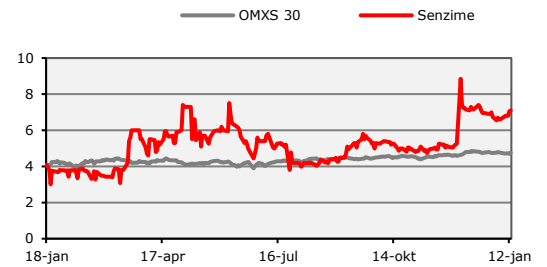


Sammanfattning
Senzime ()

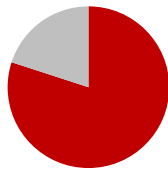
Licensavtal med Fukuda Denshi

- Senzime ingår ett exklusivt licensavtal med Fukuda Denshi för den japanska marknaden. Licensavtalet gäller TetraGraph som Fukuda Denshi kommer kommersialisera under eget varumärke.
- Intäkter och kostnader har överraskat positivt de senaste två kvartalen. Det har lett till justerade estimat till Senzimes fördel.
- Senzime laddar inför CE-märkning som väntas under början av 2017. Bolaget genomgår för närvarande flera studier för att stärka produkternas kliniska dokumentation.
- Vi har gjort en del justeringar i vår modell där motiverat värde höjs till 7,1 (5,4) kronor per aktie. Vårt Bear/Bull case är 3 respektive 14,6 kronor per aktie.

Lista: Aktietorget
 Börsvärde: 253 MSEK
 Bransch: Medtech
 VD: Lena Söderström
 Styrelseordf: Philip Siberg

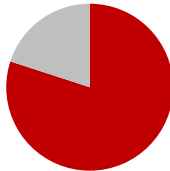

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



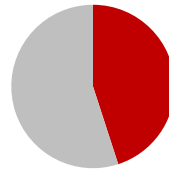
8,0 poäng

Ägarskap



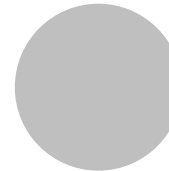
8,0 poäng

Vinstutsikter



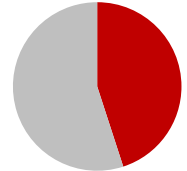
4,5 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



4,5 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	1	0	2	7	10	Aktiekurs (SEK)	6,6
Tillväxt	-56%	-58%	939%	198%	36%	Antal aktier (milj)	36,2
EBITDA	-5	-7	-6	-5	-3	Börsvärde (MSEK)	240
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Nettoskuld (MSEK)	-7
EBIT	-7	-7	-9	-16	-14	Free float (%)	34 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Dagl oms. ('000)	0
Resultat före skatt	-6	-7	-9	-16	-14		
Nettoresultat	-6	-7	-9	-16	-14		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,47	-0,52	-0,24	-0,45	-0,40	Andreas Kvist	
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	andreas.kvist@redeye.se	
EV/S	139,0	292,9	107,9	37,0	28,9	Arvid Necander	
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	Neg	Arvid.necander@redeye.se	

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Bättre än förväntat

Licensavtalet har bidragit till bättre intäkter än väntat

Bättre intäkter och lägre kostnader

Försäljningen kom in bättre än förväntat för det andra och tredje kvartalet. Förbättrade intäkter hänförs till delbetalningar från den slutförhandling som pågick gällande licensavtalet för TetraGraph. Vi förväntar oss intäkter i liknande storlek under nästa kvartal, då licensavtalet slutfördes under Q4.

Kostnaderna har varit lägre än vi räknat med

Kostnaderna i det andra och tredje kvartalet har varit lägre än vi räknat med. Den största differensen mellan utfall och prognos var våra estimerade kostnader för råvaror som varit nära obefintlig i väntan på lansering och produkter för kliniska studier. Denna kostnadspost kommer öka när studierna kostnadsförs och försäljningen startar under H1 2017.

Satsar inför marknads lansering

Under hösten kommunicerade Senzime att 5 kliniska studier kommer starta. Två av dessa genomförs i Sverige med CliniSenz och Onzurf Probe. De resterande studierna sker i USA och Ungern där TetraGraph kommer utvärderas och jämföras mot den tidigare marknadsledande produkten TOF-Watch. Den ena amerikanska studien har genomförts tillsammans med ledande sjukhuset Mayo Clinic, vilket ger en kvalitetsstämpel mot potentiella kunder och samarbetspartners. Gällande resultatet från studierna förväntas en initial rapportering för en del av dessa under Q1, även om det kommer ta längre tid innan ett slutresultat kommer att publiceras.

Det pågår ett flertalet studier för de marknadsnära produkterna

Det pågår alltså ett intensivt kliniskt program där produkterna får en ordentlig utvärdering, vilket kommer vara viktigt för att förbättra förutsättningar för att nå en bra marknadsacceptans. De kliniska studierna kommer även att utvärdera TetraGraphs användarvänlighet, form, design och enkelhet. Det kommer vara en viktig måttstock för TetraGraphs kliniska potential.

CE-märkning och lansering bör vara nära förestående

I den förra analysuppdateringen väntade vi oss att en CE-märkning skulle komma under Q4 och att det skulle leda till att produkterna lanseras på marknaden. Vi lägger ingen större vikt på att beskedet inte har kommit än, då det är svårt att bedöma tidsaspekten för myndighetsbeslut. Eftersom vi inte har hört något från bolaget om den pågående processen förutsätter vi att allt rullar på och att ett besked kommer under Q1 istället.

Besked från CE-märkning bör vara nära nu

Under våren väntar vi oss nyheter för CE-märkning, nya samarbetsavtal och resultat från kliniska studier. 2017 ser därmed ut att bli ett år med ett ökat nyhetsflöde där Senzime kommer att gå från att vara ett forskningsinriktat bolag, till ett bolag med fokus på försäljning och marknadsinsatser.

Licensavtal med Fukuda Denshi

TetraGraph erhåller ett exklusivt licensavtal

Senzime kommunicerade i början av december att den avtalsförbindelse som fanns med en icke namngiven ledande aktör inom patientmonitorering är färdigförhandlad. Licenstagaren var japanska Fukuda Denshi. Efter avtalet får Fukuda Denshi en exklusiv licens på TetraGraph för den japanska marknaden. Försäljning kommer ske under Fukuda Denshis varumärke och kostnader för produkten kommer tas av det japanska bolaget. Utöver det portabla instrumentet har Fukuda Denshi även rätt till att på egen hand integrera lösningen i deras egna system.

Ingår ett exklusivt licensavtal med Fukuda Denshi på den japanska marknaden för Senzime

Fukuda Denshi är en etablerad aktör som funnits på den japanska marknaden under de senaste 70 åren. Bolagets försäljning inom patientmonitorering för 2015 var 87,1 MUSD. Senzime kommer erhålla licensintäkter från den framtida försäljningen av TetraGraph tillsammans med engångsbetalningar från uppnådda milstolpar. I vår modell utgår vi från en royaltynivå för licensavtalet på 8 procent.

Senzime kommer erhålla engångsbetalningar under 2017 och får licensintäkter på försäljningen

Fukuda Denshi har en stark ställning på marknaden

Den asiatiska marknaden för patientmonitorering domineras av fyra aktörer som tillsammans innehar ca 75 procent av marknaden, där Japan står för den största delen av marknaden i denna region. De ledande aktörerna är Nihon Kohden, Fukuda Denshi, Philips Healthcare och GE Healthcare. Globalt är både Philips Healthcare och GE Healthcare störst medan Nihon Kohden och Fukuda Denshi har en stark position på den inhemska marknaden som står för majoriteten av de båda japanska bolagens försäljning.

Fukuda Denshi är en av fyra stora aktörer på den japanska marknaden inom patientmonitorering

Avtalet börjar generera intäkter redan under 2017

Bolaget har kommunicerat att licensavtalet löper under 10 år. Senzime förväntas vidare erhålla 4 miljoner kronor i intäkter för 2017 efter att ett marknadsgodkännande bedöms vara klart till slutet av 2017. Den japanska regulatoriska processen är svår där Notified Bodies sköter godkännande från The Pharmaceuticals and Medical Devices Agency (PMDA).

Avtalet förväntas börja generera intäkter redan under 2017

Viktigt med en lokal anknytning i Japan

Avtalet med Fukuda Denshi är viktigt på grund av att den japanska marknaden är konservativ och svår att ta sig an utan en aktör med lokal anknytning. Det gör att ett exklusivt avtal passar extra bra på just den japanska marknaden, till skillnad från den europeiska och amerikanska. Den japanska marknaden består av ca 5000-6000 av de 140 000 operationssalar vi har inkluderat i vår modell som potentiell marknad för TetraGraph.

Vi tycker att ett exklusivt avtal passar bra på den japanska marknaden

Bygga upp en installerad bas för att nå standard of care

Japan arbetar idag aktivt för att minska sjukvårdskostnaderna som annars väntas stiga i samband med en åldrande befolkning. Då TetraGraph kommer att säljas under Fukuda Denshis varumärke anser vi att japanerna kommer ta ett större intresse i produkten och driva mycket av arbetet på egen hand. Det gör att vi förväntar oss att Fukuda Denshi kommer att genomföra flera kliniska studier och att arbeta tillsammans med ledande opinionsbildare (KOL) för att bygga upp en gedigen installerad bas av instrument. Detta för att få Japan ska följa efter de europeiska länder som gjort metoden för objektiv monitorering av muskelavslappande läkemedel till standard of care.

Vi räknar med att Fukuda Denshi kommer ta ett större intresse i produkten i och med avtalets form

Att inkluderas i betalningssystemen blir viktigt

Att TetraGraph inkluderas i det japanska reimbursement-systemet är kritiskt för att nå sin potential. I Japan finns det framförallt två betalningssystem för medicintekniska produkter. Den första är Special Treatment Materials (STM), som täcker en fast avgift eller en funktionell kategori och står för ca 30 procent av medicintekniska produkters ersättning i Japan. Det andra gäller varumärken eller en tekniska avgifter som står utanför STMs täckning, vilket ger en all-inclusive lösning för medicintekniska produkter och täcker ca 70 procent av de produkter som inkluderas i reimbursement.

Det blir viktigt att inkluderas i betalningssystemen för att nå en bra marknadsbearbetning

Vid användning av Sugammadex används TOF-mätare

En aspekt som stärker vår tro på bra möjligheter för försäljningen av TetraGraph är att Sugammadex används i stor utsträckning för att reversera muskelrelaxerande läkemedel (2013) på den japanska marknaden. Exempelvis rekommenderar FDA att användning av denna drog ska övervakas av en TOF-monitor. Användningen av Sugammadex är till stor del beroende på hur mycket myndigheter och sjukförsäkringen täcker. Samtidigt är den initiala kostnaden för instrumenten låg, vilket borde förbättra marknadsacceptansen även om instrumentet inte inkluderas i ett betalningssystem initialt.

Användningen av Sugammadex påverkar TetraGraph positivt

Förbättrar möjligheten för nya avtal

Avtalet är en stark validering av den nya teknologin för objektiv monitorering av patienter i samband med narkos får muskelrelaxerande läkemedel. Licensavtalet i kombination med 3 studier som pågår för närvarande anser vi kommer skapa ett större intresse från marknaden och bäddar för att nya avtal kan slutas under 2017. Här ser vi jämförelsen mot TOF-Watch som extra intressant och kan hjälpa till i marknads övergång mot TetraGraph. För den europeiska och amerikanska marknaden ser vi främst icke-exklusivt licensavtal eller distributionsavtal som mest sannolikt. Potentialen som visas genom det japanska avtalet är bra vägvisare för vilka möjligheter som finns om Senzime lyckas attrahera bra samarbetspartners på den europeiska och amerikanska marknaden, som är betydligt större.

Avtalet stärker möjligheten för att ytterligare samarbetsavtal kommer ingås

Investerings Case

Senzime är ett uppsalabaserat företag som arbetar inom patientmonitorering mot sjukhus och intensivvård. Verksamhetens fokus är på tre marknadsnära produkter i CliniSenz Analyzer, OnZurf Probe och TetraGraph.

Organspecifik monitorering

CliniSenz och OnZurf Probe används för att möjliggöra organspecifik monitorering efter operation. Övervakningen sker genom att kontinuerligt analysera de metaboliska förändringarna som sker i läkningsförloppet och ge tidiga varningssignaler på komplikationer såsom syrebrist och anastomosläckage. Idag sker den främsta övervakningen manuellt.

Objektiv monitorering kan minska komplikationer

TetraGraph är ett instrument som genom EMG-teknologi objektivt monitorerar patienter som får muskelrelaxerande läkemedel i samband med narkos, genom den kliniskt etablerade TOF-metoden. Den befintliga gold-standard-lösningen (TOF med AMG-teknologi) används endast i ca 25 procent av fallen. Objektiv monitorering har i studier visat sig minska antalet komplikationer med ca 75 procent. Detta kan ställas i jämförelse med att ca 30 procent som genomför proceduren drabbas av komplikationer. En stor andel av dagens monitorering sker istället genom subjektiva bedömningar, där patienten får lita på narkosläkarens fingertoppskänsla.

Nyckelfaktorer som talar för Senzime

En ökad användning av objektiv monitorering drivs av flera faktorer:

- Merck har efter en renodling slutat att producera TOF-Watch som varit det ledande instrumentet på marknaden för objektiv övervakning. Det öppnar upp för ett uppdämt behov av nya produkter på marknaden.
- Ett antal länder har rekommenderat TOF-mätaren som **standard of care** för patienter som tar muskelrelaxerande läkemedel. Det är idag rekommenderat av en del myndigheter att en TOF-mätare borde användas vid reversering av muskelrelaxerande läkemedel som exempelvis Sugammadex, vilket påverkar Senzime positivt.
- Efter förvärvet av Acacia Designs har Senzime fått tillgång till ett stort internationellt nätverk. Det stärker möjligheten för bättre upptag av produkterna och att nå ut till KOL och branschen.

Validering av TetraGraph efter avtal

Efter att Senzime ingått ett exklusivt licensavtal med Fukuda Denshi för den japanska marknaden tror vi på ett ökat intresse från marknaden. Vi förväntar oss ytterligare avtal för Europa och USA som kommer vara viktigt för att etablera sig och nå en gynnsam marknadsbearbetning.

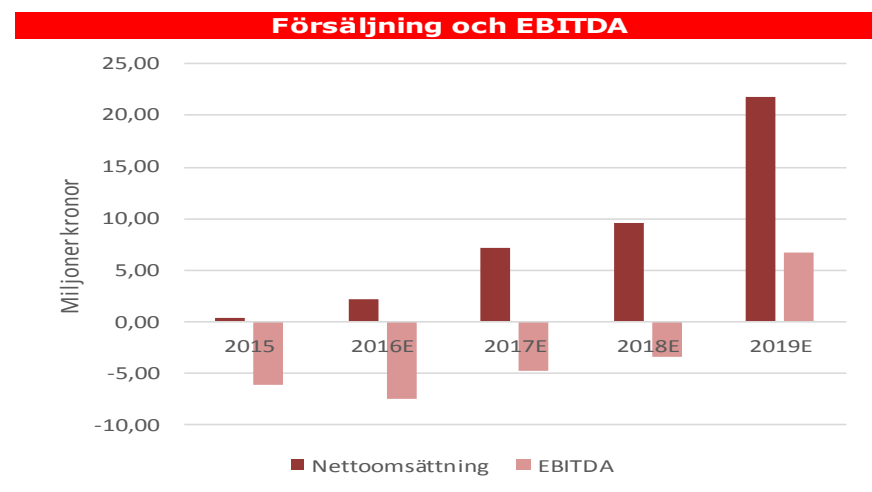
Finansiella prognoser

Marginalen förväntas öka i takt med att förbrukningsvarornas andel av försäljningen stiger

Vi räknar med CE-märkning under Q1 2017 och FDA-godkännande under 2018 för TetraGraph

I vår modell är det TetraGraph som står för den största delen av bolagets försäljning. Denna expansion sker i takt med att den installerade basen ökar. Eftersom den största delen av intäkterna kommer från engångselektroden, väntas marginalen öka i takt med att förbrukningsvarornas andel av den totala försäljningen ökar. En viktig fördel med licensavtalet är att uteblivna kostnader leder till intäkterna från Fukuda Denshis försäljning gå rakt ner till resultatet.

Under 2017 räknar vi med att fasta intäkter från Fukuda Denshi kommer lyfta försäljningen kopplat till ett marknadsgodkännande på den japanska marknaden. Vi har även modellerat att de tre marknadsnära produkterna kommer att erhålla CE-märkning under Q1 2017, utöver det blir TetraGraph godkänt i Japan under Q4 2017 och USA under 2018. Det kommer bidra till det större försäljningslyft vi estimerar för 2019.



Källa: Redeye Research

Enligt våra prognoser visar Senzime positivt EBITDA 2019

Vi räknar med att förlusten minskar i takt med att försäljningen successivt ökar. Enligt våra prognoser kommer Senzime bli lönsamt på EBITDA-nivå under 2019, medan EBIT får vänta ytterligare ett år innan det blir positivt resultat även där.

Vi väljer att vara fortsatt konservativa i våra antaganden i dagens tidiga skede

Senzimes styrelse har gjort antaganden som beräknar att licensavtalet med Fukuda Denshi kommer att generera mer än 100 MSEK i licensintäkter. I våra prognoser har vi tagit en något försiktigare syn som påverkas av hur många TetraGraph instrument som används per intensivvårdssal. Vår lite mer återhållsamma syn baseras på att Senzime har mer att bevisa innan vi kommer skriva upp våra förväntningar på marknadsandelar och användningsfrekvens av TetraGraph. På den andra sidan visar det tydligt bolagets potential då Japan enbart står för ca 2 procent av världsmarknaden.

Resultaträkning på årsbasis

Detaljerad prognos Senzime					
	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
Nettoomsättning	0,3	2,2	7,1	9,6	21,8
BioSenz	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1
Clinisenz	0,0	0,0	0,9	1,4	2,0
Onzurf	0,0	0,0	1,2	3,0	5,3
TetraGraph	0,0	2,1	4,8	5,1	14,4
Övr intäkter	0,2	0,5	0,6	0,8	0,3
Summa intäkter	0,5	2,7	7,7	10,4	22,1
Material	-0,5	-0,3	-0,6	-0,8	-1,5
Externa tjänster	-0,5	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0
Personal	-2,6	-3,4	-4,2	-4,4	-4,9
Lokal	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7
Konsultkostnader	-1,8	-4,5	-5,0	-5,5	-5,8
Marknadsföring	-0,7	-0,7	-1,0	-1,1	-1,2
Övriga kostnader	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
EBITDA	-6,1	-7,4	-4,8	-3,4	6,6
Avskrivningar	-1,3	-0,8	-11,7	-11,0	-10,2
EBIT	-7,4	-9,1	-16,5	-14,4	-3,6
Finansnetto	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Res efter fin.	-7,3	-9,0	-16,3	-14,3	-3,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat	-7,3	-9,0	-16,3	-14,3	-3,4

Källa: Redeye Research

Prognosförändringar

Vi har gjort ett par förändringar i modellen sedan den senaste analysuppdateringen. På intäktssidan är det främst högre förväntningar för 2016-17 som påverkas milstolpsbetalningar från licensavtalet. Vi har justerat ner försäljningen av instrument under 2016-18 efter att våra tidigare prognoser kändes aningen tidsmässigt optimistiska i inledande skedet.

Vi förväntar oss högre försäljning 2016-17 medan vi justerat ner försäljningsprognosen för 2018

Våra kostnadsestimat har varit tidigare varit aningen för höga. Under de två senaste kvartalen har Senzime lyckats hålla nere kostnadsmassan efter förvärvet av Acacia Designs. Det gör att vi har justerat ner dessa.

Vi förväntar oss betydligt bättre resultat i de nya prognoserna

Estimatförändringar									
	2016E			2017E			2018E		
	Ny	Gamla	Förändring	Ny	Gamla	Förändring	Ny	Gamla	Förändring
Nettoomsättning	2,2	0,5	1,7	7,1	4,2	2,9	9,6	12,4	-2,8
Intäkter	2,7	1,0	1,7	7,7	5,0	2,7	10,4	12,6	-2,2
EBITDA	-7,4	-15,5	8,1	-4,8	-11,8	7,0	-3,4	-4,5	1,1
EBIT	-9,1	-18,9	9,8	-16,5	-23,5	7,0	-14,4	-15,5	1,1
Resultat	-9,0	-18,7	9,7	-16,3	-23,3	7,0	-14,3	15,3	-29,6
Tillväxt	543%	191%	352%	219%	393%	-174%	36%	154%	-118%
EBITDA-marg.	-334%	-1543%	1209%	-68%	-237%	169%	-36%	-36%	0%
Bruttomarginal	84%	-79%	163%	92%	62%	30%	93%	83%	10%

Källa: Redeye Research

Värdering och aktien

Motiverat värde justeras upp till 7,1 kronor per aktie

Vi har gjort en del förändringar i modellen sedan den förra analysuppdateringen. Vi har justerat upp vårt motiverade värde för **Base case** till 7,1 (5,4) kronor per aktie. Där räknar vi med en årlig genomsnittlig tillväxt på 63 procent under perioden 2016-25e och att EBIT-marginalen når 23 procent år 2022e. Vi räknar även med att Senzime lyckas ingå åtminstone ett samarbetsavtal med en global distributör under 2017.

DCF värde Senzime		
	Värde (MSEK)	Per aktie
DCF värde 2016-25e	36	1,0
Terminalvärde	208	5,7
Kassa	13	0,4
Skuld	-2	0,0
Summa	255	7,1

Källa: Redeye Research

Multipelvärdering

Senzime har ingen betydande försäljning idag, utan denna väntas istället komma framöver. Det gör det alltför tidigt för att man ska kunna resonera kring värderingsmultiplar för de närmaste åren. Vi har istället ansatt intervall av multiplar som vi anser vara rimliga när bolaget mognat ytterligare och applicerat dessa för våra estimat för 2022E. Genom att diskontera värdet till nutid och ta hänsyn till utdelningar erhålls nivåer som speglar var aktien bör handlas idag.

Aktiekursen handlas i det övre intervallet i vår multipelvärdering.

Multipelvärdering				
Multipel	Estimat	2022E	Multiplar	Diskonterat värde per aktie
EV/S	S	91,1	3x-5x	4 - 8
EV/EBITDA	EBITDA	31,2	12x-15x	5 - 7
EV/EBIT	EBIT	21,9	15x-18x	5 - 8

Källa: Redeye Research

Aktiekursen har utvecklats starkt under 2016 där den större uppgången tog fart efter att licensavtalet med Fukuda Denshi kommunicerades. Vi förväntar oss att nyhetsflödet kommer öka under 2017 efter viktiga besked om studieresultat, marknads godkännanden och samarbetsavtal. En CE-märkning är det som är närmast förestående och kommer vara en viktig utvärdering av marknadens intresse för TetraGraph.

Scenarioanalys

I resten av analysen argumenterar vi för ett scenario som vi anser vara väl avvägt med utgångspunkt för antaganden som enligt vår mening förefaller rimliga. Det finns dock många faktorer som på olika sätt kommer påverka utfallet och det är därför relevant att försöka kvantifiera hur aktien kan påverkas av olika scenarier som kan tänkas inträffa.

Bull case; är vårt rimliga optimistiska scenario.

- Högre produktivitet än i Base case för TetraGraph med fler behandlade patienter per operationssäng. Standard of care och att TetraGraph inkluderas i reimbursement påskyndar utrollningen av instrument.
- Gällande CliniSenz räknar vi med en försäljning på nästan dubbelt så många instrument som i huvudscenariot och med en högre användningsfrekvens av Onzurf Probe.
- Kostnadskontrollen är bra och partners marknadsföring minimerar behovet för att Senzime behöver göra detsamma.
- I Bull case räknar vi med 20 procent högre tillväxt och marginaler på 30 procent år 2022e.
- Det ger ett motiverat värde på 14,6 kronor per aktie.

Vårt Bull case hamnar på 14,6 kronor per aktie

Vårt **Bear case** representerar ett rimligt pessimistiskt scenario där flera osäkerhetsaspekter vägs in i Senzime:

- Det dröjer innan Senzime lyckas sluta ytterligare licens- och distributionssamarbeten.
- Försäljningsutvecklingen och lönsamheten blir betydligt lägre än i vårt Base case och leder till att vinsten skjuts fram ett par år.
- Senzime är här i behov av att ta in nytt kapital för att investera i marknadsföring och större kliniska studier för att förbättra den installerade basen av instrument.
- I Bear case räknar vi med 30 procent lägre tillväxt årligen, vilket påverkar lönsamheten som håller sig på låga nivåer.
- Det ger ett motiverat värde på 3 kronor per aktie.

Vårt Bear case hamnar på 3 kronor per aktie

Scenarioanalys	Bear	Base	Bull
Årlig tillväxt till 2025e	34%	63%	78%
EBIT-marginal 2022e	4%	24%	34%
Motiverat värde per aktie	3	7,1	18
Uppsida/nedsida från 6,6 kronor per aktie	-55%	8%	173%

Källa: Redeye Research

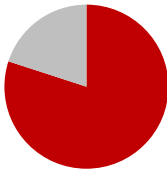
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

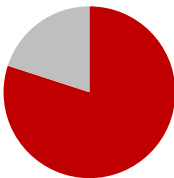
Här kommenterar vi manuellt förändringarna av värderingsnycklarna. Max 3 rader

Ledning 8,0p



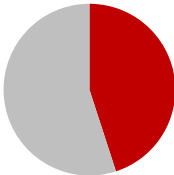
Det finns en gedigen kunskap och erfarenhet bland management och styrelsen för de områden som bolaget verkar inom. Förvärvet av Acacia Designs och dess ledande personer som nu är aktiva inom Senzime har bidragit som ett bra komplement till den tidigare ledningen. Det gör också att Senzime har breddat sitt internationella nätverk som blir viktigt för bolagets nästa steg.

Ägarskap 8,0p



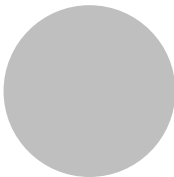
Vi premierar aktiva ägare. Fyra av fem styrelsemedlemmar är storägare i bolaget vilket vi anser är en av bolagets styrkor. Det finns även institutionella ägare bland de större ägarna vilket ger uppsida för ägarskapet. Att VD inte innehar aktier i bolaget väger in som ett minus.

Vinstutsikter 4,5p



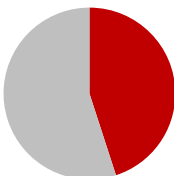
Underliggande marknader växer relativt snabbt och Senzime har med sin produktportfölj förutsättningar att växa avsevärt inom sina produktområden. Sedan förvärvet av Acacia Designs har beroendet av enskilda produkter minskat. Det tar tid att driva igenom en ny teknologi till att bli standard of care, i TetraGraphs fall har marknaden redan börjat öppna upp sig, vilket kan förbättra betyget framöver.

Lönsamhet 0,0p



Bolaget fokuserar först och främst på marknadsnära produkter. Vi räknar med att kunna justera upp betyget efter hand som bolaget börjar sälja produkterna på marknaden och når lönsamhet.

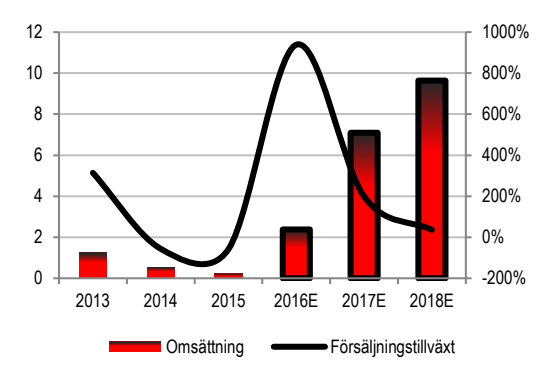
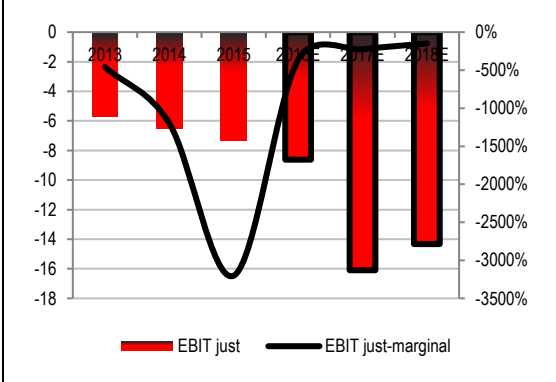
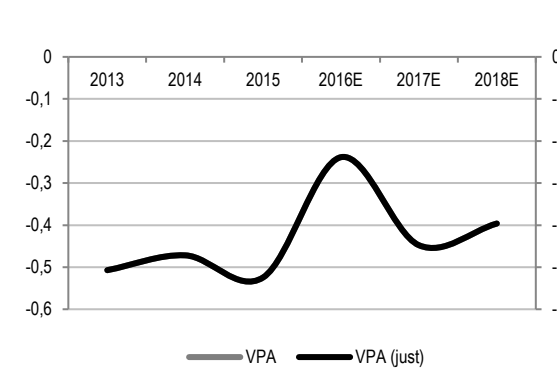
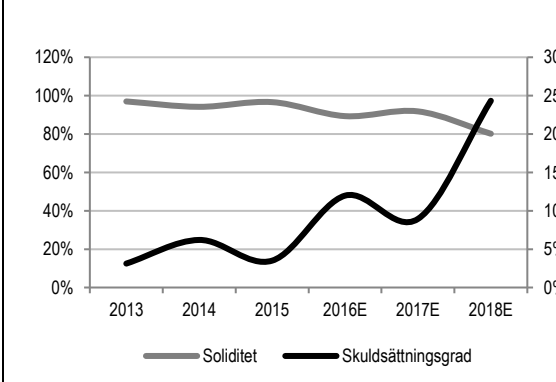
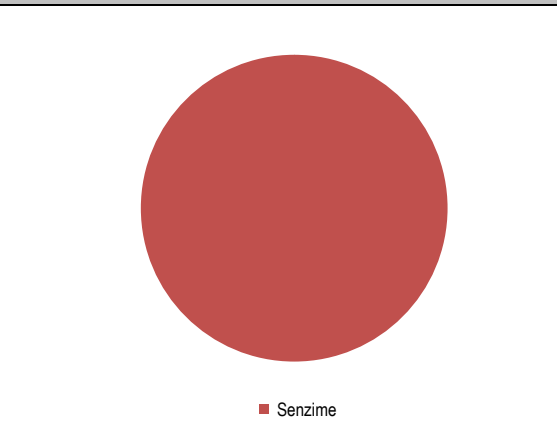
Finansiell styrka 4,5p



Senzime har en balansräkning som stärktes efter senaste kapitalanskaffningen. Kassan räcker åtminstone två år, vilket gör att det kan bli aktuellt med ett mindre kapitallåntagande under 2018, innan bolaget enligt våra estimat når positiva kassaflöden.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	1	0	2	7	10
Summa rörelsekostnader	-6	-7	-8	-12	-13
EBITDA	-5	-7	-6	-5	-3
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	-1	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-1	0	-1	-11	-11
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-7	-7	-9	-16	-14
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-6	-7	-9	-16	-14
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-6	-7	-9	-16	-14
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	10	14	13	7	3
Kundfordringar	0	0	1	0	2
Lager	0	0	0	0	1
Andra fordringar	0	0	0	0	0
Summa omsätt.	11	15	15	6	6
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	0	0	0	1	2
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	1	1	1	1
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	29	32	143	133	125
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	29	34	145	136	128
Uppsk. skatteford.	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	40	48	160	142	134
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	1	2	1	2	3
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	1	2	1	2	3
Räntebr. skulder	1	0	1	1	2
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	2	2	2	3	5
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	37	45	158	139	128
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	37	45	158	139	128
Summa skulder och E. Kap.	40	47	160	142	134
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	1	0	2	7	10
Sum rörelsekost.	-6	-7	-8	-12	-13
Avskrivningar	-1	0	-3	-11	-11
EBIT	-7	-7	-9	-16	-14
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-7	-7	-9	-16	-14
Avskrivningar	1	0	3	11	11
Bruttokassaflöde	-5	-7	-6	-5	-4
Föränd. i rörelsekap	1	0	-1	-2	-1
Investeringar	-3	-5	-114	-3	-2
Fritt kassaflöde	-8	-11	-121	-9	-7
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	94%	97%	89%	92%	80%
Skuldsättningsgrad	6%	4%	12%	9%	24%
Nettoskuld	-8	-13	4	10	25
Sysselsatt kapital	30	32	147	140	133
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	-56%	-58%	939%	198%	36%
VPA-tillväxt (just)	-7%	11%	-55%	88%	-12%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
WACC	13,5 %	NPV FCF (2016-2018)	-22		
		NPV FCF (2019-2025)	58		
		NPV FCF (2026-)	216		
		Rörelsefrämjade tillgångar	14		
		Räntebärande skulder	-2		
		Motiverat värde MSEK	264		
Antaganden 2016-2022					
Genomsn. förs. tillv.	83,6 %	Motiverat värde per aktie, SEK	7,1		
FRIT-marginal	-98,6 %	Börskurs, SEK	7,0		
Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-17%	-18%	-9%	-12%	-12%
ROCE	-16%	-17%	-8%	-11%	-10%
ROIC	-23%	-25%	-27%	-11%	-10%
EBITDA-marginal	-958%	-3048%	-251%	-67%	-40%
EBIT-marginal	-1201%	-3201%	-362%	-227%	-149%
Netto-marginal	-1185%	-3157%	-362%	-228%	-149%
Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,47	-0,52	-0,24	-0,45	-0,40
VPA just	-0,47	-0,52	-0,24	-0,45	-0,40
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,57	-0,93	0,10	0,26	0,70
Antal aktier	13,60	13,80	36,17	36,17	36,17
Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	75,2	67,1	256,9	262,7	278,4
P/E	-12,9	-11,1	-29,4	-15,6	-17,7
P/S	153,3	349,2	106,4	35,7	26,3
EV/S	139,0	292,9	107,9	37,0	28,9
EV/EBITDA	-14,5	-9,6	-43,0	-55,6	-72,8
EV/EBIT	-11,6	-9,2	-29,8	-16,3	-19,4
P/BV	2,2	1,8	1,8	1,9	2,4
Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e		
1 mån	-2,8 %	Omsättning	109,7 %		
3 mån	40,0 %	Rörelseresultat, just	15,18 %		
12 mån	75,9 %	V/A, just	-28,9 %		
Årets Början	3,7 %	EK	95,3 %		
Aktiestructur %		Röster	Kapital		
T4 Analytics	11,5 %	11,5 %	11,5 %		
Stone Bridge Biomedical	9,6 %	9,6 %	9,6 %		
Sorin Joseph Brull	9,3 %	9,3 %	9,3 %		
Adam Dahlberg	7,3 %	7,3 %	7,3 %		
Ulf Lindskog	5,5 %	5,5 %	5,5 %		
Ebba Fischer	5,2 %	5,2 %	5,2 %		
Crafoordiska Stiftelsen	3,6 %	3,6 %	3,6 %		
Margareta Nilsson	3,5 %	3,5 %	3,5 %		
LMK-bolagen	3,2 %	3,2 %	3,2 %		
Anna Manhusen	3,0 %	3,0 %	3,0 %		
Aktien					
Reuterskod					
Lista		Aktietorget			
Kurs, SEK		7,0			
Antal aktier, milj		36,2			
Börsvärde, MSEK		253,2			
Bolagsledning & styrelse					
VD		Lena Söderström			
CFO					
IR					
Ordf		Philip Siberg			
Nästkommande rapportdatum					
Analytiker		Redeye AB			
Andreas Kvist		Mäster Samuelsgatan 42, 10tr			
andreas.kvist@redeye.se		114 35 Stockholm			

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)</p>	 <p>Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)</p>	 <p>Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)</p>
Produktområden	Geografiska områden
 <p>Legend: Senzime (red square)</p>	
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Andreas Kvist äger aktier i Senzime: Nej Arvid Necander äger aktier i Senzime: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Senzime utvecklar unika medicintekniska lösningar som gör det möjligt att följa patienters biokemiska och fysiologiska processer inför, under och efter operation. I portföljen ingår patientnära system som möjliggör automatiserad och kontinuerlig mätning av livskritiska ämnen som glukos och laktat i blod och vävnader samt system för att monitorera patienter som undergår narkos. Lösningarna syftar till att säkerställa maximal patientnytta, minska komplikationer i samband med operationer och minska vårdkostnader. Senzime verkar på växande marknader som idag enbart i Europa och USA värderas till över 10 miljarder SEK.</p>

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeys analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeys analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeys analysbevakning

Redeys analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-01-17)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	41	42	20	8	19
3,5p - 7,0p	73	63	95	36	45
0,0p - 3,0p	9	18	8	79	59
Antal bolag	123	123	123	123	123

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.