ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS

2 mars 2020

BIOSERVO AB

FORTSATT BRA SIGNALER

Innehåll

Fortsatt bra signaler 2
Temperatur 3
Ledning och styrelse 3
Ägare 3
Finansiell ställning 3
Potential 3
Risk 3
Investment Case 4
Marknader 5
Fokus - industriella och professionella marknaden 5
Intressanta vertikaler inom industrin för Bioservo 7
Fokus - Hälso- och sjukvårdsmarknaden 7
Bolagets produkter för segmenten 8
Ironhand® - industriell utveckling 8
Carbonhand® - lösningen för svaga händer 9
Risker 10
Prognoser och värdering 10
DCF - värdering 12
Disclaimer 14

ANALYSGUIDEN av Aktiespararna UPPDRAGSANALYS | CARLSQUARE

Hälsovård

Fortsatt bra signaler

Bioservos rapport för det fjärde kvartalet 2019 var i stort sett i linje med våra förväntningar. Det har fortsatt att komma många bra signaler från marknaden de senaste månaderna. Efter mindre justeringar blir vår riktkurs i bas-scenariot 29,5 (27.7) kronor per aktie.

Bioservo grundades 2006 genom ett forskningssamarbete och har nu gått in i kommersialiseringsfasen. Bolagets produkter kombinerar medicinsk vetenskap med modern robotteknik vilket ger personer extra kraft för att stärka kroppens uthållighet och funktion. Bioservos produkter syftar till att förebygga förslitningsskador inom industrin och assistera samt rehabilitera individer inom sjukvården att få tillbaka basala handfunktioner.

Rapporten för det fjärde kvartalet 2019 kom in ungefär som väntat med totala intäkter för helåret på 24,6 miljoner kronor mot vår förväntan på 25,1 miljoner kronor. De övriga kostnaderna var något högre än vår prognos. Däremot var de övriga kostnaderna för personal och avskrivningar i linje med våra förväntningar. Under det fjärde kvartalet 2019 har bolaget även stärkt sin finanisiella position genom företrädesemissionen som inbringande drygt 58 miljoner kronor. Bolaget har även under perioden ingått samarbeten med bland annat Ericsson samt även noterat framgångar för utvecklingsparntern Eiffage. Under perioden avslutatades även det långtidstest som genomförts på Toyota Motor North Americas två fabriker i Kentucky och West Virginia. Detta test får ses som framgångsrikt då det visar en tydligt minskning av risken för förslitningsskador. Under kv4/2019 åtog sig Loxam att köpa ett antal Ironhand® under 2020, Detta genomfördes sedan under början av 2020 då 82 system beställdes till ett värde av 5,6 miljoner kronor.

Då utfallet i stort sett var i linje med våra förväntningar gör vi endast små förändringar i våra prognoser samt att vi rullar allt i vårt scenario framåt med ett år. I vårt basscenario räknar vi med att Bioservo blir framgångsrikt och lyckas få en stark ställning som leverantör till de vertikaler som bolaget primärt fokuserar på. Vårt justerade motiverade pris per aktien i basscenariot blir 29,5 (27,7) kronor.

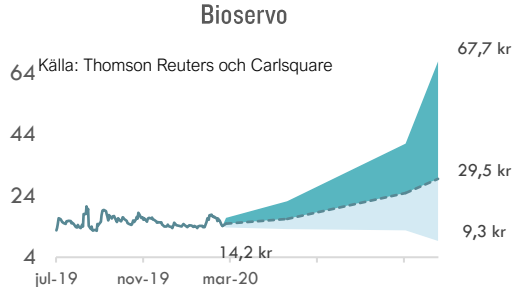
Utfall och prognoser, Basscenario

MSEK	2017	2018	2019	2020P	2021P
Omsättning*	11,9	16,1	24,6	39	96
EBITDA	-16,3	-18,7	-19,4	-15,4	11,6
EBIT	-18,4	-22,2	-23,2	-19,1	2,4
EBIT marginal	n.m	n.m	n.m	n.m	2,5%
EPS, kronor	n.m	n.m	n.m	n.m	0,2

Källa: Bioservo och Carlsquare * intäkter inkluderar EU bidrag & aktiverade kostnader. Prognoser inkl EU-bidrag.

Datum:	2 mars 2020
Analytiker:	Mats Hyttinge, Carlsquare
Företagsnamn:	Bioservo Technologies AB
Lista:	FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd:	Petter Bäckgren
Styrelseordförande:	Anders Lundmark
Marknadsvärde:	201 MSEK
Senast:	13,1 SEK
Kort om Bioservo:	Bioservo har en globalt framskjuten position inom soft exoskeleton-teknik. Bolaget fokuserar primärt på två marknads-segment; Industriella aktörer och hälsovården där behoven är tydliga och stora.
Senast uppdaterad Grundanalys:	För senast uppdaterade grundanalys klicka här.
Möjligheter och styrkor:	Bolaget verkar inom en marknad som förväntas växa kraftigt i spåren av en åldrande befolkning samt ökande krav från arbetstagare och arbetsgivare på skydd mot förslitningsskador inom bland annat industrin. Ökande kostnader för dessa skador driver på utvecklingen mot bättre arbetsmiljö och skapar ytterligare möjligheter för produkter framtagna för förebyggande syften. Inom vården ökar kraven på bättre rehabilitering vilket också driver marknaden framåt. Bolaget har utvecklat sin teknologi under ett flertal år och har en stark produktportfölj. Teknologin har även utvecklats i samarbete med tunga industriella aktörer som GM och Airbus. Vad vi erfar har bolaget ett starkt patenterat skydd för sin teknologi och ligger i framkant inom sitt område.
Risker och svagheter:	Bolaget har investerat både tid och pengar på utvecklingen av sina produkter och har gått in i kommersialiseringsfasen vilket alltid är riskfyllt. Det krävs att denna blir lyckad för att bolaget skall undvika att behöva ta in mer kapital för att driva bolaget vidare. Det finns konkurrens i segmentet och därför en risk att det kommer produkter som lyckas bättre kommersiellt. Vidare att några större aktörer med mer resurser kommer in och investerar i liknande teknik.

Värdering:	Bear	Bas	Bull
	9,3 kr	29,5 kr	67,7 kr



ANALYSGUIDEN av Aktiespararna UPPDRAGSANALYS | CARLSQUARE

Temperatur

Ledning och styrelse

Petter Bäckgren är vd sedan september 2018 och har erfarenhet som vd för Kibion AB (dotterbolag till Orexo) samt DiaSorin AB. Där var fokus på kommersialisering av tekniska plattformar inom medicinsk teknik. Styrelsen består av grundaren Hans von Holst samt av andra personer med lång bakgrund inom medtech sektorn, däribland Nikolaj Sörensen nuvarande vd för Orexo AB.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare

Den dominerande ägaren är Tellacq AB med 23 procent av rösterna. Tellacq AB är även investerare i bland annat Bonesupport. I styrelsen ingår personer med band till Tellacq AB, däribland styrelseordföranden Anders Lundmark som även har ett stort personligt aktieinnehav. Inga andra större institutionella ägare finns i nuläget. Det är svårt att bedöma ägarnas kapacitet att tillföra eventuella ytterligare kapitaltillskott.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning

Bioservo har investerat stort i sin produktutveckling de senaste åren. Bolaget har främst finansierats genom nyemissioner även om nu bolaget har fått tillskott från EU finansierade projekt inom Horizon 2020 om totalt 2,3 MEUR. Den lyckade företrädesemissionen ger ytterligare utrymme för bolaget. Det finns en osäkerhet i tidsaspekten på hur mottagandet av produkten blir på marknaden.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential

Bioservo har utvecklat en teknik som är väl positionerat för att kunna ge en förbättrad arbetsmiljö där främst förslitningsskador inom industrin motverkas. Bolaget har även fokus mot assistans och rehabilitering då skador redan har inträffat. Det finns ytterligare användningsområden som kan bli aktuella med tiden. Marknaden för att motverka förslitningsskador är ökar starkt och representerar stora värden. Då bolaget redan har flera stora och välkända kunder samt samarbetspartner tyder det på en bra acceptans i marknaden och att potentialen är betydande.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk

Bioservo grundades 2006 och har en assisterande handske för sjukvården tillgänglig sedan 2013 som genererar intäkter, Det finns ytterligare potential i den kliniska studien som om den ger evidens kan ge förbättrad ersättning från landstingen. Bolaget har ett stort intresse från den industriella sektorn för sina lösningar med produkt på marknaden sedan 2017. Det har ddock ännu inte inneburit några större intäkter, även om nya order har inkommit under början på 2020. Det finns risker i att bolagets produkter Iron- och Carbonhand® inte kommer att få något större genomslag på marknaden eller att konkurrenter får fram bättre alternativ.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

Investment Case

Bioservo är ett teknikbolag som grundades 2006 genom ett forskningssamarbete och har nu gått in i en kommersialiseringsfas. Bolagets produkter kombinerar medicinsk vetenskap med modern robotteknik vilket ger personer extra kraft för att stärka kroppens uthållighet och funktion. Produkterna kan användas preventivt av friska personer för att undvika arbetsskador, t.ex. inom industrin eller som ett stöd för personer med nedsatt styrka.

Marknaden drivs av flera faktorer där de främsta är en åldrande befolkning som arbetar längre upp i åldrarna samt ett ökat fokus på förebyggande av arbetsrelaterade skador och rehabilitering. Den globala marknaden för exoskelton och kraftförstärkande bärbar robotikbaserad teknologi växer snabbt. Enligt flera oberoende marknadsbedömningar kan den årliga marknaden år 2025 uppgå till mellan 1,9 till 3,3 miljarder US-dollar. Bioservo har bestämt sig för att fokusera på två marknadssegment. Det främsta och mest växande marknadssegmentet är den industriella och professionella delen där det finns två delar. Dels själva hårdvaran Ironhand® men även analyser/utvärderingar. Fokus inom den industriella delen ligger på förebyggande, effektivitet och ökad livskvalitet. Bolagets andra fokusområde finns inom hälsovården där Carbonhand® systemet främst har en stor potential inom rehabilitering, idag används Carbonhand® som assisterande hjälpmedel.

Bolaget har vad vi erfar en av de mer spännande och avancerade lösningarna på marknaden och ligger i framkant av utvecklingen. De har därmed utmärkta möjligheter att skapa tillväxt. Samarbetena med General Motors, Airbus samt Eiffage visar på att systemet har bärkraft även om omsättningen än så länge har varit begränsad. De samarbeten som har ingåtts har nu börjat bära frukt. Ordern från Loxam på 82 enheter i början av 2020 efter det tidigare åtagandet under det fjärde kvartalet 2019 visar på att det börjar lossna kommersiellt.

Vi har i vår värderingsansats tagit fram tre scenarion med tre olika målkurser. Där kommer vi i vårt basscenario fram till ett motiverat värde på aktien på 29,5 (27,7) kronor efter justeringar för utfallet i det fjärde kvartalet 2019.

Marknader

Bioservo har primärt identifierat två marknadssegment som de anser vara relevanta för deras produkter och där det finns möjligheter för en god utveckling. Dessa två marknadssegment är det Professionella segmentet och Hälso- och sjukvårdssegmentet. Det finns även en konsumentmarknad som bolaget i nuläget inte fokuserar på. Historiskt har bolaget främst varit fokuserat mot Hälso- och sjukvårdssegmentet genom framtagande av olika assisterande hjälpmedel. Då man identifierat att den största potentialen på kort till medellång sikt finns inom det professionella segmentet är företagets primära fokus riktat mot detta segment.

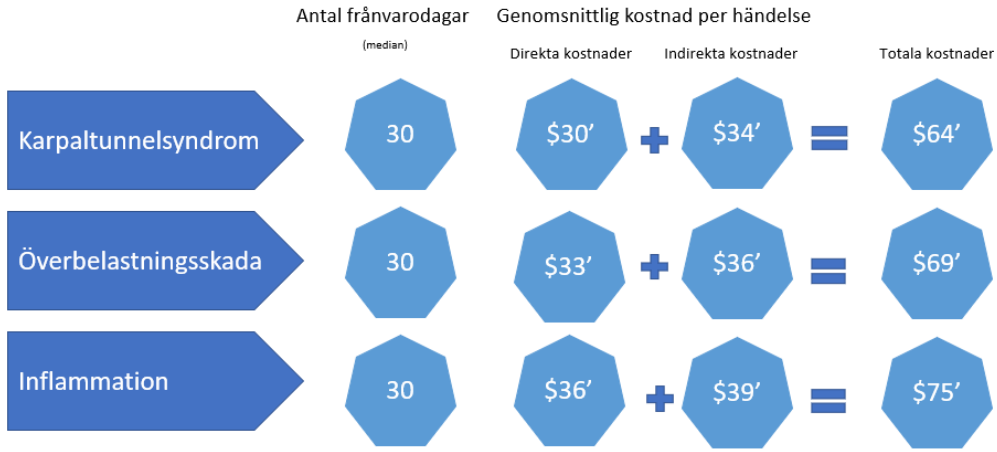
I följande text går vi igenom de olika drivkrafterna för respektive marknad där bolagets nuvarande fokus ligger.

Fokus - industriella och professionella marknaden

I det industriella segmentet används exoskeleton och kraftförstärkande bärbar robotikbaserad teknologi främst i preventivt syfte av friska människor för att undvika arbetsskador. Det kan även användas för att öka produktivitet, effektivitet och precision i arbetet där uthållighet och styrka är nödvändigt. Då det inom industrin finns en stor andel repetitiva och greppintensiva moment i arbetet som måste utföras manuellt finns här en risk för belastningsskador. Genom användandet av tex Ironhand® kan detta kompenseras samt ge en större uthållighet och stärka greppet. En faktor som driver på marknaden är ökningen av belastningsskador (MSD – Muscoskeltal disorders) som är en av de mest vanliga arbetsrelaterade skadorna. Dessa skador (MSD) är idag den näst största anledningen till funktionsnedsättning globalt enligt European Agency of Safety and Health at work. Det som gör detta extra intressant är att det är industrin själva som beslutar och betalar för användningen av produkter som Ironhand®. De stigande kostnaderna för sjukfrånvaro och konvalescens ger incitament för ett ökat användande av produkter som minskar riskerna för denna typ av skador.

Det finns ett antal exempel på hur höga kostnaderna kan bli för ett typiskt fall. Se graf nedan. De höga kostnaderna är förstås avskräckande för industriföretagen och ger dem ökat incitament för förebyggande åtgärder.

Kostnadsexempel USA – 1 arbetstagare för olika typer av händelser (tusental US-dollar)



Källor: U.S. Bureau of Labor Statistics 2018, SHA Safety Pays, Bioservo, Carlsquare

Enbart i USA uppgår det totala antalet förlorade arbetsdagar relaterat till belastningsskador (WMSD – Work-related musculoskeltal disorders) till över 320 tusen årligen i den privata sektorn. Det motsvarar drygt 29 procent av alla rapporterade skador och sjukdomar enligt Bureau of Labour Statistics. Majoriteten av dessa rör ländryggskador och hand- samt vristskador som primärt uppstår i tillverknings- och serviceindustrin. Den totala kostnaden uppskattades i USA ligga mellan 45 till 54 miljarder US-dollar enligt National Academy press så tidigt som 2001. Bilden i Europa är inte annorlunda och här uppskattas kostnaderna arbetsrelaterade skador på övre extremiteterna ligga mellan 0,5 och 2 procent (European Agency for Safety and Health at work) av EU:s BNP, vilket skulle innebära kostnader på mellan 85 till 340 miljarder US-dollar för på 2017 års data. (The World Bank)

Intressanta vertikaler inom industrin för Bioservo

Då tillverkningsindustrin spänner över många olika typer av produkter har Bioservo beslutat att fokusera på några utvalda vertikaler där man redan har gjort avtryck. Dessa är både stora och har många arbetare som utför många manuella handgrepp.

Primärt fokus på vertikaler med stort antal arbetare och många manuella handgrepp

Fordon	Flyg	Bygg	Övrigt
Fordonsindustrin sysselsätter mer än 8 miljoner personer inom den faktiska tillverkningen.	Mer än 1,7 miljoner arbetare i USA och Europa är sysselsatta inom Aerospace segmentet.	Inom byggindustrin sysselsätts runt 7,2 miljoner i USA samt drygt 4,8 miljoner inom EU.	Här ryms övriga industrier med stor del manuellt handhavande inom tillverkning.
Partnerskap sedan 2016 GENERAL MOTORS	Samarbete sedan 2016 AIRBUS	Samarbete sedan 2017 EIFFAGE	Samarbete sedan 2017 (GM) och Partnerskap 2016 (NASA)

Källor: IOMV, Deloitte, Statista, Bioservo, Carlsquare

Som synes i bilden ovan har bolaget fokuserat på de vertikaler inom tillverkningsindustrin som enligt bolaget är mest intressanta i nuläget. Dessa vertikaler har fortfarande en stor manuell arbetsstyrka där många handgrepp krävs i tillverkningen.

Fokus - Hälso- och sjukvårdsmarknaden

Det andra primära fokusområdet efter det industriella och professionella segmentet återfinns inom hälsovårdssektorn. Inom detta segment avses användning av exoskeleton inom rehabilitering och som hjälpmedel eller stöd vid eller efter sjukdom, funktionsnedsättning eller skada. Denna marknad präglas främst av några viktiga trender. En allt äldre befolkning i främst västvärlden ger till följd att allt fler funktionsnedsättningar inträffar som t.ex handsvaghet. Då allt fler länder eftersträvar att äldre personer fortsätter att bo hemma så länge som möjligt ställer det allt högre krav på olika hjälpmedel. Som vi beskrivit i texten om det industriella och professionella segmentet inträffar allt mer MSD:s både i USA och inom EU vilket leder till stigande kostnader för sjukvården för rehabilitering. Det finns även ett snabbt ökande antal av andra typer av skador som t.ex efter stroke där rehabilitering krävs.

Generellt för marknaden är att produkter som dessa skall ha ett godkännande som medicintekniska produkter, det vill säga en certifiering av läkemedelsverk, FDA eller liknande. Inom assistans växer sig marknaden allt större. Populationen som klassas som äldre blir allt fler och överstiger 47,5 miljoner personer i USA och cirka

97 miljoner i EU allt enligt US Consensus Bureau och Eurostat. Denna stora mängd personer med olika behov av assistans är en intressant marknad för Bioservos produkter. Inom rehabilitering finns det ett omfattande behov av att framförallt hjälpa alla patienter som överlevt en stroke att få tillbaka basala handfunktioner som tex greppförmåga. Att få tillbaka personer i arbete fort är väldigt viktigt både får arbetsgivare och arbetstagare. Detta då kostnaderna för detta är stora både i form av monetära kostnader men även på det personliga planet.

Bolagets produkter för segmenten

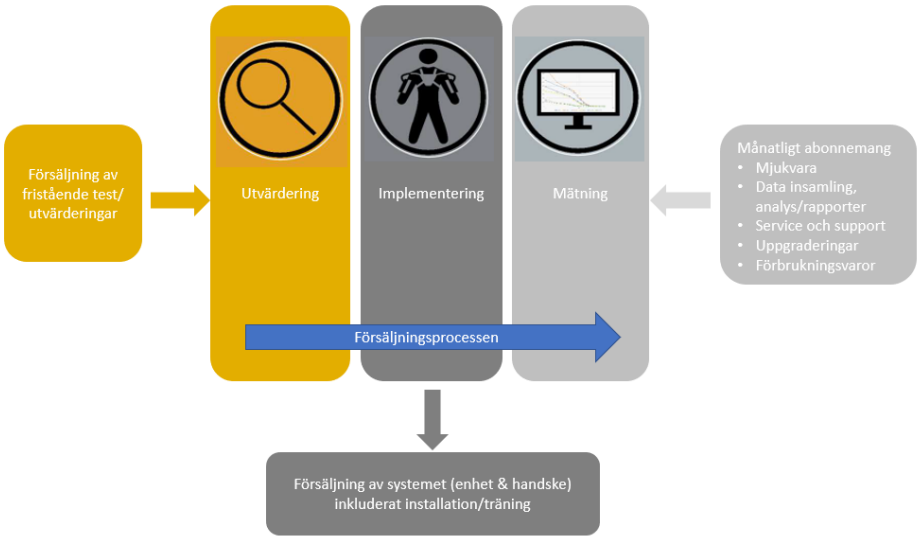
Bioservo har varit verksamt sedan 2006 då bolaget grundades genom ett samarbete mellan forskare på KTH och läkare på Karolinska Sjukhuset. Bolaget har utvecklat flera produkter baserat på bolagets unika SEM™ - teknologi (Soft Extra Muscle) som patenterades redan 2006. Över tid har bolaget fortsatt att utveckla sina produkter baserat på SEM™ tekniken. 2017 lanserades Carbonhand® vilket är en vidareutveckling av SEM glove som lanserades 2013. Under det andra kvartalet 2019 lanserades ”the all new Ironhand® vilket är vidareutveckling av Ironhand® som lanserades 2018. De två erbjudanden som bolaget har i nuläget mot den industriella sektorn och professionella användare genom Ironhand® och mot hälso- och sjukvårdssektorn genom Carbonhand® går vi igenom mer i detalj nedan, samt den grundläggande tekniken bakom dessa.

Ironhand® - industriell utveckling

Den senaste versionen av Ironhand® är precis som sina föregångare baserat på SEM™ tekniken. Det är en vidareutveckling av den tidigare produkten som har skett i samarbete med de industriella partners bolaget har. Då produkten kommer att användas i olika typer av miljöer har den utrustats med nya sensorer, en ny förbättrad ryggsäck och förbättrade material och design i handsken. Främst för ett bättre och lättare handhavande men även för att kunna lättare rengöras och underhållas. Den så kallade ”All-new Ironhand®” har även förbättrat styrkan ytterligare samt reducerat reaktionstiden. Efter det fjärde kvartalets 2019 utgång har bolaget även lanserat en ny version Ironhand 1,6. Operatören ges möjlighet att via en app anpassa handskens inställningar samt en uppdaterad handske med uppdaterad komfort.

Försäljningsmodellen för Ironhand® fungerar genom ett system där först en bedömning/utvärdering görs. Denna kan faktureras separat som en fristående utvärdering. Utvärderingen identifierar användning och anställda som riskerar skador av olika slag. När detta är gjorts sker en implementering där den faktiska försäljningen av systemet sker med själva utrustningen och innefattar installation och träning med systemet. Som ett sista steg sker även mätningar som sker genom ett månatligt abonnemang. I detta ingår typiskt sett mjukvarulicenser, datainsamling, analyser och rapporter. Utöver detta ingår även uppgraderingar och förbrukningsvaror som t.ex. handskar i det månatliga abonnemanget.

The All-new Ironhand® försäljningsmodell



Källor: Bioservo, Carlsquare

Bioservo har som vi tidigare indikerat sitt fokus på vertikaler där de redan har gjort ett visst avtryck och där det finns ett tydligt och stort behov i marknaden. De främsta vertikalerna finns inom fordons- och flygindustrin, även om byggindustrin också uppvisar en stor potential och som även de har stora utmaningar relaterat till förslitningsskador.

Carbonhand® - lösningen för svaga händer

Carbonhand® använder även den grundläggande patenterade SEM™ tekniken även om lösningen är avsevärt mindre komplex än för Ironhand®. Carbonhand® består enkelt beskrivet av en handske och en lätt kraftenhet. Den sammanlagda vikten är relativt liten på cirka 700 gram. Effekten och graden av styrka kan justeras för att passa den individuella användaren. Carbonhand® är CE-märkt som en medicinteknisk produkt.

Produkten är tänkt att användas inom hälsovården för att ge stöd och rehabilitering. Det faktorer som talar för en tillväxt i segmentet är en fortsatt åldrande befolkning med ökat behov av olika stöd för ett fortsatt aktivt liv. Bara i Europa förväntas den äldre befolkningen fördubblas till år 2060 (European Commission). Dessutom finns som vi sett i samband med Ironhand® delen tidigare i analysen ett stort behov av rehabilitering av arbetsrelaterade skador inom många arbetsgrupper. Det pågår för närvarande flera kliniska studier för att verifiera fördelarna och funktionerna. Dessa sker bland annat i Sverige och England. En studie från Japan har avslutats, dock har den ännu inte publicerats på engelska.

Införsäljningen av Carbonhand® sker på ett annat sätt än mot industrier som har andra motivationer än inköpare hos tex landsting. Dessa processer har historiskt inneburit långa införsäljningsprocesser och upphandlingar. Det är dock sannolikt att ett ökat fokus på snabbare rehabilitering av arbetsskador och att äldre ska

kunna ha ett bättre och aktivare liv kommer att öka försäljningen av olika typer av hjälpmedel. Tillväxten kommer antagligen inte öka lika snabbt som inom de industriella segmenten, även om behovet finns.

Risker

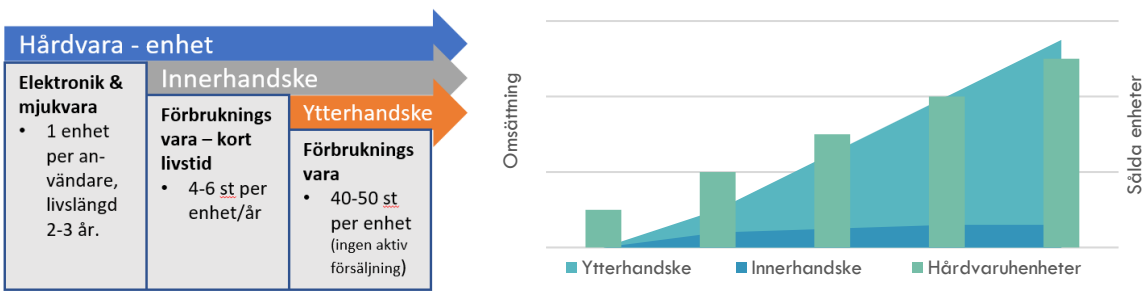
Bioservo har gått från att under ett antal år ha varit ett teknikutvecklingsbolag till att komma in i kommersialiseringsfasen. Alla bolag som går från utvecklingsbolag till en kommersiell fas har ett antal utmaningar och risker framför sig. Den främsta risken är att produkten inte är kommersiellt gångbar. Det kan vara svårt att initialt bedöma men givet att bolaget har intressanta partners och samarbeten minskar den risken något.

En kommersialisering riskerar alltid att dra ut på tiden även om produkten är lovande och har potential. Detta riskerar att leda till ett ytterligare finansieringsbehov, där nuvarande ägares kapacitet att finansiera känns något oklar. Konkurrensen kan tillta avsevärt även om produkten är patenterad och skyddad. Detta då potentialen i marknaden är stor, vilket gör att det säkerligen kan komma att finnas intressenter för att utveckla och lansera konkurrande produkter. Det finns även en makroekonomisk risk då det inom en framtid kan komma en lågkonjunktur som kan slå hårt mot de industriella aktörerna som är bolagets primära fokus.

Prognoser och värdering

Bioservos affärsmodell bygger i mångt och mycket på att utveckla produkter i nära samarbete med akademisk spetsforskning. Vidare med utvecklingspartners inom olika marknadssegment för att genom samarbeten och partnerskap kunna ta produkten snabbt till marknaden. Bolaget har utvecklat sin teknik under flertalet år och är med sina produkter nu inne i kommersialiseringsfasen. Bolaget har under 2017 till 2019 fokuserat mycket på att bygga upp partnerskap och samarbeten för att förfina produkterna. Detta för att kunna göra ett avtryck på marknaden under kommande år.

Affärsmodellens skalbarhet

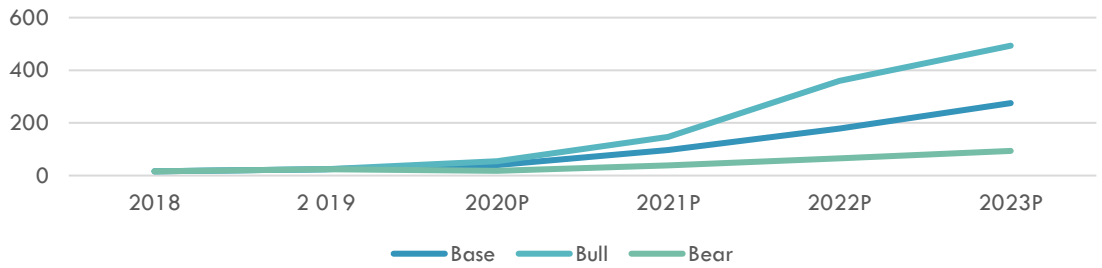


Källor: Bioservo, Carlsquare

I bilden ovan visas på hur affärsmodellen är tänkt att fungera i praktiken, med en initial hårdvaruleverans och förbrukningsvaror efter hand. Livslängden för hårdvaran bedöms vara 2–3 år och skall då ersättas. Förbrukningsvarornas åtgång

beror förstås på användningsområde men 4–6 innerhandskar bedöms behövas per enhet och år.

Förväntad intäktsutveckling per scenario: 2020P-2023P



Källa: Carlsquare

Det är i nuläget svårt att prognosticera när bolaget får ett genomslag för sina produkter i en större skala. Orderna från Loxam visar dock på ett stort intresse. Det är en ytterst positiv signal från en stor marknadsaktör inom hyrsegmentet i Frankrike. Det är dock klart att det finns en stor marknad globalt både inom det industriella segmentet och hälsovård. Bolaget har valt att fokusera på vertikaler där man redan har gjort ett avtryck. Dessutom har företaget startat samarbeten med ett par av de största aktörerna i aktuella sektorer (GM, Airbus och Eiffage) vilket gör att det finns stora möjligheter att lyckas.

I vårt basscenario, som vi ser det mest sannolika utfallet i nuläget bygger på att främst Ironhand® kommer att få en stark ställning på marknaden. I vår tidigare prognos fick bolaget in fler kunder redan under slutet av 2019 och en god ökningstakt av antalet kunder under 2020. Utfallet blev ungefär som väntat med Loxam åtagande i slutet av 2019 med efterföljande order nu i början av 2020.

I våra prognoser för basscenariot ligger en förväntan om att bolagets lösning kommer att bli det främsta alternativet för mjuka exoskelotons i industrisegmentet genom sin Ironhand® i olika versioner som utvecklas kontinuerligt. Vidare räknar vi i detta scenario med att tillväxten för Carbonhand® inom hälsovårdssegmentet kommer att vara god men inte ha samma potential för kraftig tillväxt som den industriella applikationen. Den industriella delen har potential att växa då företagen som användare relativt snabbt kan identifiera den ekonomiska nyttan av produkterna vilket avsevärt kortar beslutstider och snabbar på investeringarna. Inom hälsovården är besluten långsammare och den ekonomiska nyttan är inte lika uppenbar, även om behoven bedöms vara stora även här.

DCF - värdering

Nedan framgår våra prognoser enligt vårt basscenario. Detta är enligt vår bedömning det mest sannolika scenariot givet nu tillgänglig information från bolaget och hur marknadspotentialen för dess produkter Ironhand® och Carbonhand® liksom tjänster (Assessment) ser ut just nu, vilket ser ytterligare mer positivt ut efter signalerna i samband med det andra kvartalet. Den stora potentialen anser vi finnas för Ironhand® även om det självklart föreligger en betydande potential även för Carbonhand®.

DCF – värdering basscenariot

MSEK	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	TV
Omsättning	39	96	178	275	372	448	526	606	616	640
Rörelseresultat	-19	2	20	53	84	108	124	143	152	158
Rörelsemarginal %	-48,5%	2,5%	11,2%	19,4%	22,5%	24,0%	23,5%	23,5%	24,7%	24,8%
Fria Kassaflöden (FCF)	-24	0	3	25	46	82	52	107	135	57
Nuvärde kassaflöde	184									
Nuvärde, restvärde	205									
Rörelsevärde	389									
Nettoskuld	33									
Summa värde eget kapital	422									
Antal aktier (miljoner)	14,3									
Motiverat pris per aktie	29,5									

Källa: Carlsquare

Vi räknar med att Bioservo kommer att lyckas i sin ansats på marknaden även om det i nuläget är svårt att uppskatta hur snabbt det kommer att gå och till vilka marginaler initialt.

I vårt basscenario räknar vi med att Ironhand® kommer att få ett bra mottagande på marknaden. När verksamheten uppnår en omsättning över 100 miljoner kronor tror vi att bolaget kan uppnå bruttomarginaler på omkring 50 procent. Vi räknar med en årlig tillväxt (CAGR) för basscenariot för perioden 2020 - 2024 på 75 procent och för 2020 - 2028 på nästan 41 procent. I våra alternativa scenarion, Bull och Bear, speglar bull-scenariot en mer lyckosam lansering med högre tillväxt med en CAGR för perioden 2020 – 2024 på nästan 97 procent. Vidare ett scenario där utvecklingen blir mer blygsam med en CAGR för bear-scenariot under perioden 2020 – 2024 på cirka 32 procent. Den årliga diskonteringsräntan är bedömd till 12,2 procent för samtliga scenarion.

3 scenarion

	BEAR	BASE	BULL
WACC	12,2%	12,2%	12,2%
CAGR, 2020P - 2024P	32,1%	75,3%	97,3%
Tillväxt, evighet	1,0%	2,0%	3,0%
Rörelsevärde	93	389	941
Kassa, Dec-2020	39	33	28
Räntebärande skulder, Dec-2020	0	0	0
Nettokassa/skuld, Dec-2020	39	33	28
Aktievärde	133	422	969
Antal aktier, miljoner (just. emission)	14,3	14,3	14,3
Motiverat värde per aktie, SEK	9,3	29,5	67,7

Källa: Carlsquare

Riktkurserna för de olika scenarion som vi har räknat på återfinns i ett intervall mellan 9,3 (8,4) och 67,7 (69) kronor per aktie med ett basscenario på 29,5 (27,7) kronor per aktie. Det är klart att prognoserna i nuläget är något osäkra, men det visar ändå på den stora potentialen om bolaget når i närheten av sina tidigare mål från noteringen. Dessa överstiger vårt Bullscenario rörande omsättning men i linje med våra marginalantaganden för samma scenario.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska 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.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.