



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 25 August 2020

Redsense Medical

92% tillväxt och fortsatt svarta siffror

Lönsam tillväxt

Redsense Medical redovisade en tillväxt på 92% i Q2'20, vilket även var det andra kvartalet i följd med svarta siffror. Bolag har hanterat covid-19 väl, och ser inga flaskhalsar avseende produktion eller leveranser framöver. Tillväxten fortsätter, även om det primärt är hos befintliga kunder i år p g a begränsade möjligheter att besöka sjukhus i USA.

Sårvård i fokus

Sannolikt står en expansion inom sårvård för dörren inom de närmaste åren i en eller annan form, möjligtvis redan i år. Skulle Redsense Medicals sårvårdsteknologi licensieras ut och penetrera 1% av marknaden för avancerad sårvård till en royalty på 5%, skulle detta motsvara ett värde för aktieägarna på 400 mkr, antaget en multipel efter skatt på 10x, vilket motsvarar ca 80% av dagens marknadsvärde av Redsense Medical.

Fortsatt hög potential

Vi värderar Redsense Medical till ca 90 kr per aktie, där Redsense står för ca 60 kr och sårvård för ytterligare ca 30 kr per aktie, vilket vi tror kan realiseras på några års sikt. Vi bedömer att antagandena avseende såväl tillväxt som penetrationsnivåer är konservativa och ser även fortsatt hög potential till en hög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	90.00 - 100.00	
EPS, just 20e	0.03	0.02	69.2%	Sales,m	13	21	27	35	Current price	40.10
EPS, just 21e	0.3	0.27	9.5%	Sales Growth	89.4%	56.7%	30.0%	30.0%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	0.61	0.59	3.1%	EBITDA, m	(4.4)	0.8	5.2	10.2	Kurspotential	High
				EBIT, m	(4.6)	0.6	5.0	10.0		
				EPS, adj	(0.42)	0.03	0.30	0.61		
				EPS Growth	NM%	NM%	774.1%	105.7%		
				Equity/Share	1.2	1.2	1.5	2.1		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(34.6)%	2.9%	18.4%	28.4%		
				ROE (%)	(33.9)%	2.8%	19.4%	28.6%		
				ROCE	(28.5)%	3.8%	25.0%	36.4%		
				EV/Sales	37.41x	23.87x	18.36x	14.13x		
				EV/EBITDA	(112.9)x	620.2x	96.3x	48.7x		
				EV/EBIT	(108.0)x	820.9x	100.1x	49.7x		
				P/E, adj	(96.3)x	1,185.1x	135.6x	65.9x		
				P/Equity	33.6x	32.7x	26.4x	18.8x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(5.1)%	(0.1)%	0.4%	1.1%		
				Net Debt/EBITDA	1.7g	(8.7)g	(1.8)g	(1.5)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3 2020	9 november		
Q4 2020	22 februari, 2021		
-	-		

Bolagsfakta (mkr)		Analytiker	
Antal aktier	12.5m	alexander.vilval@penser.se	
Market cap	503		
Nettoskuld	(7)	Analysavdelningen	
EV	496		
Free Float	72.33%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	26.5(k)		
Reuters/Bloomberg	REDS.ST/REDS SS		



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 25 August 2020

Sammanfattning

92% tillväxt och fortsatt svarta siffror

Investment Case

Redsense Medical växer kraftigt, visar svarta siffror och aktien har tagit fart under sommaren. USA är den helt klart viktigaste marknaden med successivt ökande andelar dialys i hemmet som drivkraft. Redsense har hanterat utmaningarna under utbrottet av covid-19 väl och ser inga flaskhalsar. Bearbetningen av nya kunder har dock försvårats och innebär sannolikt att tillväxten på kort sikt framför allt sker hos befintliga kunder, vilket har varit fallet hittills under 2020. Fortsatt tillväxt med lönsamhet samt en möjlig expansion inom sårvård ligger i fokus för aktien framöver.

Bolags profil

Redsense är en patenterad produkt som upptäcker blodläckage vid hemodialys, ett problem som uppkommer vid vennålsutdragning och inträffar vid ca 1/720 hemodialysbehandlingar. Globalt sett dör ca 1,200 personer per år till följd av vennålsutdragning. Globalt sett ökar hemodialys som behandling med ca 6 % per år, från en nivå idag överstigande 450 miljoner behandlingar per år uppdelat på ca 3 miljoner patienter. Andelen patienter som får behandling i hemmet och/eller på natten, samt riskpatienter, utgör Redsense primära marknadssegment och detta beräknas öka med ca 16 % per år. Vi beräknar att Redsenses marknadspenetration låg på ca 0,6 % 2019.

Värdering

Vi räknar med att bolaget lyckas med att leverera en tillväxt om ca 30% per år framöver, med en EBITDA-marginal på ca 30% 2022 samt 37% 2025, vilket då skulle motivera en EV/Sales-multipel på ca 9x. Uppskattningen av värdet för sårvård baseras på en antagen penetrationsnivå och licensiering av teknologin/royaltybetalningar.

Motiverat värde

Vi värderar Redsense Medical till ca 90 kr per aktie, där Redsense (dialys) står för ca 60 kr och sårvård för ytterligare ca 30 kr per aktie, vilket vi tror kan realiserars på några års sikt. Vi bedömer att antagandena avseende såväl tillväxt som penetrationsnivåer är konservativa och ser även fortsatt hög potential till en hög risk.

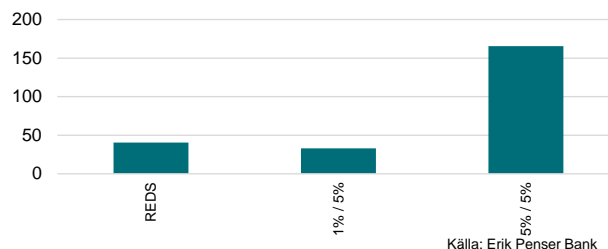
Stor uppsida från potentiell expansion inom sårvård

Sannolikt så står en expansion inom sårvård för dörren inom de närmaste åren i en eller annan form, möjligtvis redan i år. Det kan ske som ett internt utvecklingsprojekt i ett nytt affärsområde, som en spin-off i ett nytt bolag, möjligtvis som ett joint-venture med en stor producent inom sårvård. En variant som är tydlig att räkna på är att Redsense Medical licensierar ut teknologin till en tillverkare av sårvårdsprodukter mot en royalty. Den globala sårvårdsmarknaden uppskattas idag till 197 mdr kr, och avancerad sårvård till 105 mdr kr, eller drygt hälften. Skulle Redsense Medicals sårvårdsteknologi licensieras ut och penetrera 1% av marknaden för avancerad sårvård till en royalty på 5%, skulle detta motsvara ett värde för aktieägarna på 400 mkr, antaget en multipel efter skatt på 10x, vilket motsvarar ca 80% av dagens marknadsvärde av Redsense Medical. Multipeln är konservativ, och det är sannolikt även penetrationsantagandet på sikt om produkten kommer ut på marknaden. T ex skulle en penetration på 5%, och 5% royalty, innebära ett värde på över 2 mdr kr, eller ca 4x dagens aktiekurs. Detta bidrar starkt till synen på Redsense Medical som en investering med hög potential till hög risk. Nyheter kring sårvård kommer att vara viktiga triggers för aktien.

Låg marknadspenetration ger hög potential

Globalt sett ökar hemodialys som behandling med ca 6 % per år, från en nivå idag överstigande 450 miljoner behandlingar per år uppdelat på ca 3 miljoner patienter. Andelen patienter som får behandling i hemmet och/eller på natten, samt riskpatienter, utgör Redsense primära marknadssegment och detta beräknas öka med ca 16 % per år. Vi beräknar att Redsensens marknadspenetration låg på ca 0,6 % 2019, vilket är en tydlig ökning från 0,4 % 2018, och illustrerar en stor uppsida, samt att utvecklingen går åt rätt håll. Detta i kombination med att försäljningstillväxten kom igång på allvar 2019 och i H1'20 ger fortsatt hög potential. Vi räknar med att Redsense Medical växer med ca 30% per år från 2021 och framåt, vilket i stort sett innebär att de växer dubbelt så snabbt som marknaden. Givet den låga penetrationen samt den starka utvecklingen Redsense Medical uppvisat bedömer vi även fortsatt att det är potential på uppsidan i våra prognoser.

Potentiellt värde per aktie / sårvård



Totalmarknad samt penetration och potential

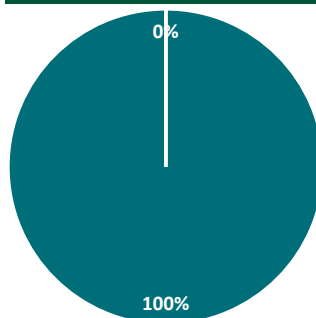
	2019	Potential 2025
Globalt antal dialyspatienter	3 498 000	
Andel patienter hemodialys	90%	
Antal patienter hemodialys	3 148 200	ökar till 4 465 782
Årlig tillväxttakt	6,0%	
Klinik - Patientandel	97%	minskar till 85%
Antal patienter	3 053 754	ökar till 3 795 915
Behandlingar per patient/år	150	150
Behandlingar på klinik per år	458 063 100	ökar till 569 387 188
Andel riskpatienter	20%	20%
Antal behandlingar/riskpatienter vid klinik per år	91 612 620	ökar till 113 877 438
Årlig tillväxttakt	3,7%	
Hemodialys - Patientandel	3%	ökar till 15%
Antal patienter	94 446	ökar till 669 867
Behandlingar per patient/år	250	250
Hemodialys - Behandlingar per år	23 611 500	ökar till 167 466 820
Årlig tillväxttakt	38,6%	
Redsense totalmarknad - Behandlingar per år	115 224 120	ökar till 281 344 258
Årlig tillväxttakt	16,0%	
Antagen intäkt per behandling (SEK)	20	20
Redsense - Implicit totalmarknadsvärde (SEKm)	2 304	5 627
Redsense Medical - Försäljning 2019 (SEKm)	13	
Redsense - Implicit marknadspenetration	0,6%	
Maximal potential		
Marknad 2025 i förhållande till Redsense försäljning 2019 (ggr.)		422
Motsvarande årlig tillväxttakt, försäljning		173,9%

Källa: Erik Penser Bank beräkningar, Fresenius Medical Care, Redsense Medical, ERCPA

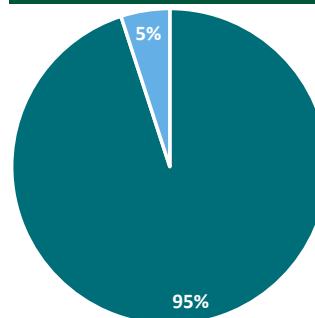
Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Susanne Olausson	14,50%	14,50%
Patrik Byhmer	13,17%	13,17%
Avanza Pension	7,14%	7,14%
Nordnet Pension	3,51%	3,51%
Övriga	61,68%	61,68%
Ordförande		Bo Unéus
Verkställande direktör		Patrik Byhmer
Finansdirektör		-
Investerarkontakt		Patrik Byhmer
Hemsida		www.redsensemedical.com

Sales/segment



Sales/geografi



■ Dialys ■ Sårvård ■ USA ■ Övriga världen

Resultaträkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	7,0	13,3	20,8	27,0	35,1
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,6	0,2	0,0	0,0
Aktiverat arbete för egen räkning	1,7	1,0	0,0	0,0	0,0
Material och köpta tjänster	-3,8	-6,3	-8,5	-10,3	-13,4
Övriga externa kostnader	-7,5	-7,9	-6,1	-6,0	-6,0
Personalkostnader	-4,0	-5,1	-5,6	-5,6	-5,6
Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Övriga rörelsekostnader					
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	-6,6	-4,4	0,8	5,2	10,2
Rörelseresultat (EBIT)	-6,8	-4,6	0,6	5,0	10,0
Finansnetto	-0,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2
Resultat före skatt	-6,9	-5,1	0,4	4,8	9,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	-1,0	-2,2
Periodens resultat	-6,9	-5,1	0,4	3,7	7,6

Balansräkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
Immateriella tillgångar	2,8	3,6	3,6	3,6	3,6
Materiella tillgångar	0,2	0,2	0,4	0,6	0,8
Summa anläggningstillgångar	3,0	3,8	4,0	4,2	4,4
Varulager	0,8	0,6	1,0	1,4	1,8
Kundfordringar	1,0	4,7	6,2	8,1	10,5
Övriga fordringar	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,4	0,6	1,0	1,4	1,8
Likvida medel	3,4	8,7	7,8	10,0	15,9
Summa omsättningstillgångar	6,1	15,2	16,6	21,3	30,4
Summa tillgångar	9,1	19,0	20,6	25,5	34,8
Eget kapital och skulder					
Eget kapital	4,3	14,9	15,4	19,1	26,7
Summa eget kapital	4,3	14,9	15,4	19,1	26,7
Skulder till kreditinstitut	1,4	1,2	0,7	0,7	0,7
Övriga skulder	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	1,5	1,2	0,7	0,7	0,7
Skulder till kreditinstitut	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Leverantörsskulder	1,2	1,5	2,5	3,2	4,2
Aktuella skatteskulder	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	1,6	0,2	0,2	0,2	0,2
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	0,3	1,0	1,7	2,2	2,8
Summa kortfristiga skulder	3,3	2,9	4,5	5,7	7,4
Summa eget kapital och skulder	9,1	19,0	20,6	25,5	34,8

Kassaflöde

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Resultat före skatt	-6,9	-5,5	0,4	4,8	9,8
Justeringar			0,0	0,0	0,0
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	-1,0	-2,2
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	-6,9	-5,5	0,4	3,7	7,6
Förändring av rörelsekapital	0,4	-4,2	-0,7	-1,2	-1,6
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-6,6	-9,8	-0,3	2,5	6,0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1,7	-1,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-1,9	-1,0	-0,2	-0,2	-0,2
Nyemission	8,3	16,4			
Upptagna lån	1,3				
Teckningsoptioner					
Amortering av lån		-0,4	-0,5		
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	9,6	16,0	-0,5	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	1,1	5,3	-0,9	2,3	5,8
Likvida medel vid periodens början	2,3	3,4	8,7	7,8	10,0
Kursdifferens i likvida medel					
Likvida medel vid periodens slut	3,4	8,7	7,8	10,0	15,9

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se