



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 26 April 2021

Bio-Works Technologies

Stark orderingång i Q1

Bra start på 2021

Försäljningen i Q1 hamnade visserligen under vår prognos och uppgick till 2,5 mkr (2,0) mot förväntade 3,8 mkr (rensat för engångsintäkt från Amicogen), men enskilda order har stor påverkan på utfallet och det som inte kom med i Q1 väntas i stället levereras senare i år. Det viktiga för oss är att riktningen är den rätta, varför vi skruvar upp helårsprognosen något (se nästa stycke).

Imponerande orderingång

Redan före rapporten visste vi att Bio-Works haft ett bra kvartal med rekordhög orderingång i Q1. Vi blev dock positivt överraskade av totalsiffran som rapporterades. Under Q1 uppgick orderingången till 8,5 mkr (2,1), vilket var 2,1 mkr högre än det som pressmeddelats. Vi uppfattar att leveranstiden är relativt kort och att allt kommer att levereras under 2021. Bolaget ger därtill en positiv bild av efterfrågeläget.

Upprepat motiverat värde

Vårt samlade intryck av rapporten är att den var bra och bekräftar vår positiva syn på bolaget och aktien. Vi gör endast mindre förändringar i våra prognoser efter Q1-siffrorna och upprepar vårt motiverade värde på 23-24 kr.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	23.00 - 24.00	
EPS, just 21e	-0.14	-0	-5,529.3%	Sales,m	7	15	28	52	Current price	SEK20.00
EPS, just 22e	-0.56	-0.27	-106.8%	Sales Growth	29.8%	102.4%	89.8%	87.1%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	-0.42	-0.21	-99.0%	EBITDA, m	(44.2)	(3.4)	(21.2)	(15.4)	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, m	(44.7)	(4.2)	(22.2)	(16.8)		
Årsredovisning 2020	28 april 2021			EPS, adj	(1.48)	(0.14)	(0.56)	(0.42)		
Q2 2021	20 augusti 2021			EPS Growth	NA%	NA%	NA%	NA%		
Bolagsfakta (mkr)				Equity/Share	1.2	1.1	1.8	1.3		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	-%	(0.0)%	-%	-%		
				ROE (%)	-%	(0.0)%	-%	-%		
				ROCE	-%	(0.0)%	-%	-%		
				EV/Sales	80.41x	39.73x	20.93x	11.19x		
Antal aktier	30.4m			EV/EBITDA	(13.2)x	(170.0)x	(27.4)x	(37.7)x		
Market cap	608			EV/EBIT	(13.0)x	(137.8)x	(26.2)x	(34.6)x		
Nettoskuld	(27)			P/E, adj	(13.5)x	(144.1)x	(35.7)x	(48.1)x		
EV	582			P/Equity	16.2x	18.3x	10.9x	15.7x		
Free Float	0.87%			Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	104.0(k)			FCF yield	(15.8)%	(1.2)%	(3.4)%	(2.7)%		
Reuters/Bloomberg	Biowks.st/Biowks.ss			Net Debt/EBITDA	0.7g	7.7g	2.2g	1.8g		

Analytiker

klas.palin@penser.se



Sammanfattning

Stark orderingång i Q1

Investment Case

Bio-Works utvecklar, tillverkar och säljer agarosbaserade kromatografiresiner (porösa sfäriska gelpärlor), en viktig förbrukningsvara vid separation av biokemiska molekyler. Produkterna används framför allt inom läkemedelsindustrin i allt från småskalig analys av ämnen till fullskalig produktion av läkemedel (de stora volymerna). Efter sju år i kommersiell fas ser vi nu tydliga tecken på att Bio-Works antrar en period av accelererande försäljningstillväxt, som vi bedömer bara är början på en långsiktig utveckling som kan vara i ett decennium. En investering i Bio-Works ger exponering mot starka tillväxttrender i marknaden inom biologiska läkemedel, men utan samma projektrisk som är karakteristisk vid läkemedelsutveckling.

Bolagsprofil

Bio-Works utvecklar, tillverkar och säljer agarosbaserade kromatografiresiner (porösa sfäriska gelpärlor), en viktig förbrukningsvara vid separation av biokemiska molekyler. Produkterna används framför allt inom läkemedelsindustrin i allt från småskalig analys av ämnen till fullskalig produktion av läkemedel. VD för bolaget är Jonathan Royce.

Försäljning bedrivs globalt, med egen direktförsäljning på den nordamerikanska marknaden och betydelsefulla marknader i Europa, på övriga marknader sker den via distributörer. Bolagets kunder återfinns inom hela spektret av läkemedelsindustrin, allt från små och medelstora biotech-bolag till de största läkemedelsbolagen, men även kontraktstillverkare. Som en relativt ny spelare inom fältet ser Bio-Works bäst möjligheter att ta sig in på denna väletablerade marknad, med monopolistiska drag, genom att rikta sig mot de mindre och medelstora läkemedelsutvecklarna. Här finns det, bedömer vi, större behov av att ha en närmare relation till ett specialiserat säljteam som kan bistå med kunskap om processutveckling, något som Bio-Works kan prioritera men som kan vara svårt att få från de större aktörerna.

Värdering

Erik Penser Banks värdering av Bio-Works utgår från en diskonterad kassaflödesmodell (DCF). Vi ser det som den mest lämpade modellen i nuläget, då vi anser att exempelvis multipelbaserade värderingsansatser riskerar att bli alltför godtyckliga, utifrån att bolaget ännu inte nått lönsamhet och inte heller har en historik av lönsamhet att luta sig mot. Vi har dock även studerat hur jämförbara bolag värderas, som en sanity check av var vi landat i värderingen, vilken bekräftar vårt fundamentala värde. För att diskontera framtida kassaflöden använder vi en WACC på 12,5 procent.

Motiverat värde

Efter Q1-rapporten upprepar vi vårt motiverade värde om 23–24 kr per aktie.

Små förändringar

I det stora hela bjöd statusuppdateringen för Q1 på positiva besked, där orderingången var viktigast.

Vi vill passa på att poängtera att i den rapporterade försäljningen inkluderades även en engångsbetalning från licenspartnern Amicogen om 16,4 mkr. Här hade vi räknat med en högre siffra på 18,6 mkr (vi inkluderar den dock under övriga rörelseintäkter). Skillnaden förklaras av att sydkoreanska staten tar en skatt på ersättningen om 10 procent som vi inte hade räknat med i vår prognos. Detta väntas även gälla för kommande betalningar senare i år och nästa år, vilket är den främsta orsaken till att vi tar ned resultatprognosen dessa två år.

Nedan visas våra ändringar i estimaten.

Estimatförändringar				
		2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	Nya	14,6	27,8	52,0
	Tidigare	14,3	27,0	52,0
(%)		2%	3%	0%
EBIT	Nya	-4,2	-22,2	-16,8
	Tidigare	-0,1	-22,5	-16,8
(%)		4122%	-1%	0%

Bio-Works ger endast detaljerade siffror över verksamheten halvårsvis, se våra förväntningar nedan för innevarande år och för 2022.

Resultaträkning per halvår 2021-2022 (MSEK)

	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022
Nettoomsättning	7,3	7,3	12,3	15,5
Förändring av lager	0,3	0,4	0,6	0,6
Aktiverat för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	31,8	0,7	7,1	0,8
Summa intäkter	39,4	8,4	20,0	16,9
Råvaror och förnödenheter	-1,8	-1,8	-2,8	-3,5
Övriga externa kostnader	-9,3	-10,7	-11,1	-11,1
Personalkostnader	-13,0	-14,4	-14,2	-14,9
Av-/nedskrivningar	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	-0,3	-0,3
Summa rörelsens kostnader	-24,6	-27,4	-28,9	-30,3
EBITDA	15,2	-18,6	-8,4	-12,8
EBIT	14,8	-19,0	-8,9	-13,3
Finansnetto	0,0	0,0	-0,2	-0,2
Res. efter finansnetto	14,8	-19,0	-9,1	-13,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	14,8	-19,0	-9,1	-13,5

Resultaträkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	3,7	4,9	6,6	5,6	7,2	14,6	27,8	52,0
Förändring av lager	1,1	0,1	0,6	1,3	-1,7	0,7	1,3	1,8
Aktiverat för egen räkning	2,8	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	2,2	2,1	0,1	0,0	1,2	32,5	7,9	2,0
Summa intäkter	9,7	8,6	7,2	6,9	6,7	47,8	37,0	55,8
Råvaror och förnödenheter	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,3	-3,7	-6,3	-10,9
Övriga externa kostnader	-10,6	-11,6	-14,0	-21,1	-19,8	-20,0	-22,2	-27,5
Personalkostnader	-13,2	-17,0	-23,4	-24,6	-29,7	-27,4	-29,1	-32,0
Av-/nedskrivningar	-2,0	-2,2	-6,9	-1,8	-0,5	-0,8	-1,0	-1,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8
Summa rörelsens kostnader	-26,8	-32,1	-45,3	-49,1	-51,4	-52,1	-59,2	-72,6
EBITDA	-15,1	-21,3	-31,1	-40,3	-44,2	-3,4	-21,2	-15,4
EBIT	-17,1	-23,6	-38,1	-42,1	-44,7	-4,2	-22,2	-16,8
Finansnetto	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,0	-0,4	0,0
Resultat före skatt	-17,2	-23,7	-38,0	-42,2	-45,0	-4,2	-22,6	-16,8
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-17,2	-23,7	-38,0	-42,2	-45,0	-4,2	-22,6	-16,8

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde före rörelsekapital förändring	-15,2	-21,4	-31,0	-40,3	-44,6	-3,4	-21,6	-15,4
Förändringar av rörelsekapital	0,7	0,2	-3,7	0,3	1,2	-0,9	-0,9	-1,2
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-14,5	-21,2	-34,7	-40,0	-43,4	-4,3	-22,5	-16,6
Investeringar	-2,8	-2,0	-0,8	-0,2	-0,3	-2,2	-2,0	-3,2
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-17,3	-23,2	-35,5	-40,3	-43,7	-6,5	-24,5	-19,8
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde finansieringsverksamhet	20,0	99,3	0,3	62,6	0,3	0,0	45,0	0,0
Förvärv	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde	2,7	76,1	-35,2	22,3	-43,3	-6,5	20,5	-19,8

Balansräkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Immateriella tillgångar	9,1	8,6	2,0	0,6	0,3	0,5	0,7	1,1
Materiella anläggningstillgångar	0,6	0,9	1,3	1,2	1,3	2,5	3,3	4,7
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	9,7	9,5	3,3	1,7	1,6	3,0	4,0	5,8
Varulager	3,7	3,8	6,0	7,0	6,5	7,8	9,2	11,6
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar	1,5	2,8	4,0	2,9	4,3	5,4	6,8	8,0
Likvida medel	13,1	89,2	54,1	76,4	33,1	26,5	47,0	27,2
Summa omsättningstillgångar	18,4	95,8	64,1	86,3	43,9	39,7	63,0	46,8
SUMMA TILLGÅNGAR	28,1	105,3	67,4	88,0	45,5	42,7	67,0	52,6
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	23,6	99,3	61,6	82,1	37,5	33,2	55,6	38,8
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	23,6	99,3	61,6	82,1	37,5	33,2	55,6	38,8
Långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,4	1,9	1,4	1,1	2,2	2,9	4,3	6,1
Övriga kortfristiga icke-räntebärande skulder	2,2	1,8	1,5	1,1	2,2	2,6	2,9	3,2
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,9	2,4	2,9	3,7	3,7	4,0	4,2	4,5
Summa kortfristiga skulder	4,4	6,0	5,8	5,9	8,0	9,5	11,4	13,8
Summa Eget Kapital och skulder	28,1	105,3	67,4	88,0	45,5	42,7	67,0	52,6

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

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 på <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