



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsovård | Sverige | 23 Februari 2022

# Bio-Works Technologies

## Gynnsamt marknadsläge

### Genombrottsåret rundades av i dur

Bolaget visade starka siffror för H2 2021, där nettoomsättningen ökade med imponerande 285 procent och därmed överträffade våra förväntningar. Kundtillströmningen har varit god och bolaget lämnar 2021 med en välfylld orderbok om 6,9 mkr. Även kostnaderna ökade snabbare än vad vi hade räknat med, men i nuläget är detta underordnat i betydelse, då det är försäljningen som ska driva verksamheten till svarta siffror.

### Vi höjer estimaten

Den starka rapporten ger oss ökad konfidens att bolaget är i en stark tillväxtfas. Vi kan även konstatera att det fortsätter råda gynnsamma förutsättningar med utbredd kapacitetsbrist hos de stora leverantörerna av agarosresiner. Bolag som Cytiva indikerar snabbare orderingång än vad de kan leverera. Vi bedömer att detta kan bestå under hela 2022, och därmed stimulera tillväxten, utöver de nya produktansättningar från Bio-Works.

### Stökiga börser stör bilden

Trots höjda försäljningsprognoser har vi valt att sänka vårt motiverade värde till 27-28 kr (29-30). Bakom detta ligger framför allt stigande marknadsriskpremier, som slagit extra starkt mot mindre bolag. En potentiell uppsida, som blir mer trolig i takt med att bolaget växer, är förvärv. Riskerna är bolagets storlek, som gör det känsligt mot enskilda kunder.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	27.0 - 28.0	
EPS, justerad 22e	-1	-0.7	-45.7%	Omsättning, mkr	22	39	67	108	Aktiekurs	SEK18.4
EPS, justerad 23e	-0.7	-0.5	-24.9%	Tillväxt	203%	78%	72%	62%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	-0.2	-0.2	0.0%	EBITDA, mkr	(9.1)	(33.5)	(22.3)	(5.1)		
				EBIT, mkr	(10)	(34)	(24)	(7)		
				EPS, justerad	(0.4)	(1.0)	(0.7)	(0.2)		
				EPS tillväxt	NA%	NA%	NA%	NA%		
				EK/aktie	3.1	2.1	1.5	1.3		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	1.0		
				EV/Sales	24.5x	13.8x	8.0x	5.0x		
				EV/EBITDA	(58.8)x	(16.0)x	(24.1)x	(105.6)x		
				EV/EBIT	(54.6)x	(15.6)x	(22.7)x	(78.0)x		
				P/E, justerad	(49.5)x	(18.6)x	(27.3)x	(86.6)x		
				P/EK	5.9x	8.6x	12.4x	14.5x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%		
				FCF yield	(1.5)%	(5.4)%	(3.8)%	(1.5)%		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
H1 2022	19 augusti 2022		
Bolagsfakta (mkr)		<b>Analytiker</b> klas.palin@penser.se	



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Hälsövård | Sverige | 23 Februari 2022

## Sammanfattning

### Gynnsamt marknadsläge

#### 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 minst 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

Vi sänker vårt motiverade värde till 27–28 kr per aktie (29-30). Anledningen är en stigande marknadsriskpremie som påverkar vår WACC, vilken vi höjt med 1,5 procentenheter till 13,0 procent (11,5).

Erik Penser Banks värdering av Bio-Works utgår från en diskonterad kassaflödesmodell (DCF), se appendix för fler detaljer. 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, se nedan.

Känslighetsanalys - WACC/Terminal EBITDA-marginal (SEK per aktie)		11,0%	12,0%	13,0%	14,0%	15,0%
Uthållig EBITDA-marginal	30%	29,7	25,5	22,0	19,4	17,2
	35%	33,7	28,7	24,8	21,7	19,1
	40%	37,6	31,9	27,4	23,9	21,0
	45%	41,6	35,1	30,1	26,1	22,9
	50%	45,5	38,3	32,8	28,3	24,7

## Värderingen av jämförbara bolag visar på uppsida

Kursen har utvecklats svagt under inledningen av 2022, i linje med ett svagt klimat för aktier. Nedan har vi jämfört Bio-Works med sina närmaste "peers" i Norden, som vi anser är norska ArcticZymes och svenska Genovis. Utifrån en EV/S-multipel, ännu den enda relevanta för Bio-Works, så framstår inte värderingen i nuläget som hög, i ett relativperspektiv.

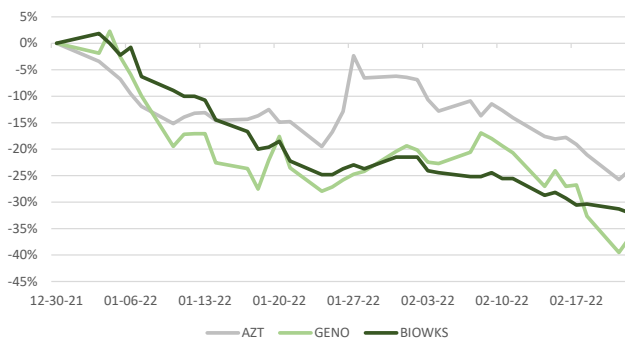
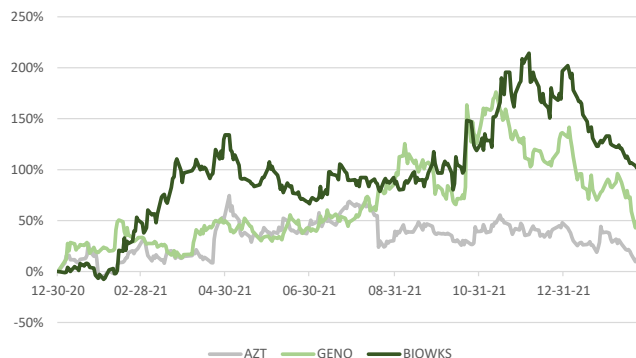
### Värdering och tillväxt för jämförbara bolag

	MCAP (SEK)	EV (SEK)	EV / Sales		Tillväxt		EBITDA-marginal	
			2022	2023	2022	2023	2022	2023
ArcticZymes Technologies	3 570	3 364	22,6x	17,3x	24%	30%	51,5%	54,0%
Genovis	2 975	2 894	25,0x	19,6x	23%	27%	37,5%	44,5%
Medelvärde			23,8x	19,6x	24%	28%	44,5%	49,3%
Bio-Works	640	535	13,8x	8,0x	72%	62%	Neg.	Neg.

Källa: FactSet, EPB

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, än de andra jämförelseobjekten.

## Aktiekursutveckling



## Stark avslutning av 2021

Bio-Works rapporterar halvårsvis, men ger även kvartalsvisa uppdatering av försäljning och orderingång. Rapporten för H2 2021 var stark och nettoomsättningen överskred våra förväntningar. Nedbrutet för det fjärde kvartalet så steg försäljningen y/y med 273 procent till 8,9 mkr (2,4), vår förväntan uppgick till 6,9 mkr. Även bolagets kostnader ökade något snabbare än vad vi hade räknat med, varför lönsamheten för perioden trots allt hamnade under vår prognos.

### Avvikelseetabell H2 2021 (MSEK)

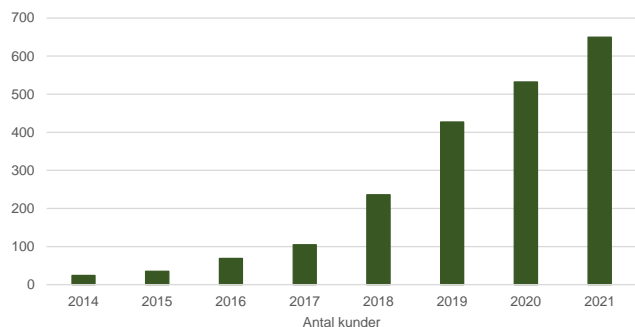
	H2 2021			
	Utfall	EPB	Diff (Abs.)	Diff (%)
<b>Nettoomsättning</b>	<b>13,6</b>	<b>11,7</b>	2,0	16,8%
Förändring av varulager	0,9	0,4	0,5	133,8%
Övriga rörelseintäkter	3,6	0,7	2,9	409,9%
<b>Rörelsekostnader</b>	<b>-37,2</b>	<b>-29,5</b>	-7,7	26,1%
Råvaror och förnödenheter	-3,3	-2,3	-1,0	43,4%
Övriga externa kostnader	-14,1	-11,4	-2,7	23,3%
Personalkostnader	-18,7	-15,4	-3,3	21,5%
Avskrivning tillgångar	-0,4	-0,4	0,0	-9,3%
Övriga rörelsekostnader	-0,8	0,0	-0,8	Na
<b>EBITDA</b>	<b>-18,7</b>	<b>-16,4</b>	-2,4	14,4%
<b>EBIT</b>	<b>-19,1</b>	<b>-16,8</b>	-2,3	13,9%
Finansnetto	0,8	0,0	0,8	Na
<b>EBT</b>	<b>-18,3</b>	<b>-16,8</b>	-1,5	8,8%
Skatt	-3,6	0,0	-3,6	Na
<b>Nettoresultat</b>	<b>-21,8</b>	<b>-16,8</b>	-5,0	30,1%
Tilväxt y/y	285%	229%		
EBIT-marignal	Neg.	Neg.		

Källa: Bolaget, EPB

## Bra kundtillströmning

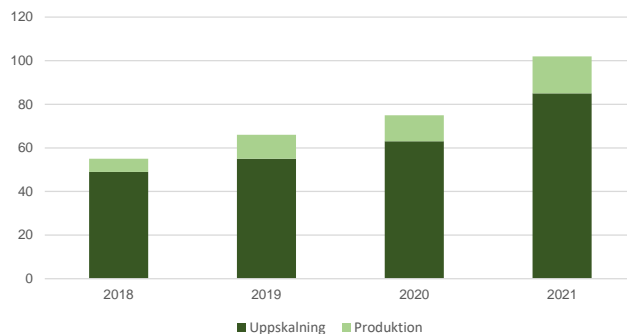
Fjolåret ser vi som ett genombrottsår för Bio-Works, som utöver en ordentlig nettoomsättningsökning lyckades knyta flera nya prestigekunder närmare sig, så som exempelvis Novo Nordisk och Catalent Biologics. Antalet produktionskunder ökade med fem nya till 17 stycken, där vår prognos byggde på 16 produktionskunder. Det totala antalet kunder ökade under H2 med 11 procent till 650 stycken, medan ökningstakten för uppskalnings- och produktionskunder ökade med 17 procent till 102 stycken.

### Antal kunder som köpt eller utvärderat Bio-Works



Källa: Bolaget, EPB

### Större och återkommande kunder



Källa: Bolaget, EPB

Bolagets produktionskunder är de som bidrar mest till försäljningen, vilka stod för över 80 procent av nettoomsättningen. Merparten av dessa kunder förväntar vi oss kommer att göra nya beställningar under 2022. Totalt under 2021 uppgick orderingången till 29,1 mkr (7,9) och för andra halvåret till 17,2 mkr (3,2). Orderboken vid årsskiftet uppgick till 6,9 mkr, vilken vi bedömer kommer innehåller order som ska levereras under H1 2022.

## Vi höjer efter en stark rapport

Bolaget ger positiva signaler inför 2022 och vi uppfattar att det finns ett bra tryck från nya och befintliga kunder. De stora leverantörerna har fortsatta kapacitetsproblem i spåren av omfattande produktionsuppskalningar av covid-19-behandlingar och vacciner, samt en nyuppvakande pharma-sektor. Detta är en bild som stöd från rapporter från andra aktörer inom området. Därtill, uppfattar vi, har Bio-Works nischat in sig mot kundgrupper som eftersatts av de stora tillverkarna.

Den finansiering som genomfördes under fjolåret har dessutom gett bolaget muskler att påskynda investeringar i nya produktkoncept. Vi förväntar oss lansering av pre-packade kolonner under H2 2022 (när nya kunder och högre priser), och optimerade produkter som tagits fram i samarbete med Aptamer Group lanseras under 2023.

Sammantaget känner vi oss mer konfidenta kring bolagets tillväxtpotentialer efter H2 2022-rapporten och justerar väsentligt upp förväntningarna för försäljningen. De ökade satsningarna som görs motiverar även att vi skruvar upp kostnaderna.

Vår prognos för 2022 bygger på en ökning av antalet produktionskunder till 23 stycken, som ökar till 30 kunder under 2023. Därtill förväntas antalet uppskalningskunder stiga till 111 under 2022 och 139 stycken för 2023. Vi bedömer att bolaget kan växa i enlighet med våra prognoser utan att behöva göra särskilt stora nyinvesteringar.

Prognosförändringar (2022-2024)				
(MSEK)		2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	Nya	39,0	67,0	108,2
	Tidigare	31,7	52,0	90,5
	(%)	23%	29%	20%
EBIT	Nya	-34,5	-23,7	-6,9
	Tidigare	-23,3	-18,3	2,4
	(%)	-48%	-29%	-387%
EPS (SEK)	Nya	-1,1	-0,8	-0,2
	Tidigare	-0,8	-0,6	0,0
	(%)	-45%	-29%	Na

Källa: EPB

I rapporten ges ingen guidning, dock nämns att bolaget ska fortsätta växa kraftigt men att kostnaderna ska öka i en långsammare takt, och därmed på allvar inleda sin resa mot svarta siffror. Vår bedömning är att bolaget kan nå det och positiva kasafloeden mot slutet av 2024, i linje med tidigare prognos. Utifrån våra prognoser är bolaget finansierat tills detta uppnås.

## Resultaträkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	3,7	4,9	6,6	5,6	7,2	21,9	39,0	67,0	108,2
Förändring av lager	1,1	0,1	0,6	1,3	-1,7	1,3	1,3	1,8	2,2
Aktiverat för egen räkning	2,8	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	2,2	2,1	0,1	0,0	1,2	35,6	4,6	2,5	3,3
<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>58,8</b>	<b>44,9</b>	<b>71,3</b>	<b>113,7</b>
Råvaror och förnödenheter	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,3	-4,7	-7,8	-12,7	-19,5
Övriga externa kostnader	-10,6	-11,6	-14,0	-21,1	-19,8	-28,4	-31,3	-35,3	-45,4
Personalkostnader	-13,2	-17,0	-23,4	-24,6	-29,7	-34,2	-38,7	-44,7	-53,0
Av-/nedskrivningar	-2,0	-2,2	-6,9	-1,8	-0,5	-0,7	-1,0	-1,4	-1,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,8	-0,6	-0,8	-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>-68,7</b>	<b>-79,4</b>	<b>-94,9</b>	<b>-120,5</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>-9,1</b>	<b>-33,5</b>	<b>-22,3</b>	<b>-5,1</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>-9,8</b>	<b>-34,5</b>	<b>-23,7</b>	<b>-6,9</b>
Finansnetto	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,5	0,0	0,2	-0,5
<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>-9,4</b>	<b>-34,5</b>	<b>-23,5</b>	<b>-7,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,6	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>-12,9</b>	<b>-34,5</b>	<b>-23,5</b>	<b>-7,4</b>

## Balansräkning (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Immateriella tillgångar	9,1	8,6	2,0	0,6	0,3	0,0	0,2	0,4	0,6
Materiella anläggningstillgångar	0,6	0,9	1,3	1,2	1,3	1,8	2,5	3,4	4,2
Räntebärande anläggningstillgångar	0,0	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	0,0
Övriga anläggningstillgångar	0,0	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>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>
Varulager	3,7	3,8	6,0	7,0	6,5	7,8	9,3	12,0	14,4
Kundfordringar och övriga omsättningstillgångar	1,5	2,8	4,0	2,9	4,3	8,5	9,6	10,6	14,2
Likvida medel	13,1	89,2	54,1	76,4	33,1	102,7	68,3	44,2	34,7
<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>119,1</b>	<b>87,2</b>	<b>66,8</b>	<b>63,3</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>120,9</b>	<b>89,9</b>	<b>70,6</b>	<b>68,1</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>									
Eget Kapital	23,6	99,3	61,6	82,1	37,5	108,5	74,7	51,8	44,1
Minoritetsintressen	0,0	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>108,5</b>	<b>74,7</b>	<b>51,8</b>	<b>44,1</b>
Långfristiga skulder	0,0	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	0,0
Uppskjutna skatteskulder	0,0	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	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>	<b>0,0</b>
Kortfristiga finansiella skulder	0,0	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	3,1	4,8	6,6	8,2
Övriga kortfristiga icke-räntebärande skulder	2,2	1,8	1,5	1,1	2,2	4,0	3,9	4,6	6,2
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,9	2,4	2,9	3,7	3,7	5,3	6,5	7,6	9,8
<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>12,4</b>	<b>15,2</b>	<b>18,8</b>	<b>24,1</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>120,9</b>	<b>89,9</b>	<b>70,6</b>	<b>68,1</b>

## Kassaflödesanalys (MSEK)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Kassaflöde före rörelsekapital förändring	-15,2	-21,4	-31,0	-40,3	-44,6	-12,2	-33,5	-22,1	-5,6
Förändringar av rörelsekapital	0,7	0,2	-3,7	0,3	1,2	-1,2	0,3	-0,1	-0,6
<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>-13,4</b>	<b>-33,2</b>	<b>-22,2</b>	<b>-6,2</b>
Investeringar	-2,8	-2,0	-0,8	-0,2	-0,3	-0,9	-1,2	-2,0	-3,2
Avyttringar	0,0	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>-14,3</b>	<b>-34,4</b>	<b>-24,2</b>	<b>-9,4</b>
Utdelningar	0,0	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>84,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Förvärv	0,0	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	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>69,7</b>	<b>-34,4</b>	<b>-24,2</b>	<b>-9,4</b>

## Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättningstillväxt	138%	34%	33%	-15%	30%	203%	78%	72%	62%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Skattesats	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

## Lönsamhet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROA	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

## Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad		Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Utdelning per aktie		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF per aktie		-1,8	-1,8	-1,3	-1,4	-0,4	-1,0	-0,7	-0,3
EK per aktie		5,1	3,2	2,7	1,2	3,1	2,1	1,5	1,3
Antal aktier efter utspädning		19,3	19,3	30,4	30,4	34,9	34,9	34,9	34,9

## Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E		Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK		1,8	2,8	3,0	7,4	8,8	8,6	12,4	14,5
Direktavkastning		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/S		19,1	14,3	37,8	24,1	40,7	15,3	9,0	5,9
EV/EBITDA		Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV/EBIT		Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Aktiekurs (SEK)		9,5	8,81	8,02	9,1	27,5	18,35	18,35	18,35
EV, årets slut (MSEK)		94,2	93,8	210,9	174,1	890,7	595,8	605,2	639,9

## Appendix: DCF-värdering

### Kassaflöden och antaganden, 2022-2031 (MSEK)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Nettoomsättning	21,9	39,0	67,0	108,2	158,3	220,2	297,8	395,3	510,5	639,6	783,4
EBITDA	-12,2	-33,5	-22,1	-5,1	17,3	49,6	87,8	135,4	186,1	253,4	314,0
Rörelsekapitalförändring	-1,2	0,3	-0,1	-2,5	-3,0	-3,7	-4,7	-5,8	-6,9	-7,8	-8,6
CAPEX	-0,9	-1,2	-2,0	-3,2	-4,7	-6,6	-8,9	-11,9	-15,3	-19,2	-23,5
Skatt	-3,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-12,3	-34,9	-48,3	-60,8
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-17,9</b>	<b>-34,4</b>	<b>-24,2</b>	<b>-10,8</b>	<b>9,5</b>	<b>39,2</b>	<b>74,2</b>	<b>105,4</b>	<b>129,0</b>	<b>178,2</b>	<b>221,1</b>
<b>NPV kassaflöde</b>		<b>-31,0</b>	<b>-19,3</b>	<b>-7,6</b>	<b>5,9</b>	<b>21,7</b>	<b>36,3</b>	<b>45,6</b>	<b>49,4</b>	<b>60,4</b>	<b>66,3</b>
Försäljningstillväxt		78%	72%	62%	46%	39%	35%	33%	29%	25%	22%
EBITDA-marginal		Neg.	Neg.	Neg.	11%	23%	29%	34%	36%	40%	40%
Rörelsekapitalföränd./ΔNettoomsättning		-1,6%	0,4%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
CAPEX/Nettoomsättning		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Skattesats				0%	0%	0%	0%	10,0%	20,6%	20,6%	20,6%

### DCF-sammanställning

NPV 2022-2026	-30,2
NPV 2027-2031	279,7
Evig tillväxt	3%
NPV Terminalvärde	604,6
Kassa 31/12 2021	102,7
Skulder	0,0
Värde	956,8
Värde per aktie	27,4



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)