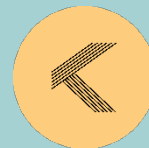
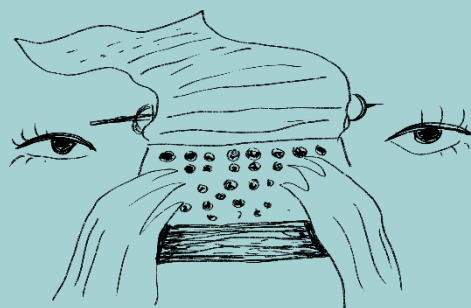


# Cellink

The future of health



2021-04-11

Gästanalytiker: Chalmers Capital Management

Göteborgsbaserade Cellink är ett bolag som utvecklar teknologi för cell- och molekylärbiologi. Under 2016 lanserade de världens första universella biobläck, ett material som tillåter 3d-skrivare att skriva ut mänskliga vävnader. Till bläcket lanserades även billiga bioprinters (3d-skrivare för cellstrukturer), vilket snabbt tog bolaget från Chalmers labb till världsledande inom bioprinting.

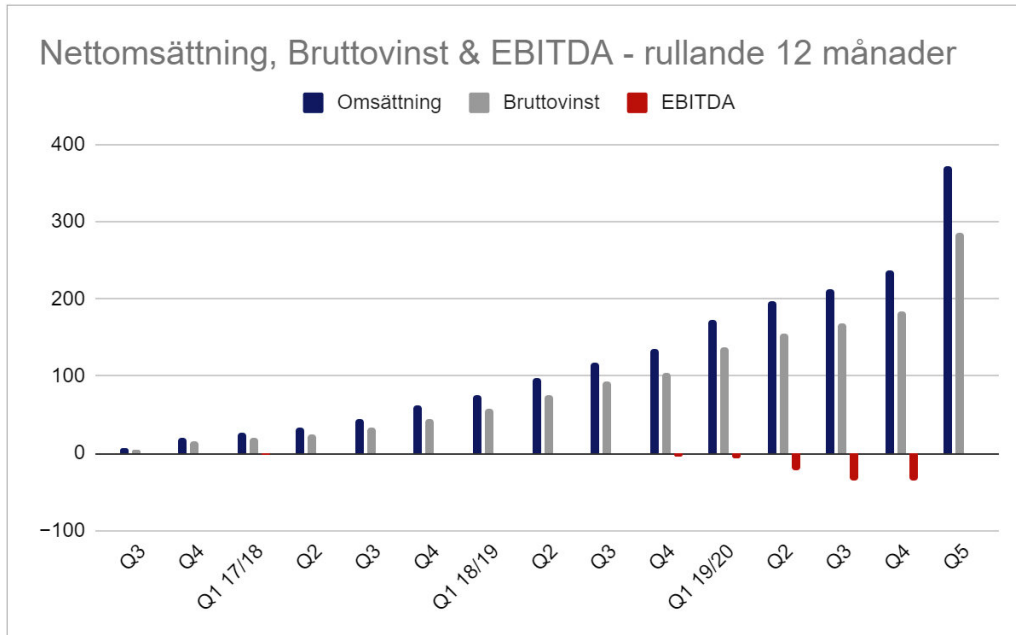
Genom god organisk tillväxt tillsammans med flertalet strategiska förvärv har Cellink blivit ett världsledande företag inom såväl bioprinting såväl som precision dispensing och single cell isolation.

Cellinks produkter förbättrar idag cancer- och vaccinforskning samt byter ut gammalmodiga djurstudier i läkemedelsprövning. Bioprinting har traditionellt bidragit till majoriteten av Cellinks tillväxt men genom nya vertikaler har bolagets omfång breddats och beroendet av enskilda produkter minskat. Än idag är Cellinks bioprinter BioX deras mest framgångsrika produkt med cirka 1000 installationer globalt, vilket gör det till världens mest populära bioprinter. Detta gör att Cellink säljer hackor och spadar till en bransch som växer så det knakar. Marknaden för 3D-bioskrivare förväntas växa med en CAGR på 17,4% mellan 2016-2022, vilket Cellink har överträffat flerfaldigt historiskt. Alla Cellinks installationer genererar dessutom återkommande intäkter från försäljning av både förbrukningsvaror och mjukvara. Sammanvägt har det lett till en kraftig omsättningsökning.

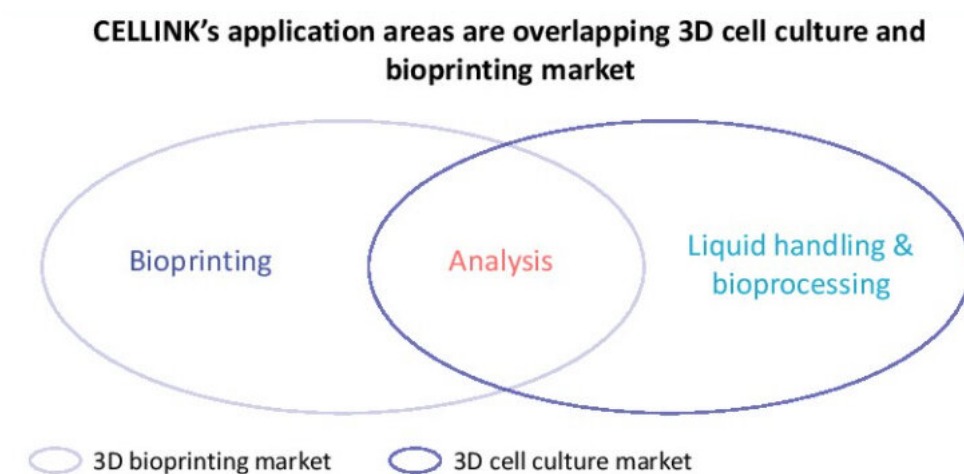
## Key Stats

VD	Erik Gatenholm
Ticker	BICO
Lista	Large Cap Stockholmsbörsen





Cellinks tre affärsområden



**Bioprinting** går ut på att skapa en mänsklig miljö av levande vävnad. Det kan bland annat användas för att reducera kostnader kopplade till läkemedelsutveckling. Kostnadsminskningen uppnås bland annat genom att substanser kan prövas direkt på bioprintad mänsklig vävnad, vilket gör att läkemedelsbolag inte behöver genomföra kostsamma, etiskt tveksamma eller rent av missvisande djurstudier. Dessutom ger Cellinks produkter bättre möjlighet till att göra identiska experiment än någon annan teknologi. I början av Cellinks historia bestod kundlistan först och främst av universitet och intäkter kom från akademien. Med förvärvet av Scienion fick Cellink en etablerad försäljning till industrin, vilket öppnade upp en ny vertikal för bolaget. Cellink tror att 3D-printing i höga volymer kommer att vara en viktig del för bolagets framtida organiska tillväxt. Det stämmer väl in med deras lansering av BIO MDX-serien under mars 2021, som möjliggör större arbetsflöden inom bioprinting.

**Cellanalys** är ett mindre verksamhetsområde, där det egenutvecklade systemet Cellcyte X är bolagets huvudprodukt. Cellcyte X är ett fullständigt automatiserat system inom "live cell imaging" som byter ut både mikroskop och petriskålar. Detta minskar arbete för forskare och minimerar risken för kontamination då instrumentet behåller en sluten miljö. Systemet förbättrar således traditionella arbetsflöden genom att automatisera arbetsflödet och ge tillgång till mer data, som cellräkning. Cellink utvecklar denna mjukvara själv vilket leder till intäkter enligt en SaaS-modell.

Utöver Cellcyte X har Cellink även ingått ett samarbetsavtal med amerikanska phasefocus för att distribuera deras Livecyte, en produkt som liknar Cellcyte X. Dessutom har Cellinks dotterbolag Cytena ett samarbete med Omni Life Science för distribution av deras cellräknare CASY.

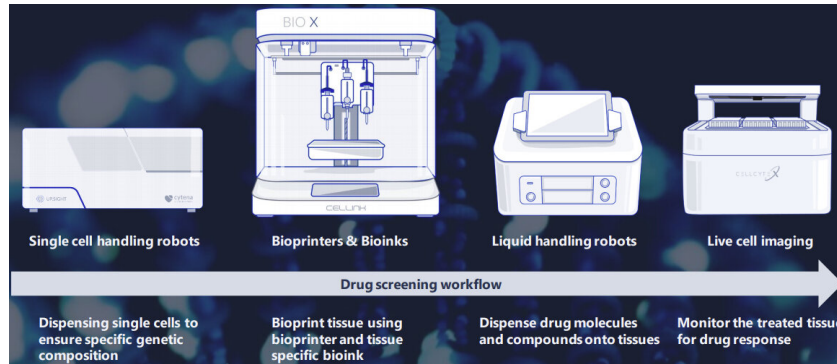
Marknaden för Cellinks 3D-cellanalys är ännu i sin linda, men kan de ta marknadsandelar från äldre teknologi kan marknaden för "cell culture workflows" vara värd ca 20 miljarder SEK.

**Liquid Handling och Bioprocess** är två av de områden med högst värderingar på börsen just nu. Det är också områden som Cellink har förvärvat sig till genom förvärven av Cytena, Dispendix, Scienion och Ginolis. Det gemensamma produktutbudet kan användas för en rad olika applikationer, till exempel produktion och analys av celler samt antikroppar för användning inom forskning och biologiska läkemedel. Biologiska läkemedel förväntas växa med en tvåsiffrig CAGR i många år framöver, likaså resten inom detta affärsområde.

Cellink har byggt upp en samling av bolag med stora synergier, vilket gör att deras instrument för automatiserade high-throughput system för cell- och vätskedispensering är världsledande. Dessa instrument är väldigt precisa, och tillåter kontroll på nano- och pikoliternivå. Liksom Cellinks övriga verksamhet effektiviserar och förbättrar detta automatiska system traditionella processer. Marknaden för Cellink inom liquid handling och bioprocess är ca 50 miljarder SEK.

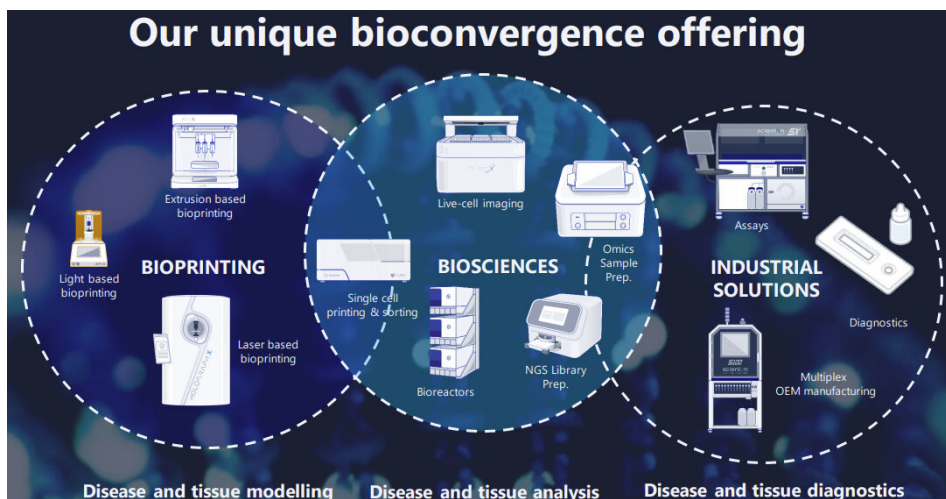
### **Synergier**

Ett uttalat mål för Cellink är att erbjuda fullständiga arbetsflöden. Målet är att förenkla och förbättra för labb genom att kombinera service, support och mjukvara för flera instrument. Fullständiga arbetsflöden gynnar också Cellink genom merförsäljning. Ett exempel på ett arbetsflöde är: Cellinks bioprinting skapar vävnader som kan påverkas av deras liquid handling-teknik och slutligen analyseras med deras cellanalys. Se bild nedan.



**Från akademi till industri**

Genom förvärv har Cellink gått från ett inkubatorbolag på Sahlgrenska Science Park till ett globalt bolag både i akademien och industrin. Målet bakom varje förvärv har varit att bygga hela arbetsflöden för att komma närmre klinik. Det ökar nämligen bolagets adresserbara marknad markant. Försäljningen till industrin är också mycket lönsam. Idag driver bland annat single cell genomik och bioprinting Cellink framåt. Särskilt patologi och organprintning är tillväxtområden. I framtiden kommer även regenerativ medicin vara en stor del av bolaget. Exempelvis samarbetar Cellink och FC Barcelona för att regenerera vristleder med bioprinting. I ett annat fall använde sig forskare av Cellinks teknologi för att skriva ut ett realistiskt mänskligt hjärta, lämpligt för exempelvis läkemedelstester. I september 2020 var 7 kunder till Cellink på väg in i kliniska tester. Cellink menar att detta kommer bli en stor marknad när fler och fler kunders produkter godkänns. Med andra ord, Cellink tjänar pengar på forskning och prekliniska tester, och tjänar ännu mer pengar när dessa projekt tar nästa steg mot klinik. Cellink har uttalat sig om att de själva inte kommer att påbörja några kliniska tester, men att de kommer hjälpa sina kunder att göra det. De ser mellan 100-1000 olika användningsområden, men är medvetna om att de själva inte kan förutse allt som händer med denna banbrytande teknik.



Cellinks exponering mot såväl akademi som industri skildras väl i deras gedigna kundlista. Den breda kundbasen gör att ingen enskild kund står för över 5% av Cellinks omsättning. Bland kunderna återfinns bland annat: Johnson & Johnson, Merck, Novartis, Takara, Roche, L'ORÉAL, Harvard, Yale, ETH Zürich och FDA.

Försäljningsprocessen till både nya och befintliga kunder uppskattas ta mellan 3-6 månader. Cellink menar att utbildning är väldigt viktigt, och således har bolaget traditionellt spenderat mycket av sin marknadsföring på att lära ut om tekniken och användningsområden för Cellinks produkter till forskare världen över. I marknader där Cellink inte har egen säljstyrka sker försäljning istället genom distributörer.

### Ledning

Cellink startades med målet att bli ett globalt bolag. Inom ett år blev de världsledande inom försäljning av biobläck och 3D-skrivare. Det hade inte varit möjligt utan bolagets unga och hungriga ledning och deras önskan att förändra världen. Det har aldrig varit någon brist på ambition hos Cellink: *"[...] our idea was to place our technology in every single lab around the world"* berättade VD Erik Gatenholm i en intervju med BBC 2017.

VD är Erik Gatenholm, född 1989. Han har en BSc i Business Management och en MSc i Innovation & Industrial Management från Göteborgs universitet. Uppvuxen som son till en biobläckforskare och med erfarenhet inom kommersialisering av bioteknik i USA är han som gjord för ett jobb på ett snabbväxande biotechbolag. Gatenholm är största ägare i Cellink med ca 20% av kapitalet.



Bild: VD Erik Gatenholm

Hector Martinez, biomedicinsk ingenjör och medgrundare av Cellink, är sedan 2016 CTO. Han har gedigen erfarenhet inom biobläck och en stark passion för detta. Martinez är född i Mexico, studerade i USA och bor numera i Göteborg. Martinez är näst största ägare i Cellink och äger ca 12% av bolaget.

Gusten Danielsson (född 1992) är CFO på Cellink. Han har en MSc i Innovation & Industrial Management från Göteborgs universitet och har ett tydligt aktieintresse. Under en del av sin studietid var han VD för Handels Capital Management. Han har ett stort intresse för M&A, vilket troligtvis bidrar till Cellinks aggressiva förvärvsagenda. Danielsson äger ca 2,5% av kapitalet i Cellink.

Tillsammans har denna ledning vunnit *Årets Företagare 2019* med beskrivningen: "science fiction - fast på riktigt"

Dagens Cellink hade dock inte varit möjligt utan Paul Gatenholm. Utöver att han är far till bolagets VD är han en världsledande forskare inom biobläck och professor vid Chalmers. Det är hans biobläck som Cellink startades för att kommersialisera. Trots att han inte är en del av Cellinks ledning driver han branschen framåt genom fortsatt forskning. I hans senaste arbete "Long-term in vivo integrity and safety of 3D-bioprinted cartilaginous constructs" använder han sig av produkter från Cellink för att studera 3d-printade broskstrukturer i möss.

## Ägarstruktur

Ägarstruktur Cellink		
Namn	Kapital	Röster
Erik Gatenholm	19,0%	26,8%
Hector Daniel Martinez Avila	12,5%	17,7%
Handelsbanken Fonder	8,4%	6,6%
Swedbank Robur	4,7%	3,8%
Fjärde AP-Fonden	4,3%	3,4%
Carl Bennet AB	4,1%	3,2%
Capital Group	3,4%	2,7%
Gusten Danielsson	2,7%	3,3%
Claes Dinkelspiel	2,0%	1,6%
Biofluidix GmbH	1,7%	1,3%

## M&A

Organisk tillväxt är väldigt viktigt för Cellink. Bolaget har ännu högre ambitioner, både om hur fort de kan växa och hur många vertikaler de kan växa inom. Till Dagens Industri konstaterade VD Erik Gatenholm att "Vi måste egentligen bara springa så snabbt vi bara kan". Vidare förklarade han att han vill att Cellink ska finnas kvar om 100 år, och då vara ett "enormt" bolag.

Försäljning till akademien, som för 2-3 år sedan utgjorde 85% av totala försäljningen, utgör idag ungefär en fjärdedel. Försäljningen till akademien ger intäkter till Cellink, men det är inom industrin som den stora marknaden finns. Därför förvärvade Cellink, i slutet av 2018, det tyska bolaget Dispendix. I det tillhörande pressmeddelandet kommuniceras "With this strategic acquisition, we are looking forward to taking a new step in CELLINKs development focusing on the pharmaceutical industry". 2020 togs dock det största klivet i bolagets historia då Cellink förvärvade det stora tyska life science bolaget Scienion för 80 miljoner euro. Scienions produkter användes redan i produktionen av kliniskt godkända produkter, världen över. Med detta förvärv fick Cellink således en stark fot in på marknaden för industrin. Transaktionen skedde med en betalning om 40m euro i kontant och 2,8 miljoner aktier i Cellink, motsvarande en utspädning om 6,5%. Köpet gjordes till en P/S-multipel om 4 och ca P/EBITDA 16. I en intervju med Life Science Sweden precis efter förvärvet av Scienion berättade Gatenholm "Jag älskar tyska bolag! De har ofta riktigt vassa tekniker och de är bra inom life science. Däremot brukar de inte vara lika bra när det kommer till marknadsföring och global expansion. Kanske är det för att den tyska marknaden är så stor. Oavsett anledning så är svenska bolag ofta bättre på att blicka utanför hemmamarknaden. Vi tror att Cellinks starka kommersiella organisation tillsammans med bra tekniker kan ge ett riktigt bra företag och vi har redan bevisat att det stämmer med Dispendix och Cytena.". Cellinks M&A-strategi bygger således på att skapa synergier. Varje förvärv har hjälpt Cellink närmre klinik, samtidigt som det har stärkt det förvärvade bolagets räckvidd. Detta illustreras väl i Dispendix, som förvärvades till 11x sales men som växte till 1-2x sales inom loppet av ett år.

Totalt har Cellink förvärvat 5 st bolag: Dispendix (2018), Cytena (2019), Scienion (2020), Ginolis (2021) och MatTek (2021). Förvärvet av Ginolis avslutades 1 mars och köpeskillingen uppgick till 66m euro. 40% av transaktionens värde betalades med nytryckta aktier, medan 60% var kontant betalning. För detta betalade Cellink strax under P/S 4 trots förväntningar om >35% omsättningstillväxt i flera år framöver. Cellink bedömer att Ginolis kommer ge stora synergier tillsammans med Scienion och Cellinks erbjudande för bioprinting. Detta förvärv är helt i linje med Cellinks ambition om att öka korsförsäljning mellan sina bolag, och att öka andelen återkommande intäkter från förbrukningsvaror.

Kort därefter tillkännagav Cellink att de förvärvade det amerikanska bolaget MatTek för 68m USD, varav 20% betalades med aktier i Cellink. MatTek köptes till P/S 4. Bolaget har en EBITDA-marginal strax under 22%. På egen hand förväntades MatTek växa ca 10% per år, men under Cellink kommer tydliga synergieffekter uppnås. MatTeks teknologi för *in vitro* studier kommer kombineras med Cellinks befintliga Bioprinting-verksamhet, och Cellinks erbjudande inom rekonstruerad mänsklig vävnad för produktutveckling och för regulatorisk testning kommer att bli heltäckande för vissa applikationer. Cellink bedömer att detta förvärv möjliggör att fullständigt eliminera djurförsök inom vissa områden, medan vissa framsteg behövs för att detta ska gälla alla experiment.

Med förvärvet av MatTek bröt Cellink den historiska trenden av att förvärva ett bolag per år. Vår bedömning är att de inte kommer återgå till den gamla trenden. Denna tro bekräftades av Cellink dagen efter förvärvet av MatTek tog in 3,5 miljarder SEK till enbart 3,4% rabatt. Summan överstiger priset för alla tidigare förvärv, tillsammans. De har tidigare kommenterat att förvärvsprocessen tar ungefär ett år. Under en presentation hos Carnegie i september 2020 förklarade Cellink att de var i M&A-processer med flera bolag. De förtydligade också att de gillar att köpa med aktier, då det behåller entreprenörer inom bolaget. Det är således inte otroligt att de fullföljer fler förvärv under 2021. Vid varje förvärv är det viktigt för Cellink att bolaget de förvärvar redan har försäljning. Cellink resonerar att produkter kan de utveckla själva, men att förädla befintlig försäljning tillhör deras spetskompetens.

Under 2020 utökade Cellink sitt fokus till hela bioconvergence-marknaden, vilket gör att deras uppskattade TAM överstiger 200 miljarder dollar.



### Konkurrenter

Cellink har konkurrenskraftiga produkter inom samtliga verksamhetsområden. Eftersom de skapar nya marknader är det svårt att jämföra Cellink som helhet med något annat bolag. Inget annat företag erbjuder ett lika brett erbjudande som Cellink. Med det sagt finns det konkurrenter inom olika subsegment.



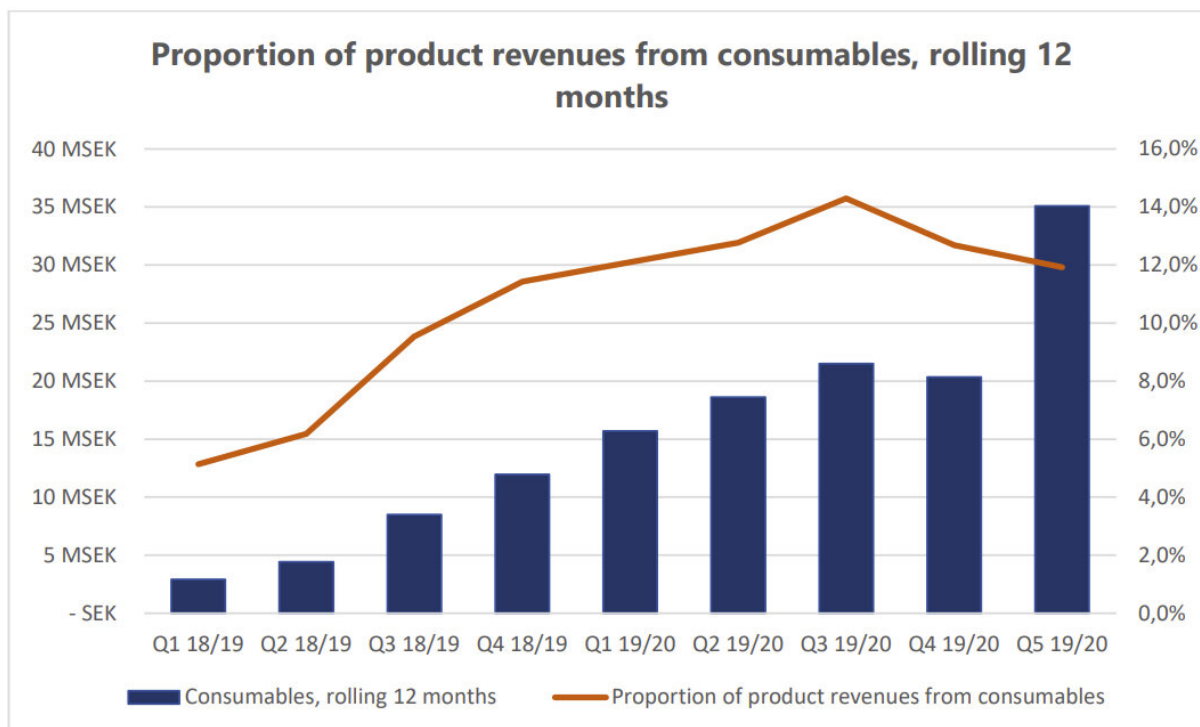
Inom Bioprinting finns ett antal konkurrenter. Cellink lyftar främst schweiziska regenHU och amerikanska/tyska envisionTEC som båda är leverantörer av instrument för bioprinting. Det är dock en mycket fragmenterad marknad, med många mindre spelare.

Cellinks cellcyte X är i direkt konkurrens med Essen Biosciences Incucyte. De har relativt likvärdig prestanda men Cellinks instrument är i regel billigare.

Inom single-cell är amerikanska Berkeley Lights en konkurrent. De använder sig av en annan teknik än Cellink, men deras produkt har liknande användningsområde. De fokuserar på att producera enskilda celler för genomik eller produktion av antikroppar. 10x Genomics är ett annat välkänt företag inom samma bransch som Cellink. Labcyte är en direkt konkurrent till Cellinks dotterbolag Dispensix och deras non-contact liquid dispensing-produkter.

### Framtidsutsikter

Cellink har haft en kraftig tillväxt sedan IPO med både ökande omsättning och EBITDA. Det senaste kvartalet bjöd på rekordhög omsättningstillväxt (+377%) och en stark EBITDA-marginal (16,9% mot -31,0% året innan. Resultatet var dock förstärkt både av säsongsmässiga effekter såväl som att förvärvet av Scienion integrerats i siffrorna. Scienion är en s.k. "coronavinnare". Företaget lyckades med dessa fantastiska siffror trots att försäljningen av de mycket lönsamma förbrukningsvarorna minskade till 11,9% av omsättningen på rullande tolv månader, en minskning med 0,2% procentenheter. På lång sikt förväntar sig företaget att engångsprodukter kommer utgöra hälften av omsättningen, vilket är i linje med företag som Medistim och ChemoMetec. Cellinks försäljning av förbrukningsvaror har ökat flera år i rad men försäljningsandelen har en kortvarig svacka, delvis drivet av coronapandemin. Vår bedömning är att förbrukningsvaror kommer utgöra en mindre andel av försäljningen många år framöver. Detta då ett fortsatt fokus på fler installationer är viktigare för att säkra marknadsandelar än att etablera en kraftig försäljning av produkter från befintliga kunder redan idag. På sikt kommer den stora basen av installerade instrument generera stor passiv försäljning. Detta är mycket önskvärt då bruttomarginalen är betydligt högre för förbrukningsvaror (ca 90%) än instrument (ca 70%) och de ger också återkommande intäkter. Dessutom är skalbarheten för förbrukningsvaror stor; en tiobubbling av biobläckproduktionen innebär enbart en kostnadsökning om 20% enligt CFO. Cellink hade under Q5 2020 en sammanvägd bruttomarginal på 73%.



Cellinks finansiella mål är att upprätthålla en årlig organisk omsättningstillväxt på 35% samt att ha en positiv EBITDA-marginal. Det är högt ställda mål, men det är lägre än vad företaget presterat tidigare. En viktig komponent för Cellinks organiska tillväxt har tidigare varit bioskrivaren Bio X, vilken är deras mest installerade produkt. Efterträdaren Bio X6 är ett steg upp, både i prisklass och funktionalitet. Cellink hoppas att denna på sikt kan komplettera för att sedan ersätta Bio X, och således vara en viktig del av Cellinks organiska tillväxt. Det var dock flera år sedan Cellink var beroende av "legacy" biobläck och bioprinting - idag är Cellink ett globalt bolag med en bred produktportfölj. Samtidigt är M&A fortsatt viktigt för Cellinks tillväxt, och bolaget kommer troligtvis se väldigt annorlunda ut om 3 år. På grund av Cellinks fokus på "era of workflows", kommer Cellink kunna växa tillsammans med sina kunder och formas efter deras behov.

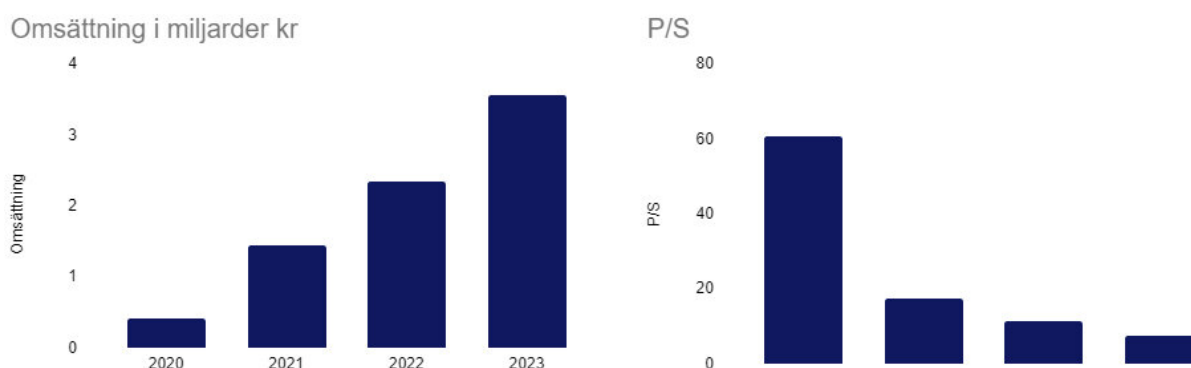
### Värdering

Vi bedömer att Cellink kommer att ha en omsättningstillväxt på 199% under 2021, följt av 35% organisk tillväxt under 2022 och 2023 i enighet med guidance. Det resulterar i multiplarna illustrerade nedan.

Värdering	2020	2021E	2022E	2023E
P/S	61	20	15	11
P/EBITDA	31044	136	75	45

Företaget handlas således till väldigt höga P/S-estimat. Vi är dock övertygade om att Cellink kommer att ha en fortsatt aktiv M&A-agenda, i enighet med deras mål att bli ett heltäckande bioconvergence företag. Samtidigt bedömer vi att marknaden inte tar hänsyn till detta. Cellink poängterar förvisso att de inte drivs av att förvärva, men att de anser att förvärv är en god metod för att skapa ett brett bolag bioconvergence. Bolaget måste vara brett för att arbeta mot problem som cancer, diabetes och organbrist m.fl. Det är höga ambitioner, och lämnar mycket utrymme till förvärv. Bolagets CFO, som är mycket intresserad och har god erfarenhet av M&A, anser vi vara en stor tillgång för Cellink i denna utveckling.

Om man antar att Cellink förvärvar ytterligare 200 MSEK i omsättning under 2021 till P/S 4, och därefter 400 MSEK till P/S 5 både 2022 och 2023 (och inkluderar 5% utspädning) blir multiplarna betydligt mer lockande för hela koncernen.



Även med förvärv handlas Cellink till höga multiplar. De är ett världsledande bolag inom en bransch med kraftig tillväxt, vilket vi anser rättfärdig högre värdering på grund av framtida tillväxt. Utan förvärv är värderingen för Cellink ändock rabatterad mot amerikanska sektorkollegor, som trots liknande eller sämre tillväxt- och vinstförutsättningar värderas betydligt högre. I följande jämförelsetabell är Cellink och Illumina ensamma om att vara lönsamma de närmast kommande åren, där Illumina har bättre marginaler på kort sikt men med lägre tillväxt- och vinstpotential på längre sikt.

P/S	2020	2021E	2022E	2023E
Cellink (utan förvärv)	61	20	15	11
Berkeley Lights	51	36	24	16
Illumina	20	15	13	11
10x Genomics	73	44	32	21
Cellink (med förvärv)	61	18	11	7

Vår DCF-modell visar att Cellink är värderat utan större hänsyn till framtida förvärv. Detta anser vi visa trubbigheten i en sådan värderingsmodell, då vi har god anledning att anta att fler värdeskapande förvärv kommer i framtiden. Vår DCF visade ett betydligt lägre NPV/Aktie innan förvärven av Ginolis och MatTek i år.

DCF (m kr)		Noll förvärv CAGR 25,9%									
Bas	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Omsättning	416	1245	1681	2269	2836	3404	3914	4305	4736	4973	5221
Tillväxt		199%	35%	35%	25%	20%	15%	10%	10%	5%	5%
EBIT %	-13%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	35%	35%	35%
NPV CF	-50	58	185	308	457	613	767	897	914	898	873

WACC: 8%  
Terminal tillväxt: 2.5%  
**NPV/Aktie 395**

Cellink, till skillnad från sektorkollegorna, erbjuder också allt mer kompletta arbetsflöden. Det är helt enligt plan: "the era of workflows", som Cellink beskriver det. Det gör förstås bolaget mindre fokuserat på de mer nischade segment som Berkeley Lights och 10x Genomics riktat in sig på, men fokus ligger helt på kunderna. Cellinks breddning av arbetsflöden via organisk och inorganisk tillväxt har alltid från härstammat kunders behov. Eftersom det är feedback från kunder som ligger till grund för Cellinks expansion ger bolaget endast sig in på marknader där de vet att det finns efterfrågan. Därför karaktäriseras Cellinks expansion snarare av utökade kundrelationer, med bättre möjlighet till korsförsäljning, än minskat fokus.

Vår bedömning är att Cellink kan uppnå bättre tillväxt, lönsamhet och marknadsposition än Illumina, och att det inte vore orimligt att Cellink handlas till högre multiplar på 2023E än dem. Cellinks ledning är ung och hungrig, och med en fortsatt aktiv M&A-agenda ger det god uppsida i aktien. Vi anser också rabatten mot Berkeley Lights och 10x Genomics vara väldigt stor. Vår bedömning är att fortsatt tillväxt, även utan fler förvärv, kan få fler internationella investerare att få upp ögonen för Cellink. Det borde minska den föreliggande värderingsdiskrepansen, vilket således ger uppsida med eller utan förvärv.

## Disclaimer

*Ingenting du läser på Kalqyl.se ska betraktas som investeringsrådgivning och det som presenteras i analysen kan vara felaktigt.*