

I väntan på öppna fabriker

Bioservo räknar med att utvärderingarna av bolagets produkt hos Toyota och GM i USA kommer att starta på nytt inom kort. Mot bakgrund av de omfattande tester under 2–3 år som gjorts på andra typer av mjuka exoskelett räknar vi inte med något stort genombrott för Bioservo i år. Samtidigt visar bolagets rapport för första kvartalet att den finansiella positionen är solid inför fortsatta lanseringar och negativt kassaflöde.

Effekterna av corona-smittan drabbade Bioservo mitt i bolagets lansering av sin nya version av den mjuka aktiva kraftförstärkande exoskelett-handsken Ironhand 1.6. Ett exoskelett är ett kraftförstärkande, bärbart system som hjälper människor med förslitningsskador inom industri och sjukvård.

Ironhand-produkten, som är central för bolagets tillväxt under de kommande åren, befinner sig i viktiga utvärderingsprocesser hos biltillverkarna Toyota och GM i USA som tillfälligt tvingades stänga i mars.

Aktiemarknaden intar en försiktig hållning till upptagningskurvan för Ironhand. På våra prognoser för 2024, motsvarande 500 sålda enheter av vardera Ironhand och Carbonhand, handlas aktien på låga P/E 14. En initial order från Toyota eller GM under årets andra halva bör ändra på den värderingen och göra aktien till en möjlig kursdubblare.

Utfall och prognoser				
MSEK	2018	2019	2020p	2021p
Intäkter	16	25	25	38
varav EU-bidrag	6,6	15,3	7,5	5,0
EBIT	-22	-23	-22	-7
Likvida medel	26	57	39	36

Källa: Analysguidens prognoser, Bioservo

Datum: 18 maj 2020
 Analytiker: Sten Westerberg, Aktiespararna

Företagsnamn: Bioservo AB
 Lista: First North
 Vd: Petter Bäckgren
 Styrelseordförande: Anders Lundmark
 Marknadsvärde: 130 MSEK
 Senast: 9,1 kronor
 Kort om bolaget: Bioservo har en globalt framskjuten position inom mjuk exoskelett-teknik. Bolaget fokuserar primärt på två marknads-segment; Industriella aktörer och hälsovården där behoven är tydliga och stora.

Möjligheter och styrkor: Bolaget verkar på en marknad med mycket stor potential.

Bolagets produkt är disruptiv och har så vitt kan bedömas av oss inga direkta konkurrenter.

Bolaget inriktar sig på två stora marknader: industri och hälsovård

Ett kontaktnät är etablerat inom industrin och en första större order skeppas just nu till Frankrike

Kassapositionen är solid och vi räknar inte med nyemission

En break-even nivå kan uppnås redan under nästa år

Risker och svagheter:

Långa utvärderingsprocesser gör att försäljning kan skjutas på framtiden

Kundernas medvetenhet om produkten befinner sig fortfarande på en tidig nivå

Bolagets storlek är otillräcklig för att med kraft driva den omställning som produkterna medför hos kunder

Biltillverkarna startar bandet igen

Enligt ett besked från den 29 april räknar Toyota med att påbörja återöppnandet av sina amerikanska tillverkande enheter den 11 maj. För Bioservos del kan det dröja ytterligare någon tid, uppskattningsvis 1–2 månader, innan Toyotas fabrik i Kentucky är i fullt bruk och utvärderingen av Ironhand 1.6 kommer igång igen. GM-fabrikerna ligger strax efter Toyota i processen att återöppna.

Toyotas utvärdering sker vid anläggning i Georgetown, Kentucky, som har närmare 15 000 anställda operatörer av olika slag, bolagets största anläggning för montering av bilar utanför Japan.

Toyota anses vara ledande inom bilindustrin på införande av ergonomiska och avlastande exoskelett och har sedan tidigare en installation av 500 AIRFRAME-enheter från amerikanska Levitate Technologies utspritt på sina enheter i USA och Kanada.

Potential sälja 750 enheter till Toyotafabrik

I våra estimat har vi räknat med att 5 procent av alla operatörer kan ha användning för ett mjukt exoskelett på handen. Det skulle betyda en potentiell försäljning till endast Georgetown av 750 enheter, men den utrustningen kommer sannolikt ske stegvis, inte i en beställning. Vi räknar med att en genombrottsorder kan dröja till nästa år, men att mindre order för fortsatt utvärdering kan dyka upp redan i slutet av detta år.

Ett möjligt scenario är att Toyota lägger en begränsad beställning under slutet av 2020, 50–100 enheter, för fortsatt utvärdering under nästa år. Samma scenario är möjligt med GM, även om GM inte verkar vara lika aktivt inom omställningen till exoskelett som Toyota.

Bioservos pågående test hos Toyota är en uppföljning av det tidigare test som inleddes i april i fjol och avslutades under förra årets fjärde kvartal. Vår inställning till att testet har förlängts är snarast positiv och i linje med det mönster som Toyota och GM tidigare visat upp med två- till treåriga utvärderingar innan nya ergonomiska rutiner implementeras i produktionen.

Det första Toyota-testet utfördes vid monteringsslingan vid två av Toyotas enheter, både i Georgetown, Kentucky, och i West Virginia, medan det nu tillfälligt avbrutna testet har koncentrerats till den stora Kentucky-fabriken. I det första testet deltog 14 operatörer medan årets uppföljning inkluderar 10 operatörer/montörer.

Minskning av förslitningskador

I resultatet från det första långtidstestet hos Toyota uppvisade Ironhand en tydlig minskning av risken för förslitningskador enligt HAL/TLV, en vetenskaplig riskbedömningsmetod som integrerats i mjukvaran för Ironhand 1.6. Ironhand-enheten samlar in data om greppfrekvens och greppstyrka, vilket gör det möjligt att objektivt bedöma risk för förslitning hos operatören. Tack vare insamlingen av de olika variablerna beräknas och visualiseras resultatet som visar riskerna för förslitningsskada med hjälp av HAL/TLV. Nyttan med Ironhand-handsken kan då göras extra tydlig.

Den nya versionen Ironhand 1.6 som påbörjade lansering i januari innehåller en rad uppgraderingar för en förbättrad användarupplevelse, dels genom en nytt ergonomiskt utformat midjebälte, bekvämare handske samt en nedladdningsbar app som är kopplad till handsken för att användaren själv ska kunna optimera konfigureringen.

Utvärdering pågår under 2–3 år

Som ett annat exempel på implementering av exoskelett inom biltillverkning kan nämnas AIRFRAME, som tillverkas av amerikanska Levitate Technologies. AIRFRAME avlastar axlarna under ansträngande armlyft. Levitate startade tester på Toyota 2016 och efter tre år började biltillverkaren implementera AIRFRAME som obligatorisk skyddsutrustning på vissa arbetsstationer.

Av de ca 500 AIRFRAME-enheter som Toyota i USA har köpt har ca 200 installerats hos monteringen i Princeton, Indiana. Dessa enheter kommer att fördelas på ca 7 300 montörer, alltså en kvot 1 enhet per 36 montör, eller 3 procent av arbetsstyrkan.

Såvitt vi kan bedöma är Bioservos Ironhand unik i sitt sätt att erbjuda ett aktivt mjukt exoskelett för att stärka greppet och har ingen överlappning med Levitates AIRFRAME. Jämförelsen är endast ett sätt att illustrera tidsåtgången för implementering av exoskelett i industriprocesser.

Förändrade processer efter corona-viruset

Det är möjligt att corona-stoppet i världsekonomin kommer få långsiktiga återverkningar på den globala tillverkningsindustrin. En tes som har framförts är att de allvarliga effekterna av virus-smittan kan påskynda en automatisering av tillverkningen, d v s ytterligare robotisering. Det utgör en risk för Bioservo, som för att få sälja Ironhand är beroende av att fabriken behåller sina montörer.

I dagsläget verkar det ändå vara ett avlägset scenario att monteringsindustrin helt automatiseras. Men när de globala industrierna i dag investerar i sina tillverkningsprocesser är det sannolikt att de rör sig i den riktningen. De moment som förblir manuella kan då komma att utgöras av ännu mer monotona och repetitiva arbetsuppgifter, där kraftförstärkande produkter av Bioservos typ blir ännu viktigare.

Carbonhand – Bioservos andra hand

Carbonhand är Bioservos mjuka exoskelett som medicintekniskt hjälpmedel och rehabilitering. Produkten har sålts i flera år och är en del av bolagets ursprung vid Karolinska universitetssjukhuset och Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm. Vi uppskattar att bolagets försäljning av Carbonhand under förra året uppgick till 5 MSEK, vilket alltså gör den till bolagets än så länge största produkt.

På kort och medellång sikt uppfattar vi att denna produkt inte har samma tillväxtpotentialer som Ironhand i det mer dynamiska industrisegmentet. Den underliggande potentialen är dock minst lika stor men bolaget behöver bättre belägga nyttan med produkten för att få ett större genomslag.

Hälsovårdsmarknaden kan beskrivas som mer driven av politiska och regulatoriska hänsyn än det industriella segmentet. Denna mindre kommersiellt dynamiska marknad kommer därför få stå tillbaka för satsningen på Ironhand 1.6. Framtiden för hälsovårdssegmentet beror också på utfallet för den pågående studien i Nederländerna som ska belägga de terapeutiska vinsterna med Carbonhand vid rehabilitering.

Studien, som till 70 procent finansieras av EU, bedrivs vid 7 olika kliniker i Nederländerna och har tillfälligt stoppats sedan huvudcentret byggts om till att vårda Covid-19-sjuka patienter. Slutresultat förväntas under 2021. Studien undersöker hur Carbonhand påverkar dagliga rutiner (activities of daily living) hos personer med nedsatt greppstyrka. Det primära syftet är att registrera vilken terapeutisk effekt Carbonhand har på styrkan i handgreppet på den försvagade handen under olika dagliga aktiviteter i hemmet.

God resistens mot corona-viruset

Den order på 82 enheter av Ironhand, som franska maskinuthyraren Loxam lade i februari, fungerade väl som skydd för Bioservo under den generella nedgången i industriell aktivitet under årets första kvartal. Bolaget kunde redovisa en försäljning om 3,0 MSEK, vilket var 1,3 MSEK över förra årets första kvartal. Ökningen berodde på att bolaget börjat fakturera Loxam, som tog emot ca 20 enheter under kvartalet, enligt våra beräkningar motsvarande ett värde på 1,3 miljoner kronor. Inräknat EU-bidraget för den hälsostudie som bolaget bedriver på patienter med förslitningskader uppgick totala intäkter under perioden till 6,1 MSEK (4,8).

Rörelsekostnaderna ökade med 3,4 MSEK. Ökningen förklaras främst med lanseringen av Ironhand 1.6, ökade produktionskostnader samt högre kostnader för den pågående EU-studie.

Bioservo meddelade i december att Loxam förbundit sig att köpa 100 enheter av Ironhand för uthyrning i femton av landets största städer. Samarbetet var resultatet av en utvärdering där Bioservo, Loxam och det stora byggföretaget Effige hade testat utrustningen sedan i juli samma år. I februari i år återkom Loxam med en första beställning på 82 enheter.

Att notera är att värdet på de 82 enheterna uppgavs ligga på 5,6 miljoner kronor, jämfört med ca 5 MSEK som var den första skattning på värdet av 100 enheter som angavs i december. När vi räknar baklänges verkar februariordern innehålla förbrukningsmaterial motsvarande ca 25 procent av ordervärdet. Om det stämmer framstår det som ett mycket attraktivt inslag i bolagets affärsmodell.

Finansiell diskussion

En möjlig trigger för Bioservo-aktien är att bolaget får en större genombrottsorder på Ironhand 1.6 till tillverkningsindustrin. Vi avser då en order i storleksklassen strax över Loxam-beställningen. Ytterligare en milstolpe i synen på bolaget skulle vara att brytpunkten i bolagets kassaflöde närmar sig noll, vilket vi räknar med inträffa under nästa år.

I vår syn på bolaget vill vi understryka att produktlanseringar som Ironhand är tidskrävande eftersom bolaget ska etablera en delvis ny standard i en process som fram till dess drivits enligt andra rutiner. Dagens försiktiga värdering av aktien visar också att aktiemarknaden inte förväntar sig en brant upptagningskurva för bolagets produkter.

Ett möjligt utfall för:	2024p
<i>Antal sålda Ironhand, enheter</i>	500
<i>Antal sålda enheter, ackumulerat</i>	1760
Motsvarar försäljning, MSEK	25
Förbrukningsvaror, MSEK	12
Total försäljning Ironhand, MSEK	37
Försäljning Carbonhand, MSEK	21
Förbrukningsvaror, MSEK	8
Totalt Carbonhand, MSEK	29
Projektförsäljning	15
Total försäljning, MSEK	81
EBIT	20
<i>Marginal, %</i>	24%
Resultat efter skatt	16
VPA, SEK	1,1
Aktiekurs, SEK	9
P/E-tal, 2024	8
<i>Diskonteringsfaktor</i>	1,7
P/E-tal, 2020	14
AWCC	14%

Vårt försiktiga antagande kring Ironhand 2020 och 2021 är baserat på att bil- och flygindustrins utvärderingstid för produkten är 2–3 år.

I ett konservativt räkneexempel i spalten bredvid visar vi hur bolaget värderas på ett möjligt utfall för 2024. Vi räknar med att bolaget under det året säljer 500 Ironhand-enheter och 520 Carbonhand. Till det kommer viktig försäljning av förbrukningsvaror och projektstöd. Ackumulerad bas vid utgången av 2024 för sålda Ironhand uppgår till 1760 enheter.

Försäljningen för 2024 skulle i så fall kunna uppgå till 81 MSEK och EBIT-marginalen har satts till 24 procent för att bolaget fortsatt ska kunna investera i tillväxt. Vid dagens aktiekurs på 9 kronor dividerat med vinst per aktie på 1,1 SEK hamnar P/E-talet det året på 9, vilket sedan ska diskonteras till 14 procents avkastningskrav för att nå ett nuvärde på P/E 14. Detta räkneexempel indikerar att kursen åtminstone borde dubblas så snart marknads tro på upptagskurvan stärks.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedda endast för mottagaren.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Sten Westerberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker: Sten Westerberg