



Penser Access by Carnegie

Hälsovårdsutrustning | Sverige | 25 april 2024

Senzime

Vinner mark i USA

Bra orderingsgång

Året har börjat bra för Senzime och den positiva ordertrenden från H2'23 har fortsatt in i 2024. Senast i raden av vunna nya ordrar är VA North Florida/South Georgia Veterans Health System, det största sjukvårdssystemet inom Veterans Affairs. Tidigare i år (7 mars) annonserades det hittills största kontraktet, ett sjukhussystem i Houston, Texas. Därutöver annonserade bolaget den 10 april att de tagit hem kontrakt hos flera topp 10-rankade sjukhussystem. Totalt handlar dessa kontrakt om en potential för sensorförsäljningen på upp mot 140 000 operationer årligen och mer än 350 TetraGraph-system. Vi bedömer att den återkommande intäktpotentialen från dessa kontrakt uppgår till omkring 15 mkr per år, vid full implementering, och närliggande monitorintäkter på 5-10 mkr.

Vi förväntar oss hög tillväxt

Bra orderingsgång under de senaste kvartalen och därtill en positiv utveckling i nyttjandegraden av instrumenten som levererats ger sammantaget stöd för en bra utveckling under Q1'24 och för resten av 2024. Vår förväntan inför Q1'24-rapporten är att Senzime visar en nettoomsättning på 13,5 mkr (7,3) samtidigt som kostnadsmassan har kunnat hållas relativt konstant från föregående kvartal på ~37 mkr (exkluderat omräkningseffekter av balansräkningsposter). Det är framför allt i USA vi förväntar oss att få se stark tillväxt, medan vi är mer osäkra på utvecklingen i Europa. Samarbetet med Fukuda Denshi har fördjupats och här är vi optimistiska om att få se det falla ut i högre försäljning, visserligen från låga nivåer.

Upprepad värdering

Det vi framför allt kommer hålla ögonen på i rapporten är inte de exakta siffrorna (ännu relativt tidigt i penetrationsfasen), utan att trendbanan fortsätter att peka i rätt riktning. En viktig pusselbit för att det ska uppnås är att system som levererats kommer i användning och att de över tid nyttjas i ökande grad. Aktiekursen har utvecklats svagt i år trots bra orderingsgång och är ned med nästan 20% sedan årsskiftet, vilket skvallrar om en tilltagande osäkerhet hos investerare om hur snabbt Senzime kan växa sin verksamhet.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	13,0 - 14,0 kr	
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	36	80	199	349	Aktiekurs	6,2 kr	
EBITDA, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	155%	123%	149%	76%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-117	-88	-15	56	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	-137	-109	-37	34		
Q1 - rapport	07 maj 2024			EPS, just.	-1,1	-0,9	-0,3	0,3		
Q2 - rapport	26 augusti 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	3,1	2,2	2,0	2,2		
Antal aktier	120m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%		
Börsvärde	746			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	12,6%		
Nettoskuld	-140			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	12,5%		
EV	606			EV/Sales	21,0x	7,6x	3,1x	1,7x		
Free float	73%			EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	10,7x		
Daglig handelsvolym, snitt	129k			EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	18,0x		
Bloomberg Ticker	SEZI SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	23,6x	Intressekonflikter	
Analytiker				P/EK	2,4x	2,8x	3,2x	2,8x	Yes	No
Klas Palin				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	3%	Likviditetsgarant	✓
klas.palin@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	-0,3x	Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓	

Investment case

De kliniska riktlinjerna som publicerades i slutet av förra året i Europa och USA har tydligt påverkat intresset inom sjukvården för objektiv övervakning av patienter som får muskelavslappnande läkemedel vid operationer. Marknaden är ännu i sin linda och vi bedömer att det idag finns en relativt begränsad användning av system för objektiv övervakning på sjukhusen – i EU och i synnerhet på den amerikanska marknaden. De nya rekommendationerna påskyndar ett tekniskifte inom sjukvården, vilket under 2023 började ge avtryck på försäljning och orderingång för Sensime. Vår uppfattning är att Sensime har ett starkt produkt erbjudande, uppbackat av kliniska data, vilket ger goda förutsättningar för att kunna utvecklas till den ledande aktören inom området. Styrkan i produkterna bekräftas av det flertal prestigeordrar som tagits hem efter en längre tids utvärdering 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 då kommer innebära intäkter på omkring 1,5 mdkr och en EBITDA-marginal på över 30%. Den främsta risken är att detta går långsammare än vad vi räknat med och att bolaget därmed kan behöva mer kapital än i vår bedömning. I nuläget är vi mindre oroade över konkurrenssituationen.

Bolagsprofil

Sensime utvecklar och marknadsför 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, vilket i värsta fall kan leda till livshotande situationer (andningsdepression). Andningsdepression drabbar upp till 30 % av alla patienter som är under någon typ av smärtbehandling i postoperativ vård.

Värdering

Vår värdering av Sensime tar stöd från en DCF-modell baserad på explicita prognoser tio år framåt och därefter terminala antaganden. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15%. Vår modell indikerar ett DCF-värde om 13,1 kr och utifrån det har vi satt vårt motiverade värde till 13-14 kr.

Våra förväntningar inför Q1(24)

Rapporten för Q1(24) släpps den 7 maj före börsens öppning, se nedan våra förväntningar på rapporten och närmast kommande kvartal.

Detaljerade kvartalsprognoser, 2022-2024 (mkr)												
	2022				2023				2024			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1e	Q2e	Q3e	Q4e
Nettoomsättning (mkr)	2,4	3,4	3,7	4,6	7,3	8,5	9,2	10,9	13,5	16,7	21,5	28,1
COGS	-3,4	-4,2	-5,1	-5,6	-6,3	-6,6	-6,9	-7,6	-8,4	-9,1	-10,3	-12,1
varav avskrivning	-2,5	-2,6	-4,0	-4,2	-4,1	-4,2	-4,2	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5
Bruttoresultat	-1,1	-0,8	-1,4	-1,1	1,0	1,8	2,2	3,3	5,1	7,6	11,2	16,0
Utvecklingskostnader	-3,3	-4,4	-5,3	-6,5	-4,9	-5,4	-4,2	-4,9	-5,0	-5,4	-5,2	-5,0
Försäljningskostnader	-12,2	-14,4	-20,0	-23,5	-15,6	-21,4	-18,4	-22,3	-21,5	-22,4	-21,0	-24,0
Administrationskostnader	-4,7	-23,3	-8,2	-8,2	-11,3	-14,3	-9,8	-9,7	-9,6	-10,1	-9,4	-10,3
Övriga rörelseintäkter	3,0	2,4	7,7	3,4	0,9	5,6	4,0	4,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Övriga rörelsekostnader	-2,6	-0,5	-2,3	-6,7	-1,4	-1,7	-4,5	-11,3	-3,5	-2,5	-2,5	-4,0
EBITDA	-18,2	-38,0	-24,7	-37,5	-26,5	-30,2	-25,5	-34,7	-26,1	-24,4	-18,5	-18,9
Avskrivningar	-2,8	-2,9	-4,9	-5,0	-5,0	-5,1	-5,1	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4	-5,4
EBIT	-21,0	-40,9	-29,6	-42,5	-31,4	-35,3	-30,6	-40,1	-31,5	-29,8	-23,9	-24,3
Finansnetto	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
Resultat före skatt	-21,0	-40,9	-29,8	-42,7	-31,7	-35,3	-30,6	-39,6	-31,0	-29,4	-23,5	-24,0
Skatt	0,4	0,5	0,9	-0,2	0,9	0,9	0,4	0,8	0,5	0,5	0,5	0,2
Periodens resultat	-20,5	-40,4	-28,9	-42,9	-30,8	-34,4	-30,2	-38,8	-30,6	-28,9	-23,0	-23,8
Antal aktier före utspädning	62,5	69,9	69,9	69,9	82,6	82,6	100,1	119,7	119,7	119,7	119,7	119,7
Antal aktier efter utspädning	62,6	77,6	77,6	77,6	90,3	90,3	102,2	119,7	119,7	119,7	119,7	119,7
EPS	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Tillväxt (y/y)	64%	-22%	159%	22%	209%	149%	146%	138%	85%	97%	135%	159%
Tillväxt (q/q)	-36%	44%	9%	22%	60%	16%	8%	19%	24%	24%	29%	31%
Bruttomarginal, exkl. avskrivningar	63%	52%	71%	68%	69%	71%	70%	72%	71%	73%	73%	73%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Detaljerade prognoser helår, 2020-2027 (mkr)								
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Nettoomsättning (mkr)	9,3	11,0	14,0	35,8	79,8	198,5	349,4	576,4
COGS	-16,7	-15,9	-18,4	-27,4	-39,9	-71,8	-92,6	-149,9
varav avskrivning	-11,3	-10,9	-13,4	-16,9	-18,0	-18,0	-18,0	-18,0
Bruttoresultat	-7,4	-4,9	-4,4	8,3	39,9	126,7	256,8	426,6
Utvecklingskostnader	-8,2	-12,5	-19,5	-19,4	-20,6	-22,2	-28,4	-43,0
Försäljningskostnader	-16,1	-39,5	-70,0	-77,7	-88,9	-103,7	-126,0	-198,0
Administrationskostnader	-15,1	-28,2	-44,3	-45,1	-39,4	-42,4	-48,0	-64,6
Övriga rörelseintäkter	1,1	2,9	16,5	15,3	12,0	9,7	10,5	11,5
Övriga rörelsekostnader	-2,8	-1,9	-12,1	-18,8	-12,5	-5,4	-8,4	-9,2
EBITDA	-37,0	-73,0	-118,4	-116,8	-87,9	-15,1	56,5	123,3
Avskrivningar	-11,4	-11,2	-15,6	-20,6	-21,6	-22,2	-22,8	-30,0
EBIT	-48,4	-84,2	-133,9	-137,4	-109,5	-37,3	33,7	93,3
Finansnetto	-0,1	-0,1	-0,5	0,2	1,6	1,2	0,0	0,0
Resultat före skatt	-48,5	-84,3	-134,4	-137,2	-107,9	-36,1	33,7	93,3
Skatt	1,5	2,1	1,7	3,0	1,7	1,3	-2,0	-7,5
Periodens resultat	-46,9	-82,1	-132,7	-134,2	-106,3	-34,8	31,6	85,8
Antal aktier före utspädning	58,7	62,5	69,9	119,7	119,7	119,7	119,7	119,7
Antal aktier efter utspädning	58,9	62,7	77,6	119,7	119,7	119,7	119,7	119,7
EPS	-1,34	-1,26	-1,12	-1,01	-0,89	-0,29	0,26	0,72
Tillväxt (y/y)	39%	18%	28%	155%	123%	149%	76%	65%
Bruttomarginal, exkl. avskrivningar	42%	54%	64%	71%	73%	73%	74%	74%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-8%	16%	25%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%	16%

Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Värdering

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. Utifrån våra prognoser får vi ett DCF-värde om 13,1 kr och sätter vårt motiverade värde till 13–14 kr.

Värderingsantaganden DCF-modell					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	676	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	753	Riskpremie	5,5%	Långsiktig EBITDA-marginal	30,0%
Företagsvärde (EV)	1 429	Småbolagspremie	7,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-140	Extra risk-premie	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	15,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	3,0%
Eget kapital	1 568			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	120				
Eget kapital per aktie (kr)	13,1				

Källa: Penser by Carnegie

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

Källa: Penser by Carnegie

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

Källa: Penser by Carnegie

Nedan har vi sammanställt multiplar för ett antal jämförbara bolag som handlas på börser i Norden. På våra prognoser för 2026 handlas aktien med rabatt mot urvalet på mellan 25-50%. Vi räknar med att den rabatten kommer att minska i takt med att bolaget fortsätter leverera siffror som ger stöd för dess snabbare tillväxt än urvalet.

Värderingsmultiplar urval av jämförbara nordiska bolag													
	Land	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT			Tillväxt		
		2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Arcoma	Sve	0,9x	0,8x	0,7x	7,8x	6,8x	6,2x	13,0x	10,4x	8,7x	9,8%	8,9%	6,7%
ContextVision	No	3,0x	2,9x	2,7x	8,7x	7,7x	7,1x	10,8x	9,4x	8,4x	4,9%	6,1%	5,3%
Devysor Diagnostics	Sve	6,5x	4,9x	3,4x	>100	23,8x	12,1x	Neg.	58,6x	14,6x	32,4%	32,3%	47,0%
Integrum	Sve	8,1x	5,6x	4,4x	63,2x	39,5x	27,1x	58,8x	32,0x	26,6x	43,2%	44,3%	26,4%
Medistim	No	5,6x	5,2x	4,8x	17,8x	16,3x	15,2x	20,5x	18,5x	16,4x	5,7%	7,7%	8,0%
OssDsign	Sve	6,1x	4,4x	3,4x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,5%	40,1%	28,0%
Paxman	Sve	2,2x	1,6x	1,2x	9,6x	5,2x	3,7x	14,3x	6,5x	4,4x	32,1%	37,3%	33,9%
Sedana Medical	Sve	5,7x	4,4x	2,7x	Neg.	Neg.	28,0x	Neg.	Neg.	73,9x	19,6%	29,5%	60,6%
SyntheticMR	Sve	10,6x	8,2x	6,5x	37,3x	23,1x	15,5x	44,0x	24,2x	17,5x	25,5%	29,6%	25,0%
Medel		5,4x	4,2x	3,3x	24,1x	17,5x	14,4x	26,9x	22,8x	21,3x	19,4%	25,8%	27,0%
Median		5,7x	4,4x	3,4x	13,7x	16,3x	13,6x	17,4x	18,5x	15,5x	14,7%	30,9%	27,2%

Källa: FactSet, Penser by Carnegie

Vi vill poängtera att flertalet av bolagens prognoser ovan är baserade på estimat från ett fåtal analytiker och därmed ska tolkas med försiktighet.

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	7	9	11	14	36	80	199	349
Kostnad sålda varor	-14	-17	-16	-18	-27	-40	-72	-93
Bruttoresultat	-7	-7	-5	-4	8	40	127	257
Försäljningskostnader	-22	-16	-40	-70	-78	-89	-104	-126
Administrationskostnader	0	-15	-28	-44	-45	-39	-42	-48
R&D-kostnader	-5	-8	-13	-19	-19	-21	-22	-28
Övriga rörelsekostnader	11	10	12	20	17	21	27	2
EBITDA	-23	-37	-73	-118	-117	-88	-15	56
EBITDA, justerad	-23	-37	-73	-118	-117	-88	-15	56
Avskrivningar	-11	-11	-11	-16	-21	-22	-22	-23
EBITA, justerad	-34	-48	-84	-134	-137	-109	-37	34
EBIT	-34	-48	-84	-134	-137	-109	-37	34
EBIT, justerad	-34	-48	-84	-134	-137	-109	-37	34
Finansnetto	0	0	0	0	0	2	1	0
Resultat före skatt	-34	-48	-84	-134	-137	-108	-36	34
Resultat före skatt, justerad	-34	-48	-84	-134	-137	-108	-36	34
Total skatt	2	2	2	2	3	2	1	-2
Nettoresultat	-33	-47	-82	-133	-134	-106	-35	32
Nettoresultat, justerad	-33	-47	-82	-133	-134	-106	-35	32
Omsättningstillväxt	Neg.	39%	18%	28%	155%	123%	149%	76%
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,3%	50,0%	63,8%	73,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,12	-0,89	-0,29	0,26
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Senzime, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-34	-48	-84	-134	-137	-109	-37	34
Övriga kassaflödesposter	12	12	13	17	22	24	24	23
Förändringar i rörelsekapital	-4	-2	-10	-20	1	6	-1	-2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-27	-38	-81	-137	-114	-80	-14	55
Investeringar i anläggningstillgångar	0	0	-1	-1	-1	-1	-2	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4	0	-2	-4	-7	-11	-15	-31
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-4	0	-3	-5	-8	-12	-17	-34
Fritt kassaflöde	-30	-39	-84	-142	-122	-92	-31	20
Nyemission / återköp	29	169	0	95	250	0	0	0
Förändring av skulder	-1	-1	-1	-2	-4	-3	-3	-3
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	29	168	-1	92	247	-3	-3	-3
Kassaflöde	-2	129	-85	-50	125	-95	-34	17
Nettoskuld	-31	-158	-73	-13	-140	-42	-5	-20

Källa: Senzime, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	94	82	74	243	227	219	216	225
Materiella anläggningstillgångar	0	0	1	2	3	4	6	7
Övriga anläggningstillgångar	1	3	4	18	16	17	19	24
Summa anläggningstillgångar	94	85	79	263	246	240	240	256
Varulager	2	4	9	22	20	25	32	44
Kundfordringar	3	3	5	4	9	11	20	30
Övriga omsättningstillgångar	1	6	7	6	7	11	14	18
Likvida medel och kortfristiga placeringar	31	160	75	26	151	56	22	39
Summa omsättningstillgångar	37	174	96	58	187	102	88	131
SUMMA TILLGÅNGAR	131	259	175	322	434	343	328	387
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	110	231	151	262	375	269	234	266
Summa eget kapital	110	231	151	262	375	269	234	266
Långfristiga leasingsskulder	0	1	1	11	9	11	13	14
Övriga långfristiga skulder	13	12	11	28	26	27	28	31
Summa långfristiga skulder	13	13	12	39	34	38	41	45
Leverantörsskulder	3	5	4	7	5	11	18	28
Kortfristiga leasingsskulder	0	1	1	3	3	3	5	6
Övriga kortfristiga skulder	4	9	7	11	16	21	30	42
Summa kortfristiga skulder	8	14	12	21	24	36	53	76
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	131	259	175	322	434	343	328	387

Källa: Sensime, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	39%	18%	28%	155%	123%	149%	76%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,3%	50,0%	63,8%	73,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,6%
Vinstmarginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,1%

Källa: Sensime, Penser by Carnegie

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14%

Källa: Sensime, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	36%	42%	82%	>100%	57%	31%	16%	13%
Kundfordringar / totala intäkter	38%	35%	45%	30%	24%	14%	10%	9%
Leverantörsskulder / KSV	22%	28%	25%	40%	19%	28%	25%	30%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	25%	31%	14%	16%	16%	21%	25%	26%
Rörelsekapital / totala intäkter	-20%	3%	90%	97%	43%	18%	9%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,1x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x	0,3x	0,8x	1,2x

Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-31	-158	-73	-13	-140	-42	-5	-20
Soliditet	84%	89%	86%	81%	87%	79%	72%	69%
Nettoskulsättningsgrad	-0,3x	-0,7x	-0,5x	0,0x	-0,4x	-0,2x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-0,3x

Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,12	-0,89	-0,29	0,26
EPS, justerad	-0,65	-0,80	-1,31	-1,71	-1,12	-0,89	-0,29	0,26
FCF per aktie	-0,60	-0,66	-1,34	-1,83	-1,02	-0,77	-0,26	0,17
Eget kapital per aktie	2,19	3,93	2,41	3,38	3,14	2,25	1,96	2,22
Antal aktier vid årets slut, m	50,1	58,9	62,7	77,6	120	120	120	120
Antal aktier efter utspädning, snitt	50,1	58,9	62,7	77,6	120	120	120	120

Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*

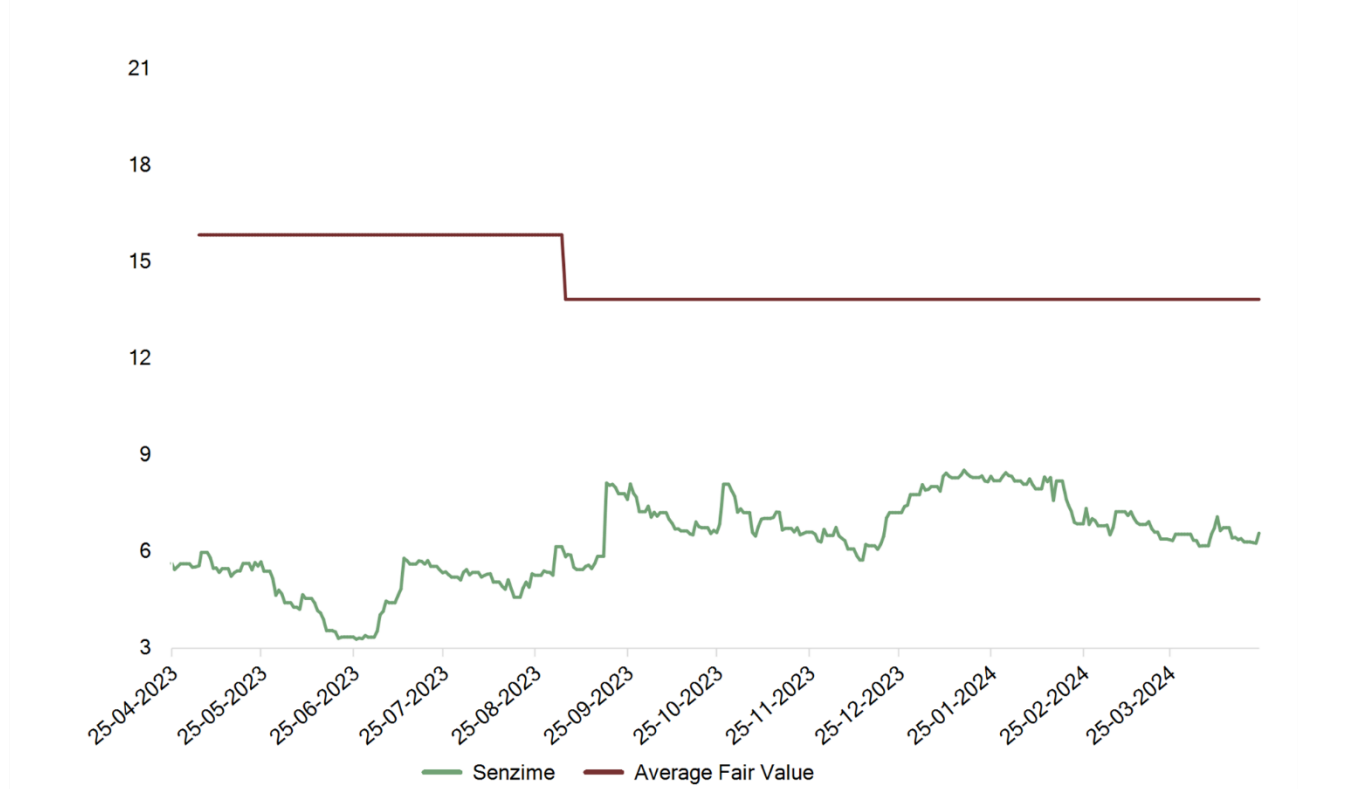
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	23,6x
P/EK	8,3x	6,1x	9,5x	3,2x	2,4x	2,8x	3,2x	2,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	36,7x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3%
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%	0,0%
EV/Sales	100x	100x	100x	52,6x	21,0x	7,6x	3,1x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,0x
EV	876	1 252	1 352	738	750	606	606	606
Aktiekurs	18,2	24,0	22,8	10,7	7,4	6,2	6,2	6,2

Källa: *Senzime, Penser by Carnegie*

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Senzime (SEZI 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 analytjänsterna 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 företagens 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 relaterat 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, analytikers rapporteringslinjer och analytikers 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 följdskada, 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 analytikers 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