



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 23 February 2021

# Redsense Medical

## Ingen förändring i Q4'20

### Q4'20 i nivå Q3'20

Redsense Medicals försäljning i Q4'20 på ca 2 mkr var i nivå med Q3'20. Nyförsäljningsarbetet har påverkats kraftigt av nedstängningar i spåren av covid-19, i det avseendet utgjorde inte avslutningen på året någon förändring. Distributörer och kliniker har fortsatt att beta av lager, men vår bedömning är fortsatt att befintlig kundbas indikerar en underliggande volym motsvarande ca 4,5 mkr per kvartal.

### Stark balansräkning och stabil ägarbas

Redsense Medical har, med en likviditet på 65 mkr och en stabil ägarbas, goda förutsättningar att hantera den, på kort sikt, svårbedömda situationen. Detta har även speglats i aktien enligt vår bedömning. Vi räknar med att Redsense Medical kommer att återgå till en fin tillväxttrend under 2021, samt att det även kommer att leda till ett ökat intresse för aktien.

### Hög potential

Vi värderar Redsense Medicals befintliga verksamhet inom dialys till 45 kr per aktie, inklusive nettokassa om knappt 5 kr per aktie. Sårvård bidrar med ytterligare 30 kr per aktie, vilket summerar till ett totalt motiverat värde om ca 75 kr. Triggers kommer att vara en förbättrad tillväxt post covid-19 samt ökat fokus på sårvård. Vi bedömer även att Redsense Medical är ett potentiellt uppköpsobjekt.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning																	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	75.00 - 80.00																	
EPS, just 21e	0.1	0.14	-30.4%	Sales,m	14	24	31	40	Current price	42.10																
EPS, just 22e	0.34	0.4	-13.8%	Sales Growth	4.8%	70.2%	30.0%	30.0%	Riskenivå	High																
EPS, just 23e	0.55	0.55	0.0%	EBITDA, m	(7.8)	2.5	6.9	10.7	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>																	
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Kommande händelser</div> <table border="0"> <tr> <td>Q1 2021</td> <td></td> <td>3 maj</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Q2 2021</td> <td></td> <td>24 augusti</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Q3 2021</td> <td></td> <td>9 november</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Q4 2021</td> <td></td> <td>22 februari, 2022</td> <td></td> </tr> </table>				Q1 2021		3 maj		Q2 2021				24 augusti		Q3 2021		9 november		Q4 2021		22 februari, 2022		EBIT, m	(8.0)	2.2	6.6	10.4
				Q1 2021		3 maj																				
Q2 2021		24 augusti																								
Q3 2021		9 november																								
Q4 2021		22 februari, 2022																								
				EPS, adj	(0.63)	0.10	0.34	0.55																		
				EPS Growth	NM%	NM%	248.6%	61.6%																		
				Equity/Share	5.2	5.3	5.7	6.2																		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00																		
				EBIT Marginal	(57.7)%	9.1%	21.3%	25.9%																		
				ROE (%)	(12.0)%	1.9%	6.1%	8.9%																		
				ROCE	(11.0)%	2.9%	8.3%	11.9%																		
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EV/Sales	37.84x	22.23x	17.10x	13.16x	<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div> <p>alexander.vilval@penser.se</p>																	
				Antal aktier		14.0m	EV/EBITDA	(67.5)x			212.9x	76.6x	49.3x													
Market cap		591	EV/EBIT	(65.6)x	244.3x	80.3x	50.8x																			
Nettoskuld		(65)	P/E, adj	(67.2)x	428.0x	122.8x	76.0x																			
EV		526	P/Equity	8.1x	7.9x	7.4x	6.8x																			
Free Float		83.72%	Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%																			
Avg. No. of Daily Traded Sh.		30.1(k)	FCF yield	(7.3)%	6.3%	0.8%	1.3%																			
Reuters/Bloomberg		REDS.ST/REDS SS	Net Debt/EBITDA	8.3g	(26.8)g	(10.3)g	(7.4)g																			



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Medicinteknik | Sweden | 23 February 2021

# Sammanfattning

## Ingen förändring i Q4'20

### Investment Case

Redsense har påverkats kraftigt av nedstängningar i samband med covid-19, framför allt vad gäller nyförsäljning med begränsade möjligheter att besöka sjukhus och kliniker, vilket även var ett tema i Q3'20 och som sedan löpte vidare under Q4'20. Detta innebär att den starka tillväxten tidigare under 2020 till viss del drevs av lageruppyggnad hos distributörer och slutkunder. Patientunderlaget som använder produkten har dock inte minskat, och den underliggande tillväxten finns kvar. Möjligheterna att bedriva utbildning på plats har i princip omöjliggjorts, men Redsense Medical har sedan covid-19 bröt ut tränat betydligt fler personer via teams/zoom än de ca 1500 personer som utbildades 2019 på konferenser etc. Den befintliga basen patienter som använder Redsense indikerar enligt vår bedömning en försäljning på ca 4,5 mkr per kvartal, och vi räknar med den nivån som bas när vi ser fram emot 2021 då vi räknar med 30% tillväxt. Redsense Medical har skapat ett nytt affärsområde för teknologin inom sårvård, samt avser att dela ut detta till aktieägarna vid en planerad särnotering under H1'21. VD för det nya bolaget, som ska heta Odinwell, blir Redsense Medicals styrelsemedlem Klas Arildsson. Klas har bland annat erfarenhet från Gambro, Baxter samt Getinge.

### Bolags profil

Redsense är en patenterad produkt som upptäcker blodläckage vid hemodialys, ett problem som uppkommer vid vennålsutdragnig och inträffar vid ca 1/720 hemodialysbehandlingar. Globalt sett dör ca 1,200 personer per år till följd av vennålsutdragnig. Globalt sett ökar hemodialys som behandling med ca 6 % per år, från en nivå idag överstigande 450 miljoner behandlingar per år uppdelat på över 3 miljoner patienter. Andelen patienter som får behandling i hemmet och/eller på natten, samt riskpatienter, utgör Redsense primära marknadssegment och bedöms växa stadigt. Vi beräknar att Redsenses marknadspenetration låg på ca 0,6 % 2020.

### Värdering

Vi räknar med att bolaget lyckas komma tillbaka tillväxtnässigt 2021, samt därefter växa ca 30% per år framöver, med en EBITDA-marginal på ca 33% 2025, vilket då skulle motivera en EV/Sales-multipel på ca 8,4x. Uppskattningen av värdet för sårvård baseras på en antagen penetrationsnivå och licensiering av teknologin/royaltybetalningar. Värdena diskonteras till idag, samt justeras för aktuell nettokassa.

### Motiverat värde

Vi värderar Redsense Medical till ca 75 kr per aktie, där Redsense (dialys) står för ca 45 kr och sårvård för ytterligare ca 30 kr per aktie, vilket vi tror kan realiseras på några års sikt.

## Stor potential från sårvård

En expansion inom sårvård står för dörren inom de närmaste och ska realiseras i det nya bolaget Odinwell, vilket ska delas ut till aktieägarna under H1'21. Redsense Medical avser att Odinwell ska ha en utvecklad produkt redo inom 2 år. Värdet i Odinwell bedömer vi genom att anta att Odinwell 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 Odinwells sårvårdsteknologi licensieras ut och penetrera 1% av marknaden för avancerad sårvård till en royalty på 5% skulle detta innebära ett värde på ca 30 kr per aktie i nuvarande Redsense Medical. Detta baseras på en konservativt antagen multipel om 10x nettovinsten, och även penetrationsantagandet är sannolikt konservativt på sikt om produkten kommer ut på marknaden. T ex skulle en penetration på 5%, och 5% royalty, innebära ett värde kring 160 kr per aktie. Detta bidrar starkt till synen på Redsense Medical som en investering med hög potential till hög risk.

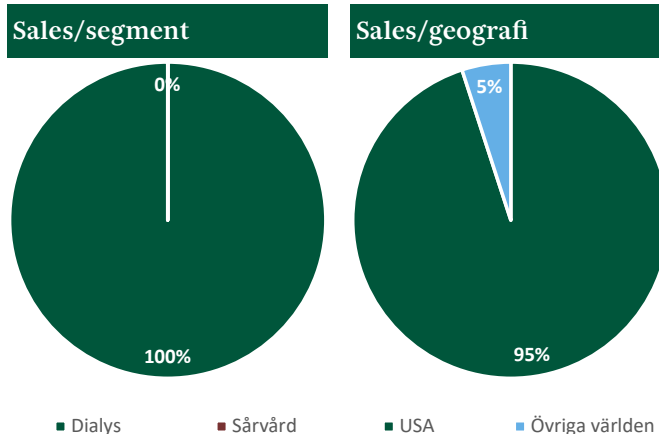
## Låg marknadspenetration ger hög potential

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 stadigt de närmaste åren. Vi beräknar att Redsenses marknadspenetration låg på ca 0,6 % 2020. 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.

Redsense - Potentiell totalmarknad			
Schematisk bild över potentiell marknad			
	2020		Potential 2025
Globalt antal dialyspatienter	3 707 880		
Andel patienter hemodialys	90%		
<b>Antal patienter hemodialys</b>	<b>3 337 092</b>	<b>ökar till</b>	<b>4 465 782</b>
Årlig tillväxttakt	6,0%		
Klinik - Patientandel	97%	minskar till	85%
Antal patienter	3 236 979	ökar till	3 795 915
Behandlingar per patient/år	150		150
Behandlingar på klinik per år	485 546 886	ökar till	569 387 188
Andel riskpatienter	20%		20%
<b>Antal behandlingar/riskpatienter vid klinik per år</b>	<b>97 109 377</b>	<b>ökar till</b>	<b>113 877 438</b>
Årlig tillväxttakt	3,2%		
Hemodialys - Patientandel	3%	ökar till	15%
Antal patienter	100 113	ökar till	669 867
Behandlingar per patient/år	250		250
<b>Hemodialys - Behandlingar per år</b>	<b>25 028 190</b>	<b>ökar till</b>	<b>167 466 820</b>
Årlig tillväxttakt	46,3%		
<b>Redsense totalmarknad - Behandlingar per år</b>	<b>122 137 567</b>	<b>ökar till</b>	<b>281 344 258</b>
Årlig tillväxttakt	18,2%		
Antagen intäkt per behandling (SEK)	20		20
Redsense - Implicit totalmarknadsvärde (SEKm)	2 443		5 627
Redsense Medical - Försäljning 2019 (SEKm)	14		
<b>Redsense - Implicit marknadspenetration</b>	<b>0,6%</b>		
<b>Maximal potential</b>			
Marknad 2025 i förhållande till Redsense försäljning 2020 (ggr.)			392
Motsvarande årlig tillväxttakt, försäljning			230,2%

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

Största aktieägare	Röster	Aktier
Patrik Byhmer	14,0%	14,0%
Handelsbanken Fonder	4,9%	4,9%
Swedbank Robur	4,6%	4,6%
TIN Fonder	4,3%	4,3%
Övriga	72,2%	72,2%
Ordförande		Bo Unéus
Verkställande direktör		Patrik Byhmer
Finansdirektör		-
Investerarkontakt		Patrik Byhmer
Hemsida		www.redsensemedical.com



## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	7,0	13,3	13,9	23,7	30,8	40,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiverat arbete för egen räkning	1,7	1,0	4,2	0,0	0,0	0,0
Material och köpta tjänster	-3,8	-6,3	-8,8	-9,0	-11,7	-15,2
Övriga externa kostnader	-7,5	-7,9	-10,8	-6,4	-6,4	-8,3
Personalkostnader	-4,0	-5,1	-6,4	-5,8	-5,8	-5,8
Avskrivningar	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3
Övriga rörelsekostnader						
<b>Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)</b>	<b>-6,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-7,8</b>	<b>2,5</b>	<b>6,9</b>	<b>10,7</b>
<b>Rörelseresultat (EBIT)</b>	<b>-6,8</b>	<b>-4,6</b>	<b>-8,0</b>	<b>2,2</b>	<b>6,6</b>	<b>10,4</b>
Finansnetto	-0,1	-0,5	-0,8	-0,4	-0,4	-0,4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-6,9</b>	<b>-5,1</b>	<b>-8,8</b>	<b>1,8</b>	<b>6,2</b>	<b>10,0</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,4	-2,2
<b>Periodens resultat</b>	<b>-6,9</b>	<b>-5,1</b>	<b>-8,8</b>	<b>1,4</b>	<b>4,8</b>	<b>7,8</b>

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Tillgångar</b>						
Immateriella tillgångar	2,8	3,6	5,4	5,4	5,4	5,4
Materiella tillgångar	0,2	0,2	2,2	2,1	2,0	1,9
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>
Varulager	0,8	0,6	2,3	3,9	5,0	6,5
Kundfordringar	1,0	4,7	1,9	3,2	4,2	5,4
Övriga fordringar	0,5	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,4	0,6	0,4	0,7	0,9	1,2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	3,4	8,7	65,0	66,3	71,0	78,7
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>6,1</b>	<b>15,2</b>	<b>70,4</b>	<b>74,9</b>	<b>82,0</b>	<b>92,7</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>9,1</b>	<b>19,0</b>	<b>78,1</b>	<b>82,4</b>	<b>89,4</b>	<b>99,9</b>
<b>Eget kapital och skulder</b>						
Eget kapital	4,3	14,9	73,2	74,5	79,4	87,1
<b>Summa eget kapital</b>	<b>4,3</b>	<b>14,9</b>	<b>73,2</b>	<b>74,5</b>	<b>79,4</b>	<b>87,1</b>
Skulder till kreditinstitut	1,4	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1,5</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Skulder till kreditinstitut	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	1,2	1,5	3,2	5,5	7,1	9,3
Aktuella skatteskulder	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga skulder	1,6	0,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	0,3	1,0	1,0	1,7	2,2	2,8
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3,3</b>	<b>2,9</b>	<b>4,9</b>	<b>7,9</b>	<b>10,0</b>	<b>12,8</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>9,1</b>	<b>19,0</b>	<b>78,1</b>	<b>82,4</b>	<b>89,4</b>	<b>99,9</b>

## Kassaflöde

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat före skatt	-6,9	-5,5	-8,8	1,8	6,2	10,0
Justeringar			-0,3	0,3	0,3	0,3
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	-0,4	-1,4	-2,2
<b>Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital</b>	<b>-6,9</b>	<b>-5,5</b>	<b>-9,1</b>	<b>1,7</b>	<b>5,1</b>	<b>8,1</b>
Förändring av rörelsekapital	0,4	-4,2	-32,4	35,8	-0,2	-0,2
<b>Kassaflöde från den löpande verksamheten</b>	<b>-6,6</b>	<b>-9,8</b>	<b>-41,5</b>	<b>37,5</b>	<b>5,0</b>	<b>7,9</b>
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-1,7	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-0,2	0,0	-4,0	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
Nyemission	8,3	16,4	70,1			
Uptagna lån	1,3					
Teckningsoptioner						
Amortering av lån		-0,4	-4,8			
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamheten</b>	<b>9,6</b>	<b>16,0</b>	<b>65,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>1,1</b>	<b>5,3</b>	<b>19,8</b>	<b>37,3</b>	<b>4,8</b>	<b>7,7</b>
Likvida medel vid periodens början	2,3	3,4	8,7	29,0	66,3	71,0
Kursdifferens i likvida medel			0,5			
Likvida medel vid periodens slut	3,4	8,7	29,0	66,3	71,0	78,7

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 grundas 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

#### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån 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%.

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. 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 fondhandlarförningens 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 be-rörda 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](http://www.penser.se)