





## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sweden | 23 August 2021

# Sammanfattning

---

## På rätt spår

### Investment Case

---

Efter sju år i kommersiell fas ser vi nu tydliga tecken på att Bio-Works äntrar 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

---

Efter H1-rapporten upprepar vi vårt motiverade värde om 23–24 kr per aktie.

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.

## Estimatförändringar

Den goda försäljningsutvecklingen och orderingången under H1 ger oss anledning att justera upp försäljningssiffrorna för i år (det viktigaste i detta tillväxtnscenariot). Utvecklingen under H1 2021 gör att vi känner oss än mer konfidentialet att bolaget kommer kunna växa starkt under många år framåt och möta våra prognoser.

Kostnaderna under H1 2021 hamnade över våra förväntningar, där en väsentlig del men inte allt kan förklaras av engångsposter kopplat till konsulter och produktion. Vi tar därför upp våra kostnadsprognoser lite grann och med det väntas ett något svagare resultat.

Nedan visas våra övergripande ändringar av estimaten.

Prognosändringar 2021-2023		2021e	2022e	2023e
Nettoomsättning	Nya	15,9	27,8	52,0
	Tidigare	14,6	27,8	52,0
(%)		9%	0%	0%
EBIT	Nya	-10,8	-26,0	-18,3
	Tidigare	-4,2	-22,2	-16,8
(%)		156%	17%	9%

Bio-Works ger endast detaljerade siffror över verksamheten halvårsvis, se våra förväntningar nedan för innevarande år och för 2022. Våra siffror för H2 2021 bygger på relativt konservativa förväntningar och vi känner oss trygga med att Bio-Works ska möta dessa. Orderboken vid utgången av Q2 2022 uppgick till 3,9 mkr, produkter som vi räknar med kommer att levereras till kund i år. Finansiellt är läget under kontroll, inte minst tack vare kontantersättningar från Amicogen-avtalet.

Prognoser, kvartal och helår (MSEK)						
	H1 2021	H2 2021e	H1 2022e	H2 2022e	2021e	2022e
Nettoomsättning	8,3	7,6	12,3	15,5	15,9	27,8
Förändring av lager	0,4	0,4	0,6	0,6	0,8	1,3
Övriga rörelseintäkter	32,0	0,7	7,1	0,8	32,7	7,9
<b>Summa intäkter</b>	<b>40,7</b>	<b>8,7</b>	<b>20,0</b>	<b>16,9</b>	<b>49,4</b>	<b>37,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-1,4	-1,5	-2,3	-2,9	-2,9	-5,3
Övriga externa kostnader	-14,3	-11,4	-11,6	-12,4	-25,7	-24,0
Personalkostnader	-15,4	-15,4	-15,9	-16,2	-30,8	-32,1
Av-/nedskrivningar	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-1,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,0	-0,6
<b>Summa rörelsens kostnader</b>	<b>-31,4</b>	<b>-28,7</b>	<b>-30,6</b>	<b>-32,3</b>	<b>-60,2</b>	<b>-63,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9,6</b>	<b>-19,6</b>	<b>-10,1</b>	<b>-14,9</b>	<b>-10,0</b>	<b>-25,0</b>
<b>EBIT</b>	<b>9,3</b>	<b>-20,0</b>	<b>-10,6</b>	<b>-15,4</b>	<b>-10,8</b>	<b>-26,0</b>
Finansnetto	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4
<b>Res. efter finansnetto</b>	<b>8,9</b>	<b>-20,0</b>	<b>-10,8</b>	<b>-15,6</b>	<b>-11,1</b>	<b>-26,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>8,9</b>	<b>-20,0</b>	<b>-10,8</b>	<b>-15,6</b>	<b>-11,1</b>	<b>-26,4</b>

## Resultaträkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	3,7	4,9	6,6	5,6	7,2	15,9	27,8	52,0
Förändring av lager	1,1	0,1	0,6	1,3	-1,7	0,8	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	32,7	7,9	2,0
<b>Summa intäkter</b>	<b>9,7</b>	<b>8,6</b>	<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>6,7</b>	<b>49,4</b>	<b>37,0</b>	<b>55,8</b>
Råvaror och förnödenheter	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,3	-2,9	-5,3	-9,9
Övriga externa kostnader	-10,6	-11,6	-14,0	-21,1	-19,8	-25,7	-24,0	-27,5
Personalkostnader	-13,2	-17,0	-23,4	-24,6	-29,7	-30,8	-32,1	-34,5
Av-/nedskrivningar	-2,0	-2,2	-6,9	-1,8	-0,5	-0,7	-1,0	-1,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,6	-0,8
<b>Summa rörelsens kostnader</b>	<b>-26,8</b>	<b>-32,1</b>	<b>-45,3</b>	<b>-49,1</b>	<b>-51,4</b>	<b>-60,2</b>	<b>-63,0</b>	<b>-74,1</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-15,1</b>	<b>-21,3</b>	<b>-31,1</b>	<b>-40,3</b>	<b>-44,2</b>	<b>-10,0</b>	<b>-25,0</b>	<b>-16,9</b>
<b>EBIT</b>	<b>-17,1</b>	<b>-23,6</b>	<b>-38,1</b>	<b>-42,1</b>	<b>-44,7</b>	<b>-10,8</b>	<b>-26,0</b>	<b>-18,3</b>
Finansnetto	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	0,0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-17,2</b>	<b>-23,7</b>	<b>-38,0</b>	<b>-42,2</b>	<b>-45,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-26,4</b>	<b>-18,3</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-17,2</b>	<b>-23,7</b>	<b>-38,0</b>	<b>-42,2</b>	<b>-45,0</b>	<b>-11,1</b>	<b>-26,4</b>	<b>-18,3</b>

## Balansräkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Immateriella tillgångar	9,1	8,6	2,0	0,6	0,3	0,1	0,2	0,3
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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>9,7</b>	<b>9,5</b>	<b>3,3</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>
Varulager	3,7	3,8	6,0	7,0	6,5	7,8	9,2	11,2
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar	1,5	2,8	4,0	2,9	4,3	5,0	6,8	8,0
Likvida medel	13,1	89,2	54,1	76,4	33,1	22,1	37,2	16,4
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>18,4</b>	<b>95,8</b>	<b>64,1</b>	<b>86,3</b>	<b>43,9</b>	<b>34,9</b>	<b>53,2</b>	<b>35,6</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>28,1</b>	<b>105,3</b>	<b>67,4</b>	<b>88,0</b>	<b>45,5</b>	<b>37,5</b>	<b>56,7</b>	<b>40,6</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
Eget Kapital	23,6	99,3	61,6	82,1	37,5	26,9	45,3	27,1
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>23,6</b>	<b>99,3</b>	<b>61,6</b>	<b>82,1</b>	<b>37,5</b>	<b>26,9</b>	<b>45,3</b>	<b>27,1</b>
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
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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	3,6	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	4,4	4,2	4,5
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>4,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,9</b>	<b>8,0</b>	<b>10,6</b>	<b>11,4</b>	<b>13,8</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>28,1</b>	<b>105,3</b>	<b>67,4</b>	<b>88,0</b>	<b>45,5</b>	<b>37,5</b>	<b>56,7</b>	<b>40,9</b>

## Kassaflödesanalys (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde före rörelsekapital förändring	-15,2	-21,4	-31,0	-40,3	-44,6	-10,4	-25,4	-16,9
Förändringar av rörelsekapital	0,7	0,2	-3,7	0,3	1,2	0,6	-2,4	-0,8
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-14,5</b>	<b>-21,2</b>	<b>-34,7</b>	<b>-40,0</b>	<b>-43,4</b>	<b>-9,8</b>	<b>-27,8</b>	<b>-17,7</b>
Investeringar	-2,8	-2,0	-0,8	-0,2	-0,3	-1,2	-2,0	-3,2
Avyttringar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-17,3</b>	<b>-23,2</b>	<b>-35,5</b>	<b>-40,3</b>	<b>-43,7</b>	<b>-11,0</b>	<b>-29,8</b>	<b>-20,9</b>
Utdelningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Kassaflöde finansieringsverksamhet</b>	<b>20,0</b>	<b>99,3</b>	<b>0,3</b>	<b>62,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>45,0</b>	<b>0,0</b>
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
<b>Kassaflöde</b>	<b>2,7</b>	<b>76,1</b>	<b>-35,2</b>	<b>22,3</b>	<b>-43,3</b>	<b>-11,0</b>	<b>15,2</b>	<b>-20,9</b>

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 <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)