



Penser Access by Carnegie

Life Science | Sverige | 15 maj 2024

SenzaGen

Förtroendebyggande start på året

Positivt EBITDA för första gången

Året har börjat bra för SenzaGen och det positiva avslutet på 2023 har hållit i sig in i början av 2024. I Q1(24) ökade nettoomsättningen med 17% Y/Y till 14,3 mkr (12,3 mkr) och vi ser framför allt en stark utveckling i försäljningen av GARD-tester. Bra skalbarhet i GARD-affären och ett par större kunduppdrag bidrog till att lyfta bruttomarginalen, som steg till imponerande 74,6% (70,4%). Det viktigaste beskedet i rapporten var dock att bolaget, för första gången, lyckades visa lönsamhet på EBITDA-nivå. Kassaflödet hängde inte riktigt med och det tyngdes i Q1(24) av tillfälliga rörelsekapitalinvesteringar. Det finansiella läget är dock fortsatt stabilt och vi ser möjlighet att bolaget kommer kunna visa positivt kassaflöde mot slutet av året.

Vi skruvar lite på uppsidan

Aktiviteten är hög och de signaler som ges från ledningen är att orderboken fortsätter vara välfylld med en bra ordergång. Så här långt i år har exempelvis kundbasen kunnat utökats med elva nya kunder, vilket kan ställas mot 32 nya kunder under hela 2023 och 18 nya under 2022. Vår samlade bild är att bolaget levererade en bra rapport för Q1(24) som levde upp till våra förväntningar med en lutning åt det positiva hållet. Mot bakgrund av det gör vi endast mindre justeringar av våra prognoser i absoluta tal och det handlar främst om en något mer positiv syn på hur kostnaderna kommer utvecklas.

Välförtjänt uppvärdering av aktien i år

De betydelsefulla framsteg som uppnåtts under de senaste åren, i synnerhet för GARD, anser vi ger en bra grund för att kunna växa verksamheten och driva lönsamhetsförbättringar under många år framåt. Även om aktien utvecklats bra i år framstår värdering fortsatt attraktiv. Aktien handlas till EV/S-multipel för innevarande år på 3,3x (24e) och den går ned till 2,5x under nästa år, vilket är klart lägre än för jämförbara bolag. Ytterligare katalysator för aktien är att jämförelsetalen kommande två kvartal blir enklare att slå och därmed förväntar vi oss att få se tillväxttakten förstärkas.

Estimatändring	2024		
	24e	25e	26e

Totala intäkter	0,2%	0,2%	0,2%
EBITDA, just.	34,0%	2,9%	2,8%
EPS, just.	5,2%	3,1%	5,9%

Kommande händelser

Q2 - rapport	15 augusti 2024
Q3 - rapport	08 november 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	24m
Börsvärde	217
Nettoskuld	-10
EV	207
Free float	89%
Daglig handelsvolym, snitt	32k
Bloomberg Ticker	SENZA SS EQUITY

Analytiker

Klas Palin
klas.palin@carnegie.se

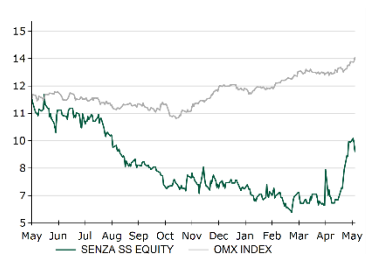
Prognos (mkr)	2024			
	2023	2024e	2025e	2026e

Totala intäkter	50	62	82	109
Tillväxt	19%	24%	33%	32%
EBITDA, just.	-11	-2	8	22
EBIT, just.	-22	-14	-4	11
EPS, just.	-0,9	-0,6	-0,2	0,4
EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EK/aktie	2,8	2,3	2,2	2,6
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	10,0%
ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	18,3%
ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	17,4%
EV/Sales	3,3x	3,3x	2,5x	1,9x
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	25,3x	9,2x
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	19,0x
P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	20,5x
P/EK	2,6x	3,8x	4,1x	3,4x
FCF yield	Neg.	Neg.	0%	7%
Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	-1,3x	-1,1x

Värde och risk	2024	
	Motiverat värde	14,0 - 17,0 kr

Aktiekurs	9,0 kr
Riskenivå	Hög

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
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-, medicinteknik-, kosmetika-, kemikalie- och näringsindustrin. Sammantaget förväntas marknaden för dessa segment under 2023 uppgå till cirka 30 mdkr och de kommande fem åren visa en tillväxt på 10–12% årligen. Den starka tillväxten drivs av 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 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 bolag med produkter och tjänster som komplementerar SenzaGens produktbudande.

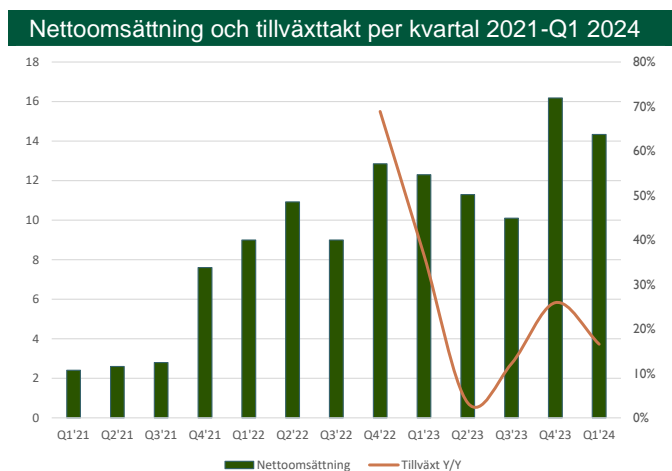
Givet den starka förväntade försäljningsökningen med hälsosamma bruttomarginaler samt aviserad kostnadsdisciplin estimerar vi att bolaget ska kunna nå kassaflödespositivt under 2024. SenzaGens likvida medel uppgick till 13 mkr vid utgången av Q1(24). Vi räknar således med att bolaget inte behöver genomföra någon kapitalmarknadstransaktion för att nå lönsamhet. Notera att inga eventuella framtida förvärv inkluderas i våra estimat.

Värdering

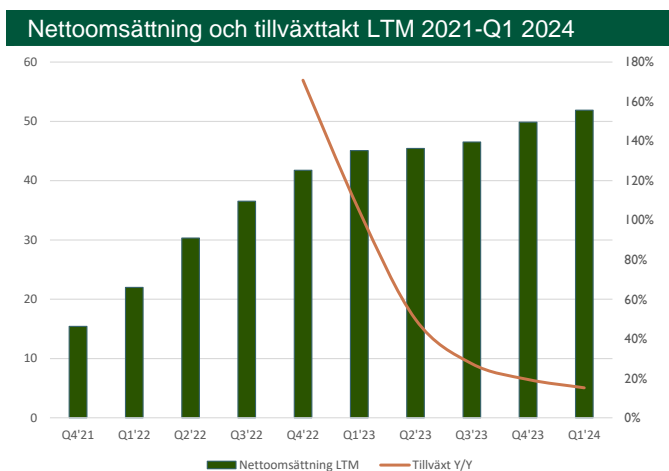
Vår värdering av SenzaGen tar stöd från en DCF-modell. Framtida kassaflöden diskonteras med en WACC på 15%. Vår modell indikerar ett DCF-värde om 15,7 kr (15,3 kr) och utifrån det har vi satt vårt motiverade värde till 14-17 kr (15-16 kr). Metodförändringar är anledningen till att vårt värderingsintervall breddats.

Marginalförbättringar i Q1

Nettoomsättningen steg i Q1(24) med 17% Y/Y och uppgick till 14,3 mkr (12,3 mkr). På rullande tolvmånadersbasis ligger nettoomsättningen på 51,9 mkr (45,1 mkr). Det är framför allt försäljningen av GARD-tester som utvecklats starkt och driver tillväxten. Denna steg till 9,2 mkr (5,5 mkr), vilket är en ökning med 66% Y/Y. Övrig verksamhet har haft en trögare start på 2024, där vi beräknar att försäljningen minskade till 5,2 mkr (6,8 mkr). En viktig anledning är att verksamheten inom VitroScreen fortsatt hålls tillbaka av att implementering av det nya EU-regelverket MDR har flyttats fram med tre till fyra år. Det finns gott om andra segment för SenzaGen att växa inom och därför är detta inget som vi oroas av.



Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie



Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Bruttomarginalen tog ett nytt skutt uppåt och steg i Q1(24) till rekordhöga 74,6% (70,4%). Den fina utvecklingen och höga andelen försäljning av GARD-tester bidrog till marginallyftet, men även några större kunduppdrag påverkade marginalen positivt. Vi förväntar oss att vi närmar oss ett glastak för bruttomarginalen, men räknar med att SenzaGen fortsättningsvis kommer att kunna visa en marginal på över 70%.

SenzaGen nådde en viktig milstolpe och vände till ett positivt EBITDA om 38 tkr (-1,8 mkr) under kvartalet. En anledning till att ett positivt EBITDA uppnåddes, utöver den starka bruttomarginalen, var bra kontroll på kostnadsutvecklingen. De operationella kostnaderna ökade, men i en väsentligt mer modest takt än nettoomsättningen, och uppgick till 14,0 mkr (13,5). På det sistnämnda är det en bit kvar och resultatet för Q1(24) uppgick till -3,1 mkr (-4,9 mkr).

Kassaflödet före rörelsekapitalförändringar var i princip i nivå med EBITDA och hamnade på -0,1 mkr (-2,2 mkr). I Q1(24) gjordes investeringar i rörelsekapital, där en väsentlig post var en lagerökning av förbrukningsmaterial om ca 2,5 mkr. Investeringen görs för att säkerställa tillgång av förbrukningsmaterial två år framåt för att minska riskerna att bristsituationer ska uppkomma. Sammantaget blev kassaflödet för perioden -5,2 mkr (-8,3) och vid utgången av Q1 uppgick likvida medel till 12,5 mkr.

Prognoser och prognosförändringar

Efter en bra utveckling i Q1(24) har vi skruvat upp våra förväntningar något, framför allt för innevarande år. För 2025 och framåt gör vi relativt begränsade prognosjusteringar i absoluta tal, se nedan.

Övergripande prognosförändringar 2024-2026 (mkr)

		2024	2025	2026
Nettoomsättning	Nya	61,9	82,4	108,7
	Tidigare	61,8	82,2	108,6
	Diff (Abs.)	0,1	0,1	0,2
	Diff (%)	0,2%	0,2%	0,2%
EBITDA	Nya	-2,2	8,2	22,4
	Tidigare	-3,3	8,0	21,8
	Diff (Abs.)	1,1	0,2	0,6
	Diff (%)	34,0%	2,9%	2,8%
EBIT	Nya	-14,2	-3,9	10,9
	Tidigare	-15,1	-4,0	10,3
	Diff (Abs.)	0,9	0,1	0,6
	Diff (%)	6,2%	3,2%	5,9%

Källa: Penser by Carnegie

Vi bibehåller vår syn att bolaget kommer kunna visa hög försäljningstillväxt de närmaste åren och dra fördel av sina höga bruttomarginaler för att kunna nå lönsamhet mot slutet av 2025. Det är från 2026 som vi räknar med att SenzaGen på helår ska kunna börja visa lönsamhet.

Uppdaterade helårsprognoser 2019-2026 (mkr)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	2,7	8,0	15,4	41,8	49,9	61,9	82,4	108,7
Kostnader för sålda varor	-1,4	-2,4	-6,0	-14,4	-14,9	-17,1	-23,1	-29,9
Bruttovinst	1,3	5,6	9,5	27,3	34,9	44,8	59,3	78,8
Försäljningskostnader	-16,6	-20,8	-21,2	-21,6	-26,8	-28,3	-30,2	-34,3
Administrationskostnader	-18,2	-8,4	-15,6	-17,4	-19,1	-18,1	-20,2	-21,7
Forsknings- och utvecklingskostnad	-8,3	-2,6	-3,9	-9,0	-3,7	-4,7	-4,9	-6,5
Förvärvsrelaterade kostnader	0,0	0,0	-0,3	-4,9	-7,5	-8,2	-8,2	-5,5
Övriga rörelseintäkter	4,0	0,2	0,5	1,2	0,7	1,1	1,3	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	-14,2	-3,9	10,9
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	-14,3	-3,9	10,9
Skatt	-12,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,3
Periodens resultat	-50,2	-27,2	-31,3	-24,9	-22,1	-14,3	-4,1	10,6
Avskrivningar	3,0	3,8	4,3	9,4	11,6	12,0	12,1	11,5
EBITDA	-34,9	-23,3	-27,2	-15,7	-10,9	-2,2	8,2	22,4

Källa: SenzaGen, 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 antaganden 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 15,7 (15,3 kr) per aktie. Till följd av att vi ändrat i hur vi sätter vårt värderingsintervall breddas det till 14-17 kr (15-16 kr).

Antaganden DCF-modell					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde		
Nuvärdet av fria kassaflöden	154	Riskfri ränta	4,0%	Uthållig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	216	Riskpremie	5,0%	Uthållig EBIT-marginal	30,0%
Företagsvärde (EV)	370	Småbolagspremie	5,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld	-10	Extra risk-premie	1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
		WACC	15,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	1,5%
Eget kapital	380			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	24,2				
Eget kapital per aktie (SEK)	15,7				

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal					
	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%
13,0%	16,2	18,3	20,3	22,4	24,4
14,0%	14,3	16,1	17,8	19,5	21,2
15,0%	12,8	14,3	15,7	17,1	18,6
16,0%	11,5	12,7	14,0	15,2	16,4
17,0%	10,4	11,5	12,5	13,6	14,5

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt					
	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
13,0%	18,2	19,2	20,3	21,7	23,5
14,0%	16,2	16,9	17,8	18,8	20,1
15,0%	14,4	15,0	15,7	16,5	17,5
16,0%	13,0	13,4	14,0	14,6	15,3
17,0%	11,7	12,1	12,5	13,0	13,6

Källa: Penser by Carnegie

Nedan presenteras hur ett urval av jämförbara bolag värderas. Mittpunkten i vårt värderingsintervall implicerar en EV/S-multipel om 6,0x utifrån vår prognos för 2024, vilket framstår som rimligt/lågt jämfört med liknande snabbväxande bolag i sektorn.

Värderingsmultiplar och tillväxtprognoser för ett urval jämförbara noterade i Sverige, 2024-2026												
	EV/S			EV/EBITDA			EV/EBIT			Tillväxt		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Bico	1,8x	1,6x	1,4x	15,2x	10,5x	8,4x	Neg.	45,5x	30,9x	0,5%	16,0%	13,3%
Biotage	6,4x	5,7x	5,0x	25,1x	20,7x	17,2x	35,2x	28,3x	22,5x	28,6%	12,7%	12,6%
Devyser Diagnostics	6,4x	4,7x	3,5x	252,4x	25,5x	12,8x	Neg.	40,3x	15,6x	32,9%	36,2%	32,5%
Genovis	12,1x	7,8x	6,5x	33,0x	16,0x	12,9x	42,1x	18,0x	14,2x	54,5%	54,1%	20,3%
Magle Chemoswed	2,2x	1,9x	1,8x	9,6x	7,4x	6,4x	14,4x	10,7x	9,0x	10,3%	16,6%	9,0%
Medel	5,8x	4,3x	3,6x	67,1x	16,0x	11,5x	30,6x	28,6x	18,4x	25,4%	27,1%	17,5%
Median	6,4x	4,7x	3,5x	25,1x	16,0x	12,8x	35,2x	28,3x	15,6x	28,6%	16,6%	13,3%
Senzagen (våra prognoser)	3,3x	2,5x	1,9x	Neg.	25,3x	9,2x	Neg.	Neg.	19,0x	24,2%	33,0%	32,0%

Källa: FactSet, Penser by Carnegie

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	-17	-23	-30
Bruttoresultat	1	6	9	27	35	45	59	79
Försäljningskostnader	-17	-21	-21	-22	-27	-28	-30	-34
Administrationskostnader	-18	-8	-16	-17	-19	-18	-20	-22
R&D-kostnader	-8	-3	-4	-9	-4	-5	-5	-7
Övriga rörelsekostnader	7	3	4	5	4	4	4	6
EBITDA	-35	-23	-27	-16	-11	-2	8	22
EBITDA, justerad	-35	-23	-27	-16	-11	-2	8	22
Avskrivningar	-3	-4	-4	-9	-12	-12	-12	-12
EBITA, justerad	-38	-27	-32	-25	-22	-14	-4	11
EBIT	-38	-27	-32	-25	-22	-14	-4	11
EBIT, justerad	-38	-27	-32	-25	-22	-14	-4	11
Finansnetto	0	0	0	0	1	0	0	0
Resultat före skatt	-38	-27	-31	-25	-22	-14	-4	11
Resultat före skatt, justerad	-38	-27	-31	-25	-22	-14	-4	11
Total skatt	-12	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-50	-27	-31	-25	-22	-14	-4	11
Nettoresultat, justerad	-50	-27	-31	-25	-22	-14	-4	11
Omsättningstillväxt	Neg.	192%	94%	171%	19%	24%	33%	32%
Bruttomarginal	48,0%	70,1%	61,3%	65,4%	70,0%	72,4%	72,0%	72,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,0%
EPS, justerad	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,59	-0,17	0,44
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	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	-14	-4	11
Övriga kassaflödesposter	3	4	4	9	11	0	12	11
Förändringar i rörelsekapital	4	-7	6	0	-5	-2	-4	-3
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-31	-29	-21	-16	-16	-17	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	-3	-3	-4
Fritt kassaflöde	-35	-32	-48	-30	-23	-19	1	15
Nyemission / återköp	106	0	30	0	-	-	-	-
Förändring av skulder	0	0	0	0	0	3	3	0
Övriga poster	-7	1	-3	0	-	-	-	-
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	99	1	27	0	0	3	3	0
Kassaflöde	64	-31	-20	-29	-22	-17	4	15
Nettoskuld	-120	-89	-68	-39	-16	-8	-11	-25

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Goodwill	0	0	13	22	21	18	15	11
Övriga immateriella tillgångar	16	15	36	38	34	33	29	26
Materiella anläggningstillgångar	3	2	3	3	2	2	3	4
Summa anläggningstillgångar	19	17	52	62	57	52	46	42
Varulager	1	1	3	4	6	8	9	11
Kundfordringar	0	2	6	9	11	10	13	17
Övriga omsättningstillgångar	2	2	3	5	6	9	9	11
Likvida medel och kortfristiga placeringar	120	89	69	40	18	12	16	30
Summa omsättningstillgångar	124	94	81	58	40	38	47	69
SUMMA TILLGÅNGAR	143	112	134	120	97	91	94	110
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	134	108	110	90	68	56	52	63
Summa eget kapital	134	108	110	90	68	56	52	63
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	1	1	2	4	5	5
Summa långfristiga skulder	0	0	1	1	2	4	5	5
Leverantörsskulder	3	1	3	4	6	6	9	11
Övriga kortfristiga skulder	6	2	20	25	22	24	27	32
Summa kortfristiga skulder	9	4	23	29	28	30	36	42
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	143	112	134	120	97	91	94	110

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	192%	94%	171%	19%	24%	33%	32%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	173%
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	48,0%	70,1%	61,3%	65,4%	70,0%	72,4%	72,0%	72,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,0%	20,6%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,0%	20,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,7%

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%	15%	16%	16%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	55%	53%	31%	38%	37%	38%	35%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	12%	54%	51%	46%	47%	49%	49%
Rörelsekapital / totala intäkter	-206%	12%	-69%	-27%	-10%	-6%	-5%	-4%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,1x	0,1x	0,5x	0,7x	1,0x	1,4x	1,6x

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-120	-89	-68	-39	-16	-8	-11	-25
Soliditet	94%	97%	82%	75%	70%	62%	56%	57%
Nettoskudsättningsgrad	-0,9x	-0,8x	-0,6x	-0,4x	-0,2x	-0,1x	-0,2x	-0,4x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-1,3x	-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	-0,59	-0,17	0,44
EPS, justerad	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,59	-0,17	0,44
FCF per aktie	-	-1,49	-2,05	-1,22	-0,93	-0,79	0,04	0,62
Eget kapital per aktie	-	5,05	4,58	3,71	2,80	2,34	2,17	2,60
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

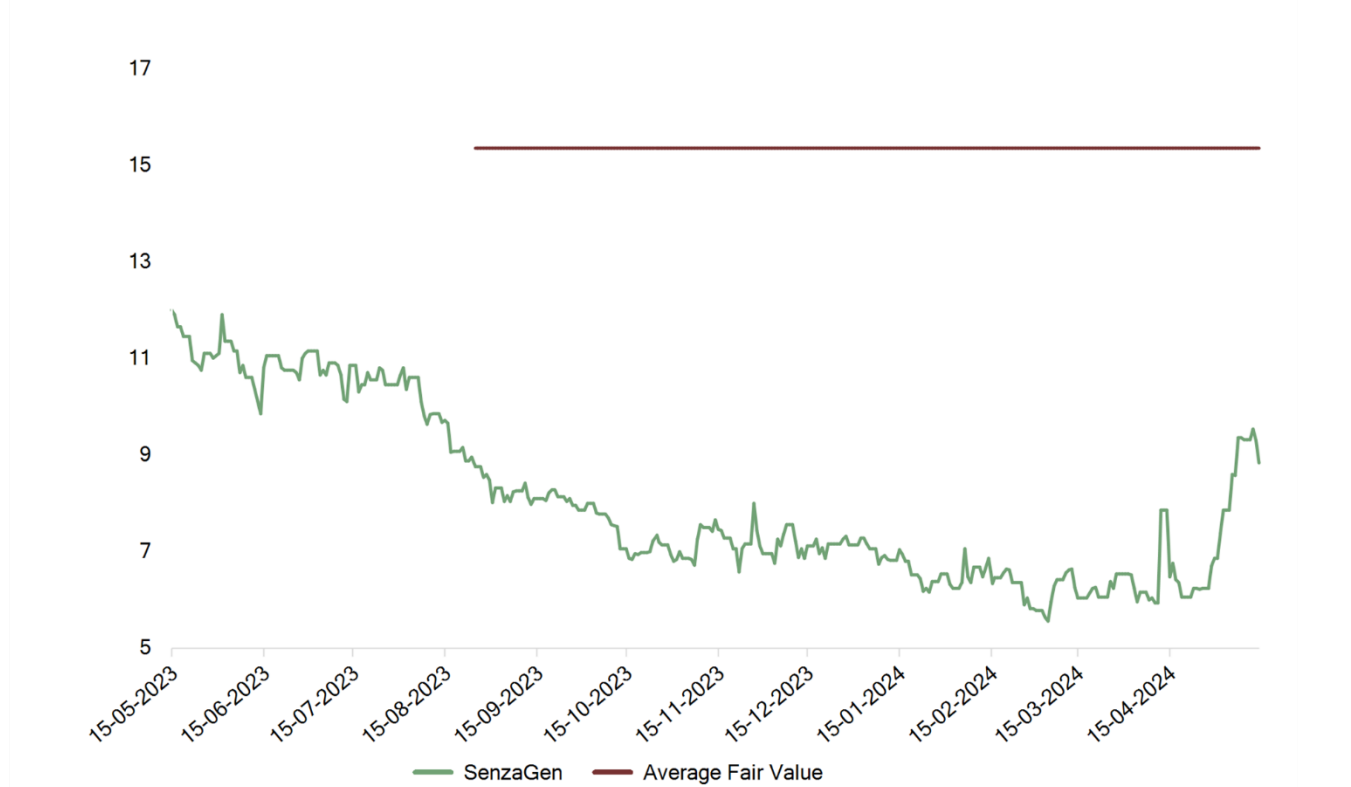
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	20,5x
P/EK	Neg.	2,6x	2,2x	3,2x	2,6x	3,8x	4,1x	3,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100x	14,6x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	7%
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	100x	23,9x	11,2x	6,0x	3,2x	3,3x	2,5x	1,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	25,3x	9,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	19,0x
EV	278	190	172	253	160	207	207	207
Aktiekurs	18,7	13,1	10,0	12,1	7,3	9,0	9,0	9,0

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 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 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 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 ansvarar 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. Värdepapperen 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