



## Penser Access by Carnegie

Life Science | Sverige | 14 juni 2024

# SenzaGen

## Går på offensiven

### Stärker finanserna

För att stärka sin långsiktiga tillväxtpotential har bolaget beslutat om att öka investeringstakten kommande år. För att finansiera dessa satsningar har en riktad nyemission genomförts som vi bedömer tillför bolaget ca 35 mkr efter transaktionskostnader. Satsningar i fokus handlar om investeringar i produktutveckling, plattformarna samt förstärkning av försäljningsorganisationen. Nyemissionen sker till ett antal professionella investerare, däribland institutionella investerare som ShapeQ, Life Science Investment Fund I och Landia AB. Vi ser positivt på bolagets planer att öka satsningarna för att än bättre kunna ta tillvara den stora potentialen som finns i produktportföljen, men även att ägarlistan utökas med nya institutionella namn fastän det sker till en emissionskurs med en förhållandevis hög rabatt.

### Skrivar upp vår försäljningsprognos

Bolaget ser betydande potential i de investeringar som står för dörren och bedömer att dessa kan ge ökade intäkter om 50 mkr under 2027 som ökar till 100 mkr under 2030. Vi har sedan tidigare i våra prognoser redan delvis bakat in nya satsningar på GARD, om än något senare än vad som nu sker, varför effekten på våra estimat blir mer begränsad. När vi vägt in de nya satsningarna ger det en högre prognos för 2027 om 12 mkr och för 2030 har vi höjt vår försäljningsprognos med 9 mkr. Vi räknar med att effekterna av de nya satsningarna blir synliga från slutet av 2025.

Sammantaget bidrar de planerade investeringarna med att stärka vår konfidens i våra prognoser och kring det långsiktiga tillväxtcasen.

### Aktien fortsatt attraktiv

När vi väger in utspädningseffekt, kapitaltillskottet och uppdaterade prognoser får vi ett nytt fundamentalt värde per aktie på 14,5 kr (15,7 kr). Anledning till den negativa påverkan är det baktunga upplägget, där investeringarna i närtid har större påverkan i vår modell. Utifrån vårt fundamentala värde justerar vi värderingsintervallet till 13-16 kr (14-17 kr) per aktie. Vi tycker att värderingen på aktien fortsätter vara attraktiv och är klart lägre än för liknande bolag. Därtill vill vi påminna om att jämförelsetalen kommande två kvartal blir enklare att slå och att vi därmed kommer att få se tillväxttakten förstärkas.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk				
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	13,0 - 16,0 kr			
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,8%	50	62	82	110	Aktiekurs	8,4 kr			
EBITDA, just.	0,0%	-9,4%	-11,2%	19%	24%	33%	33%	Riskenivå	Hög			
EPS, just.	18,0%	5,8%	-29,4%	-11	-2	7	20	<b>Kursutveckling 12 mån</b>				
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-22	-14	-5	9				
Q2 - rapport	15 augusti 2024			EPS, just.	-0,9	-0,5	-0,2	0,3				
Q3 - rapport	08 november 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.				
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	2,8	3,1	2,9	3,2				
Antal aktier*	30m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	8,6%				
Börsvärde*	248			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	10,0%				
Nettoskuld*	-43			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	10,3%				
EV*	205			EV/Sales	2,7x	3,3x	2,5x	1,9x				
Free float	89%			EV/EBITDA	Neg.	Neg.	27,5x	10,3x				
Daglig handelsvolym, snitt	26k			EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	21,8x				
Bloomberg Ticker	SENZA SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	27,2x	<b>Intressekonflikter</b>			
*inkluderat riktad nyemission				P/EK	2,6x	2,7x	2,9x	2,6x	Yes	No		
<b>Analytiker</b>				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Likviditetsgarant	✓		
Klas Palin				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	-3,0x	-1,3x	Certified adviser		✓	
klas.palin@carnegie.se								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 uppgå till cirka 30 mdkr under 2023 och visa en tillväxt på 10–12% årligen de kommande fem åren. 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 av VitroScreen och ToxHub 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 av GARD-plattformen. Förvärv inriktas på lönsamma bolag med produkter och tjänster som är kompletterande till SenzaGens produkterbudande.

## 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 14,5 kr (15,7 kr) och utifrån det har vi satt vårt motiverade värde till 13-16 kr (14-17 kr) per aktie.

## Uppdaterade prognoser

I våra prognoser har vi tagit med nyemissionen, vilken vi bedömer tillför bolaget 35 mkr efter transaktionskostnader. Kapitalet från den riktade emissionen ska användas till investeringar i produktutveckling av GARDskin, VitroScreen ORA-plattformen och förstärkning av försäljningsorganisationen. Därtill sker en uppgradering av teknikplattformen, vilket förväntas ha positiv effekt på bruttomarginalen för GARD med 5 procentenheter.

Investeringarna som genomförs i produkterna räknar vi med huvudsakligen kommer tas i form av ökad CAPEX under de närmaste åren, vilket bör bli särskilt påtagligt under 2025. Vi räknar med att investeringar i försäljningsorganisationen kommer ske i takt med att nya produkter ska lanseras mot bredare eller nya kundgrupper, vilket bör bli aktuellt under slutet av 2025 och gradvis ge avtryck på försäljningen under 2026. Förbättringar av bruttomarginalen räknar vi med blir synliga under 2025.

Nedan visas våra övergripande prognosförändringar till och med 2030.

Prognosförändringar 2024-2030 (mkr)		2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	Nya	61,9	82,4	109,6	154,5	193,1	235,6	282,7
	Tidigare	61,9	82,4	108,7	142,4	182,3	227,9	273,5
	Diff (Abs.)	0,0	0,0	0,8	12,0	10,8	7,7	9,2
	Diff (%)	0,0%	0,0%	0,8%	8,4%	5,9%	3,4%	3,4%
EBITDA	Nya	-2,2	7,4	19,9	33,1	60,2	78,3	100,5
	Tidigare	-2,2	8,2	22,4	29,4	50,4	69,1	88,7
	Diff (Abs.)	0,0	-0,8	-2,5	3,7	9,8	9,2	11,8
	Diff (%)	0,0%	-9,4%	-11,2%	12,6%	19,5%	13,4%	13,3%
EBIT	Nya	-14,2	-4,7	9,4	24,6	50,2	68,3	90,5
	Tidigare	-14,2	-3,9	10,9	17,9	38,9	57,6	77,2
	Diff (Abs.)	0,0	-0,8	-1,5	6,7	11,3	10,7	13,3
	Diff (%)	0,0%	-19,7%	-13,9%	37,5%	29,1%	18,7%	17,2%
EPS (full utspädning)	Nya	-0,48	-0,16	0,31	0,75	1,50	1,97	2,61
	Tidigare	-0,59	-0,17	0,44	0,70	1,45	1,89	2,53
	Diff (Abs.)	0,11	0,01	-0,13	0,05	0,05	0,08	0,07
	Diff (%)	18,0%	5,8%	-29,4%	6,8%	3,5%	4,1%	2,9%

Källa: Penser by Carnegie

Bolagets vägledning om potentialen i de investeringar som ska göras ligger på 50 mkr i ökade intäkter för 2027 och 100 mkr i intäkter 2030. För att sätta våra nya prognoser i en kontext till detta, så implicerar våra nya estimat att bolaget ska leverera en årlig genomsnittlig tillväxt på 19,7% för de befintliga produkterna under perioden 2024-2030.

Uppdaterade helårsprognoser 2019-2030 (mkr)												
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Nettoomsättning	2,7	8,0	15,4	41,8	49,9	61,9	82,4	109,6	154,5	193,1	235,6	282,7
Kostnader för sålda varor	-1,4	-2,4	-6,0	-14,4	-14,9	-17,1	-21,3	-29,0	-41,7	-52,1	-63,6	-76,3
Bruttovinst	1,3	5,6	9,5	27,3	34,9	44,8	61,0	80,5	112,8	141,0	172,0	206,4
Försäljningskostnader	-16,6	-20,8	-21,2	-21,6	-26,8	-28,3	-32,0	-36,2	-47,1	-50,2	-56,5	-63,6
Administrationskostnader	-18,2	-8,4	-15,6	-17,4	-19,1	-18,1	-20,5	-21,9	-24,7	-27,0	-30,6	-32,5
Forsknings- och utvecklingskostnad	-8,3	-2,6	-3,9	-9,0	-3,7	-4,7	-5,3	-7,7	-10,8	-13,5	-16,5	-19,8
Förvärvsrelaterade kostnader	0,0	0,0	-0,3	-4,9	-7,5	-8,2	-8,2	-5,5	-5,5	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	4,0	0,2	0,5	1,2	0,7	1,1	1,3	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-1,1	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-1,0	-1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-37,9</b>	<b>-27,1</b>	<b>-31,5</b>	<b>-25,1</b>	<b>-22,5</b>	<b>-14,2</b>	<b>-4,7</b>	<b>9,4</b>	<b>24,6</b>	<b>50,2</b>	<b>68,3</b>	<b>90,5</b>
Finansnetto	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt	-37,7	-27,2	-31,4	-25,0	-22,0	-14,3	-4,7	9,4	24,6	50,2	68,3	90,5
Skatt	-12,5	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-2,5	-6,0	-10,2	-13,6
<b>Periodens resultat</b>	<b>-50,2</b>	<b>-27,2</b>	<b>-31,3</b>	<b>-24,9</b>	<b>-22,1</b>	<b>-14,3</b>	<b>-4,7</b>	<b>9,1</b>	<b>22,1</b>	<b>44,2</b>	<b>58,1</b>	<b>76,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-34,9</b>	<b>-23,3</b>	<b>-27,2</b>	<b>-15,7</b>	<b>-10,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>7,4</b>	<b>19,9</b>	<b>33,1</b>	<b>60,2</b>	<b>78,3</b>	<b>100,5</b>

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Värdering

Vår värdering av Senzagen tar avstamp i en DCF-modell. Modellen 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 till 14,5 (15,7 kr) per aktie och utifrån det sätter vi vårt värderingsintervall till 13-16 kr (14-17 kr) per aktie. Det som pressar tillbaka värderingen är utspädning och ökade CAPEX under de närmaste åren, vilket inte helt vägs upp av högre tillväxt och EPS.

Antaganden DCF-modell					
Värdering (mkr)		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	158	Risikfri ränta	4,0%	Uthållig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	227	Risikpremie	5,0%	Uthållig EBIT-marginal	30,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>385</b>	Småbolagspremie	5,0%	Avskrivningar, % av omsättning	2,0%
Nettoskuld	-43	Extra risk-premie	1,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
		<b>WACC</b>	<b>15,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	1,5%
<b>Eget kapital</b>	<b>428</b>			Skattesats	20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	29,5				
<b>Eget kapital per aktie (SEK)</b>	<b>14,5</b>				

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetsanalys WACC / Uthållig EBIT-marginal						Känslighetsanalys WACC / Uthållig tillväxt					
	20,0%	25,0%	30,0%	35,0%	40,0%		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
13,0%	15,0	16,7	18,5	20,3	22,1	13,0%	16,7	17,5	18,5	19,7	21,3
14,0%	13,3	14,8	16,3	17,8	19,3	14,0%	14,9	15,6	16,3	17,2	18,3
15,0%	12,0	13,3	<b>14,5</b>	15,8	17,0	15,0%	13,4	13,9	<b>14,5</b>	15,2	16,1
16,0%	10,9	11,9	13,0	14,1	15,1	16,0%	12,1	12,5	13,0	13,5	14,2
17,0%	9,9	10,8	11,7	12,6	13,6	17,0%	11,0	11,4	11,7	12,2	12,7

Källa: Penser by Carnegie

Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>15</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>62</b>	<b>82</b>	<b>110</b>
Kostnad sålda varor	-1	-2	-6	-14	-15	-17	-21	-29
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>9</b>	<b>27</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>61</b>	<b>81</b>
Försäljningskostnader	-17	-21	-21	-22	-27	-28	-32	-36
Administrationskostnader	-18	-8	-16	-17	-19	-18	-21	-22
R&D-kostnader	-8	-3	-4	-9	-4	-5	-5	-8
Övriga rörelsekostnader	7	3	4	5	4	4	4	5
<b>EBITDA</b>	<b>-35</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>	<b>20</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-35</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>	<b>20</b>
Avskrivningar	-3	-4	-4	-9	-12	-12	-12	-11
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>
<b>EBIT</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-32</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>
Finansnetto	0	0	0	0	1	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-31</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-31</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>
Total skatt	-12	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-50</b>	<b>-27</b>	<b>-31</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-50</b>	<b>-27</b>	<b>-31</b>	<b>-25</b>	<b>-22</b>	<b>-14</b>	<b>-5</b>	<b>9</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	192%	94%	171%	19%	24%	33%	33%
Bruttomarginal	48,0%	70,1%	61,3%	65,4%	70,0%	72,4%	74,1%	73,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,6%
EPS, justerad	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,48	-0,16	0,31
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	-5	9
Övriga kassaflödesposter	3	4	4	9	11	11	12	10
Förändringar i rörelsekapital	4	-7	6	0	-5	-5	-2	-2
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-31</b>	<b>-29</b>	<b>-21</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	<b>-8</b>	<b>5</b>	<b>18</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	0	0	-1	0	0	-2	-3
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-3	-2	-2	-2	-4	-8	-16	-12
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	-24	-11	-2	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-27</b>	<b>-13</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-35</b>	<b>-32</b>	<b>-48</b>	<b>-30</b>	<b>-23</b>	<b>-16</b>	<b>-13</b>	<b>3</b>
Nyemission / återköp	106	0	30	0	0	35	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	0	0	-1	0	0
Övriga poster	-7	1	-3	0	-	-	-	-
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>99</b>	<b>1</b>	<b>27</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>64</b>	<b>-31</b>	<b>-20</b>	<b>-29</b>	<b>-22</b>	<b>18</b>	<b>-13</b>	<b>3</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-120</b>	<b>-89</b>	<b>-68</b>	<b>-39</b>	<b>-16</b>	<b>-35</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	0	0	13	22	21	18	15	13
Övriga immateriella tillgångar	16	15	36	38	34	38	47	53
Materiella anläggningstillgångar	3	2	3	3	2	2	2	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>52</b>	<b>62</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>65</b>	<b>69</b>
Varulager	1	1	3	4	6	8	10	12
Kundfordringar	0	2	6	9	11	10	13	17
Övriga omsättningstillgångar	2	2	3	5	6	9	9	10
Likvida medel och kortfristiga placeringar	120	89	69	40	18	36	23	26
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>124</b>	<b>94</b>	<b>81</b>	<b>58</b>	<b>40</b>	<b>62</b>	<b>55</b>	<b>65</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>143</b>	<b>112</b>	<b>134</b>	<b>120</b>	<b>97</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>135</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	134	108	110	90	68	91	86	95
<b>Summa eget kapital</b>	<b>134</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>90</b>	<b>68</b>	<b>91</b>	<b>86</b>	<b>95</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	1	1	2	1	1	1
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
Leverantörsskulder	3	1	3	4	6	4	6	8
Övriga kortfristiga skulder	6	2	20	25	22	24	28	31
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>38</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>143</b>	<b>112</b>	<b>134</b>	<b>120</b>	<b>97</b>	<b>120</b>	<b>120</b>	<b>135</b>

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	192%	94%	171%	19%	24%	33%	33%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	168%
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%	74,1%	73,5%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,2%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,0%	18,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,6%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,3%

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	14%

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	26%	13%	21%	9%	12%	13%	12%	11%
Kundfordringar / totala intäkter	8%	19%	41%	22%	21%	15%	16%	16%
Leverantörsskulder / KSV	>100%	55%	53%	31%	38%	26%	26%	27%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	23%	12%	54%	51%	46%	44%	44%	43%
Rörelsekapital / totala intäkter	-206%	12%	-69%	-27%	-10%	-4%	-2%	0%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,1x	0,1x	0,5x	0,7x	0,7x	0,9x	1,1x

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-120	-89	-68	-39	-16	-35	-22	-25
Soliditet	94%	97%	82%	75%	70%	76%	72%	71%
Nettoskudsättningsgrad	-0,9x	-0,8x	-0,6x	-0,4x	-0,2x	-0,4x	-0,3x	-0,3x
Nettoskuld / EBITDA	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	-3,0x	-1,3x

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,48	-0,16	0,31
EPS, justerad	-	-1,27	-1,35	-1,03	-0,91	-0,48	-0,16	0,31
FCF per aktie	-	-1,49	-2,05	-1,22	-0,93	-0,54	-0,44	0,10
Eget kapital per aktie	-	5,05	4,58	3,71	2,80	3,08	2,92	3,23
Antal aktier vid årets slut, m	0,00	21,4	24,1	24,2	24,2	29,5	29,5	29,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	0,00	21,4	23,2	24,2	24,2	29,5	29,5	29,5

Källa: SenzaGen, Penser by Carnegie

## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	27,2x
P/EK	Neg.	2,6x	2,2x	3,2x	2,6x	2,7x	2,9x	2,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	82,4x
FCF-yield	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%
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.	27,5x	10,3x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21,8x
EV	278	190	172	253	160	205	205	205
Aktiekurs	18,7	13,1	10,0	12,1	7,3	8,4	8,4	8,4

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, 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. 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