



Penser Access by Carnegie

Life Science | Sverige | 15 februari 2024

SenzaGen

Bra position in i 2024

Förtroendegivande avslutning på 2023

Senzagen presterade starkt i Q4(23) med en nettoomsättning som steg med 26% Y/Y och under H2(23) var den upp med 20% Y/Y. Det är positivt att notera att tillväxttakten har stärkts, särskilt med tanke på den något lägre tillväxten under Q2 och Q3 2023. En betydande faktor till den positiva utvecklingen låg dotterbolaget VitroScreen, som gjorde hos kunder inom läkemedels- och kosmetikaindustrin. Vidare noterar vi positiva indikationer på ökad efterfrågan av GARD-tester under H2(23). Den positiva utvecklingen lyfte bruttomarginalen till 70,9% (67,1) för H2(23) samtidigt som kostnaderna fortsätter att växa långsammare än försäljningen, med OPEX upp 9% Y/Y. Hög bruttomarginal ger bra hävstång i verksamheten, vilken nu snabbt närmar sig att bli kassaflödespositiv. Före rörelsekapitalförändringar uppgick kassaflödet i H2(23) till -4,4 mkr (-6,7).

Vi justerar ned förväntningarna, men räknar fortsatt med snabb tillväxt

Ledningen indikerar i rapporten och under telefonkonferensen att utsikterna in i 2024 är goda och att orderboken är välfylld. Vi uppfattar att försäljningen av GARD-tester fortsätter utvecklas starkt med en tilltagande efterfrågan. Trots att vi har justerat ned våra förväntningar, ser vi fortfarande att Senzagen har potential att växa avsevärt snabbare än den underliggande marknaden under många år framöver. Med en kombination av effektiv kostnadskontroll förväntar vi oss att bolaget kommer att nå positiva kassaflöden under 2024 och lönsamhet siktas under 2025. Finansiellt sett är läget stabilt, och vi förväntar oss inte att bolaget kommer behöva ytterligare kapital från aktiemarknaden för att nå positiva siffror.

Kvalitetsbolag som går under radarn

Om 2022 var genombrottsåret, betraktar vi 2023 som ett tydligt bevis på bolagets underliggande styrka. Efter rapporten har vi genomfört vissa förändringar i våra prognoser och antaganden, delvis motiverade av bytet av analytiker. Sammantaget förblir dock vår värdering relativt oförändrad, med ett DCF-värde på 15,3 kr (15,0 kr). Vi ser en stor tillväxtpotential i Senzagen som sträcker sig många år framåt, och med tanke på bolagets snabbväxande profil framstår värderingen som låg, med en EV/S-multipel på 2,5x (24e) och som minskar till 1,9x (25e).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	15,0 - 16,0 kr	
Totala intäkter	-19,9%	-18,6%	-14,8%	50	62	82	109	Aktiekurs	7,0 kr	
EBITDA, just.	-129,2%	-61,6%	-31,4%	19%	24%	33%	32%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-11	-3	8	22	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	-22	-15	-4	10		
Q1 - rapport	15 maj 2024			EPS, just.	-0,9	-0,6	-0,2	0,4	Intressekonflikter	
Q2 - rapport	15 augusti 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	2,8	2,2	2,1	2,5		
Antal aktier	24m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%		
Börsvärde	169			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	18,2%		
Nettoskuld	-16			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	17,2%		
EV	153			EV/Sales	3,2x	2,5x	1,9x	1,4x		
Free float	89%			EV/EBITDA	Neg.	-45,8x	19,2x	7,0x		
Daglig handelsvolym, snitt	27k			EV/EBIT	Neg.	-10,1x	-38,1x	14,9x		
Bloomberg Ticker	SENZA SS EQUITY			P/E, just.	-8,0x	-11,3x	-40,4x	16,9x		
Analytiker				P/EK	2,6x	3,1x	3,4x	2,8x		
				FCF yield	-13%	-6%	0%	9%		
				Nettoskuld/EBITDA	1,5x	1,8x	-1,1x	-1,1x		
								Likviditetsgarant	Yes	No
								Certified adviser		✓
								Transaktioner 12m		✓

Investment case

SenzaGen erbjuder högpresterande djurfria testmetoder samt innovations- och konsulttjänster baserade på den senaste tekniken inom toxikologi. Djurfria metoder är både effektivare, mer träffsäkra och mindre kostsamma än traditionella djurbaserade metoder och bidrar samtidigt till att antalet försöksdjur minskar. Kunderna utgörs av läkemedels-, medicintekniska-, kosmetika-, kemikalie- och näringsindustrin. Sammantaget förväntas marknaden för dessa segment 2023 uppgå till cirka 30 mdkr, motsvarande ungefär en tredjedel av den totala marknaden för in vitro-toxikologi. Marknaden för in vitro-toxikologi förväntas växa med 10–12% årligen de kommande fem åren. Den starka tillväxten drivs utav flera faktorer som krav på kostnadseffektivitet, behov av bättre testresultat, ökande regulatoriska krav, förbud mot djurförsök samt ökat samhällsengagemang för produktion med minimal påverkan på djur och miljö.

SenzaGen har de senaste åren visat på en kraftfull försäljningsökning, där 2022 var något av ett genombrottsår. Givet den förväntade marknadstillväxten kombinerat med stark efterfrågan på GARD-tester efter OECD-godkännandet under 2022 samt breddat kunderbudande efter förvärven utav VitroScreen och ToxHub så räknar vi med fortsatt ordentlig försäljningsökning de kommande åren. Därtill har SenzaGen en klart utvecklad förvävsstrategi som ska komplettera den organiska tillväxten som sker i samband med den kontinuerliga kommersiella expansionen utav GARD-plattformen. Förvärv inriktas på lönsamma växande bolag med produkter och tjänster som är komplementära till SenzaGens produkterbudande.

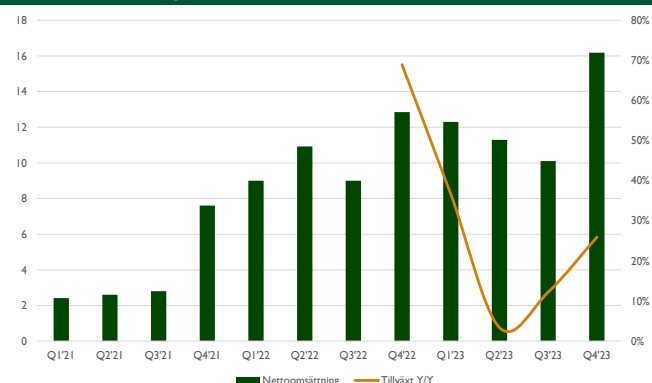
Givet den starka förväntade försäljningsökningen med hälsosamma bruttomarginaler samt aviserad kostnadsdisciplin estimerar vi att bolaget ska kunna nå kassaflödespositivt under 2024. SenzaGens likvida medel uppgick till 17 mkr vid årsskiftet. Vi räknar således med att bolaget inte behöver genomföra en kapitalmarknadstransaktion för att nå lönsamhet. Notera att inga eventuella framtida förvärv inkluderas i våra estimat.

Genom att nuvärdesberäkna framtida intäkter och kostnader beräknar vi ett motiverat värde för SenzaGen, där vi använder oss av en WACC på 15%. Vår modell ger ett värde om 15 kr per aktie, vilket därmed motiverar ett värde i spannet 15–16 kr per aktie.

Starkt avslut på 2023 ger mersmak in i 2024

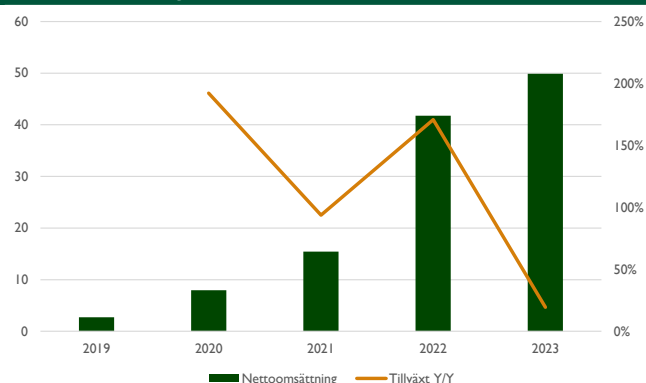
Den höga tillväxttakten kom tillbaka i Q4(23) och nettoomsättningen nådde en ny rekordnivå om 16,2 mkr (12,8), en ökning med 26% Y/Y. Efter en dipp under inledningen av 2023 har vi fått se tillväxten successivt stärkas under året. En anledning till den något svagare utvecklingen i tidigare kvartal kommer av sjunkande efterfrågan från medicintekniska bolag och påverkade försäljning hos de italienska dotterbolagen under H1 (23) och in i det tredje kvartalet. Implementering av MDR direktivet inom EU har flyttats fram två år, vilket tillfälligt minskat efterfrågan inom industrin av bolagets tjänster. Väl på plats ställer MDR högre dokumentationskrav för medicintekniska produkter. I väntan på att efterfrågan kommer tillbaka från medicintekniska produkter har verksamheterna i Italien ett större fokus mot kosmetika- och läkemedelsindustrin, vilket bar frukt under Q4(23) och lyfta den samlade nettoomsättningen till nya rekordnivåer.

Nettoomsättning och tillväxttakt per kvartal 2021-2023, (mkr)



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

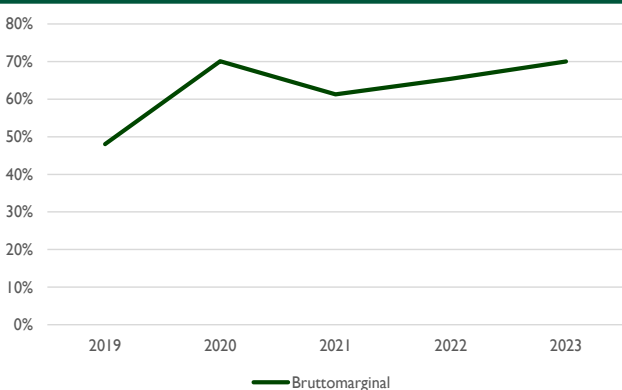
Nettoomsättning och tillväxttakt helår 2019-2023, (mkr)



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

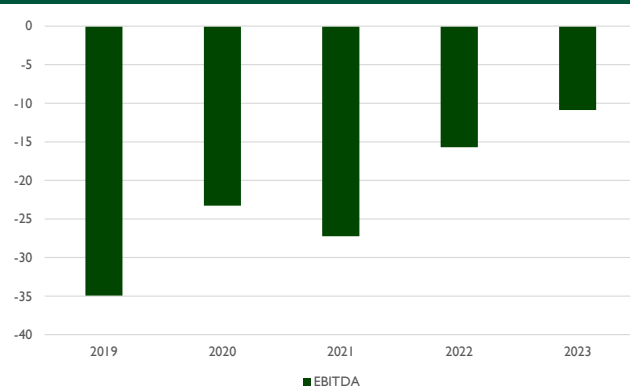
Med ökade volymer har bolaget kunnat förbättra sin bruttomarginal som i H2(23) steg till 70,9% (67,1%). Ledningen indikerar att det kan finnas mer att hämta vid fortsatt ökande volymer.

Bruttomarginal 2019-2023 (%)



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

EBITDA 2019-2023 (mkr)



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Kostnaderna hölls i schack under H2 jämfört med H1(23). Det som sticker ut är att försäljningskostnaderna minskade något mellan H1 och H2 2023, trots väsentligt ökad försäljning under det andra halvåret med 4,9 mkr (+43% H2/H1). Ledningen ser positivt på att kunna fortsätta hålla nere kostnaderna och effektiviseringar på labben har genomförts för att kunna hantera ökande volymer.

Prognoser och prognosförändringar

Vi har efter rapporten justerat ned våra prognoser i absoluta tal, men vi räknar fortsatt med att SenzaGen kommer att kunna visa hög tillväxt i sin verksamhet under många år framåt. Även om bolaget inte tillhandahåller prognoser för 2024, ges en positiv bild av efterfrågeläge och orderboken som stödjer fortsatt snabb expansion under 2024. Vi uppfattar att kunskapen om bolagets testerna och tjänster sprider sig på marknaden, vilket driver efterfrågan kombinerat med en stark underliggande marknadsutveckling. Vår bedömning är att bolaget kommer att kunna nå positiva kassaflöden under H2 2024 och lönsamhet under 2025.

Uppdaterade helårsprognoser 2019-2026 (mkr)								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,7	8,0	15,4	41,8	49,9	61,8	82,2	108,6
Kostnader för sålda varor	-1,4	-2,4	-6,0	-14,4	-14,9	-17,9	-23,0	-30,4
Bruttovinst	1,3	5,6	9,5	27,3	34,9	43,9	59,2	78,2
Försäljningskostnader	-16,6	-20,8	-21,2	-21,6	-26,8	-28,4	-30,4	-34,7
Administrationskostnader	-18,2	-8,4	-15,6	-17,4	-19,1	-19,2	-20,6	-21,7
Forsknings- och utvecklingskostnader	-8,3	-2,6	-3,9	-9,0	-3,7	-4,0	-4,9	-6,5
Förvärvsrelaterade kostnader	0,0	0,0	-0,3	-4,9	-7,5	-7,5	-7,5	-5,0
Övriga rörelseintäkter	4,0	0,2	0,5	1,2	0,7	1,0	1,2	1,3
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-1,1	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,2
Rörelseresultat	-37,9	-27,1	-31,5	-25,1	-22,5	-15,1	-4,0	10,3
Finansnetto	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,5	0,1	0,0	0,0
Resultat före skatt	-37,7	-27,2	-31,4	-25,0	-22,0	-15,0	-4,0	10,3
Skatt	-12,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	-0,2	-0,3
Periodens resultat	-50,2	-27,2	-31,3	-24,9	-22,1	-15,0	-4,2	10,0
Avskrivningar	3,0	3,8	4,3	9,4	11,6	11,8	12,0	11,5
EBITDA	-34,9	-23,3	-27,2	-15,7	-10,9	-3,3	8,0	21,8
OPEX	-43,3	-32,9	-41,5	-53,6	-58,1	-60,1	-64,4	-69,2

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Värdering

Vår värdering av Senzagen tar avstamp i en DCF-modell. Vår modell bygger på explicita prognoser som sträcker sig tio år framåt och därefter använder vi antagande om terminaltillväxt på 3 % per år och en uthållig rörelsemarginal på 30 % (i linje med liknande bolag i sektorn). Efter justerade prognoser uppgår vårt DCF-värde 15,3 kr per aktie och vi sätter vårt motiverade värde intervall till 15-16 kr. Mittpunkten på vårt värderingsintervall implicerar en EV/S-multiplier(24e) om 6,0x, vilket framstår rimligt/lågt jämfört med liknande snabbväxande bolag i sektorn.

Antaganden DCF-modell			
Värdering (mkr)			
Nuvärdet av fria kassaflöden	147		
Nuvärdet av terminalvärde	208		
Företagsvärde (EV)	355		
Nettoskuld	-16		
Eget kapital	371		
Antal utstående aktier, full utspädning	24,2		
Eget kapital per aktie (SEK)	15,3		
		WACC-antaganden	
		Riskfri ränta	2,5%
		Riskpremie	5,5%
		Småbolagspremie	6,0%
		Extra risk-premie	1,0%
		WACC	15,0%
		Antaganden terminalvärde	
		Uthållig tillväxt	3,0%
		Uthållig EBIT-marginal	30,0%
		Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
		Capex, % av omsättning	2,0%
		Rörelsekapital, % av omsättning	1,5%
		Skattesats	20,6%

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal					
	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
13,0%	15,9	17,9	19,9	21,9	23,9
14,0%	14,1	15,7	17,4	19,1	20,7
15,0%	12,6	14,0	15,3	16,7	18,1
16,0%	11,3	12,5	13,7	14,8	16,0
17,0%	10,2	11,2	12,2	13,2	14,2

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt					
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
13,0%	17,8	18,8	19,9	21,3	23,0
14,0%	15,8	16,5	17,4	18,4	19,7
15,0%	14,1	14,7	15,3	16,1	17,1
16,0%	12,7	13,1	13,7	14,3	15,0
17,0%	11,4	11,8	12,2	12,7	13,3

Källa: Penser by Carnegie

Värdering av jämförbara snabbväxande bolag noterade i Sverige, 2024-2026						
	EV/S			Tillväxt		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Bactiguard	12,1x	11,0x	8,6x	-9,8%	9,7%	28,0%
Bico	1,9x	1,7x	1,5x	10,5%	15,5%	12,6%
Biotage	5,8x	5,1x	4,3x	5,3%	14,5%	17,4%
Bonesupport	15,2x	11,1x	8,4x	81,7%	36,1%	32,0%
Devysr Diagnostics	4,4x	3,2x	2,7x	35,2%	37,7%	15,9%
Genovis	14,1x	11,0x	-	32,0%	27,4%	-
Xvivo Perfusion	10,0x	7,4x	5,5x	43,9%	36,1%	33,2%
Medel	9,1x	7,2x	5,2x	28,4%	25,3%	23,2%
Median	10,0x	7,4x	4,9x	32,0%	27,4%	22,7%
Senzagen (våra prognoser)	2,5x	1,9x	1,4x	24,0%	33,0%	32,0%

Källa: Factset, Penser by Carnegie

För Senzagen saknas ännu tillförlitliga konsensusprognoser, varför vi enbart använder våra egna vid jämförelse med andra likvärdiga bolag. Eftersom bolaget är i en stark tillväxtfas, men ännu är inte lönsamt, så anser vi att framåtblickande EV/S-multiplier är mest relevant att använda vid jämförelse med peers.

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	3	8	15	42	50	62	82	109
Kostnad sålda varor	-1	-2	-6	-14	-15	-18	-23	-30
Bruttoresultat	1	6	9	27	35	44	59	78
Försäljningskostnader	-17	-21	-21	-22	-27	-28	-30	-35
Administrationskostnader	-18	-8	-16	-17	-19	-19	-21	-22
R&D-kostnader	-8	-3	-4	-9	-4	-4	-5	-7
Övriga rörelsekostnader	7	3	4	5	4	4	5	7
EBITDA	-35	-23	-27	-16	-11	-3	8	22
EBITDA, justerad	-35	-23	-27	-16	-11	-3	8	22
Avskrivningar	-3	-4	-4	-9	-12	-12	-12	-12
EBITA, justerad	-38	-27	-32	-25	-22	-15	-4	10
EBIT	-38	-27	-32	-25	-22	-15	-4	10
EBIT, justerad	-38	-27	-32	-25	-22	-15	-4	10
Finansnetto	0	0	0	0	1	0	0	0
Resultat före skatt	-38	-27	-31	-25	-22	-15	-4	10
Resultat före skatt, justerad	-38	-27	-31	-25	-22	-15	-4	10
Total skatt	-12	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-50	-27	-31	-25	-22	-15	-4	10
Nettoresultat, justerad	-50	-27	-31	-25	-22	-15	-4	10
Intäktstillväxt	-	>100%	94%	>100%	19%	24%	33%	32%
Bruttomarginal	48,0%	70,1%	61,3%	65,4%	70,0%	71,0%	72,0%	72,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%
EPS, justerad	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,62	-0,17	0,41
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-38	-27	-32	-25	-22	-15	-4	10
Övriga kassaflödesposter	3	4	4	9	11	11	11	11
Förändringar i rörelsekapital	4	-7	6	0	-5	-5	-4	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-31	-29	-21	-16	-16	-8	4	19
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	0	0	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-2	-2	-4	-2	-3	-4
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	-24	-11	-2	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	-2	-27	-13	-6	-2	-3	-4
Fritt kassaflöde	-35	-32	-48	-30	-23	-10	0	15
Nyemission / återköp	106	0	30	0	-	-	-	-
Förändring av skulder	0	0	0	0	0	4	3	0
Övriga poster	-7	1	-3	0	-	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	99	1	27	0	0	4	3	0
Kassaflöde	64	-31	-20	-29	-22	-6	3	15
Nettoskuld	-120	-89	-68	-39	-16	-6	-9	-24

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Balansräkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	13	22	21	18	14	11
Övriga immateriella tillgångar	16	15	36	38	34	33	28	25
Materiella anläggningstillgångar	3	2	3	3	2	2	3	4
Summa anläggningstillgångar	19	17	52	62	57	52	45	40
Varulager	1	1	3	4	6	7	9	11
Kundfordringar	0	2	6	9	11	13	14	17
Övriga omsättningstillgångar	2	2	3	5	6	7	9	11
Likvida medel och kortfristiga placeringar	120	89	69	40	18	11	14	29
Summa omsättningstillgångar	124	94	81	58	40	38	47	67
SUMMA TILLGÅNGAR	143	112	134	120	97	90	92	107
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	134	108	110	90	68	54	50	60
Summa eget kapital	134	108	110	90	68	54	50	60
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	1	1	2	5	5	5
Summa långfristiga skulder	0	0	1	1	2	5	5	5
Leverantörsskulder	3	1	3	4	6	7	9	11
Övriga kortfristiga skulder	6	2	20	25	22	25	28	32
Summa kortfristiga skulder	9	4	23	29	28	32	37	42
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	143	112	134	120	97	90	92	107

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	>100%	94%	>100%	19%	24%	33%	32%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	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.	N.m.
Bruttomarginal	48,0%	70,1%	61,3%	65,4%	70,0%	71,0%	72,0%	72,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,1%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,7%	20,1%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,5%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,2%

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Avkastning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27%

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	26%	13%	21%	9%	12%	12%	11%	10%
Kundfordringar / totala intäkter	8%	19%	41%	22%	21%	20%	17%	16%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	55%	53%	31%	38%	38%	38%	35%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	12%	54%	51%	46%	48%	50%	49%
Rörelsekapital / totala intäkter	-206%	12%	-69%	-27%	-10%	-7%	-5%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,1x	0,1x	0,5x	0,7x	1,0x	1,5x	1,7x

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Finansiell ställning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-120	-89	-68	-39	-16	-6	-9	-24
Soliditet	94%	97%	82%	75%	70%	60%	54%	56%
Nettoskulsättningsgrad	-0,9x	-0,8x	-0,6x	-0,4x	-0,2x	-0,1x	-0,2x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	3,4x	3,8x	2,5x	2,5x	1,5x	1,8x	-1,1x	-1,1x

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Aktiedata								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,62	-0,17	0,41
EPS, justerad	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,62	-0,17	0,41
FCF per aktie	-	-1,49	-2,05	-1,22	-0,93	-0,43	0,01	0,61
Eget kapital per aktie	-	5,05	4,58	3,71	2,80	2,23	2,06	2,47
Antal aktier vid årets slut, m	0,00	21,4	24,1	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,00	21,4	23,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Värdering								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,9x
P/EK	Neg.	2,6x	2,2x	3,2x	2,6x	3,1x	3,4x	2,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	550,0x	11,4x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	9%
Direktavkastning	0,0%	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	102,1x	23,9x	11,2x	6,0x	3,2x	2,5x	1,9x	1,4x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-45,8x	19,2x	7,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-10,1x	-38,1x	14,9x
EV	278	190	172	253	160	153	153	153
Aktiekurs	18,7	13,1	10,0	12,1	7,3	7,0	7,0	7,0

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

SenzaGen (SENZA SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1-5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterad till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95