



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 15 December 2021

Bio-Works Technologies

Bra position in i 2022

På offensiven

Den nyligen genomförda kapitalanskaffningen stärker bolagets expansionsplaner, framför allt på medellång sikt. Produktportföljen byggs ut med fokus på premiumprissegmentet. En testlansering har redan påbörjats av pre-packade kolonner, där besparingar i tid för kunden kan motivera 5-6 ggr högre priser jämfört med existerande utbud. Därtill sker satsningarna inom det snabbväxande genterapi-området, där konkurrensen ännu är begränsad.

Skrugar upp ett snäpp

Satsningarna som görs är inte helt överraskande, men de sker något tidigare och med bättre resurser i ryggen. Det bidrar till att stärka vår konfidens i våra försäljningsprognoser och det långsiktiga tillväxtcasen. Vi bedömer att ökade satsningarna mot premiumprisprodukter ger en uppsida i den långsiktiga lönsamhetspotentialen. I ett mer moget stadie uppskattar vi att bolaget kan nå EBITDA-marginaler på upp mot 40 procent.

Bra läge inför 2022

Baserat på våra modellförändringar justerar vi upp vårt motiverade värde till 29-30 kr (25-26). Dels drivet av en mer positiv syn för den långsiktiga lönsamhetspotentialen (+3 procentenheter), dels en riskreduktion i bolaget med reducerad WACC till 11,5 procent (12,5). Det vi ser och hör från branschen ger stöd för optimism in i 2022, med ett stabilt och positivt efterfrågeläge, vilket kommer vara gynnsamt för Bio-Works.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk					
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	29.0 - 30.0				
EPS, justerad 21e	-0.23	-0.23	0.0%	Omsättning, mkr	7	20	32	52	Aktiekurs	SEK24.4			
EPS, justerad 22e	-0.68	-0.68	0.0%	Tillväxt	30%	176%	59%	64%	Riskenivå	Medium			
EPS, justerad 23e	-0.54	-0.54	0.0%	EBITDA, mkr	(44.2)	(6.8)	(22.3)	(17.4)	<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>				EBIT, mkr	(45)	(8)	(23)	(19)					
				EPS, justerad	(1.5)	(0.2)	(0.7)	(0.5)					
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Bolagsfakta (mkr)</div>				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%					
				Q4 2021	18 februari 2022			EK/aktie			1.1	3.2	2.5
<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">Analytiker</div>				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0			<div style="background-color: #004a33; color: white; padding: 5px;">klass.palin@penser.se</div>		
				EV/Sales	103.1x	37.4x	23.5x	14.3x					
				EV/EBITDA	(16.9)x	(110.1)x	(33.5)x	(42.9)x					
				EV/EBIT	(16.7)x	(99.2)x	(32.0)x	(39.7)x					
				P/E, justerad	(16.5)x	(107.8)x	(36.0)x	(45.3)x					
				P/EK	22.7x	7.7x	9.8x	12.6x					
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%					
				FCF yield	(15.8)%	(1.2)%	(4.3)%	(3.4)%					
				Antal aktier	35m								
				Börsvärde	851								
Nettoskuld	(105)												
EV	746												
Free float	70%												
Daglig handelsvolym, snitt	29(k)												
Reuters/Bloomberg	Biowks.st/Biowks.ss												



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 15 December 2021

Sammanfattning

Bra position in i 2022

Investment Case

Efter sju år i kommersiell fas ser vi nu tydliga tecken på att Bio-Works äntrar en period av accelererande försäljningstillväxt, vilket 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. De viktiga framgångar som uppnåtts under det senaste året ger en mer stabil grund att stå på och vi ser en tydligt ökande andel återkommande intäkter som tar ned risken i verksamheten.

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. Kunderna återfinns inom hela spektret av läkemedelsindustrin, allt från små till de största läkemedelsbolagen, men även kontraktstillverkare. Som en relativt ny liten 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, bedömer vi, större behov av en närmare relation till ett säljteam som kan bistå med kunskap om processutveckling, något som Bio-Works kan prioritera medan det är svårare att få från de större aktörerna.

Värdering

Vårt motiverade värde höjs till 29–30 kr per aktie (25-26). För att diskontera framtida kassaflöden använder vi en WACC på 11,5 procent (12,5). Vi har sänkt WACC:en för att återspegla en något lägre risk i verksamheten.

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.

Känslighetsanalys: uthållig EBITDA-marginal/WACC (kr per aktie)						
		9,5%	10,5%	11,5%	12,5%	13,5%
Uthållig EBITDA-marginal	30%	31,6	26,8	23,3	20,6	18,5
	35%	36,0	30,3	26,2	23,0	20,5
	40%	40,4	33,9	29,1	25,4	22,6
	45%	44,8	37,4	32,0	27,9	24,7
	50%	49,1	40,9	34,9	30,3	26,7

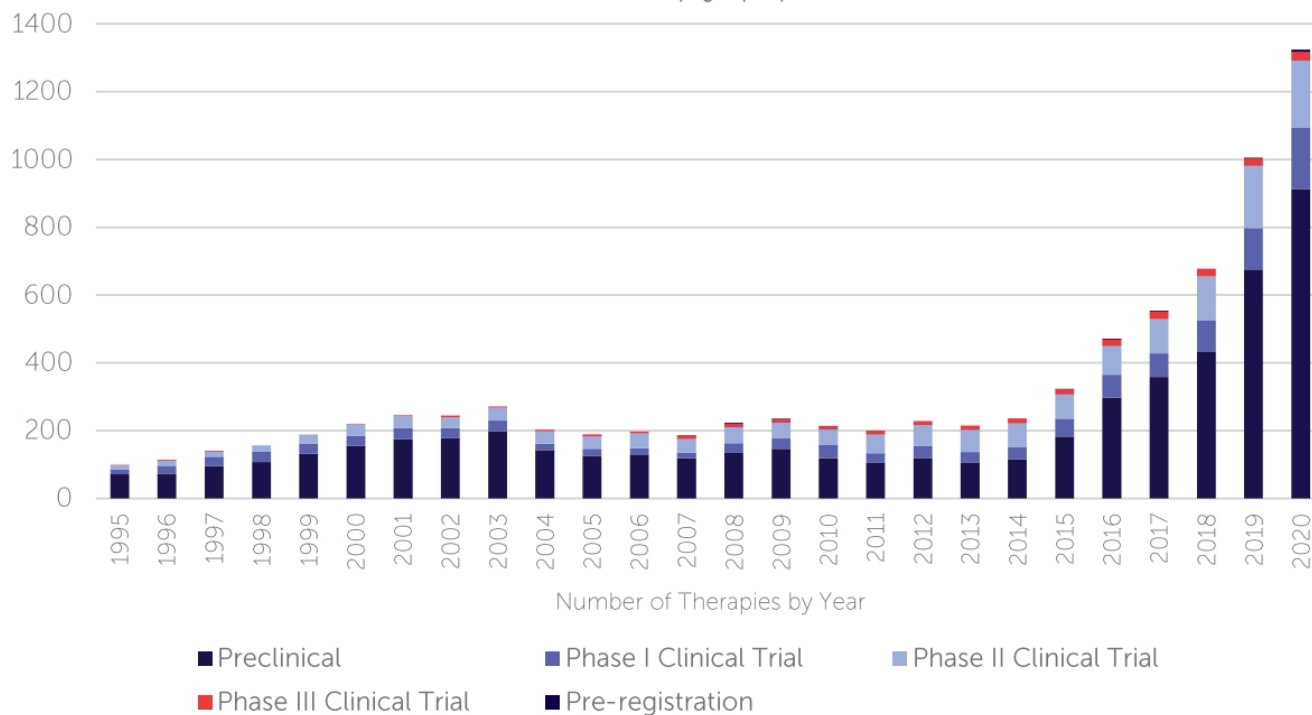
Expansionsstrategier mot hög marginalsegment

Bolaget har inlett ett samarbete med en partner, där de tillsammans utvecklat pre-packade plastkolonner fyllda med agarosresiner. Detta är nyckelfärdiga produkter som ger mervärde för kunden. De interna ledtiderna hos kunden kan kortas ned, då dessa kolonner direkt ska kunna pluggas in i processer. Test-lansering har inletts och utvärdering ska ske i början av 2022. Ser det bra ut följer en skarp lansering redan under H1 2022. Vi bedömer att det framför allt är på lite längre sikt som vi verkligen kan få se utväxling från denna typ av färdigpackade produkter och att de då kommer att bidra till att driva upp lönsamheten mot mer läkemedelsliknande nivåer.

Genterapi-fältet växer så det knakar

Sedan tidigare känner vi till bolagets ambitioner att växa inom genterapifältet. Ett samarbete med Aptamer Group inleddes tidigare i år. Samarbetet har som utgångspunkt att ta fram specifika produkter anpassade för genterapimarknaden, där vi uppfattar att det i dagsläget finns ett begränsat utbud av anpassade produkter. Fältet har vuxit snabbt under de senaste åren och vi kan notera en snabbt tilltagande pipeline med projekt. Vi bedömer att tillväxten är här för att stanna under många år framåt. Som bilden nedan synliggör är den stora mängden av projekt ännu i preklinisk fas 1 till fas 2, vilket är i det skedet det gäller för Bio-Works att komma in och etableras i produktionsprocesser.

Projekt inom genterapi-området



Källa: *Pharmaprojects Informa, april 2021*

Genterapi-området framstår som en bra möjlighet för en mindre aktör, som Bio-Works, och här kan även finnas möjligheter för premiumprissättning. De riktigt stora volymerna för bolaget, bedömer vi, ligger något år bort i tid.

Värderingen av jämförbara bolag visar på uppsida

Kursen har utvecklats starkt under året i takt med bolagets framgångar hos kunder. Nedan har vi jämfört Bio-Works med "peers" i Norden. Utifrån en EV/S-multipel, ännu den enda relevanta för Bio-Works, så framstår inte värderingen i nuläget som hög, i ett relativ-perspektiv. Möjlighet till höga marginaler på Bio-Works produkter, en stor andel återkommande intäkter och snabb tillväxt, anser vi försvarar bolagens höga värderingsmultiplar.

	MCAP (SEK)	EV (SEK)	EV / Sales			Tillväxt		EBITDA-marginal	
			2022	2023	2024	2022	2023	2022	2023
ArcticZymes Technologies	4 733	4 562	27,82x	21,40x	16,44x	30,0%	30,0%	53,0%	55,0%
Genovis	4 504	4 463	29,36x	16,78x	19,57x	23,6%	75,0%	45,8%	63,6%
Medelvärde			28,59x	19,09x	18,01x	26,8%	52,5%	49,4%	59,3%
Bio-Works	861	756	23,74x	14,47x	8,32x	58,9%	64,0%	neg	neg

Prognoser i marknaden på lönsamheten för Arcticzymes och Genovis visar EBITDA-marginaler på mellan 50-60 procent, vilket tydligt överstiger våra långsiktiga förväntningar om hur högt Bio-Works kan nå. Vi tror att en uthållig EBITDA-nivå snarare kan hamna upp mot 40 procent. Det grundar vi på att Bio-Works agerar i en mer konkurrensutsatt marknadsnisch.

Nedan har vi även tittat på värderingen för större och väletablerade aktörer inom fältet. Noterbart är att deras EBITDA-marginaler överstiger 30 procent. Dessa bolag erbjuder breda produktportföljer och en betydande andel av försäljningen är instrument- och tjänsteförsäljning (ofta lägre marginaler). Vi bedömer att den mer nischade strategin som Bio-Works följer skapar förutsättningar för att på lång sikt kunna nå högre lönsamhet än dessa jättar, med EBITDA-marginaler upp mot 40 procent (upprevidering från 37 procent). Vi kan inflika att de senaste siffrorna vi har för Cytiva (ingår i Danaher) indikerar EBIT-marginal på över 35 procent.

	MCAP (SEK)	EV (SEK)	Bruttomarginal		EBITDA-marginal	
			2022	2023	2022	2023
Danaher	2 055 406	2 268 206	60,8%	57,9%	34,2%	33,8%
Repligen Corp	124 044	121 355	58,9%	59,9%	32,2%	33,4%
Sartorius Stedim Biotech	450 797	455 977	54,3%	51,6%	35,3%	35,5%
Thermo Fisher Scientific Inc.	2 293 759	2 378 269	46,7%	47,1%	27,6%	27,6%
			55,2%	54,1%	32,3%	32,6%
			56,6%	54,7%	33,2%	33,6%

Källa: FactSet, EPB

Resultaträkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	3,7	4,9	6,6	5,6	7,2	19,9	31,7	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
Summa intäkter	9,7	8,6	7,2	6,9	6,7	53,4	40,9	55,8
Råvaror och förnödenheter	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,3	-3,7	-6,0	-9,4
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	-32,5	-35,0
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
Summa rörelsens kostnader	-26,8	-32,1	-45,3	-49,1	-51,4	-61,0	-64,1	-74,1
EBITDA	-15,1	-21,3	-31,1	-40,3	-44,2	-6,8	-22,3	-16,9
EBIT	-17,1	-23,6	-38,1	-42,1	-44,7	-7,5	-23,3	-18,3
Finansnetto	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4	0,0
Resultat före skatt	-17,2	-23,7	-38,0	-42,2	-45,0	-7,9	-23,7	-18,3
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	-7,9	-23,7	-18,3

Balansräkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Immateriella tillgångar	9,1	8,6	2,0	0,6	0,3	0,1	0,2	0,5
Materiella anläggningstillgångar	0,6	0,9	1,3	1,2	1,3	2,6	3,5	4,9
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	2,7	3,7	5,4
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	105,3	78,2	57,4
Summa omsättningstillgångar	18,4	95,8	64,1	86,3	43,9	118,1	94,2	76,6
SUMMA TILLGÅNGAR	28,1	105,3	67,4	88,0	45,5	120,8	97,9	82,0
Eget Kapital och skulder								
Eget Kapital	23,6	99,3	61,6	82,1	37,5	110,2	86,5	68,2
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	110,2	86,5	68,2
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	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
Summa kortfristiga skulder	4,4	6,0	5,8	5,9	8,0	10,6	11,4	13,8
Summa Eget Kapital och skulder	28,1	105,3	67,4	88,0	45,5	120,8	97,9	82,0

Kassaflödesanalys (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Kassaflöde före rörelsekapital förändring	-15,2	-21,4	-31,0	-40,3	-44,6	-7,1	-22,7	-16,9
Förändringar av rörelsekapital	0,7	0,2	-3,7	0,3	1,2	0,6	-2,4	-0,8
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-14,5	-21,2	-34,7	-40,0	-43,4	-6,5	-25,1	-17,7
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
Fritt kassaflöde	-17,3	-23,2	-35,5	-40,3	-43,7	-7,7	-27,1	-20,9
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	80,0	0,0	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	72,3	-27,1	-20,9

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

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