



Senzime

Bra momentum

Acceleration i USA

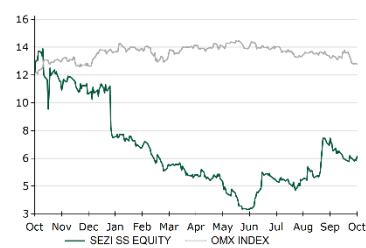
Över lag en bra rapport för Q3 som levde upp till våra förväntningar. Försäljningen utvecklades starkt (+146%) och särskilt bra utvecklades den amerikanska marknaden (y/y +194%). Europa släpar något med längre processer för att komma i gång, men med många nya kunderna i år så ser vi potential för en stark avslutning av året. Viktigt besked var att bolaget lyckats växa utan att dra upp kostnadsnivåerna, som kom in lägre än vår prognos.

Små estimatförändringar

Vi gör endast mindre estimatförändringar efter rapporten, då vi anser att den starka orderingången de senaste månaderna borgar för en bra utveckling under avslutningen av året och in i nästa. Försäljningen av instrument går starkast. Med en ökande installerad bas av TetraGraph ges förutsättningar för att de återkommande intäkterna tar ordentlig fart under 2024, vilket kommer ge bra hävstång i affären. Finansiellt är läget bra efter de senast genomförda transaktionerna, tillräckligt tills positiva kassaflöden kan nås under 2025.

På rätt väg

Rapporten för det tredje kvartalet bekräftar vår syn att ett teknikskifte pågår i USA och Europa, där Senzime är välpositionerat för att dra nytta av denna utveckling. Även om aktien sedan början av sommaren i år gått bättre än Stockholmsbörsen, ser vi ytterligare potential i vår värdering och upprepar vårt motiverade värde om 13-14 kr.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	13,0 - 14,0 SEK												
Totala intäkter	-4,2%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	14	38	91	210	Aktiekurs	6,5 SEK												
EBITDA, just.	-0,6%	0,9%	50,9%	Tillväxt	28%	>100%	>100%	>100%	Riskenivå	Hög												
EPS, just.	-0,6%	0,1%	0,3%	EBITDA, just.	-118	-108	-65	4	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-134	-128	-86	-18														
				EPS, just.	-1,7	-1,2	-0,8	-0,2														
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
				EK/aktie	3,4	3,8	3,0	2,8														
Bolagsfakta (mSEK)				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
					Yes	No																
				Likviditetsgarant		✓																
				Certified adviser		✓																
				Transaktioner 12m		✓																
Antal aktier		100m		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Börsvärde		653		ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
Nettoskuld		-172		ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.														
EV		481		EV/Sales	52,6x	12,8x	5,3x	2,3x														
Free float		73%		EV/EBITDA	Neg.	-4,4x	-7,4x	115,8x														
Daglig handelsvolym, snitt		167k		EV/EBIT	Neg.	-3,7x	-5,6x	-26,6x														
Bloomberg Ticker		SEZI SS EQUITY		P/E, just.	-6,3x	-5,3x	-7,8x	-37,0x														
Analytiker				P/EK	3,2x	1,7x	2,2x	2,3x														
				FCF yield	-17%	-18%	-10%	-2%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,1x	1,3x	1,1x	-12,3x														
Klas Palin																						
klas.palin@penser.se																						

Investment case

De nya kliniska riktlinjerna som publicerades i slutet av förra året i Europa och USA har tydligt påverkat intresset inom sjukvården av objektiv övervakning av patienter som får muskelavslappnande läkemedel vid operationer. Marknaden är ännu i sin linda och vi bedömer att det är en relativt begränsad användning idag av tekniken på sjukhusen i EU och i synnerhet på den amerikanska marknaden, vilka är Sensimes huvudmarknader. Med de nya rekommendationerna påskyndas en övergång för sjukvården till kvantitativ patientövervakning, vilket vi nu ser börjar ge ett tydligt avtryck på försäljning och orderingång.

Vår uppfattning är att Sensime har ett starkt produkterbudande, uppbackat av kliniska data, vilket ger goda förutsättningar för att kunna utvecklas till den ledande aktören inom området. Styrkan i produkterna bekräftas av de flertalet prestigeordrar som tagits hem i år, som vunnits efter en längre tids utvärdering och i konkurrens med andra aktörer inom området.

Försäljningen växer snabbt och vi ser framför oss en fortsatt stark utveckling under många år framåt. I våra prognoser räknar vi med att Sensime kan nå en marknadspenetration på 10 % inom 7–10 år, vilket vid tidpunkten kommer innebära intäkter på omkring 1,5 mdkr och EBITDA-marginal på över 30 %. Främsta risken är att det går långsammare än vad vi räknat med och att bolaget skulle behöva mer kapital än vår bedömning.

Bolagsprofil

Sensime utvecklar och marknadsför unika medicintekniska lösningar för patientnära monitorering under anestesi. Bolaget marknadsför två produktserier av instrument och tillhörande förbrukningssensorer, där TetraGraph i nuläget har högst prioritet. Affärsmodellen kretsar kring att bygga upp en installerad bas ute i operationssalar på sjukhus som sedan driver återkommande intäkter av engångssensorer. Väl etablerad hos kunder är inträdesbarriärerna mot konkurrenter höga. Bolagets kunder utgörs främst av sjukhus och sjukhuskedjor, där det enbart i USA beräknas finnas 5-6.000 sjukhus.

TetraGraph är ett system som kontinuerligt mäter graden av neuromuskulär blockad och används vid operationer för att förebygga komplikationer, förbättra klinisk precision och förenkla patienthanteringen i samband med operationer. TetraGraph ger information åt smärtläkare så att komplikationer minskas och underlättar för vårdpersonal att följa riktlinjer och läkemedelsrekommendationer, vilket kan leda till kortare sjukhusvistelser och därmed ge lägre vårdkostnader.

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

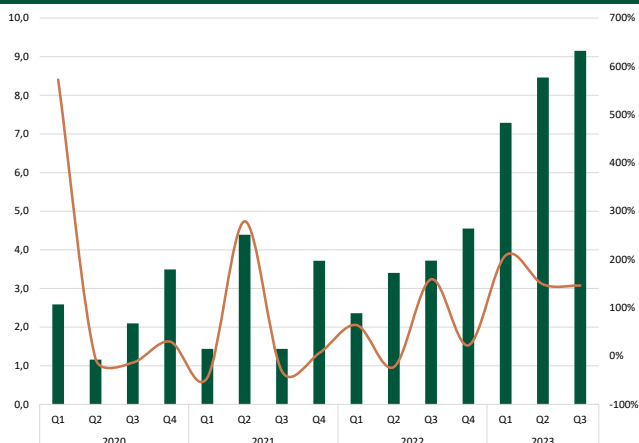
Värdering

Vår värdering av Sensime tar stöd från en DCF-modell, där framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15%. Vår fundamentala värdering av Sensime är efter Q3-rapporten oförändrad och vi upprepar vårt motiverade värde om 13–14 kr.

Stark orderingång och solida finanser

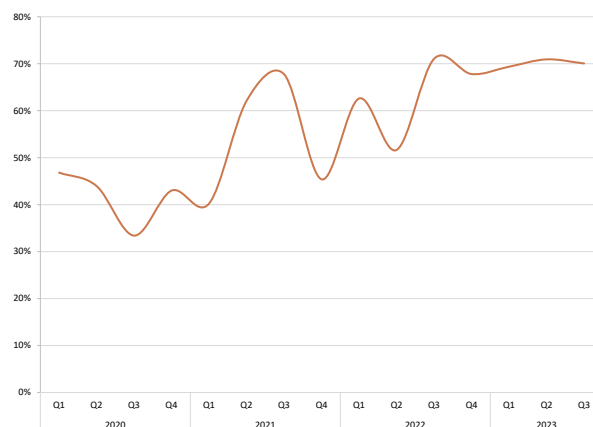
Försäljningen utvecklas starkt, med ett tydligt positivt trendbrott i år. Här sticker tredje kvartalet ut med många vunna viktiga affärer på den amerikanska marknaden under de senaste månaderna. Vi uppskattar att affärerna som har pressmeddelats så här långt under H2 2023 motsvarar ett värde av TetraGraph-monitorer på omkring 9–12 mkr. Därtill bedömer vi att dessa affärer har potential, vid fullt användande, att generera årliga återkommande sensorintäkter på åtminstone 20 mkr. Som vi påpekat tidigare handlar det om upphandlingar som skett i konkurrens med andra aktörer inom området, vilket förstärker bilden av Sensime som en ledande aktör. Att det vid flera tillfällen handlat om välrenommerade och stora sjukhussystem bör därtill bidra positivt inför framtida upphandlingar med mindre aktörer.

Nettoomsättning per kvartal 2020-Q3 2023 (mkr)



Källa: EPB, Bolaget

Bruttomarginal per kvartal 2020-Q3 2023 (%)



Källa: EPB, Bolaget

Bruttomarginalen har stärkts under 2023, men planat ut omkring 70 %. Vi anser att det är tillfälligt och att den successivt kommer att förbättras när vi går in i 2024, då nyttjandegraden av installerade monitorer ökar.

Rapporten i nivå med våra förväntningar

Q3-rapporten var över lag bra med små avvikelser i absoluta tal mot vår prognos. Försäljningen var något under vår prognos, där framför allt utveckling i Europa var något svagare än vad vi hade hoppats på. Kostnadssidan överraskade positivt, trots att den tyngdes av engångskostnader på 1,0 mkr för riktade emissioner samt emittering av aktier till tidigare ägaren RMI.

Avvikelseetabell Q3 2023 (mkr)

	Utfall	EPBe	Diff (Abs.)	Diff (%)	Q3'22
Nettoomsättning	9,2	10,8	-1,6	-15,2%	3,7
Bruttoresultat	2,2	3,5	-1,3	35,8%	-1,4
Bruttoresultat*	6,4	7,7	-1,3	-16,7%	2,6
Rörelsekostnader	-32,8	-33,5	0,7	2,0%	-28,2
Rörelsekostnader**	-31,8	-33,5	1,7	5,0%	-28,2
EBITDA	-25,5	-24,9	-0,6	-2,3%	-24,7
EBIT	-30,6	-30,0	-0,6	-2,0%	-29,6
Periodens resultat	-30,2	-29,5	-0,7	-2,3%	-28,9
EPS (SEK)	-0,30	-0,29	-0,01	-1,8%	-0,37
Bruttomarginal	24,5%	32,4%	-7,9%	24,3%	-37,5%
Bruttomarginal*	70,1%	71,3%	-1,2%	-1,7%	71,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	nm	nm	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	nm	nm	Neg.

*exkluderat avskrivningar, **exkl. engångsposter

Källa: EPB, Bolaget

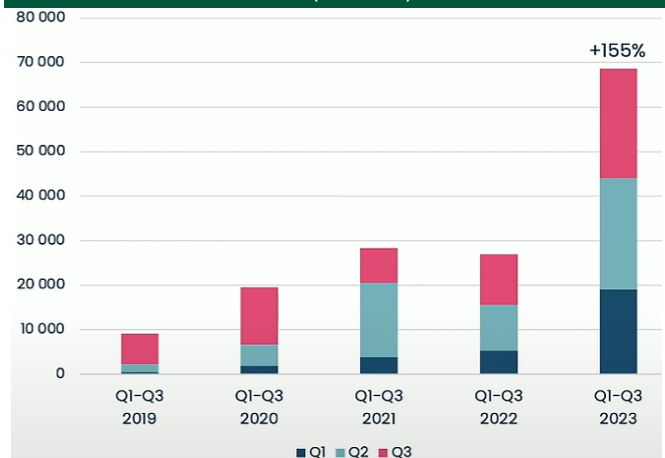
Som vi berörde ovan har utvecklingen i USA varit stark och utgjorde under Q3 nästan 80% av den totala försäljningen. Det är instrumentförsäljningen som verkligen lyfter i spåren av de många nya orderarna. I Europa var försäljningen relativt begränsad. Ledningen indikerar att processerna är mer utdragna, men att intresset är fortsatt stort.

Nettoomsättning per region och produktkategori (mkr)

	Q3'23	Q3'22	Tillväxt	Justerat för förvärv	+ Justerat för valuta
USA					
Instrument	3,79	0,44	760%	760%	731%
Sensorer	3,47	2,03	71%	71%	68%
Europa					
Instrument	0,57	0,46	22%	22%	12%
Sensorer	0,91	0,49	84%	84%	67%
ROW					
Instrument	0,16	0,30	-47%	-47%	-50%
Sensorer	0,27		n.a.	n.a.	n.a.
Totalt					
Instrument	4,51	1,20	275%	275%	259%
Sensorer	4,64	2,52	84%	84%	77%
Summa	9,16	3,72	146%	146%	136%

Källa: EPB, Bolaget

Antal levererade sensorer (enheter)

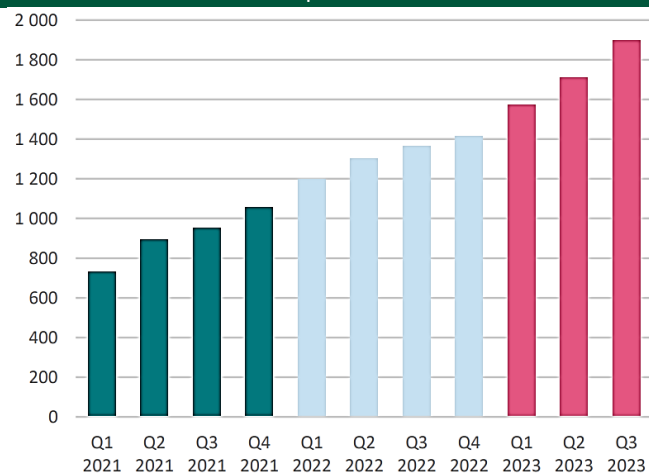


Källa: Bolaget

Antalet levererade system ökade till nästan 1.900, vilket uppskattningsvis innebär leveranser under det tredje kvartalet om 180–200 system. De order som pressmeddelats bedömer vi omfattar kommande leveranser på omkring 500-600 monitorer.

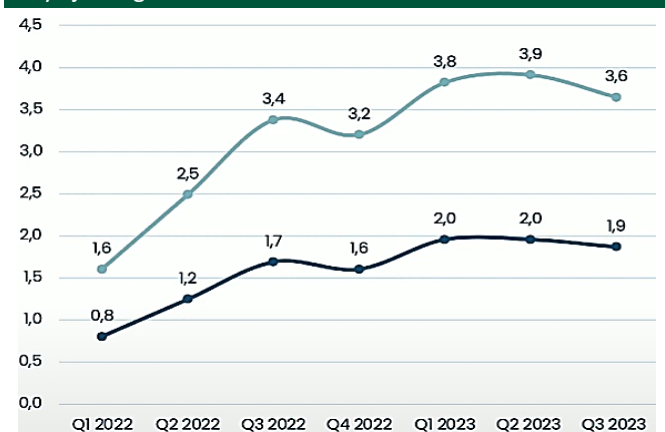
Om vi ser till nyttjandegraden för den installerade basen så pekade pilarna nedåt något under Q3. Vi ser en förklaring i de stora leveranserna av TetraGraph-monitorer som skett under perioden som tillfälligt håller ned siffrorna.

Levererad bas av TetraGraph monitorer



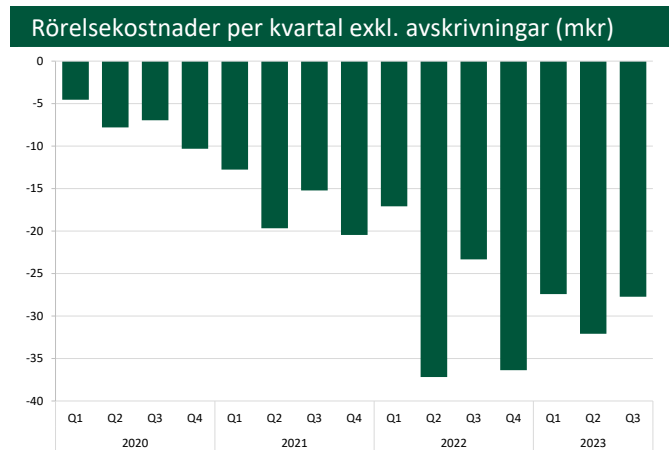
Källa: Bolaget

Nyttjandegrad av levererad bas*

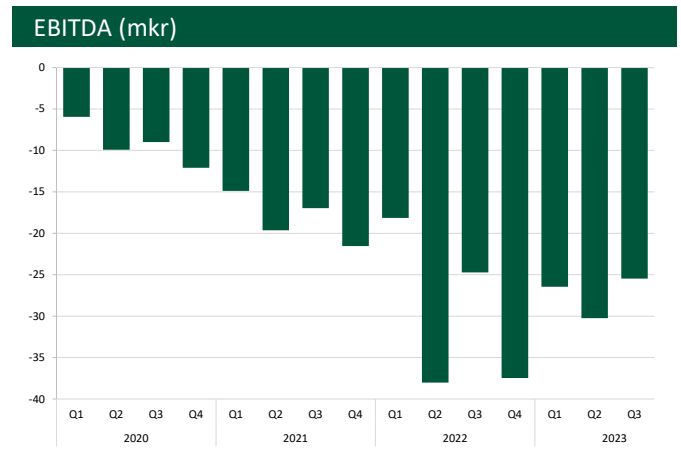


Källa: Bolaget, *baseras på veckoanvändande per instrument på nyckelmarknader i Europa och USA

Trots den fina tillväxten lyckades bolaget hålla emot på kostnadssidan. Visserligen ökade rörelsekostnaderna under det tredje kvartalet jämfört med samma kvartal i fjol och steg y/y till 32,8 mkr (28,2 mkr), men vi ser att de planat ut på omkring 30 mkr per kvartal hittills i år. Ledningen indikerar, i linje med vad som sagts tidigare, att nuvarande kostnadsnivå ska kunna hållas under de närmaste kvartalen, där vår bedömning är att nivåer kan hållas en bit in i nästa år. Det kommer att ge avtryck på lönsamheten som stabiliseras och vi räknar med en gradvis förbättring under nästa år. Vi räknar dock fortsatt med att det dröjer till H2 2025 innan verksamheten slår över till positiva siffror, vilket är i linje med vår tidigare bedömning.



Källa: EPB, Bolaget



Källa: EPB, Bolaget

De två riktade emissionerna som genomfördes under augusti och september kommer totalt att tillföra bolaget 173,3 mkr före transaktionskostnader. Vid utgången av det tredje kvartalet uppgick kassan till 66,4 mkr, vilket inkluderar 54,1 mkr från den första riktade emissionen. Vi förväntar oss att finanserna stärks med ytterligare ca 114 mkr från den andra riktade emissionen under innevarande kvartal. Sammantaget ger det en stabil finansiering tillräcklig för att nå lönsamhet.

Uppdaterade prognoser

Vi gör endast mindre justeringar av våra estimat till följd av Q3-rapporten. Som vi redan konstaterat var utfallet för försäljningen i Q3 snäppet svagare än vad vi hade räknat med. Det är dock inget som stör vår långsiktiga bild av att det pågår ett gynnsamt teknikskifte som kommer innebära hög tillväxt under många år framöver för Senzime.

Prognosförändringar (mkr)		2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	Ny	37,7	90,8	210,0
	Tidigare	39,4	90,8	210,0
	Diff (Abs.)	-1,7	0,0	0,0
	Diff (%)	-4,2%	0,0%	0,0%
Bruttoresultat	Ny	9,8	49,2	136,3
	Tidigare	11,2	49,2	136,3
	Diff (Abs.)	-1,4	0,0	0,0
	Diff (%)	-12,5%	0,1%	0,0%
EBITDA	Ny	-108,1	-65,0	4,2
	Tidigare	-107,5	-65,6	2,8
	Diff (Abs.)	-0,6	0,6	1,4
	Diff (%)	-0,6%	0,9%	50,9%
EPS (SEK)	Ny	-1,0	-0,8	-0,2
	Tidigare	-1,0	-0,8	-0,2
	Diff (Abs.)	0,0	0,0	0,0
	Diff (%)	-0,6%	0,1%	0,3%

Källa: EPB

Nedan följer uppdaterade detaljerade prognoser.

Kvartalsprognoser 2021–2024 (mkr)																
	2021				2022				2023				2024			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E
Nettoomsättning (mkr)	1,4	4,4	1,4	3,7	2,4	3,4	3,7	4,6	7,3	8,5	9,2	12,8	16,2	19,8	24,0	30,8
COGS	-3,6	-4,4	-3,2	-4,8	-3,4	-4,2	-5,1	-5,6	-6,3	-6,6	-6,9	-8,0	-8,8	-9,6	-10,4	-12,7
varav avskrivning	-2,7	-2,7	-2,7	-2,8	-2,5	-2,6	-4,0	-4,2	-4,1	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2
Bruttoresultat	-2,1	0,0	-1,7	-1,1	-1,1	-0,8	-1,4	-1,1	1,0	1,8	2,2	4,8	7,4	10,2	13,6	18,1
Utvecklingskostnader	-2,2	-3,2	-3,2	-3,9	-3,3	-4,4	-5,3	-6,5	-4,9	-5,4	-4,2	-5,8	-5,0	-4,8	-4,6	-4,7
Försäljningskostnader	-5,6	-10,5	-10,1	-13,3	-12,2	-14,4	-20,0	-23,5	-15,6	-21,4	-18,4	-21,0	-20,5	-20,8	-20,4	-21,7
Administrationskostnader	-8,1	-8,6	-5,0	-6,5	-4,7	-23,3	-8,2	-8,2	-11,3	-14,3	-9,8	-9,9	-9,6	-9,8	-9,4	-10,3
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,4	0,6	1,4	3,0	2,4	7,7	3,4	0,9	5,6	4,0	2,4	3,5	3,0	3,0	3,0
Övriga rörelsekostnader	-0,2	-0,6	-0,3	-0,8	-2,6	-0,5	-2,3	-6,7	-1,4	-1,7	-4,5	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6
EBITDA	-14,9	-19,6	-17,0	-21,5	-18,2	-38,0	-24,7	-37,5	-26,5	-30,2	-25,5	-25,9	-20,5	-18,5	-14,0	-11,9
Avskrivningar	-2,7	-2,9	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-4,9	-5,0	-5,0	-5,1	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2	-5,3	-5,3
EBIT	-17,6	-22,6	-19,7	-24,3	-21,0	-40,9	-29,6	-42,5	-31,4	-35,3	-30,6	-31,1	-25,7	-23,7	-19,3	-17,2
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-17,6	-22,6	-19,7	-24,4	-21,0	-40,9	-29,8	-42,7	-31,7	-35,3	-30,6	-31,1	-25,7	-23,7	-19,3	-17,2
Skatt	0,5	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,9	-0,2	0,9	0,9	0,4	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-17,1	-22,1	-19,2	-23,8	-20,5	-40,4	-28,9	-42,9	-30,8	-34,4	-30,2	-30,8	-25,7	-23,7	-19,3	-17,2
Antal aktier före utspädning	62,5	62,5	62,5	62,5	62,5	69,9	69,9	69,9	82,6	82,6	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1	100,1
Antal aktier efter utspädning	62,7	62,7	62,7	62,7	62,6	77,6	77,6	77,6	90,3	90,3	102,2	102,2	102,2	102,2	102,2	102,2
EPS	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Nettoomsättning LTM	8,2	11,4	10,8	11,0	11,9	10,9	13,2	14,0	19,0	24,0	29,5	37,7	46,6	58,0	72,8	90,8
Tillväxt LTM (y/y)	-8%	29%	26%	18%	45%	-4%	23%	28%	59%	120%	123%	169%	146%	141%	147%	141%
Tillväxt (y/y)	-44%	279%	-31%	6%	64%	-22%	159%	22%	209%	149%	146%	181%	122%	134%	162%	141%
Tillväxt (q/q)	-59%	205%	-67%	159%	-36%	44%	9%	22%	60%	16%	8%	40%	27%	22%	21%	28%
Bruttomarginal, ex avskrivningar	40%	62%	68%	45%	63%	52%	71%	68%	69%	71%	70%	70%	72%	73%	74%	73%

Källa: EPB, Bolaget

Värdering och aktien

Vår värdering av Senzime tar stöd från en DCF-modell, där framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15%. Vår värdering består av en explicit prognosperiod som sträcker sig tio år framåt och därefter utgår vi ifrån nedanstående terminala antaganden. I vår värdering har vi vägt in effekterna av de två nyligen genomförda riktade nyemissionerna. Baserat på våra prognoser får vi ett DCF-värde om 13,9 kr (13,9 kr). Därmed håller vi fast vid ett motiverat värde på 13–14 kr (13–14 kr).

Värdering (mkr)			WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	521		Riskfri ränta	3,0%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	727		Riskpremie	5,0%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
Företagsvärde (EV)	1 248		Småbolagspremie	7,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-172		Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0		WACC	15,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	3,0%
Eget kapital	1 420				Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	102					
Eget kapital per aktie (kr)	13,9					

Källa: EPB, Bolaget

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt

		Uthållig tillväxt				
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC	13,0%	16,4	17,2	18,3	19,6	21,2
	14,0%	14,4	15,0	15,8	16,8	18,0
	15,0%	12,7	13,2	13,9	14,6	15,4
	16,0%	11,3	11,7	12,2	12,8	13,4
	17,0%	10,1	10,5	10,8	11,3	11,8

Källa: EPB

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBITDA-marginal

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

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	7	9	11	14	38	91	210
Totala intäkter	7	9	11	14	38	91	210
Kostnad sålda varor	-14	-17	-16	-18	-28	-42	-74
Bruttoresultat	-7	-7	-5	-4	10	49	136
Försäljningskostnader	-22	-16	-40	-70	-76	-83	-99
Administrationskostnader	0	-15	-28	-44	-45	-39	-41
R&D-kostnader	-5	-8	-13	-19	-20	-19	-19
Övriga rörelsekostnader	11	10	12	20	24	27	27
EBITDA	-23	-37	-73	-118	-108	-65	4
EBITDA, justerad	-23	-37	-73	-118	-108	-65	4
Avskrivningar	-11	-11	-11	-16	-20	-21	-22
EBITA, justerad	-34	-48	-84	-134	-128	-86	-18
EBIT	-34	-48	-84	-134	-128	-86	-18
EBIT, justerad	-34	-48	-84	-134	-128	-86	-18
Resultat före skatt	-34	-48	-84	-134	-129	-86	-18
Resultat före skatt, justerad	-34	-48	-84	-134	-129	-86	-18
Total skatt	2	2	2	2	3	0	0
Nettoresultat	-33	-47	-82	-133	-126	-86	-18
Nettoresultat, justerad	-33	-47	-82	-133	-126	-86	-18
Intäktstillväxt	-	39%	18%	28%	>100%	>100%	>100%
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,0%	54,2%	64,9%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,23	-0,84	-0,18
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Sensime, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-34	-48	-84	-134	-128	-86	-18
Övriga kassaflödesposter	12	12	13	17	22	23	24
Förändringar i rörelsekapital	-4	-2	-10	-20	-4	10	-5
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-27	-38	-81	-137	-111	-53	1
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	-1	-1	-2
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	0	-2	-4	-7	-11	-15
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	0	-3	-5	-7	-12	-16
Fritt kassaflöde	-30	-39	-84	-142	-118	-64	-15
Nyemission / återköp	29	169	0	95	251	0	0
Förändring av skulder	-1	-1	-1	-2	-4	-3	-3
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	29	168	-1	92	247	-3	-3
Kassaflöde	-2	129	-85	-50	129	-68	-18
Nettoskuld	-31	-158	-73	-13	-144	-72	-51

Källa: Sensime, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	94	82	74	243	240	229	222
Materiella anläggningstillgångar	0	0	1	2	2	3	4
Övriga anläggningstillgångar	1	3	4	18	16	17	19
Summa anläggningstillgångar	94	85	79	263	259	249	245
Varulager	2	4	9	22	22	25	34
Kundfordringar	3	3	5	4	8	11	21
Övriga omsättningstillgångar	1	6	7	6	7	10	14
Likvida medel och kortfristiga placeringar	31	160	75	26	155	88	69
Summa omsättningstillgångar	37	174	96	58	192	134	137
SUMMA TILLGÅNGAR	131	259	175	322	451	383	383
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	110	231	151	262	391	305	287
Summa eget kapital	110	231	151	262	391	305	287
Långfristiga leasingskulder	0	1	1	11	9	12	13
Övriga långfristiga skulder	13	12	11	28	28	27	28
Summa långfristiga skulder	13	13	12	39	37	39	41
Leverantörsskulder	3	5	4	7	4	13	19
Kortfristiga leasingskulder	0	1	1	3	3	4	5
Övriga kortfristiga skulder	4	9	7	11	16	22	30
Summa kortfristiga skulder	8	14	12	21	23	39	55
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	131	259	175	322	451	383	383

Källa: Sensime, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	39%	18%	28%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	26,0%	54,2%	64,9%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,0%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,0%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Sensime, EPB

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

Källa: Sensime, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	36%	42%	82%	>100%	58%	27%	16%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	35%	45%	30%	22%	12%	10%
Leverantörsskulder / KSV	22%	28%	25%	40%	15%	30%	26%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	31%	14%	16%	16%	25%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	-20%	3%	90%	97%	44%	12%	9%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x	0,3x	0,7x

Källa: Sensime, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	-31	-158	-73	-13	-144	-72	-51
Soliditet	84%	89%	86%	81%	87%	80%	75%
Nettoskultsättningsgrad	-0,3x	-0,7x	-0,5x	0,0x	-0,4x	-0,2x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	1,3x	4,3x	1,0x	0,1x	1,3x	1,1x	-12,3x

Källa: Sensime, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,23	-0,84	-0,18
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,23	-0,84	-0,18
FCF per aktie	-0,60	-0,66	-1,34	-1,83	-1,15	-0,63	-0,15
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	2,19	3,93	2,41	3,38	3,83	2,99	2,81
Antal aktier vid årets slut, m	50,1	58,9	62,7	77,6	102	102	102
Antal aktier efter utspädning, snitt	50,1	58,9	62,7	77,6	102	102	102

Källa: Sensime, EPB

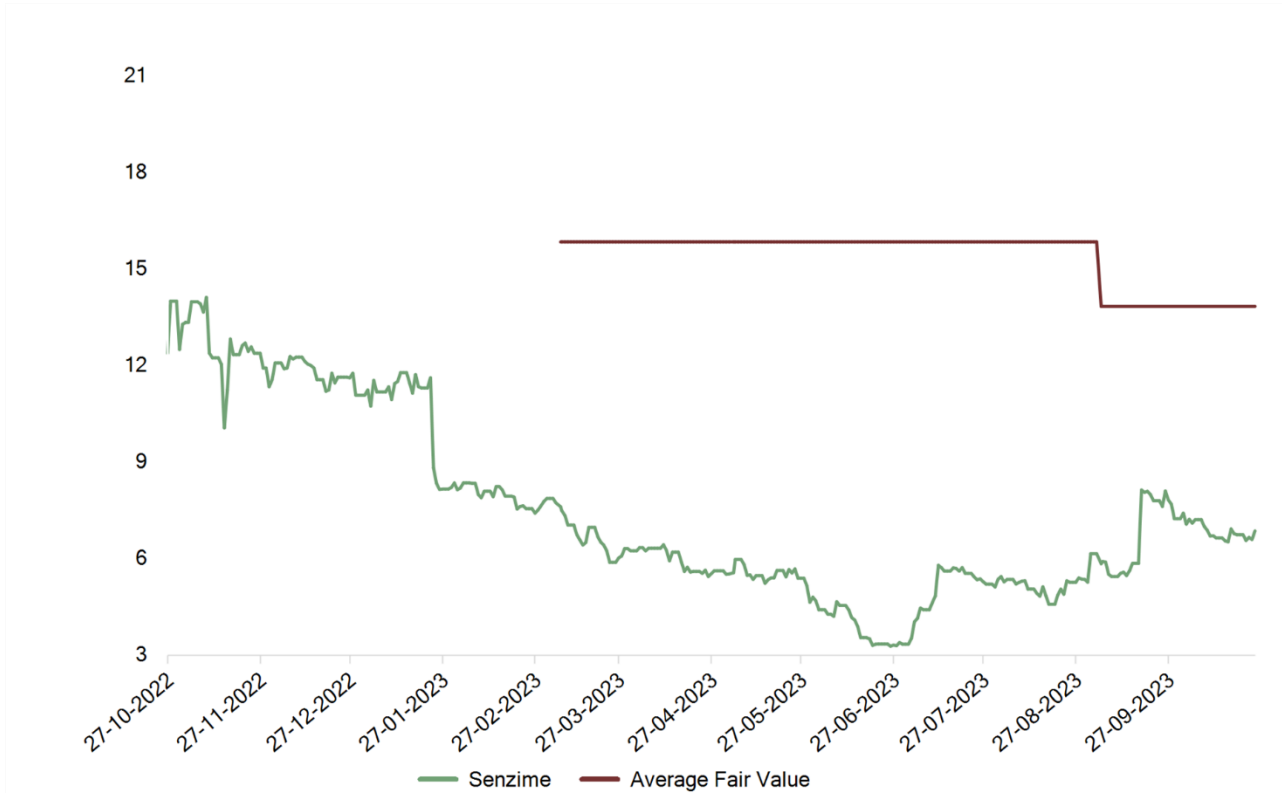
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	8,3x	6,1x	9,5x	3,2x	1,7x	2,2x	2,3x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	130,5x	134,1x	123,1x	52,6x	12,8x	5,3x	2,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-4,4x	-7,4x	115,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-3,7x	-5,6x	-26,6x
EV	876	1 252	1 352	738	481	481	481
Aktiekurs	18,2	24,0	22,8	10,7	6,5	6,5	6,5

Källa: Sensime, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Senzime (SEZI SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

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

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

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftigt rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

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

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

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

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

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

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

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

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se