

ZENICOR MEDICAL SYSTEMS AB

ANALYTIKER: STAFFAN BÜLOW

ÖVERSIKT



Zenicor är marknadsledande inom arytmi-diagnostik och strokeprevention med en närvaro på över 350 kliniker i 10 länder. Bolagets fokus för 2018 kommer att vara tillväxt och internationell expansion. Med kapitaltillskott från Handelsbanken och Humle Kapitalförvaltning har Bolaget resurser att kunna växa internationellt. I ett Base scenario värderas Zenicor till P/S 5,3 på 2018E. Givet en target-multipel om P/S 6,5 resulterar det i en uppsida om 23 %.



Zenicor Medical Systems AB ("Zenicor" eller "Bolaget") är verksamma inom arytmiagnostik och strokeprevention. Zenicor tillhandahåller instrumentet Zenicor-EKG som är en handhållen EKG-apparat, vilken kan diagnostisera hjärtstörningar och förmaksflimmer och preventivt identifiera stroke. EKG-apparaten är kopplad till en central webbaserad EKG-databas, vilken lagrar, analyserar och ger diagnosstöd. Vidare är Zenicors systemlösning CE-märkt. Zenicor-EKG finns på över 350 kliniker i Norden, Tyskland, Österrike, Schweiz och Storbritannien.

Marknadsledande position och tydliga konkurrensfördelar.

Zenicor är marknadsledande inom arytmiagnostik och strokeprevention. Den primära konkurrerande metoden till Zenicor-EKG är Holter-EKG, vilken använder elektroder på kroppen. Zenicors lösning har i flera studier visat sig vara enklare, effektivare och mer kostnadseffektiv jämfört med dagens metoder. Zenicor-EKG är vetenskapligt validerad i över 30 publicerade avhandlingar och studier. Dessa visar bl.a. på att Zenicor-EKG kan identifiera fler än fyra gånger mer arytmier och förmaksflimmer, och är mer effektiv än konkurrerande alternativ. Då värden är konservativ och kräver mycket klara bevis på nya medicintekniska produkter är det en fördel att det finns tydliga evidens för Zenicor-EKG.

Stor marknadspotential i primärscreening.

Bolagets produkt kan användas inom hjärtarytmi, primärpreventiv screening och sekundärpreventiv. Hjärtarytmi följt av sekundärpreventiv screening utgör idag det största segmentet av Bolagets intäkter. Primärpreventiv screening innebär screening för personer med ökad risk för stroke. Det diskuteras i vården att förebygga stroke genom primärscreening. Europeiska Kardiologsällskapet har framlagt riktlinjer om att systematiskt screena alla individer över 75 år. Således finns en enorm marknadspotential i fall sjukvården skulle införa systematisk screening.

Flertalet screeningprojekt initierades 2017.

Bolaget har under 2017 påbörjat screeningprojekt, pilotprojekt och samarbetsavtal, med kliniker, universitetssjukhus och läkemedelsbolag. Särskilt intressant är projektet med BNK och Pfizer där Zenicor-EKG ska

Datum	Projekt	Aktör	Land
2017-11-13	Avslutat pilotprojekt	Oulo Heart Center	Finland
2017-10-24	Screeningprojekt	Tre kliniker	UK
2017-09-20	Screeningprojekt	Universitetssjukhus	Schweiz
2017-07-05	Screeningprojekt	Pfizer och BNK	Tyskland
2017-05-11	Samarbetsavtal	Technomed	UK
2017-02-08	Screeningprojekt	KSS	UK

utvärderas på 1 500 patienter fördelat på 40 kardiologiska mottagningar i Tyskland. Vidare medför samarbetsavtalet med Technomed, som är en ledande aktör inom EKG-tolkning, att de blir en försäljningskanal av Zenicor-EKG i Storbritannien.

Handelsbanken och Humle kapitalförvaltning investerar 19 MSEK.

2018-02-21 genomförde Zenicor en riktad emission om 19 MSEK till Humle Småbolagsfond och Handelsbanken Microcap fond. Fonderna tecknade 500 000 aktier vardera vilket motsvarar en ägarandel om 8,9 % vardera. Emissionslikviden ska användas till tillväxt och expansion i Europa genom försäljnings- och marknadsaktiviteter. Vidare uppgår insynsägandet till 34,9 % varav VD, Mats Palerius, äger 14,3 % och samtliga styrelseledamöter äger aktier. Sammanfattningsvis ingjuter ägarbildens förtroende och det finns incitament för nyckelpersoner.

I ett Base scenario värderas Zenicor till P/Sales 5,3 på 2018E.

På 2018E prognostiseras nettoomsättningen i ett Base scenario till 25 MSEK, motsvarande en tillväxt om 37 %. Omsättningen för 2018 bygger på att Bolaget lyckas få in fler screeningprojekt och att befintliga pilotprojekt renderar i ordervärden. För att värdera Zenicor används en P/Sales-multipel för utvalda medtech-bolag. Medtech-bolag på First North och AktieTorget värderas till en P/Sales-median om 6,5. Givet en target-multipel om P/Sales 6,5 resulterar det i en indikativ uppsida om 23 %.

I ett Bear scenario lyckas Bolaget inte med deras tillväxtstrategi,

vilket gör att de inte får in några nya screeningprojekt. På 2018E prognostiseras nettoomsättningen i ett Bear scenario till 15 MSEK, motsvarande en negativ tillväxt om -18 %. Med en negativ tillväxt motiveras än rabatt mot peers, vilket ger en target-multipel om 5,5 motsvarande en indikativ nedsida om -37 %.

I ett Bull scenario når Zenicor en omsättning på 35 MSEK på 2018

års prognos, motsvarande en tillväxt om 92 %. Detta resulterar i en värdering om P/Sales om 3,8 på 2018E. Den höga tillväxten motiverar en premie mot peers, vilket ger en target-multipel om 7,5, motsvarande en indikativ uppsida om 99 %.

P/Sales	Omsättning					
	SEK	15	20	25	30	35
5,5	15	20	24	29	34	34
6	16	21	27	32	37	37
6,5	17	23	29	35	40	40
7	19	25	31	37	43	43
7,5	20	27	33	40	47	47

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Innehavsredovisning

Analyst Group äger aktier i: Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group, Noridc Leisure, Sleepo, Aspire Global och Nordic Waterproofing.

Staffan Bülow äger aktier i: Drillcon, Alcadon Group, DDM Holding, TalkPool, och Stillfront Group.

Patrik Nilsson äger aktier i: Aspire Global och Alcadon Group.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.