

Senzime

Sektor: Medtech

Lägger grund för kraftig tillväxt; höjda estimat och värdering

Redeye gör ett omtag på Senzime och ser ett klart stärkt case för detta attraktivt positionerade medtech-bolag med potential att kapitalisera på ett möjligt paradigmskifte inom patientövervakning vid användandet av muskelrelaxerande läkemedel. Publicering av kliniska riktlinjer i USA rycker närmare – en sannolik game changer – och våra estimat och värdering har reviderats upp i signifikant utsträckning.

Kliniska riktlinjer – Senzime i pole position

Fler anestesioorganisationer verksamma inom Senzimes målmarknader har publicerat kliniska riktlinjer stödjande objektiv patientövervakning i samband med NMBD:s. Baserat på robusta kliniska underlag och ett övertag jämfört med konkurrerande och utdaterade tekniker uppfattar vi Senzime som väl positionerat att kapitalisera på skiftet från subjektiv till objektiv monitorering.

Förväntad kraftig försäljningstillväxt

Ytterligare avtal med distributörer, fortsatta orders från befintliga och en uppbyggnad av den amerikanska verksamheten lägger grund för en intäktsökning under kommande år. Vi ser goda möjligheter för bolaget att under 2023 nå intäkter överstigande 200 MSEK och visa lönsamhet, en prognos som nyligen bekräftats av bolagets egna finansiella mål.

VD med skin in the game

Under sommaren har VD Pia Renaudin ökat sitt innehav i signifikant utsträckning. Ett köp omfattande 300,000 aktier om 5,5 MSEK placerar henne jämte styrelsemedlemmarnas imponerande innehav (totalt 18,9% av aktierna). Köpet ger ett starkt signalvärde, särskilt med tanke på Pias redan stora optionsinnehav med lösenkurs om 12 SEK per aktie.

Uppsida om 35%

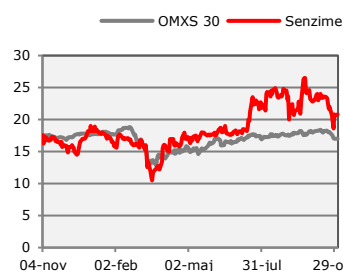
Vi reviderar upp våra intäktsestimater för Senzime, särskilt i det korta- och medellånga perspektivet samtidigt som, efter kvalitetshöjande förändringar i bland annat bolagets ledning och styrelse, vi sänker avkastningskravet till 13% från 14%. Vårt nya Base Case om 30 SEK (19) indikerar en uppsida om 35%, ett gap som vi bedömer kan stängas inom sex månader drivet av positiva kvartalsrapporter. Vi förväntar oss också kliniska riktlinjer i USA under 2021 – en löpande katalysator för aktiekursen.

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	0	3	9	9	48	111
EBIT	-12	-21	-20	-31	-26	-15
EPS	-0.33	-0.58	-0.68	-0.53	-0.44	-0,25

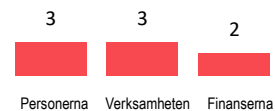
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
12	30	45

VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	SENZI
Lista	First North
Aktiekurs (SEK)	22.20
Börsvärde (MSEK)	1181
Nettoskuld 20E (MSEK)	-77
Free Float	80 %
Dagl oms. ('000)	70

ANALYTIKER

Oscar Bergman
 Oscar.bergman@redeye.se
 Anders Hedlund
 anders.hedlund@redeye.se

Fortsatta framgångar, corona till trots

Sedan vi släppte vår senaste [update](#) på Senzime i början av februari har aktien sett en positiv utveckling på omkring 40%. Vi menar att ett flertal positiva kommersiella aktiviteter och fortsatt demonstrerad konfians hos management och styrelsen har bidragit till denna utveckling. Att bolaget dessutom har lyckats nå framgång på flera plan mitt under en pandemi är mycket imponerande och talar för den efterfråga som finns för bolagets erbjudande.

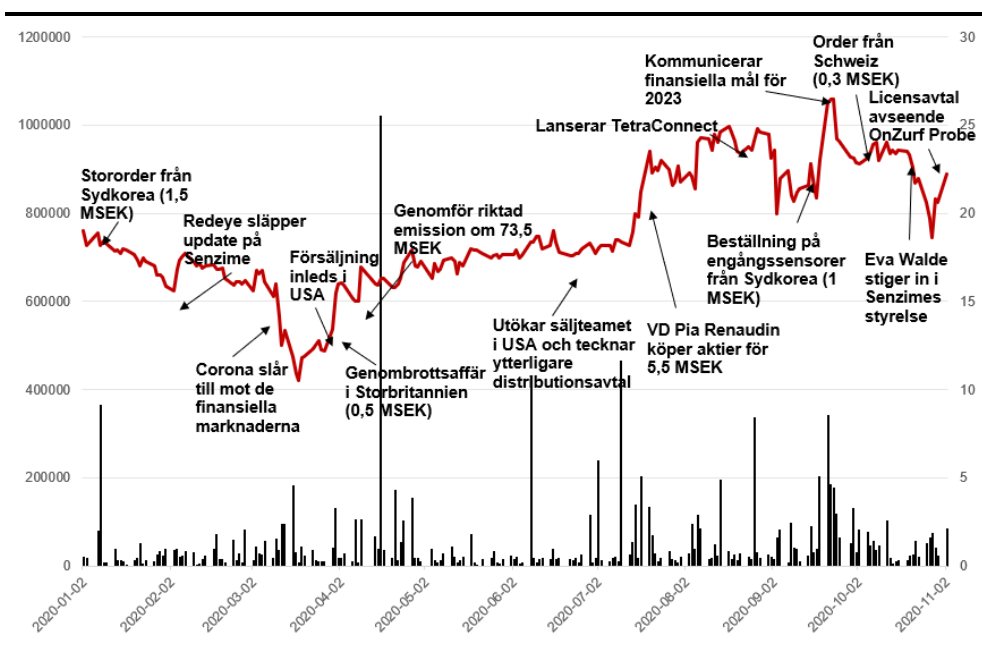
Stora insiderköp och breddad styrelse

I somras ökade VD Pia Renaudin sitt ägande signifikant efter ett köp om 300,000 aktier (5,5 MSEK) från existerande storägare och styrelsemedlemmar. Dessutom breddades nyligen bolagets styrelse efter att Eva Walde, styrelseledamot i Sedana Medical, tillträdde – starka signalvärden som stärker våra förväntningar kring bolagets framtid.

Attraktiva möjligheter för den långsiktiga

Under den senaste veckorna har dock aktien tryckts ned som ett resultat av vinsthemtagningar och Corona-relaterad oro på börsen. Vi menar dock att potentialen i Senzime är tydligare än någonsin och att eventuella fall i aktien istället ger attraktiva möjligheter för den långsiktiga investeraren.

Senzime: Aktiekursen YTD



Source: Bloomberg, Redeye Research

Goda möjligheter att uppnå finansiella mål

Vi ser att förväntade och rådande kliniska riktlinjer för neuromuskulär monitorering, i kombination med den senaste tidens aktiviteter, lägger en god grund för Senzime att uppnå sina nyligen publicerade finansiella mål för år 2023 (innefattar bland annat intäkter om SEK 200m).

Kliniska riktlinjer möjliggör full potential

Vi ser en tydlig trend av uppdaterade kliniska riktlinjer och rekommendationer i Europa och Asien, som väddar om en snabb övergång från subjektiv till objektiv patientövervakning. Dessa riktlinjer är avgörande för Senzime att realisera sin fulla potential och vi ser att den förväntade uppdateringen i USA är en tydlig katalysator för marknaden och Senzime.

Objektiv monitorering – bättre för alla

Idag utförs många operationer där muskelrelaxerande läkemedel används utan en objektiv övervakning. Istället förlitar sig läkarna och sjuksköterskorna på en subjektiv metod där graden av muskelrelaxation uppskattas genom taktill och visuell bedömning vid TOF-stimulering. Denna metod kan orsaka att patienter väcks för tidigt, när NMBD:s fortfarande är verksamma i patienten, vilket kan leda till respiratoriska komplikationer. Vanligt är då patienten re-intuberas (en riskabel åtgärd) och att sjukhusvistelsen dessutom förlängs.

En enkätbaserad studie om totalt 2 636 svar från anestesiolegexperter i USA och Europa, visade att 19,3% av de europeiska narkosläkarna och 9,4% av de amerikanska, aldrig använde neuromuskulära monitorer för objektiv övervakning (Naguib et al., 2010). En annan enkätbaserad studie baserad på 1629 anestesioleger visade dessutom att 92% av respondenterna har en tendens att överskatta sin förmåga vid användning av NMBD:s (Naguib et al., 2018). En ytterligare studie visade att av 435 extuberade patienter uppvisade 145 patienter (33%) otillräcklig återhämtning från de muskelrelaxerande läkemedlen vid subjekt övervakning (Baillard et al 2000). Det finns onekligen ett stort medicinskt behov av att säkra dosering och reversering av patienter som administreras dessa läkemedel.

Kliniska riktlinjer är kritiska för att öka graden av objektiv monitorering, där vi anser att Senzime är väl rustade för att kunna kapitalisera på denna eventuella övergång. Särskilt med tanke på att bolagets EMG-baserade teknologi visat sig vara överlägsen den utdaterade AMG-tekniken, där det marknadsledande systemet dessutom inte längre är i produktion.

Kliniska riktlinjer i USA inom kort – validerar och positionerar Senzime

Vi menar att kliniska riktlinjer från ASA (American Society of Anaesthesiology) inte är långt borta, precis som vi argumenterade för i vår [initialanalys](#). Vi förväntar oss en publikation under nästa år och det kan medföra mycket stora möjligheter för Senzime på den amerikanska marknaden.

Vi grundar antagandet kring publiceringstidpunkten på det ökade stödet och intresset kring frågan, både i och utanför USA, samt införandet i några av Senzimes målmarknader – exempelvis Tyskland och Frankrike. Under 2018 gav dessutom en panel bestående av några av de mest tongivande amerikanska opinionsbildarna inom anesthesiologi, ett konsensus-uttalande om att neuromuskulär objektiv övervakning bör införas. Som stöd för sitt uttalande pekade panelen på att det är den enda metoden som med säkerhet kan påvisa när det är rätt tidpunkt för reversering från NMBD:s. Med tanke på de förbättring författarna menade att sjukvården skulle se, föreslog de en kort övergångsperiod till objektiv monitorering med TOF-monitorer. Sett till den relativt låga investeringskostnaden och låga utbildningsinsatsen för införandet av exempelvis TetraGraph, ser vi en kort övergångsperiod är fullt möjlig.

Utbredning av kliniska riktlinjer på övriga marknader

En liknande utveckling kring kliniska riktlinjer är redan i full gång i andra länder. Nyligen publicerade både SFAR (Société Française d'Anesthésie et Réanimation) och JSA (Japanese Society of Anesthesiologists), reviderade kliniska riktlinjer med definitiva rekommendationer vid användning av neuromuskulär monitorering.

Särskilt i Japan ser vi detta som mycket positiva nyheter och förväntar oss att bolagets licensavtal med Fukuda Denshi nu accelererar framåt. Japan, som förvisso är världens näst största medtech-marknad, kan således ge goda intäktsmöjligheter för bolaget genom sitt royaltybaserade licensavtal, men vi ser ändå att USA är den viktigaste marknaden för Senzime på längre sikt.

I jämförelse med många europeiska länder finner vi att det är en mer öppen inställning till innovation bland de amerikanska sjukhusen och läkarna. Tack vare de amerikanska sjukhusens generellt sett snabbare beslutsprocesser (vilket förkortas av ett unisont ersättningssystem), går det oftare snabbare att etablera en ny medicinteknisk produkt i USA än i EU. Senzimes ökade fokus på världens största medtech-marknad, USA, är därför intressant av många anledningar.

Kliniska riktlinjer för övervakning av neuromuskulär blockad

Marknad(er)	Organisation	År	Kommentar
Frankrike	French Society of Anesthesia & Intensive Care Medicine (SFAR)	2000	Enligt SFAR ska monitorering ske med ett instrument som möjliggör objektiv monitorering. Fyra svar vid TOF-stimulering är inte tillräckligt för att påvisa tillräcklig återhämtning
Tjeckien	Czech Society of Anaesthesiology & Intensive Care Medicine (CSARIM)	2010	Riktlinjer från CSARIM kräver att metod för monitorering dokumenteras. En TOFR på 0.90 anses motsvara tillräcklig återhämtning.
Storbritannien och Irland	Difficult Airway Society (DAS)	2012	DAS understryker behovet av reversering av muskelrelaxerande läkemedel och monitorering innan extubering. En perifer nervstimulator bör finnas tillgänglig, men kvantitativ övervakning och en TOFR över 0.90 rekommenderas för att minska incidensen av postoperativa respiratoriska komplikationer.
	Association of Anaesthetists of Great Britain and Ireland (AAGBI)	2016	Riktlinjer från AAGBI kräver att monitorering ska ske med en perifer nervstimulator och rekommenderar att en kvantitativ nervstimulator används.
Australien och Nya Zeeland	Australian and New Zealand College of Anaesthetists (ANZCA)	2013	ANZCA anser att neuromuskulär monitorering, företrädesvis genom en kvantitativ metod, måste vara tillgänglig då muskelrelaxerande läkemedel används.
Tyskland	German Society of Anaesthesiology and Intensive Care (DGAI)	2014	Enligt DGAI ska kvantitativ monitorering användas vid administrering av NMBDs. Uppdaterade riktlinjer förväntas publiceras.
Spanien	Spanish Society of Anaesthesiology, Resuscitation and Pain Management (SEDAR)	2016	SEDAR hänvisar till en multidisciplinär konsensus-studie. Av de tillfrågade anestesilogerna (n=65) och kirurgerna (n=36) rekommenderade 89,1% kvantitativ monitorering.
Italien	Italian Society of Anaesthesia, Analgesia, Resuscitation and Intensive Care (SIAARTI)	2018	SIAARTI anser att en perifer nervstimulator ska finnas tillgänglig då NMBDs används. För att säkerställa tillräcklig återhämtning ska en TOF-monitor användas.

Källa: Redeye Research

Förstärker den kommersiella grunden

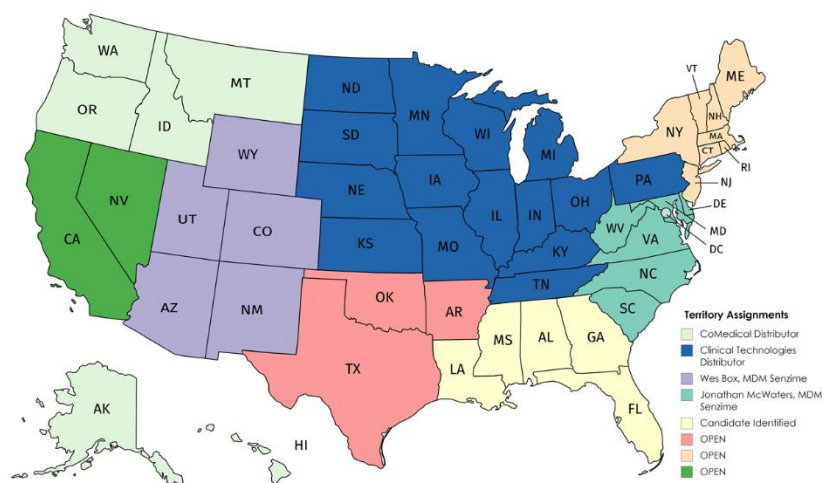
Bolaget har initierat och utfört ett flertal olika aktiviteter under året som förstärker vår tro i att Senzime inom kort kan uppvisa kraftiga intäktsökningar. En förstärkt närvaro i USA, återkommande orders från bland annat Sydkorea, fortsatt utveckling i Japan och rekrytering av spetskompetens, tyder på att bolaget rör sig i rätt riktning, menar vi.

Ökar satsningarna i USA

Bolaget har under sommaren utökat sitt säljteam i USA, där de ämnar approacha marknaden med en egen säljkår och distributörer. I dagsläget består personalstyrkan i USA

av sex personer efter att den första rekryteringsfasen nyligen avklarades; fyra säljare samt USA- och försäljningscheferna Christopher Estes och Neal Smith är nu på plats. Vi ser mycket positivt på det faktum att Senzime, en mindre svensk aktör, har lyckats attrahera säljare från bland annat Masimo och Medtronic. Med tanke på Senzimes position med en överlägsen produkt, inväntades kliniska riktlinjer och ett pågående skifte från TOF-Watch hos de olika sjukhusen, menar vi att Senzime har goda förutsättningar att fortsätta rekrytera spetskompetens – både operativt och styrningsmässigt.

USA – en mix av distributörer och egen säljkår



Källa: Senzime

Trots adderingen av en egen säljkår i USA förväntar vi oss att distributionsmodellen kommer att inbringa merparten av intäkterna från marknaden. En utökning av antalet distributörer är också högst sannolik, anser vi, där de två nuvarande och relativt små distributörerna (Clinical Technology och Co-Medical) primärt inriktar sig på vissa stater i nordvästra och centrala USA. På längre sikt ser vi att en egen säljkår kan få större betydelse för bolagets intäkter.

Fortsatta orders mitt under pandemin

Sedan mars 2018 har Senzime levererat över 230 TetraGraph-monitorer till sin Sydkoreanska distributör Unimedics (cirka 40% av det totala antalet levererade monitorer). Detta ger en gedigen grund för att öka de återkommande intäkterna genom försäljningen av engångssensorerna och vi förväntar oss att just denna inkomstkälla kommer att växa mer under nästa år. På kort sikt ser vi att bolaget kommer fortsätta leverera sina system till Sydkorea där Unimedics cirka 80 säljare bearbetar marknaden. Under året har två orders levererats med ett totalt värde om 2 MSEK. Vi förväntar oss ytterligare orders innan årsskiftet.

Det är inte bara Sydkorea som Senzime lyckats leverera till under Corona-pandemin. Två månader efter att bolaget tecknade avtal med Healthcare 21, mottogs en order till de två NHS-anslutna sjukhusen Medway Maritime Hospital och Sherwood Forest Hospital (0,5 MSEK). Vid dessa sjukhus utförs sjukhus tjänster för över 800,000 människor varje år. Leverans till de här två sjukhusen demonstrerar att bolagets strategi om att primärt rikta in sig på större vårdinrättningar fungerar. Intågandet på dessa sjukhus och med distributören Healthcare 21:s ställning som en av Storbritanniens största sjukvårdsföretag, med

representation för flera marknadsledare, ger goda förutsättningar för ökade intäkter på alla tidshorisonter.

Nyligen mottog bolaget även en order från dess schweiziska distributör Leuag (0,3 MSEK). Med tanke på att bolaget idag har förfrågningar från samtliga universitetssjukhus i Schweiz, ser vi att ytterligare orders även från denna marknad är att vänta inom kort. Utöver intäktsökning på kort sikt, menar vi också att en bred användarbas i Schweiz kan ge goda förutsättningar för en ytterligare geografisk breddning – inte minst i Tyskland, där vi förväntar oss att Senzime snart skriver avtal med distributören Löwenstein.

Framöver räknar vi även med att royaltyintäkter kommer att börja genereras från den japanska marknaden. Senzime licensierar ut sin TetraGraph-teknologi till det världsledande företaget inom patientmonitorering, Fukuda Denshi. Den japanska aktören har rättigheterna att utveckla ett integrerat system baserat på Senzimes teknologi och att sälja detta under eget varumärke. I samband med att Fukuda Denshi erhöll regulatoriskt godkännande för teknologin i augusti 2019, erhöll Senzime en milstolpsbetalning (1,8 MSEK). Sedan dess har dock royaltyintäkterna lyst med sin frånvaro. I samband med att bolaget publicerade sina finansiella mål, gav de även en uppdatering kring den japanska marknaden där de meddelade att royaltyintäkter kommer att ta vid under oktober 2020.

En svåranalyserad omvärld framöver

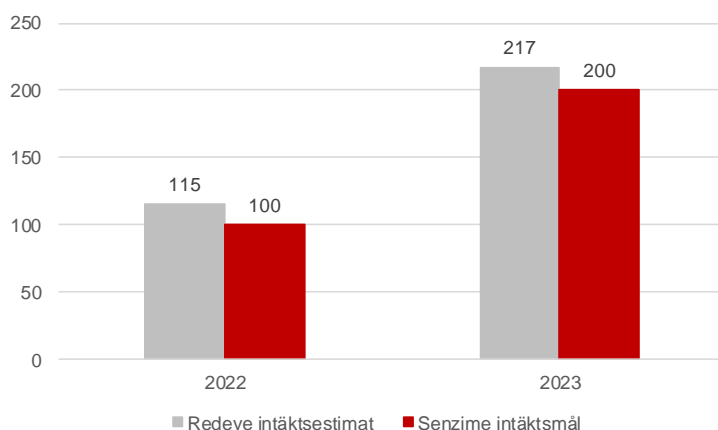
Vi är imponerade över Senzimes fortsatta kommersiella arbete under pandemin, även om vi givetvis menar att bolaget, liksom den absoluta merparten av liknande bolag, har hämmats av virusets framfart. Corona lär sannolikt ligga kvar som våt filt över bolagets operativa arbete och försvåra introduktion på nya sjukhus och uppföljningsorders på existerande. Vi menar därför att intäkterna på kort sikt kan te sig både volatila och släpande, men vi ser ändå att bolagets långsiktiga potential kvarstår och att aktien, på dessa nivåer (SEK 22,20) är attraktivt värderad för den långsiktiga investeraren.

Senzimes finansiella mål ger blick om framtiden

Den 23:e september kommunicerade bolaget sina finansiella mål för 2023. Vi ser att dessa mål ligger relativt nära våra gamla (samt uppdaterade) estimat och förstärker vår syn på bolaget som ett högtintressant tillväxtbolag. Målen för 2023 avser att:

- Bolaget ska vara marknadsledande i segmentet och nå en långsiktig global marknadsandel om minst 10%
- Bolaget ska uppnå en försäljning om minst 200 MSEK och 100 MSEK året innan
- Bolaget ska visa lönsamhet

Försäljningsestimat (Redeye) vs. Senzimes försäljningsmål (MSEK)



Källa: Redeye Research, Senzime

Sett till dagens intäkter förväntar vi oss en "hockey stick"-liknande tillväxt under de kommande åren. Vi redogör i mer detalj kring våra intäktsestimater under avsnittet för den finansiella prognosen.

Förändringar i ägarbasen

Under andra och tredje kvartalet har det skett stora positiva förändringar i Senszimes ägarbas. Institutionella investerare har tillkommit genom den riktade emission (73,5 MSEK) som utfördes i april (teckningskurs 15 SEK), och vi ser att flera av institutionerna dessutom har ökat sina innehav sedan dess. Ett tillskott av nya institutionella investerare talar för att bolaget har lyckats attrahera sig kapitalstarka ägare och ger en starkare tilltro till bolaget, enligt oss. Särskilt med tanke på att de har fortsatt köpa aktien på högre nivåer efter emissionen. Samtidigt som vi inte ser ett tydligt kapitalbehov menar vi att den starka ägarskaran kan vara behändig vid en eventuell kapitalanskaffning, som torde vara av offensiv natur.

Institutionella ägarförändringar Q2-Q3

Ägare	Period	Ökning (antal aktier)	Andel av kapital	Period	Förändring (antal aktier)	Andel av kapital (ny)	Ökning från Q2 (%)
Östväst Capital Management	Q2	1 846 906	3,22%	Q3	275 650	3,70%	15%
Swedbank Robur Fonder	Q2	1 650 000	2,88%	Q3	233 234	3,28%	14%
Fjärde AP-fonden	Q2	1 350 000	2,35%	Q3	0	2,35%	0%
TIN Fonder	Q2	1 025 000	1,79%	Q3	436 500	2,55%	43%
Danske Invest	Q2	500 000	0,87%	Q3	-308 701	0,33%	-62%

Källa: Modular Finance, Redeye Research

VD med skin in the game

I februari 2019 tillträdde VD Pia Renaudin och har sedan dess bidragit på flera plan som förstärkt grunden för bolagets potential. Under sommaren har Pia gjort ett ordentligt insiderköp om 5,5 MSEK, vilket tydligt indikerar på hennes engagemang och tilltro till bolaget. Mycket positivt.

Genom försäljning från tre styrelsemedlemmar/storägare (Segulah Venture AB, Adam Dahlberg och Philip Siberg), har bolagets VD nu ett aktieinnehav om 306,000 aktier. Utöver detta köp har Pia även 400,000 optioner med lösendag den 7e maj 2022, till en kurs om 12,00 SEK. Pia kvalar nu delvis in bland styrelsemedlemmarnas imponerande innehav.

Insiderägande i Senszime

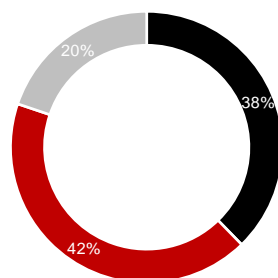
Namn	Position	Antal aktier	Andel av kapital
Philip Siberg	Styrelseordförande	632 989	1,1%
Adam Dahlberg	Styrelseledamot	3 525 138	6,1%
Sorin J. Brull	Styrelseledamot	3 223 528	5,6%
Lennart Kalén	Styrelseledamot	3 508 000	6,1%
Eva Walde	Styrelseledamot	0	0%
Pia Renaudin	VD	306 000	0,5%
Erik Bergman	CFO	5 000	0,0%
Johanna Faris	övrigt	0	0,0%
Catrin Molund	övrigt	12 997	0,0%
Anders Jacobson	CTO	6 750	0,0%
Christopher J. Estes	övrigt	0	0,0%
Anders Selin	övrigt	0	0,0%

Källa: Modular Finance

Finansiell prognos

I vår intäktsmodell för Senzime inkluderar vi Nordamerika (USA och Kanada), samt Väst- och Centraleuropa (EU15, Schweiz och Island) och Asien/Oceanien (Japan, Sydkorea, Australien och Nya Zeeland). Vi uppskattar att den adresserbara marknaden utgörs av cirka 183,000 operationssalar och cirka 74,9 miljoner årliga operationer där muskelrelaxerande läkemedel används. Vi uppskattar en total adresserbar marknad om cirka 14 MDSEK.

Fördelning av operationer med muskelrelaxerande läkemedel



■ Nordamerika ■ Väst- och Centraleuropa ■ Asien och Oceanien

Källa: Redeye Research

Potential att bli en av de stora spelarna

Vi ser en möjlighet för Senzime att bli en av de cirka fem större spelarna när marknaden för neuromuskulär övervakning når en högre mognadsgrad. Vi menar att bolaget, mot slutet av vår prognosperiod (2030), kan ha en marknadspenetration om 15–20% på de olika marknaderna. Vi grundar dessa antaganden på tre primära punkter;

- Marknadsledande AMG-systemet är ur produktion
- En överlägsen teknik i TetraGraph (EMG vs. AMG)
- Ett relativt skralt konkurrenslandskap

Marknadsledaren TOF-Watch inte längre i produktion

TOF-Watch, ett AMG-baserat systemet för patientövervakning, blev en del av Merck & Co år 2009 vid förvärvet av Schering-Plough. Då Merck & Co inte hade ett fokus på detta segment beslöt sig bolaget för att avsluta produktionen år 2016. Vid den tidpunkten hade systemet en installerad bas på drygt 50,000 enheter (Sandberg och Brull, 2018).

Med tanke på att dessa system har en levnadstid på drygt 3–5 år bör de sista enheterna vara utbytta under nästa år, vilket ytterligare förstärker möjligheten för Senzime att introducera sitt erbjudande på ett flertal sjukhus. Vi ser dock att bolaget har tillfälle att få in TetraGraph hos sjukhus som redan gjort byten, då vi menar att en övergångsfas kan vara utdragen, där flera olika system testas och utvärderas. Därmed har bolaget alltså inte bara ett hål att fylla som uppstår i och med nästa år (när de sista TOF-Watch-systemen bör tas ur bruk), utan en bred bas som ännu inte har förbundit sig fullt ut till andra lösningar.

Senzimes teknik är bättre än det som används idag

De konventionella systemen baseras på teknologin acceleromyography (AMG), vilket mäter graden av muskelrelaxation genom registrering av hur tummen rör sig vid neurostimulering. Senzimes lösning, TetraGraph, är istället baserat på electromyography (EMG), vilket mäter aktionspotentialer (muskler eller nervers elektriska reaktion på stimulering) och möjliggör en mer precis mätning av graden av muskelrelaxation. Flera kliniska studier bekräftar dessutom att de AMG-baserade systemen tenderar att överskatta graden av återhämtning

från neuromuskulär blockad. TetraGraph-systemet har därför mindre risk för postoperativa komplikationer och kan säkerställa att patienten ges rätt dos av muskelrelaxerande och reverserande läkemedel samt att själva reverseringen inleds vid rätt tidpunkt.

Utöver detta ser vi ytterligare fördelar med det EMG-baserade systemet TetraGraph, i det att systemet har en kort uppstartstid på 30 sekunder utan krav för kalibrering. Samtidigt möjliggör systemet för patienten att ligga med armen längs med kroppen, medan de AMG-baserade systemen kräver att patientens arm är placerade ut från kroppen. En placering av armen längs med patientens kropp förenklar operationer med robotkirurgi då det tar mindre yta i operationssalen. Detta var en de främsta anledningarna till att Akademiska sjukhuset i Uppsala beställde TetraGraph och vi ser att robotkirurgi-trenden synnerligen kan vara en tillväxt drivare för Senzime.

Konkurrenterna bör se sig om ryggen

Det finns i dag ett flertal produkter på marknaden, men de flesta är baserade på AMG-teknologin. Dessa avser nu att ersätta TOF-Watch som utförs och vi förväntar oss därför en ökad konkurrens. Som vi har argumenterat för tidigare, menar vi ändå att Senzime är väl rustat och att TetraGraph har goda möjligheter att bli marknadsledande.

Vår research tyder på att nästa generationens övervakningssystem har en skral eller obefintlig publicerad klinisk dokumentation, medan TetraGraph har utvärderats i ett flertal kliniska studier och head-to-head-jämförelser med både TOF-Watch och Philips IntelliVue NMT Module. Från dessa studier har resultaten visat att TetraGraph har en imponerande prestanda där fynden har publicerats i abstrakt och posters på anestesikonferenser. Vi förväntar oss att bolaget utvidgar sin kliniska dokumentation under nästa år, för att tydligt påvisa TetraGraphs fördelar i en marknad som kommer att attrahera fler aktörer.

Marknadsgodkända TOF-system

System	Teknologi	Tillverkare	Kommentar
Fristående system			
TwitchView	EMG	Blink Device Company	Den enda konkurrenten med ett marknadsgodkänt fristående EMG-baserat system.
TOF-watch	AMG	Organon / Merck & Co	Det mest använda TOF-systemet idag. Togs ur produktion under 2016. Har visats vara mindre noggrant än TetraGraph i kliniska studier.
TOFscan	AMG	IDMed	Kräver ingen kalibrering och använder 3D-AMG, vilket skulle kunna förbättra precisionen jämfört med konventionell AMG. Detta återstår dock att bevisa i klinik.
Stimpod	AMG	Xavant Technology	Använder, precis som TOFscan, 3D-AMG och har fått stöd från fått stöd från Anaesthesia Patient Safety Foundation (APSF). Studier har visat att systemet tenderar att överskatta TOFR.
TOF-Cuff	CMG	RGB Medical Devices	Mindre avancerat system som använder en modifierad blodtrycksmätare. Studier har visat att precisionen är bristfällig.
Integrerade system			
IntelliVue NMT Module	AMG	Philips	Systemet har drabbats av tekniska problem och har visats ha en sämre precision än TetraGraph i kliniska studier. Philips har signerat ett licens- och samarbetsavtal med Senzime för att möjliggöra integration av TetraGraph i IntelliVue.
E-NMT	EMG	GE Healthcare	GE beslöt sig under 2014 för att avbryta försäljningen efter indikationer om att de redovisade TOF-värdena inte överensstämde med graden av muskelrelaxation.
M-NMT	KMG	GE Healthcare	M-NMT lider av samma brister som AMG-baserade system. Vi ser dock att den integrerade lösningen i kombination med GE:s stora försäljningsorganisation stärker konkurrenskraften.

Källa: Redeye Research

Utlicensering av OnZurf Probe

Utöver TetraGraph har bolaget två ytterligare produkt erbjudanden; CliniSenz Analyzer och OnZurf Probe. Vi har tidigare inte inkluderat dessa i vår värdering utan betraktat produkterna och dess intäktsmöjligheter som en option. Nyligen meddelade dock bolaget att de har ingått ett licensavtal med italienska medicintekniska företaget Moss avseende OnZurf Probe. Vi inkluderar royaltyintäkter från detta licensavtal i vår värdering, men väljer ännu att betrakta CliniSenz Analyzer som en eventuell möjlighet, och inget vi idag räknar med kommer bidra till försäljningen. Vi ser dock denna nyhet som en tecken på att bolaget även kan komma att hitta en liknande lösning för CliniSenz Analyzer. Vidare betraktar vi licensieringen som ett fortsatt steg i rätt riktning mot att bli helt inriktade på anestesiovervakning.

Vi estimerar i dagsläget att avtal kan komma att inbringa intäkter om över 100 MSEK under en tioårsperiod, och räknar med att första inbetalningarna sker under 2022. Således förväntar vi oss att intäkterna från avtalet utgör en relativt liten del av Sensimes totala intäkter, vilket primärt drivs av TetraGraph. Vi ser också positivt på att Sensime kvarhåller patenträttigheterna samt rätten att kommersialisera OnZurf på marknaderna utanför Europa, även om vi inte inkluderar en sådan lansering i vår intäktsmodell i nuläget.

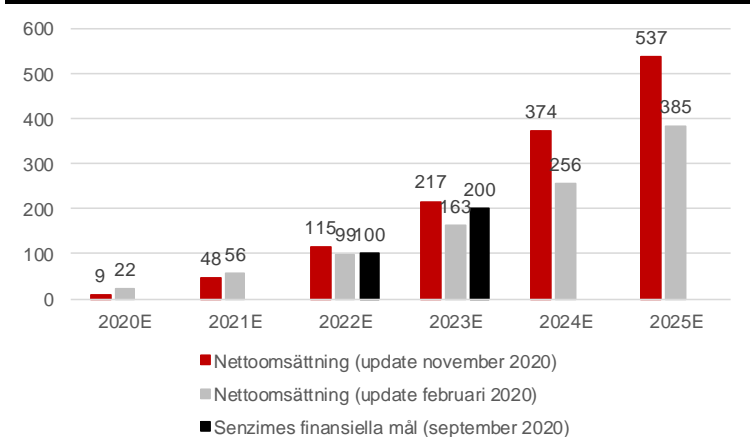
OnZurf Probe

OnZurf Probe utvecklades för att möjliggöra en kontinuerlig provtagning och monitorering av syrebrist i enskilda organ – så kallad ischemi, syrebrist i vävnad. OnZurf kan upptäcka lokala metaboliska processer genom minimalinvasiv övervakning av organen, exempelvis på lever, mage eller matstrupe. Produkten förvärvades av Sensime under 2016, det vill säga innan den nuvarande strategin var på plats i bolaget.

Aggressiv intäktsökning i närtid

De planerade och genomförda kommersiella satsningarna som bolaget har utfört under året, tillsammans med en fortsatt tydlig trend kring riktlinjer för objektiv monitorering, stärker vår syn på bolagets tillväxtpotential. I kombination med en reviderad syn på prisbilderna för de olika marknaderna, samt den geografiska fördelningens inverkan på bolagets försäljning, höjer vi våra intäktsestimat, främst på kort- och medellångsikt.

Uppdaterade intäktsestimat (MSEK)



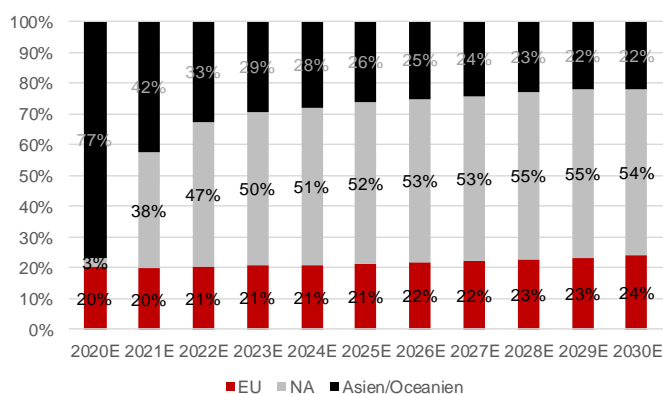
Källa: Redeye Research

Geografisk fördelning av intäkterna

Vi förväntar oss att USA, med en generellt högre prisbild för medicintekniska produkter, kommer att utgöra mer hälften av intäkterna under vår prognosperiod 2020–2030. På kort- och medellång sikt ser vi även att marknaden i Asien och Oceanien bidrar mycket till

Senzimes intäkter, stärkt av bolagets redan demonstrerade fokus, licensavtal och engagerade distributör i Sydkorea. Den europeiska marknaden är givetvis också en viktig marknad för bolaget, där vi även antar en högre prisbild än i Asien & Oceanien. Däremot räknar vi med en mer påtaglig konkurrenssituation sett till den (initialt) mer inställsamma attityden till objektiv monitorering och de möjligheter det medför för andra aktörer.

Förväntad geografisk fördelning



Källa: Redeye Research

I vår uppdaterade modell har vi justerat för mixen av distributörer och egen säljkår i USA, men vi räknar med att merparten av intäkterna från den nordamerikanska marknaden ändå utgörs av distributörerna.

TetraSens utgör merparten av intäkterna

Vi förmodar en rabattering av bolagets samtliga produkter till en början, men att priserna efter cirka tre år har höjts till sina respektive listpriser. TetraGraph och TetraCord räknar vi med relativt omgående kommer utgöra en mindre och mindre andel av försäljning när användandet av TetraSens tar fart på allvar. Mot mitten och slutet av perioden räknar vi med att 85–93% av intäkterna genereras från engångssensorerna vilket kommer bana väg för skalbarhet och höga marginaler.

Resultaträkning, Senzime

(MSEK)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	8,9	47,9	115,2	216,9	373,8	537,5
Kostnad för sålda varor	-6,6	-18,2	-40,7	-73,7	-125,1	-178,4
Bruttoresultat	2,3	29,7	74,5	143,1	248,7	359,1
Försäljnings- & administrationskostnader	-33,0	-55,0	-84,1	-138,8	-194,4	-225,7
Övriga rörelseintäkter/kostnader	-0,1	-0,5	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1
EBIT	-30,7	-25,8	-14,8	-2,8	45,2	122,3
EBT	-30,4	-25,1	-14,2	-2,4	45,3	122,3
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,5	-9,7	-26,2
Periodens resultat	-30,4	-25,1	-14,2	-1,9	35,6	96,1
Tillväxt	33%	437%	141%	88%	72%	44%
Bruttomarginal	26%	62%	65%	66%	67%	67%
EBIT-marginal	N.M	N.M	N.M	-1%	12%	23%
Nettomarginal	N.M	N.M	N.M	-1%	10%	18%
VPA	N.M	N.M	N.M	-0,03	0,62	1,68

Källa: Redeye Research

Kassan skyddas av den kommande tillväxten

Vi spår idag inget kapitalbehov för bolaget såvida den intäktsökning vi förväntar oss inträffar. Förutsatt den kraftiga försäljningstillväxten menar vi att kassan, som per utgången av Q2 var cirka 84 MSEK, är tillräcklig till det att bolagets positiva kassaflöden finansierar verksamheten (år 2024). Däremot vill vi poängtera att en nyemission inte är att betrakta som en omöjlighet, utan att en eventuell kapitalanskaffning kan vara nödvändig för att ta vara på ytterligare tillväxtmöjligheter. Med det sagt riktar vi återigen uppmärksamheten mot det starka institutionella ägandet som sannolikt står till befogenhet och att en emission kan vara positiv för bolaget och dess aktieägare.

Värdering

Drivet av ett fortsatt positivt nyhetsflöde har Sensimes aktie klättrat 40% sedan vår update i början av året. Aktien nådde i slutet av september sin toppen-notering på 26,50 SEK per aktie efter att ha åtnjutit ett starkt uppgående momentum sedan botten-noteringen på SEK 10,50 under mars. Sedan toppen-noteringen har aktien fallit över 16% till dagens nivåer om 22,20 SEK. Vi menar att fallet är drivet av en kombination av vinsthemtagningar efter en stark utveckling, samt den generella oro som återigen har brett ut sig över börsen.

På dessa nivåer ser vi ett attraktivt läge för de långsiktiga investerarna och vi menar att gapet till vårt uppdaterade Base Case (30 SEK) kommer att stängas gradvis. Potentialen till vårt Base Case är idag 35% och vi förväntar oss att aktien når detta inom sex månader, främst drivet av kvartalsrapporterna som utgör de främsta katalysatorerna i närtid. De kliniska riktlinjerna i USA förväntas ha en stor inverkan på bolagets potential och är således en löpande katalysator under nästa år.

Base Case – 30 SEK per aktie, 35% uppsida

Vår diskonterade kassaflödesmodell indikerar ett motiverat värde om 30 SEK per aktie i vårt Base Case. Modellen baserar sig på ett avkastningskrav om 13% jämfört med tidigare 14% till följd av en review av bland annat bolagets ledning och styrelse. Det lägre avkastningskravet i kombination med höjda intäktsestimater, främst på kort- och medellång sikt, höjer således vår värdering från tidigare 19 SEK per aktie till 30 SEK per aktie.

För år 2023 förväntar vi oss att bolaget når intäkter om 215 MSEK samt positiv EBIT år 2024. Mot slutet av perioden räknar vi med en EBIT-marginal omkring 35%.

Bear Case – 12 SEK per aktie, 46% nedsida

I vårt pessimistiska Bear Case-scenario räknar vi inte med att kliniska riktlinjer för objektiv monitorering tillkommer i närtid, samtidigt som vi antar en kraftigt ökande aktivitet bland konkurrenterna. Vi prognostiserar en försäljning om 68 MSEK år 2023 och att bolagets fokus på marknads- och försäljningsinsatser till följd av den ökade konkurrensen, håller tillbaka den annars förväntade marginalexpansionen – vi räknar med ett positivt EBIT först år 2025 och en marginal som toppar på 30% mot periodens slut.

Bull Case – 45 SEK per aktie, 103% uppsida

I vårt mer optimistiska Bull Case-scenario antar vi att de kliniska riktlinjerna kommer inom kort och får en stor inverkan på bolagets intäkter, och att Sensime åtnjuter en position som en av de större aktörerna på marknaden. Vi estimerar intäkter om 260 MSEK år 2023 och en EBIT-marginal om 12%, men att bolagets skalfördelar snabbt expanderar marginalerna upp mot 40% i slutet av perioden.

Investeringssammanfattning

Fyller ett hål i marknaden

Merck & Co:s TOF-Watch är idag det mest använda systemet för att övervaka neuromuskulär funktion då en patient administreras muskelrelaxerande läkemedel. TOF-Watch hade under 2016, då systemet togs ur produktion, en installerad bas på drygt 50,000 system (Sandberg och Brull, 2018). Vi uppskattar att livslängden uppgår till 3–5 år (beroende på användande) och estimerar att marknadspotentialen inkluderar ytterligare drygt 130 000 system i de länder vi ser som Sensimes primära målmarknader (USA, Kanada, Väst- och Centraleuropa samt Japan och Korea). Efter att ha inkluderat marknadspotentialen för TetraSens (estimerad till 74,9 miljoner kirurgiska ingrepp) ser vi en total adresserbar marknad på drygt 14 MDSEK. Vår bedömning är dessutom att förutsättningarna för att ta tillvara på den orealiserade marknadspotentialen är bättre än någonsin. I juli 2018 publicerades det ett konsensus-uttalande från en panel med några av de mest tongivande amerikanska opinionsbildarna inom anesthesiologi. Uttalandet fastslog att neuromuskulär övervakning bör bli klinisk och att objektiv övervakning är att föredra. Vi bedömer därför att kliniska riktlinjer i USA inte är långt borta och förväntar oss att se en liknande utveckling på fler av Sensimes målmarknader.

Transformativ fas

Med en best-in-class-produkt och marknadsgodkännande på de största marknaderna har Sensime förutsättningarna för uthållig stark tillväxt. Vi ser därför att Sensime står inför en transformativ period, vilken kommer synliggöra potentialen i bolaget och ge drivkraft för aktien.

Vi förväntar oss att bidraget från Sensimes europeiska distributörer kommer växa under gradvis under 2020 samt att försäljning på den amerikanska marknaden kommer igång på allvar under 2021. Vår prognos utgår därför från en snabbt stigande försäljning - vi förväntar oss att nettoomsättningen kommer stiga från 9 MSEK under 2019 till 111 MSEK 2022. Med en förväntad bruttomarginal på 65–70% för TetraSens (i början av vår prognosperiod) och kommersialisering via både distributörer, partners och egen säljkår kommer affärsmodellens stora hävstång framhävas tidigt. Vi förväntar oss att se en stark marginalexpansion under de närmaste åren och utgår från att EBIT kommer öka från 5 MSEK under 2023 till 133 MSEK 2025.

Värdering indikerar uppsida

Vår syn är att Sensime är lågt värderat sett till potentialen. Vår kassaflödesmodell indikerar ett motiverat värde (Base Case) på 30 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida på cirka 35% från den nuvarande aktiekursen.

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av tre värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 1p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 5 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

Personerna: 3

Det finns en gedigen kunskap och erfarenhet hos ledning och styrelse inom de områden som bolaget verkar inom. Ett lågt ägande bland ledning drar ned betyget.

Verksamheten: 3

Den underliggande marknaden erbjuder stora tillväxtmöjligheter. Med en växande skara av länder som infört riktlinjer för objektiv patientövervakning och ett gynnsamt konkurrenslandskap ser vi goda förutsättningar för Senzime att ta en betydande marknadsandel.

Finanserna: 2

Senzime har ännu inte lönsamt och vi bedömer att ytterligare kapital kommer att krävas för att understödja marknads- och försäljningsorganisation samt produktutveckling. Med försäljning via distributörer och stora investeringar i produktutveckling bakom sig ser vi dock en stor hävstång i affärsmodellen när försäljningen tar fart.

RESULTATRÄKNING	2017	2018	2019	2020E	2021E
Omsättning	0	3	9	9	48
Summa rörelsekostnader	-13	-24	-29	-33	-56
EBITDA	-12	-21	-20	-31	-26
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella	-1	-6	-13	-15	-14
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-13	-27	-33	-31	-26
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-13	-27	-33	-31	-26
Skatt	0	1	3	0	0
Nettoreultat	-13	-26	-31	-31	-26

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	9	21	35	74	55
Kundfordringar	1	4	4	3	9
Lager	1	1	2	4	8
Andra fordringar	1	1	1	3	7
Summa omsätt.	11	26	42	83	79
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	1	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	154	159	151	136	122
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	155	159	152	136	122
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	166	185	193	136	122
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantorsskulder	0	0	53	3	8
Kortfristiga skulder	4	10	7	11	23
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Summa kort. skuld	4	10	60	79	103
Ränteb. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	4	10	60	79	103
Uppskj. skatteskuld	21	19	17	17	17
Avsättningar	1	0	0	0	0
Eget kapital	140	167	117	75	54
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	140	167	117	75	54
Summa skulder och E. Kap.	166	197	193	171	174

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	0	3	9	22	56
Sum. Rörelsekostnader	-13	-24	-29	-37	-61
Avskrivningar	-1	-6	-13	-13	-12
EBIT	-13	-27	-33	-27	-17
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-13	-27	-33	-27	-17
Avskrivningar	1	6	13	13	12
Bruttokassaflöde	-12	-21	-20	-14	-5
Föränd. I rörelseskap	0	3	-5	-3	-8
Investeringar	-11	-11	-6	-6	-6
Fritt kassaflöde	-23	-28	-31	-24	-19

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	85%	85%	60%	44%	31%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	46%	90%	147%
Nettoskuld	-9	-21	18	56	80
Sysselsatt kapital	132	147	135	132	134
Kapit. oms. hastighet	0.0	0.0	0.0	0.1	0.3

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningstillväxt	-88%	1,601%	191%	139%	152%
VPA tillväxt (just.)	23%	63%	12%	-12%	-39%

DCF VÄRDERING	KASSAFLÖDEN, MSEK
WACC (%)	NPV FCF (2020-2021)
	NPV FCF (2022-2028)
	NPV FCF (2029-)
	Rörelsefrämmande tillgångar
	Räntebärande skulder
	Motiverat värde MSEK
Antaganden 2020-2026 (%)	
Genomsn. förs. tillv.	Motiverat värde per aktie, SEK
EBIT marginal	Aktiekurs, SEK

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	-10%	-17%	-22%	-28%	-26%
ROCE	-9%	-17%	-20%	-17%	-12%
ROIC	-11%	-20%	-23%	-20%	-13%
EBITDA marginal	-6527%	-641%	-214%	-64%	-8%
EBIT marginal	-6890%	-833%	-357%	-121%	-29%
Nettomarginal	-6892%	-797%	-328%	-121%	-29%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	-0.32	-0.52	-0.59	-0.51	-0.32
VPA just.	-0.32	-0.52	-0.58	-0.51	-0.32
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.21	-0.42	0.35	1.08	1.52
Antal aktier	40.69	49.08	52.45	52.45	52.45

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	280.2	347.3	1,203.7	1,241.7	1,265.2
P/E	-22.2	-14.4	-38.6	-44.0	-71.7
P/E diluted	-22.2	-14.4	-38.6	-44.0	-71.7
P/Sales	1,528.7	114.5	126.7	53.1	21.1
EV/Sales	1,482.5	108.1	128.7	55.6	22.5
EV/EBITDA	-22.7	-16.9	-60.1	-86.2	-275.3
EV/EBIT	-21.5	-13.0	-36.0	-46.0	-76.5
P/BV	2.1	2.2	16.2	15.7	21.9

AKTIENS UTVECKLING	TILLVÄXT/ÅR	18/20E
1 mån	-14.7 %	Omsättning
3 mån	0.0 %	Rörelseresultat, just.
12 mån	25.6 %	V/A, just
Årets början	24.2 %	EK

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Pershing Llc.	14.0 %	14.0 %
Sorin J. Brull	7.6 %	7.6 %
Adam Dahlberg	6.9 %	6.9 %
Ulf Lindskog dödsbo	6.7 %	6.7 %
Handelsbanken Fonder	5.8 %	5.8 %
Segulah	4.9 %	4.9 %
Länsförsäkringar Fonder	4.8 %	4.8 %
Stone Bridge Biomedical B.V.	4.5 %	4.5 %
Ebba Fischer	4.2 %	4.2 %
Margareta Nilsson	3.2 %	3.2 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	
Lista	First North
Kurs	22.6
Antal aktier, milj.	52.4
Börsvärde, MSEK	1185.3

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Pia Renaudin
CFO	Erik Bergman
IR	
Ordf	Philip Siberg

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	

ANALYTIKER	Redeye AB
Oscar Bergman	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
Oscar.bergman@redeye.se	111 57 Stockholm

Anders Hedlund
anders.hedlund@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Bolagskvalité

Bolagets kvalité är baserad på ett antal kvantitativa och kvalitativa kriterier i tre olika kategorier: PERSONERNA, AFFÄREN, FINANSERNA. Det är dessa byggstenar som möjliggör för ett bolag att kontinuerligt överprestera och leverera attraktiv långsiktig vinsttillväxt.

Varje kategori är uppdelad i flera underkategorier som bedöms på basis av fem frågor. Dessa baseras på allmänt accepterade och testade investeringskriterier som används av bevisat framgångsrika investerare och investmentbolag. Varje underkategori kan dessutom innehålla en kompletterande fråga som ger ytterligare information för att underlätta investeringsbeslut.

Om ett kriterie är uppfyllt tilldelas det en poäng. Poängen från samtliga kriterier adderas sedan för att poängsätta varje underkategori. Den totala poängen för en kategori är medelvärdet av alla underkategorier och varierar mellan 0 till 5, avrundat uppåt till närmaste heltal. Den totala poängen för varje kategori används sedan för att generera storleken på stapeln i Company Quality-diagrammet.

Personerna

I slutet av dagen är det människor som driver vinsttillväxt, inte siffror. Att förstå motivationen hos personerna bakom företaget är en viktig del i att förstå bolagets långsiktiga drivkraft. Allting handlar om att göra affärer med personer du litar på, eller åtminstone att undvika att göra det med personer av tvivelaktig karaktär.

Ratingen för Personerna baseras på kvantitativ poängsättning av sju kategorier:

- Passion, Exekvering, Kapitalallokering, Kommunikation, Ersättning, Ägarskap och Styrelse.

Affären

Om du inte förstår konkurrenssituationen och inte har en tydlig uppfattning om hur verksamheten kommer att engagera kunder, skapa värde och konsekvent lönsamt leverera det värdet, kommer du inte att lyckas som investerare. Att kunna affärsmodellen utan och innan minskar risken när du köper en aktie.

Affärsbetyget baseras på kvantitativ poängsättning av fem underkategorier:

- Skalbarhet, Marknadsstruktur, Värdeerbjudande, Långsiktiga konkurrensfördelar och Operationella risker.

Finanserna

Investeringar är till hälften en konstform och till hälften en vetenskap. Nyckeltalen utgör det mesta av vetenskapen och används för att utvärdera ett företags finansiella ställning och utsikter. Dessa nyckeltal är också viktiga faktorer som kommer att påverka företagets resultat och värdering. Du behöver dock endast ett fåtal för att avgöra huruvida ett företag är ekonomiskt starkt eller svagt.

Ratingen för Finanserna är baserad på kvantitativ poängsättning av fem separata kategorier:

Långsiktig intjäningsförmåga, Lönsamhet, Tillväxt, Finansiell ställning och Resultatets tillförlitlighet

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Oskar Vilhelmsson

oskar.vilhelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Editorial

Mark Siöstedt

mark.siostedt@redeye.se

Life Science Team

Gergana Almquist

gergana.almquist@redeye.se

Oscar Bergman

oscar.bergman@redeye.se

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Niklas Elmhammer

niklas.elmhammer@redeye.se

Mats Hyttinge

mats.hyttinge@redeye.se

Forbes Goldman

forbes.goldman@redeye.se

Filip Einarsson

filip.einarsson@redeye.se

Fredrik Thor

fredrik.thor@redeye.se

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, utarbeta, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders 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

Redeyes 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 Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare har Redeyes anställda inte tillåtelse att handla i finansiella instrument för det bevakade bolaget, från och med publiceringen plus en handelsdag 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 Redeyes analysbevakning

Redeyes 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 Redeyes 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 (2020-11-02)

Rating	Personal	Affärer	Nyckeltal
5p	19	14	3
3p - 4p	108	88	38
0p - 2p	5	30	91
Antal bolag	132	132	132

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.

Intressekonflikter

Oscar Bergman äger aktier i bolaget: Nej
Anders Hedlund äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
