-51,9	-26,7	17,8
Justeringar	5,9	11,7	12,4	11,6	11,8	11,8
Erhållna / erlagda räntor	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	2,2	1,3	-3,7
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>-20,9</b>	<b>-22,6</b>	<b>-36,6</b>	<b>-38,1</b>	<b>-13,6</b>	<b>25,9</b>
Förändring av rörelsekapital	3,2	-4,0	-1,7	-6,8	-35,2	-44,0
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-17,7</b>	<b>-26,6</b>	<b>-38,3</b>	<b>-44,9</b>	<b>-48,7</b>	<b>-18,2</b>
Investeringar i materiella tillgångar	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4
Investeringar i immateriella tillgångar	-9,4	-3,8	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-9,4</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,6</b>
Amorteringar av leasingskulder		-0,6	-1,2	-3,1	-13,0	-25,5
Nyemission	51,1	29,1	168,9			
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>51,1</b>	<b>28,6</b>	<b>167,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-13,0</b>	<b>-25,5</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>23,9</b>	<b>-1,8</b>	<b>129,0</b>	<b>-48,3</b>	<b>-62,3</b>	<b>-44,3</b>
Likvida medel vid periodens början	8,7	32,7	30,9	160,3	112,0	49,6
Kursdifferens i likvida medel			0,4			
Likvida medel vid periodens slut	32,7	30,9	160,3	112,0	49,6	5,4

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