

Uppdatering: Kv2 2022

ZAZZ ENERGY OF SWEDEN AB

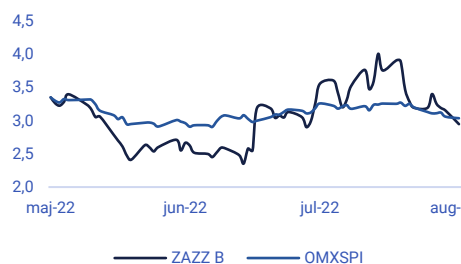
Zazz Energys huvudsakliga affärsmodell är att äga energianläggningar och sälja grön elektricitet och andra värdefulla restprodukter som värme och biokol. Denna verksamhet medför återkommande intäkter till bra marginal.

VD: Ari Kempainen
 SO: Jan Bardell
www.zazzenergy.com

Lista: Nasdaq First North
 Senast: 2,9 SEK
 Marknadsvärde: 103 MSEK

Bloomberg: ZAZZB:SS
 Refinitiv Eikon: ZAZZB.ST

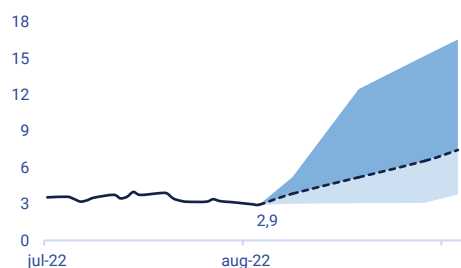
AKTIEKURSUUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-	-	30	-4

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	3,8	7,5	16,6
Upp-/nedsida (%)	28	153	462

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson
 Associate Equity Analyst

Lars Johansen Öh
 Senior Advisor

Spännande utsikter för grön energiproducent

Under årets första sex månader har Zazz Energy redovisat intäkter på 6,4 miljoner kronor till en bruttomarginal om 52 procent, över vårt antagande för normaliserad bruttomarginal. Bolaget avser nu initiera uppbyggnationen av ny kapacitet under innevarande kvartal – en värdetrigger. Samtidigt höjer vi intäkts- och marginalantaganden. Motiverat värde per aktie är dock oförändrat på 7,5 kronor med en högre riskfri ränta.

Årets första sex månader bevisar modellen

Utfallet för det andra kvartalet överträffade tydligt våra förväntningar vad gäller bruttomarginal. Finansieringskostnaderna sticker ut men lejonparten är av engångskaraktär relaterat till bryggglån. Finansiering är dyrt i dessa marknader, speciellt för bolag i tidigt skede, likt Zazz Energy. Dock skall det nämnas att vi anser det som rätt att bolaget betalar upp för att inte gå miste om möjligheter och förlora tid.

Under årets första sex månaderna har Zazz Energy via Zazz Energy S.A. genererat en nettoomsättning på 6,4 miljoner kronor. Det till en bruttomarginal om höga 52 procent. Bruttomarginalen var väl över vårt antagande för normaliserad bruttomarginal på 40 procent. Mot bakgrund av presenterade siffror för årets första sex månader bedömer vi att bolagets affärsmodell kan anses bevisad. En bevisad affär med bra lönsamhet lovar gott för framtiden och kan stärka bolagets förhandlingsposition för finansiering av vidare expansion och värdeskapande.

Högre marginalantaganden med högre total bruttomarginal

Intressant är också att bolaget bedömer att de kommande biooljeanläggningarna har en förväntad årlig intäkt som skall överskrida 20 miljoner kronor, då inkluderat försäljning av värme. Det innebär att förväntan på årlig intäkt från värme är minst fem miljoner kronor. I vår initieringsanalys låg vårt antagande på 3,5 miljoner kronor men har nu höjt till fem miljoner kronor. Med ett större intäktsbidrag från värme stiger den totala bruttomarginalen. Det då produktion av värme är en biprodukt och således inte kräver ytterligare inköp av råvaror. Samtidigt flaggar bolaget upp för stigande investeringsbehov och kostnader i spåren av rådande inflationsläge. Vi har justerat upp investeringsbehovet liksom kostnadsantaganden för drift. Men mot bakgrund av den höga bruttomarginalen under årets första sex månader lämnar vi våra antaganden kring normaliserad bruttomarginal oförändrad på 40 procent. Netto, medför detta en marginalhöjning.

Låg värdering i förhållande till återkommande intäkter

Genom att kombinera en multipelvärdering med en DCF-värdering beräknas ett motiverat värde på 7,5 (7,5) per aktie. Att värderingen inte är upp trots uppjusterade intäkter och marginaler beror på en högre riskfri ränta som sänker DCF-värderingen. Vårt motiverade värde är ändock väl över senaste betalda kurs och vi anser således i att marknaden underskattar sannolikheten att bolaget lyckas finansiera och uppföra de anläggningarna för vilka licenser utnyttjats. Vår värdering motsvarar EV/Sales 2023 på 5,8x och 2,1x 2024. Referensgruppen median för EV/Sales 2023 är 5,9x. En trigger som måste ligga i närtid är att bolaget faktiskt initierar uppbyggnation av ny kapacitet.

Finansiella nyckeltal* (MSEK)

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	0	14	50	136	184
Bruttoresultat	-1	6	25	73	101
EBITDA	-4	-5	10	46	64
EBIT	-4	-5	6	37	52
EBT	-5	-11	3	33	47
Vinst per aktie		-0,35	0,05	0,58	0,83
Tillväxt, nettoomsättning	NaN	NaN	265%	171%	35%
EBITDA-marginal	NaN	-34%	19%	34%	34%
EBIT-marginal	NaN	-39%	11%	27%	28%
EV/Sales (nuv.)	NM	7,9x	2,2x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA (nuv.)	NM	NM	11,3x	2,4x	1,7x
EV/EBIT (nuv.)	NM	NM	19,1x	3,0x	2,1x
P/E (nuv.)	NM	NM	58,4x	5,1x	3,6x

*Inkluderar Zazz Energy S.A.. Alla prognossiffror är riskjusterade. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer

Under årets första sex månader har Zazz Energy (bolaget) stärkt sitt case väsentligt. Det genom att redovisa intäkter på 6,4 miljoner kronor till en bruttomarginal om 52 procent. Mot bakgrund av detta kan modellen anses bevisad. Dock flaggar bolaget i den andra kvartalsrapporten för stigande kostnader givet rådande inflationsläge. Det positiva från inflationsläget är att värdet på värme stigit. Nu räknar ledningen med att bolaget kan erhålla minst 5,0 miljoner på årsbasis från värme. Det är upp från vårt tidigare antagande om 3,5 miljoner kronor. I rapporten var det också tydligt att bolaget avser komma i gång med försäljning av värme redan från den dagen då en ny anläggning ansluts. Ett flertal projekt avses initieras under innevarande kvartal.

Stärkt case med intäkter & hög bruttomarginal

Intäkter och bruttomarginal över förväntan

Tabell nedan visar utfallet (inkluderat intäkter i Zazz Energy S.A.) för det andra kvartalet 2022 jämfört med våra prognoser. Som framgår överträffades våra förväntningar vad gäller nettoomsättning med cirka 13 procent. Det är rimligtvis en effekt av underskattad drifttid och effektivitetsutnyttjande. En svagare SEK har även ett finger med i spelet. Vidare är bruttomarginalen väl över vårt antagande om en normaliserad bruttomarginal på 40 procent från försäljning av elektricitet producerad i biooljeanläggningar. Bruttomarginalen påverkades dock positivt under kvartalet då kostnader togs för ett större inköp av bioolja redan under det första kvartalet.

Den grekiska verksamheten under Zazz Energy S.A. kommer konsolideras i Zazz Energy of Sweden AB under det tredje kvartalet.

Prognos vs utfall, kv2 2022 (MSEK)*

	Q2, 2022P	Q2, 2022U	Q2, 2021	Avvikelse, %	Tillväxt, %
Nettoomsättning	3,6	4,0	0,0	13%	NaN
Bruttores.	1,4	3,3	0,0	129%	NaN
Bruttomarginal	40%	81%	NaN	-	-
EBITDA	-0,6	-0,1	-0,3	75%	46%
EBITDA-marginal	-16%	84%	NaN	-	-
EBIT	-0,7	-0,4	-0,3	38%	-57%
EBIT-marginal	-19%	81%	NaN	-	-
EBT	-0,8	-2,4	-0,3	-195%	-804%
Res. per aktier (SEK)	-0,03	-0,20	0,00	-629%	-4975%

*Avser Zazz Energy of Sweden AB inkluderat Zazz Energy S.A.. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värt att ta dyr finansiering av engångskaraktär

Även bolagets finansnetto på minus 2,0 miljoner kronor sticker ut. Samtidigt skall noteras att lejonparten är av engångskaraktär hänförliga till bryggfinansieringslösningar. I rådande marknadsklimat är finansiering relativt dyr, speciellt för företag som befinner sig i den fas som Zazz Energy gör. Att betala upp för kortfristig finansiering bedöms av oss som helt rätt. Det för att inte riskera bolagets möjligheter och tidsplan för expansion.

Uppskalning av ansluten kapacitet initieras under kv3

Under årets första sex månaderna har Zazz Energy via Zazz Energy S.A. genererat en nettoomsättning 6,4 miljoner kronor. Det till en bruttomarginal om höga 52 procent. Mot bakgrund av detta bedömer vi att bolagets affärsmodell kan anses nära bevisad. En bevisad affär med bra lönsamhet lovar gott för framtiden och kan

stärka bolagets förhandlingsposition för finansiering av vidare expansion och värdeskapande.

I rapporten skriver bolaget att flertalet projekt för uppbyggnation av nya anläggningar kommer påbörjas under innevarande kvartal. Bolaget är nu i processen att säkerställa tomter med möjlighet till anslutning till fjärrvärmenätet, alternativt nära industrier som direkt kan nyttja producerad värme.

Som framgår i initieringsanalysen har vi antagit att totalt åtta biooljeanläggningar är anslutna vid utgången av 2023, före riskjustering med sannolikheter. Vi finner i dag ingen anledning till att revidera detta antagande. Vidare utgår vi fortfarande från att avsiktsförklaringen med NAIS och RFA.M som syftar till att säkra finansiering för (tio) nya biooljeanläggningar blir verklighet. Dock skall noteras att 3M Euri-bor har kommit upp till drygt 0,5 procent. Det medför i sin tur att vi nu räknar med en årlig räntekostnad på drygt 2,5 procent, upp från tidigare 2,0 procent.

Det är viktigt för våra antaganden att bolaget faktiskt initierar uppbyggnation av ny kapacitet inom kort. Antalet anläggningar som avses uppföras i detta skede är också av hög vikt.

Inflation, ett tveeggat svärd för Zazz Energy

I Sverige var inflationen i juli 8,5 procent i årstakt. I Eurozonen var motsvarande 8,9 procent, i Grekland 11,5 procent och 2,7 procent i Kina. Hög inflation runt om i världen har också ökat priser för bioolja och biomassa samt drift av anläggningar. Det har också ökat på investeringsbehovet för att köpa, skeppa och installera en ny anläggning. Samtidigt har även värdet/priset på värme ökat. I rapporten anger bolaget att det årliga värdet på värme nu antas uppgå till fem miljoner kronor per år. I vår initieringsanalys låg vårt antagande på 3,5 miljoner kronor per år. Dock finns ännu inga avtal om försäljning av värme på plats, vilket också gör att läget kan förändras. Samtidigt tycker vi det blir alltmer tydligt att bolaget avser sälja värme redan från den dagen då en ny anläggning ansluts.

Inflation i Sverige



Källa: SCB

Olja (USD/fat)



veckograf. Börs = ICE. Källa: S&P Capital IQ

Naturgas (Euro/MWH)



veckograf. Börs = ICE. Källa: S&P Capital IQ

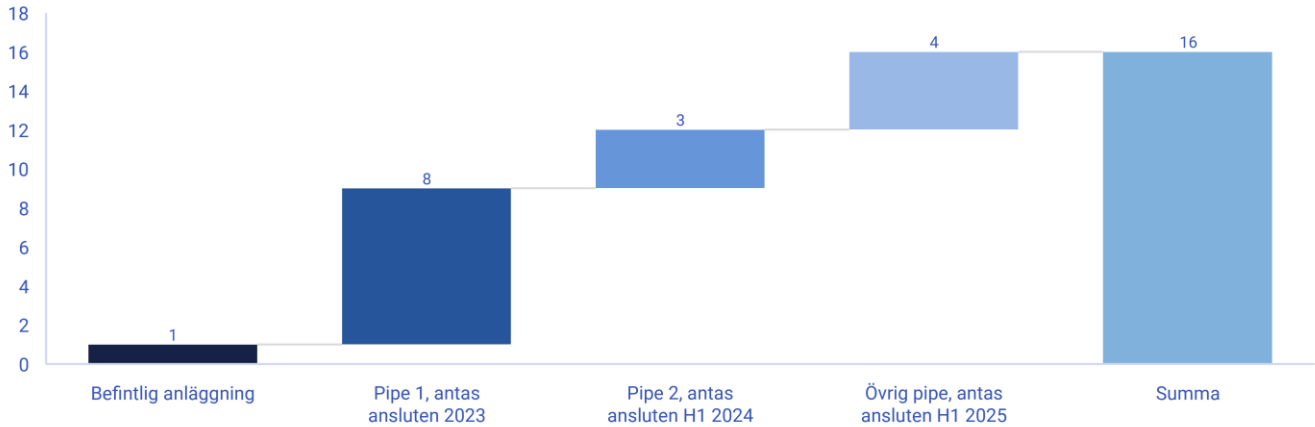
Kol (USD/ton)



veckograf. Börs = ICE. Källa: S&P Capital IQ

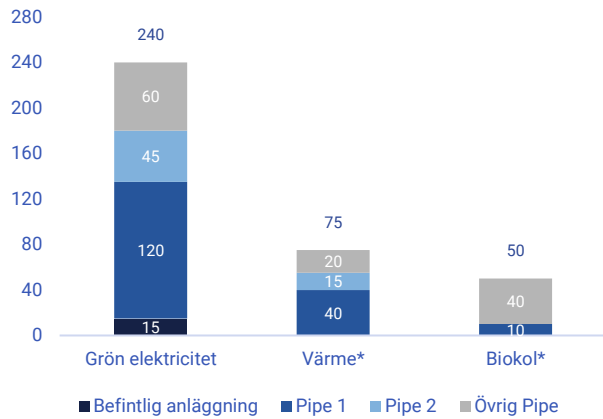
Equity story i fem grafer

Snabb uppskalning av ansluten kapacitet (MW) i korten med 15 licenser



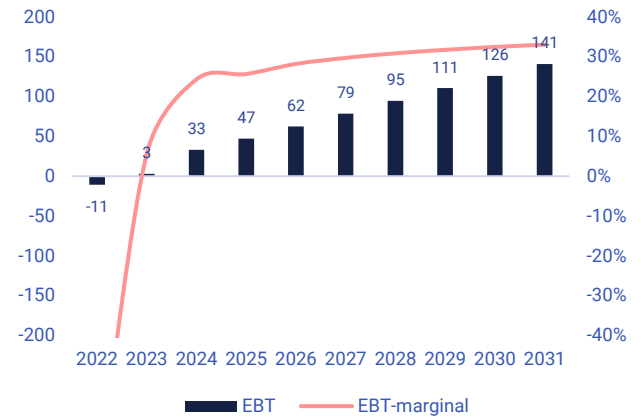
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Intäktpotential om 240+53+50 miljoner kronor, 2025



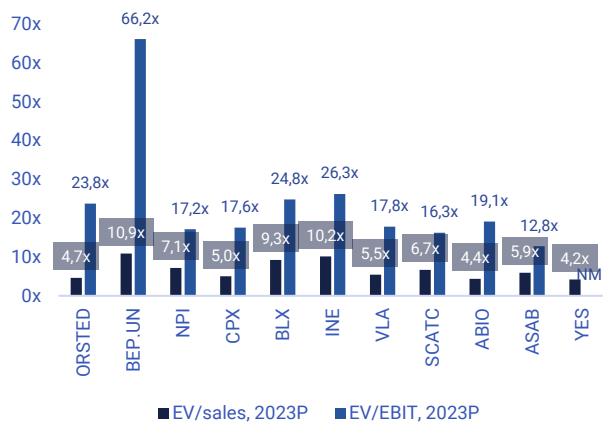
Avser intäkter på årsbasis. *Avtal finns inte på plats. MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Bra vinstpotential med fördelaktig finansiering



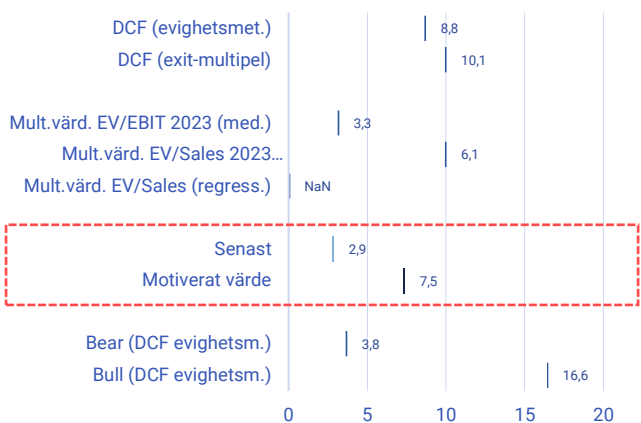
EBT = Resultat före skatt, efter finansnetto. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Höga multiplar för gröna energiproducenter



Median EV/Sales 2023 = 5,9x. Median EV/EBIT NTM = 18,5x. Källa: S&P Capital IQ

Motiverat värde inom ett intervall



Kronor per aktie. Källa: Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser och värdering

Zazz Energy har en energianläggning som tillsammans med utnyttjandet av åtta (av totalt 15) licenser kan generera årliga intäkter om 175 miljoner kronor från försäljning av grön elektricitet och värme – det redan vid utgången av 2023. Möjligheten biokol kan öka den årliga intäktspotentialen till 185 miljoner kronor. I ett sannolikhetsjusterat scenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 7,5 kronor (7,5). Således anser vi att marknaden underskattar sannolikheten att bolaget lyckas finansiera och uppföra de anläggningarna för vilka licenser utnyttjats.

Tillväxt och marginalexpansion skapar uppsida

Zazz Energy äger anläggningar för produktion och försäljning av grön elektricitet och andra bioprodukter som värme och biokol. I dag äger bolaget en 1MW biooljeanläggning i Grekland som via energiköpsavtal på 20 år ger årliga intäkter om cirka 15 miljoner kronor. En snabb uppskalning av kapacitet ligger i korten.

Köparen av den producerade elektriciteten är statligt ägda energibolaget Hedno.

- **Fördelaktiga marknadsförhållanden med uppsida.** EU och stater har kommit en bra bit på vägen för att möjliggöra för energiomställningen till gröna energikällor. Parallellt menar IEA att ansluten kapacitet i Europa för elektricitet producerad med bioenergi behöver öka med 8,1 GW fram till 2026. Bolaget är således på en marknad som väntas växa.
- **Snabb uppskalning av ansluten kapacitet i korten.** I den totala pipeline finns licenser motsvarande 10 MW biooljeanläggningar plus 5 MW biomassa-anläggningar. För de tio biooljeanläggningarna har bolaget ingått en avsiktsförklaring gällande finansiering. Besked om att bolaget gör faktiska beställningar för uppbyggnation av ny kapacitet är en tydlig värde drivare för aktien. I vårt scenario räknar vi med att bolaget vid utgången av 2023 har totalt nio MW anslutna till elnätet, före riskjustering. I ett sådant scenario genereras intäkter från försäljning av elektricitet och värme om 175 miljoner kronor på årsbasis, före riskjustering. Köparen av elenergi köpsavtalen är det statligt ägda energiföretaget Hedno. Inga avtal för värme finns ännu på plats. Inkluderat försäljning av biokol kan de årliga intäkterna öka markant till 185 miljoner på årsbasis.
- **Bra marginalpotential.** För grön elektricitet producerad vid bolagets biooljeanläggningar har vi antagit en normaliserad bruttomarginal (efter kostnad för inköp av bioolja) om 40 procent. För biomassa-anläggningar är antagandet något lägre, 35 procent. Genom säkrade intäkter i 20 år via elenergi köpsavtal och säkrade kostnader för råvaror i tio år skapas förutsägbarhet i både intäktströdet och lönsamhet. Under 2022 räknar vi med en bruttomarginal på 45 procent som stiger till 60 procent 2031 – det allteftersom andelen intäkter från försäljning av värme och biokol ökar. EBITDA-marginalen stiger från 19 procent 2023 till 40 procent 2031. Våra marginalantaganden är väl under medianvärdena för referensgruppen som under 2021 var 71 procent respektive 62 procent.
- **Marknaden diskonterar en låg sannolikhet att Zazz Energy lyckas.** I dag handlas Zazz Energy till EV/Sales 2023 på 2,2x. Producenter av grön energi handlas i dag till hela EV/Sales 5,9x förväntad försäljning 2023. I en ansats att värdera Zazz Energy har vi antagit ett scenario då den anslutna och riskjusterade kapaciteten ökar från dagens 1 MW till 6,1 MW till utgången av 2023 och 19,4 MW till utgången av 2031. Vårt motiverade värde i basscenariot på 7,5 kronor per aktie (7,5) motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 om 5,8x och 2,1x 2024.

Besked om att bolaget initierar uppbyggnationen av ny kapacitet är en trigger för värdet av aktien.

Under årets första sex månader var bruttomarginalen 52 procent vid försäljning av elektricitet producerad vid den befintliga biooljeanläggningen – väl över vårt antagande om 40 procent.

Motiverat värde på 7,5 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

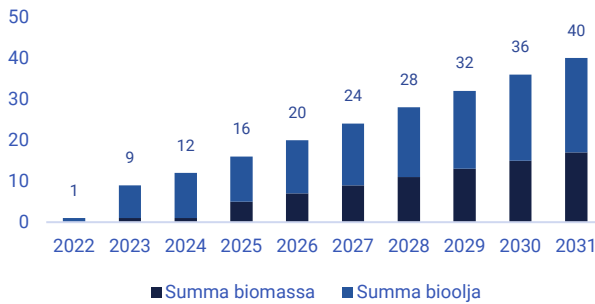
Antaganden och riskjusterade prognoser

Uppskalning av ansluten kapacitet

Vi lämnar våra antaganden kring utveckling för ansluten kapacitet liksom riskjusteringar oförändrade över prognosperioden 2022-2031. Det innebar att bolaget har en ansluten kapacitet om motsvarande 6,1 MW vid utgången av 2023 och 19,4 MW vid utgången av 2031.

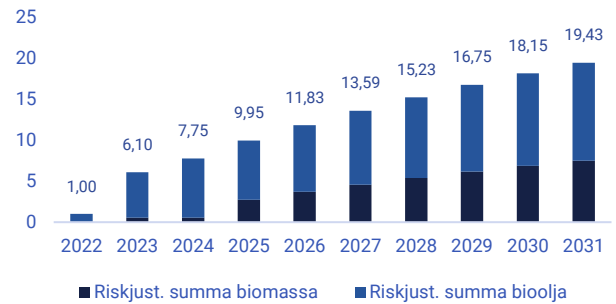
Vi har riskjusterat ansluten kapacitet och därmed intäkter och kostnader med sannolikheter för att avspejla osäkerhetsmoment som tid och finansiering.

Ansluten kapacitet (MW), före riskjustering



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ansluten kapacitet (MW), efter riskjustering



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Viktigt att nya uppbyggnadsprojekt initieras inom snar framtid

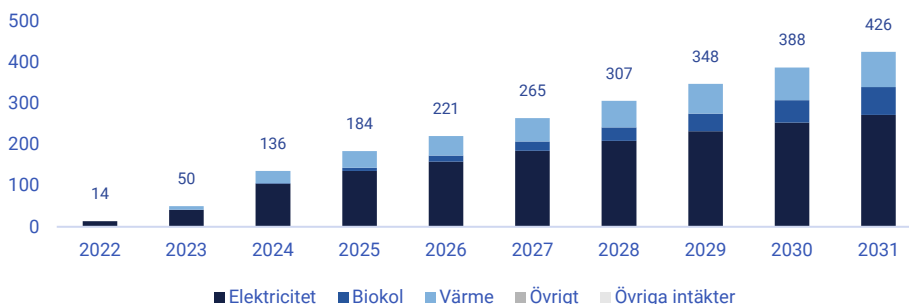
Som tidigare nämnts är bolagets avsikt att initiera ett antal projekt under innevarande kvartal. Före riskjustering har vi antagit att totalt 9,0 MW anläggningar är anslutna vid utgången av 2023. Efter riskjustering är motsvarande siffra 6,1 MW. För oss är det viktigt att se att projekt faktiskt initieras detta kvartal för att tidsplanen skall hålla. Initieringen av nya projekt är en värdedrivande trigger som reducerar risk och osäkerhet, både rörande tidsplanen och finansiering.

Antalet anläggningar för vilka uppbyggnation faktiskt initieras är också av högsta vikt.

Högre intäktsbidrag från värme

Under 2022 räknar vi med en nettoomsättning på 14 (13) miljoner kronor. Baserat på kommunikation i kvartalsrapporten har vi också tagit upp det årliga försäljningsvärdet på värme till 5,0 miljoner kronor från tidigare 3,5 miljoner kronor. Vi har också justerat upp vårt antagande kring andel av värdeproduktionskapaciteten som säljs till 100 procent över hela prognosperioden. Tillsammans med drifts och effektivitetsutnyttjande, som vi tagit upp till 98 procent (tidigare 95 procent), ger detta ett riskjusterat intäktsantagande om 50 miljoner kronor 2023 och 426 miljoner kronor 2031, upp från tidigare 45 respektive 394 miljoner kronor.

Nettoomsättning (MSEK), efter riskjustering



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Ökade marginaler med högre intäkter från värme

Förbättrad total bruttomarginal

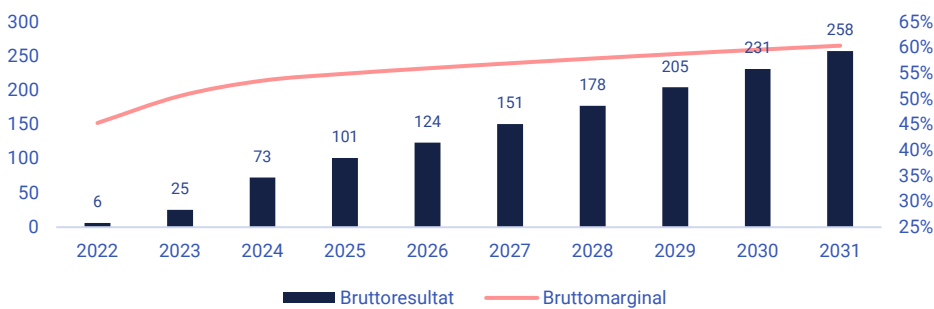
Bolaget nämner i rapporten att de ser stigande kostnader för bioolja och biomassa. Då inköpsavtal för råvaror med säkrade inköpspriser i tio år inte ännu finns på plats för de kommande anläggningarna så påverkas bolagets lönsamhetsutsikter negativt av detta.

Med fler/högre intäktsströmmar utan behov av att köpa mer råvaror stiger den totala bruttomarginalen.

Samtidigt var utfallet för bruttomarginalen på 52 procent under årets första sex månader väl över vårt antagande för en normaliserad bruttomarginal på försäljning av elektricitet om 40 procent för biooljeanläggningar (35 procent för biomassaanläggningar). Därför lämnar vi antaganden om normaliserad bruttomarginal oförändrat.

Med höjt antagande för intäkter från försäljning av värme utan behov av ytterligare inköp av bioolja eller biomassa stiger dock vårt antagande för den totala normaliserade bruttomarginalen år 2023 till 50,6 procent från tidigare 46,7 procent. 2031 är bruttomarginalen nu 60,4 procent, upp från tidigare 58 procent.

Bruttoresultat (MSEK) och total bruttomarginal (%), efter riskjustering

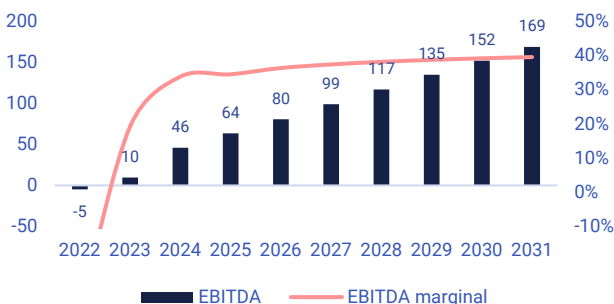


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Stigande driftskostnader bevarar rörelsemarginal oförändrad

Vi räknar med att bolagets kostnader för installation, drift och service har stigit aningen jämfört med antaganden i initieringsanalysen. Ändock, netto efter höjda intäkter, höjd total bruttomarginal och efter höjda drift- och servicekostnader stiger vårt antagande för EBITDA-marginalen till 19,2 procent 2023 och 39,5 procent 2031. Det är en höjning från tidigare 15 procent respektive 37 procent.

EBITDA (MSEK) och EBITDA-marginal (%), efter riskjust.



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBT (MSEK) och marginal (%), efter riskjustering

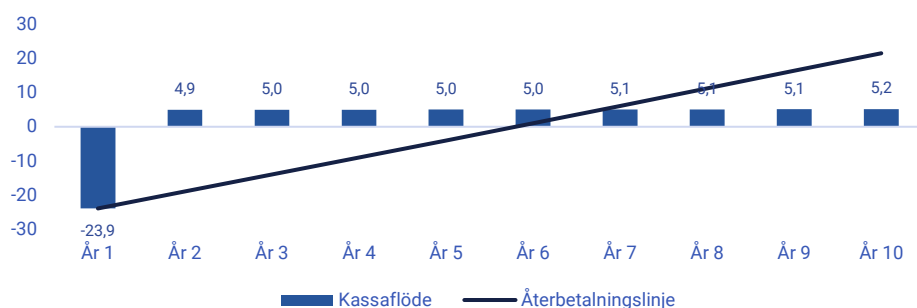


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Euribor har stigit till drygt 0,5 procent. Det medför att vi räknar med en högre räntekostnad om drygt 2,5 procent för de stora lånen för att finansiera investeringar i anläggningar. Vi har också tagit upp den antagna investeringen som måste göras i en anläggning till 27,0 miljoner kronor från tidigare 25 miljoner kronor. Uppjusteringen motsvarar den genomsnittliga inflationen på årsbasis under juli 2022 för Sverige, Eurozonen, Kina och Grekland om 7,9 procent.

Uppjusteringen av investeringsbehovet kan möjligen ses som aningen aggressiv. Dock, med ett höjt antagande för marginaler så uppskattar vi att återbetalningstiden under nya antaganden ligger mellan 5,5-6,0 år för en biooljeanläggning. Med antaganden i initieringsanalysen uppskattas återbetalningstiden till 6,5-7,0 år.

En uppskattning av återbetalningstid av en biooljeanläggning, före riskjustering



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall

Låg värdering given tillväxtpotential och referensgrupp

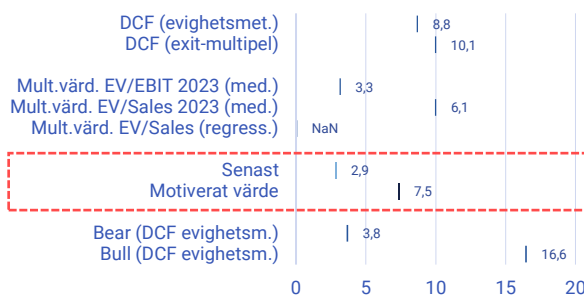
Vi har kombinerat en DCF-modell med en multipelvärderingsmodell för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 8,8-10,1 kronor. Vår multipelvärdering med EV/Sales 2023 ger ett värde per aktie på 6,1 kronor. Genom att kombinera det lägsta värdet i DCF-modellen med multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 7,5 kronor (7,5) efter full finansiering och utspädning för de kommande 6-12 månaderna. Trots höjda antaganden om intäkter och marginaler är det motiverade värdet oförändrat. Det beror på en lägre DCF-värdering orsakat av en höjd riskfri ränta.

Motiverat värde per aktie (SEK), basscenario

Multipelvärdering, EV/Sales 2023	6,1
DCV-värdering	8,8
Värde per aktie	7,5
Möjlig upp-/nedsida	153%
Utestående aktier, efter full finansiering och utspädning	50,3
Aktievärde	375
Kassa	6
Skulder	-11
Nuvärde, kassa från nyemissioner	91
EV	290

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde per aktie inom ett intervall (SEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022P	2023P	2024P	2025P
EV/Sales	21,2x	5,8x	2,1x	1,6x
EV/EBITDA	NM	30,1x	6,3x	4,6x
EV/EBIT	NM	50,9x	7,9x	5,6x
Median ref.grupp, EV/Sales	8,0x	5,9x		
Median ref.grupp, EV/EBIT	23,8x	18,5x		
Nuvarande, ZAZZ B, EV/Sales	7,9x	2,2x		
Nuvarande, ZAZZ B, EV/EBIT	NM	19,1x		

Källa: Carlsquare prognoser och S&P Capital IQ

Som visas i tabell ovan motsvarar vår värdering en EV/Sales 2022 på 21,2x och 2023 på 5,8x. Vår referensgrupp bestående av i huvudsak gröna energiproducenter handlas till ett medianvärde för EV/Sales 2022 på 8,0x och 2023 på 5,9x.

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Diskonteringsränta		Antaganden	
PV(UFCF), MSEK	-63	Risikfri ränta	1,8%	CAGR, 2022-31	46,5%
PV(TV), MSEK	420	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-marginal, 2031	39,5%
Enterprise value, MSEK	357	Storleksprem.	4,1%	EBIT-marginal, 2031	33,8%
Nettoskuld (31-Dec), MSEK	-5,8	Beta	1,2x	Skattesats	20,6%
Aktievärde, MSEK	351	Förväntad avkastning EK	14,7%		
PV(kapital, nyemissioner), MSEK	91				
Aktievärde efter finansiering, MSEK	442	Ränte, just. för skatt	2,4%	EV/Sales, 2022	26,1x
Utestående aktier, milj.	35	Belåning	20,0%	EV/Sales, 2023	7,1x
Nya aktier, milj.	15	WACC	12,2%	EV/EBITDA, 2022	NM
Utestående aktier efter finansiering och utspädning, milj.	50			EV/EBITDA 2023	37,1x
Värde per aktie före finansiering och utspädning, milj.	10	Bolagsspecifik prem.	0,0%	EV/EBIT 2022	NM
Värde per aktie efter finansiering och utspädning, kr	8,8	Diskonteringsränta	12,2%	EV/EBIT, 2023	62,7x

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan till vänster visas en känslighetsanalys med variablerna diskonteringsränta och antagen tillväxttakt för beräkning av slutvärdet.

Känslighetsanalys (DKK/aktie)

	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
10,3%	11,7	13,3	15,5	18,5
11,3%	9,5	10,7	12,3	14,3
12,3%	7,9	8,8	9,9	11,3
13,3%	6,6	7,3	8,1	9,1
14,3%	5,5	6,0	6,7	7,4

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt i evighet på X-axeln.
Källa: Carlsquare prognoser

Känslighetsanalys med exit-multipel (DKK/aktie)

	12,0x (35%)	13,9x (25%)	15,8x (15%)	17,6x (5%)
10,3%	9,6	10,9	12,3	13,7
11,3%	9,2	10,5	11,8	13,1
12,3%	8,8	10,1	11,4	12,7
13,3%	8,4	9,7	10,9	12,2
14,3%	8,1	9,3	10,5	11,7

Diskonteringsränta på Y-axeln och exitmultipel på X-axeln.
(XX%) = rabatt som tillämpas på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT.
Källa: Carlsquare prognoser

Till höger visas en andra känslighetsanalys för värderingen baserad på en DCF-modell med en exit-multipel som metod för att beräkna evighetsvärdet - ett alternativ till evighetskapitalisering. För denna metod har vi tagit referensgruppens medianvärde för EBIT-multiplikatorn, rabatterat multipeln med 25 procent och applicerat på det antagna EBIT-resultatet år 2025. Detta värde diskonteras sedan till sitt nuvärde och utgör evighetsvärdet i DCF-modellen. Som framgår renderar denna modell ett motiverat värde per aktie på 10,1 kronor.

Nedan följer multipelvärderingen. Som framgår har vi tillämpat en rabatt på 25 procent på grund av osäkerhet, skillnader i storlek och lönsamhet. Med en förväntad försäljning under 2023 på 50,1 miljoner kronor ger multipelvärderingen ett värde per aktie om 6,1 kronor efter full finansiering och utspädning.

Multipelvärdering, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2020-2023	µEBIT-marg., 2021-2023	EV/sales, 2023
Ørsted A/S	DK	447 749	1%	34%	4,7x
Brookfield Renewable Partners L.P.	BM	191 648	12%	49%	10,9x
Northland Power Inc.	CA	88 025	10%	59%	7,1x
Capital Power Corporation	CA	49 414	8%	58%	5,0x
Boralex Inc.	CA	41 861	15%	79%	9,3x
Innergex Renewable Energy Inc.	CA	32 918	14%	73%	10,2x
Voltaia SA	FR	21 687	6%	50%	5,5x
Scatec ASA	NO	17 066	21%	63%	6,7x
Albioma	FR	17 198	8%	37%	4,4x
Advanced Soltech Sweden AB (publ)	SE	777	28%	75%	5,9x
CHAR Technologies Ltd.	CA	238	155%	-51%	4,2x
Median		32 918	12%	58%	5,9x
Average		82 598	25%	48%	6,7x
Rabatt på median				25%	
Använd EV/Sales-multipel					4,5x
Förväntade intäkter, 2023					50,1
Enterprise value					223,1
Kassa					-5,8
Kassa från nyemissioner					90,9
Aktievärde efter finansiering, MSEK					308,2
Utestående aktier efter finansiering och utspädning, milj.					50,3
Värde per aktie efter finansiering och utspädning, kr					6,1

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Värderingsintervall

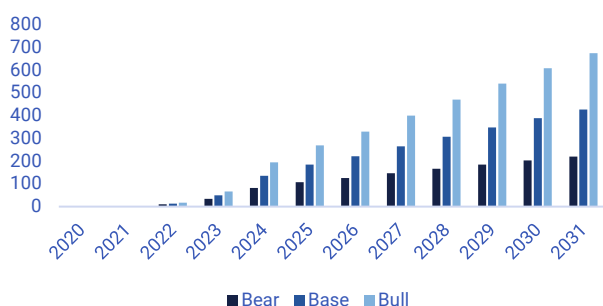
I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 50,4 procent (46,5 procent i

basscenariot). EBITDA-marginalen antas öka till 44,7 procent (39,5 procent i bas-scenariot). Efter full finansiering och utspädning beräknas ett värde per aktie på 16,6 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 40,6 procent. EBITDA-marginalen antas öka till 37,6 procent år 2031. Efter full finansiering och utspädning ger det mer pessimistiska scenariot ett värde per aktie på 3,8 kronor.

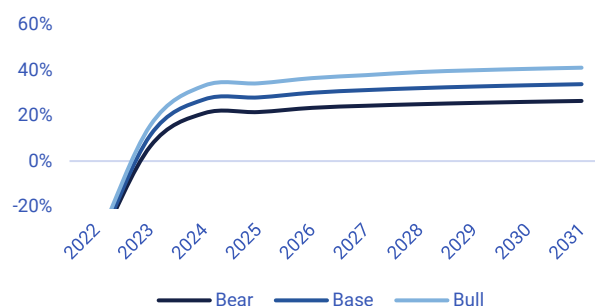
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal visas nedan.

Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

EBITDA-marginal (MSEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Finansiering

Bolagets kommande anläggningar definierade som Pipeline 1, Pipeline 2 och Övrig pipeline är inte fullt finansierade. En avsiktsförklaring (LOI) finns förvisso enligt bolaget på plats med RFA.M HOLDING INVESTMENT CONSULTING Ltd. (FRA.M). Fram till att pengarna är på bolagets konto är dock finansiering ett överhängande osäkerhetsmoment för den snabba uppskalningen. Villkor kring finansiering är inte säkerställda. Även vidare uppskalning av den anslutna kapaciteten efter de befintliga pipelines är beroende av finansiering som inte är säkrad. Balansräkningen kan över tid behöva stärkas.

Leveranser och stigande kostnader för anläggningar

I Kina råder fortfarande nära noll-tolerans för Covid-diagnoser. Det innebär att restriktioner fortfarande är på plats i stora delar av landet. Kinesiska hamnar håller fortsatt i stor utsträckning stängt samtidigt som det råder brist på containrar. Med andra ord finns en risk att bolaget inte får sin biomassa-anläggning eller kommande bioolje-anläggningar levererad för att installera och ansluta anläggningen i linje med bolagets förväntan.

I dag räknar vi med att en investering om 27 miljoner kronor kommer behöva göras för att addera en 1MW bioolje- eller biomassa-anläggning. Denna investering kan bli högre än vad vi förväntar oss när pris för råvaror och insatsvaror till anläggningarna stiger. Även fraktkostnaderna har kommit upp avsevärt.

Person-/relationsberoende

För att skala upp verksamheten i Grekland är det vår bedömning att bolaget har ett stort beroende av de nära samarbetspartners, Petros Kapetanakis och NAIS. De

två är dock den fjärde respektive den tredje största ägaren i bolaget, vilket indikerar att de är långsiktiga.

Andra osäkerhetsfaktorer

Även om bolaget genom sin befintliga anläggning påvisat proof-of-concept finns en rad olika osäkerhetsfaktorer. Även om bolaget säkrar finansiering för uppbyggnation kan installations- och optimeringsarbete dra ut på tiden och därmed skjuta intäkter längre in i framtiden.

Vi modellerar med stigande intäkter från både värme och biokol. I dag finns inga försäljningsavtal för detta. Rörande försäljning av biokol kommer investeringar krävas för att anpassa anläggningarna i termer av exempelvis förvaring. Exakt hur detta skall gå till är ännu inte helt klarlagt.

Nyckeltal och räkenskaper

Nyckeltal (SEK)

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Per aktie						
EPS	-0,35	0,05	0,58	0,83	1,09	1,38
DPS	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00
BVPS	1,4	1,9	2,5	3,3	4,3	5,6
TVBPS	0,3	3,0	3,7	4,5	5,2	5,9
Värdering (nuvarande)						
P/E	-10,5x	39,3x	3,8x	2,6x	2,0x	1,6x
P/B	9,6x	2,0x	1,1x	0,9x	0,7x	0,5x
EV/Sales	8,5x	8,5x	8,5x	8,5x	8,5x	8,5x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Övrigt						
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-42%	-132%	-20%	-19%	-3%	12%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22P	Kv4, 22P	Kv1, 23P	Kv2, 23P	Kv3, 23P	Kv4, 23P
Nettoomsättning	2,4	4,0	3,7	3,7	4,2	7,3	14,5	24,1
Bruttomarginal	0,1	3,3	1,5	1,5	1,7	3,5	7,4	12,7
EBITDA	-3,0	-0,1	-0,8	-0,8	-1,1	0,2	3,1	7,4
EBIT	-3,1	-0,4	-0,9	-0,9	-1,4	-0,3	1,9	5,5
EBT	-3,9	-2,4	-2,1	-2,1	-2,1	-1,1	1,2	4,8
Resultat efter skatt	-3,9	-2,4	-2,1	-2,1	-2,1	-1,1	1,2	4,8
Vinst per aktie	-0,15	-0,08	-0,06	-0,06	-0,05	-0,03	0,03	0,10
Wachstum								
Nettoomsättning	"	"	"	"	75%	81%	295%	555%
Bruttoresultat	"	"	"	"	1979%	6%	406%	764%
EBITDA	"	"	"	"	64%	255%	506%	1061%
EBIT	"	"	"	"	56%	22%	319%	731%
EBT	"	"	"	"	45%	55%	157%	328%
Resultat efter skatt	"	"	"	"	45%	55%	157%	328%
Margin								
Bruttomarginal	4%	81%	40%	40%	42%	47%	51%	53%
EBITDA-marginal	-123%	-4%	-21%	-21%	-25%	3%	21%	31%
EBIT-marginal	-131%	-10%	-24%	-24%	-33%	-4%	13%	23%
EBT-margina	-162%	-59%	-57%	-57%	-51%	-14%	8%	20%
Vinstmarginal	-162%	-59%	-57%	-57%	-51%	-14%	8%	20%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Nettoomsättning	0	14	50	136	184	221	265	307	348	388	426
Summa intäkter	0	14	50	136	184	221	265	307	348	388	426
Råvaror & förnödenheter	-1	-7	-25	-63	-83	-97	-114	-129	-144	-157	-169
Bruttomarginal	-1	6	25	73	101	124	151	178	205	231	258
Rörelsekost., exkl. råvaror	-4	-11	-16	-27	-38	-43	-52	-61	-70	-79	-89
EBITDA	-4	-5	10	46	64	80	99	117	135	152	169
Av- och nedskrivningar	0	-1	-4	-9	-12	-14	-16	-19	-21	-23	-24
EBIT	-4	-5	6	37	52	66	83	98	114	129	144
Finansnetto	0	-5	-3	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-3	-3
EBT	-5	-11	3	33	47	62	79	95	111	126	141
Skatt	0	0	0	-4	-6	-7	-9	-11	-13	-15	-17
Årets resultat	-5	-11	3	29	42	55	69	83	97	111	124
Vinster per aktie (kr)	-0,06	-0,35	0,05	0,58	0,83	1,09	1,38	1,66	1,93	2,21	2,47
Aktier, SaP	26,1	41,0	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3
Aktier, Genomsnitt	13,1	33,6	45,7	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3
Tillväxt	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Nettoomsättning	k	NaN	265%	171%	35%	20%	20%	16%	13%	11%	10%
Bruttomarginal	k	1230%	308%	187%	39%	22%	22%	18%	15%	13%	11%
EBITDA	k	-6%	305%	377%	38%	27%	23%	18%	15%	13%	11%
EBIT	k	-21%	206%	547%	40%	29%	24%	19%	16%	13%	11%
EBT	k	-131%	127%	1080%	43%	32%	26%	20%	17%	14%	12%
Årets resultat	k	-131%	127%	940%	43%	32%	26%	20%	17%	14%	12%
Vinster per aktie (kr)	k	-513%	114%	1048%	43%	32%	26%	20%	17%	14%	12%
Marginaler	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Bruttomarginal	NaN	45%	51%	54%	55%	56%	57%	58%	59%	60%	60%
EBITDA-marginal	NaN	-34%	19%	34%	34%	36%	37%	38%	39%	39%	40%
EBIT-marginal	NaN	-39%	11%	27%	28%	30%	31%	32%	33%	33%	34%
EBT-marginal	NaN	-77%	6%	24%	26%	28%	30%	31%	32%	32%	33%
Vinstmarginal	NaN	-77%	6%	21%	23%	25%	26%	27%	28%	29%	29%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MDKK)

	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Immateriella tillg.	12	31	45	58	72	85	99	112	126	139	153
Materialiella tillg.	0	8	145	180	222	259	290	315	336	351	361
Övriga anläggningstillg.	0	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Summa anläggningstillg	12	45	195	243	299	349	394	433	467	495	519
Inventarier	0	0	0	0	1	2	2	3	5	6	7
Kundfordringar	1	2	12	19	25	30	35	40	45	50	55
Kassa	8	143	9	21	17	4	8	31	72	130	205
Summa omsättningstillg.	8	145	21	39	43	35	46	75	122	186	267
Summa tillgångar	20	189	215	283	342	384	440	508	588	681	786
Aktiekapital	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Summa EK	12	57	97	127	168	217	280	355	443	543	656
Långfristiga skulder	0	121	113	148	164	154	144	135	125	116	106
Summa långfristiga skulder	0	121	113	148	164	154	144	135	125	116	106
Leverantörsskulder	0	1	5	7	10	12	14	16	18	20	22
Övriga kortfrist. Skuld.	8	11	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Upplupna kost. och förutbet. intäkter	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1
Summa kortfristiga skulder	8	11	5	8	11	13	15	18	20	22	24
Summa skulder	8	133	118	156	174	167	160	152	145	138	130
Summa EK + skulder	20	189	215	283	342	384	440	508	588	681	786
Likviditet	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Current ratio	1	13	4	5	4	3	3	4	6	8	11
Cash ratio	1	12	2	3	2	0	1	2	4	6	9
Beläning	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
Net debt(-)/Net cash(+)	8	10	-109	-135	-157	-162	-151	-120	-72	-6	76
Net debt/EBITDA	NM	NM	-11,3x	-2,9x	-2,5x	-2,0x	-1,5x	-1,0x	-0,5x	0,0x	NM
Net debt/Equity	NM	NM	1,1x	1,1x	0,9x	0,7x	0,5x	0,3x	0,2x	0,0x	NM
Equity/Total Assets	58%	30%	45%	45%	49%	57%	64%	70%	75%	80%	83%
Effektivitet	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
ROA	-23%	-6%	1%	10%	12%	14%	16%	16%	17%	16%	16%
ROE	-40%	-19%	3%	23%	25%	25%	25%	24%	22%	20%	19%
ROIC	-110%	-15%	3%	14%	16%	18%	19%	21%	22%	24%	25%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
KF löpande verksamh.	-9	7	38	50	64	79	94	109	123	137
Delta rörelsekap.	-2	-6	-4	-4	-3	-4	-4	-4	-4	-4
FL löpande verk. efter rörelsekap.	-12	1	35	45	60	75	90	105	119	133
KF investeringsverksamhet	-36	-154	-58	-67	-64	-61	-58	-55	-51	-48
KF finansieringsverksamhet	184	19	35	19	-10	-10	-10	-10	-10	-10
Kassaflöde	135	-134	12	-3	-13	5	23	41	58	75
Valuatadiff.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassa BaP	8	143	9	0	0	0	0	0	0	0
Kassa SaP	143	9	21	17	4	8	31	72	130	205
Nyckeltal	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P
KF löpande verksamh./nettoomsätt.	NaN	7%	69%	33%	33%	34%	34%	34%	34%	34%
KF löpande verksamh./tillgångar	-61%	1%	16%	16%	18%	20%	21%	21%	20%	20%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

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 Carlsquare för analystäckning. 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.

Analytikerna Markus Augustsson, Fredrik Nilsson och Lars Johansen Öh äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.