

## Uppdatering: Kv1 2022/23

### CANDLES SCANDINAVIA AB

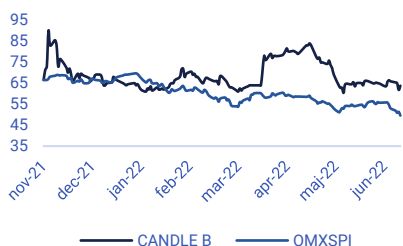
Candles Scandinavia tillverkar och säljer doftljus med vax baserad på växtbaserat rapsolja. Verksamheten drivs genom tre affärsområden; Private Label, Brands, och HomeParty.

VD: Viktor Garmiani  
 SO: Ulf Gejhammar  
<https://www.candles.se/investors/>

Bloomberg: CANDLEB:SS  
 Refinitiv Eikon: CANDLEB.ST  
 Lista: Nasdaq First North

Aktie ser. B, senast: 74,3 SEK  
 Marknadsvärde: 509 MSEK  
 Free Float: 18 %

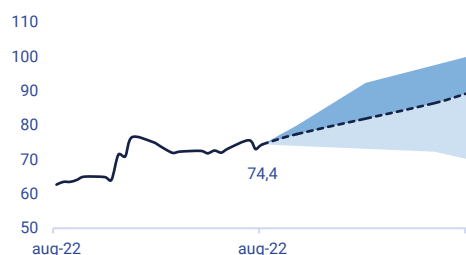
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-	15,3	13,6	-17,5

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	51,8	89,4	111,0
Upp-/nedsida (%)	-30	20	50

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Fredrik Nilsson  
 Associate Equity Analyst

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

## Stark inledning på året 2022/23

Candles inleder räkenskapsåret 2022/23 starkt med en försäljningstillväxt om 137 procent jämfört med kv1 föregående år. Nettoomsättningen landade på 42 miljoner kronor och var strax ovanför vårt estimat om 37 miljoner kronor. Vi har gjort en mindre justering i kostnadsbasen efter bolagets personalminskning och beräknar ett motiverat värde per aktie till 89,4 (88,1) kronor.

### Kapacitetsåtgärder år 2021/22 för att bevara momentum

Under föregående räkenskapsår lade bolaget stort fokus på att förlösa kapacitet i bolagets befintliga tillverkningslokaler. Detta innebar maskinuppgraderingar som tillfälligt haltade tillväxt och en kraftigt ökad produktionspersonal för att mäta med efterfrågan. Efter maskinuppgraderingarna initierar nu Candles en ökad produktionstakt med mellan 20-30 procent samt förbättrad lönsamhet efter reducerad produktionsbemanning.

Under det gångna kvartalet redovisade Candles en nettoomsättning på 41,8 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på drygt 137 procent. Vår prognos var 37,5 miljoner kronor och utfallet är således aningen bättre än väntat. Historiskt är det bolagets största affärsområde, Private Label, som har drivit tillväxten. Vi bedömer att det var Private Label som även drev tillväxten under det gångna räkenskapsåret och kommer fortsätta stå för lejonparten av intäkterna under 2022/23.

### Upptrappad produktionstakt och stark inledning på året

Utsikterna för fortsatt stark tillväxt bedöms som goda efter upptrappad produktionskapacitet och en fylld orderbok vid inledningen av räkenskapsåret. Givet vårt estimat om en nettoomsättning på 251 miljoner kronor under 2022/23 kommer intäktsbidraget från Rituals att uppgå till 58 procent (46 procent 2020/21).

Enligt bolaget förväntas produktionskapaciteten initialt femdubblas med den nya fabriken som väntas produktionsättas under andra halvåret 2023, det vill säga verksamhetsåret 2023/24. Det innebär att Candles kommer gå från en teoretisk produktionskapacitet om 25 000 ljus om dagen till 125 000 ljus om dagen. Finansiering för den nya anläggningen säkrades nyligen.

### Försäljningsestimat bevaras

Vi lämnar våra försäljningsprognoser oförändrade och räknar med en genomsnittlig tillväxttakt om 33 procent under de kommande fem åren. Över hela prognosperioden, 2022/23–2031/32, räknar vi med en tillväxttakt om 23 procent. Över tid stiger EBITDA-marginalen till drygt 14 procent under 2031/32 i vårt basscenario, vilket ställer hårda krav på effektivitet. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 89,4 (88,1) kronor.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	21/22	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P
Nettoomsättning	158	251	332	428	534	658
Bruttoresultat	-	-	142	183	228	282
EBITDA	-13	11	14	24	42	65
EBIT	-15	9	12	21	37	59
Res. efter finansnetto	-16	-1	5	19	35	59
Resultat per aktie	-1,67	-0,14	0,48	1,89	3,58	5,98
Tillväxt, nettooms.	48%	58%	33%	29%	25%	23%
EBITDA-marginal	-8,0%	4,4%	4,2%	5,6%	7,8%	9,9%
EBIT-marginal	-9,1%	3,6%	3,5%	4,8%	7,0%	9,0%
EV/Sales	4,0x	2,5x	1,9x	1,5x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA (nuv.)	NM	56,8x	44,2x	26,1x	15,0x	9,6x
EV/EBIT (nuv.)	NM	68,8x	54,3x	30,1x	16,8x	10,6x
P/E (nuv.)	-	-	155x	39,3x	21x	12,4x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

Candles inleder räkenskapsåret 2022/23 med en stark tillväxt i linje med våra estimat och en lönsamhet över förväntningar. Efter en större avbetalning på kortfristiga skulder som kraftigt minskade kassaflödet går nu bolaget in i ett säsongsmässigt starkare kvartal med rörelseskulder i jämnare nivå med sina fordringar.

### Upptoppad tillväxt och högre lönsamhet

Under det första kvartalet för det brutna räkenskapsåret 2022/23 nådde Candles en nettoomsättning på 41,8 miljoner, motsvarar en tillväxt på 137 procent. Utfallet för perioden var strax över våra estimat om 37,5 miljoner kronor. Sekventiellt ökade intäkterna med 32 procent samtidigt som kostnadsbasen bevarades nära oförändrat. Med andra ord har effektiviseringar bidragit till lönsamhetslyftet på årsbasis. EBITDA-resultatet för perioden uppgick till 2,2 miljoner kronor vilket var högre än våra prognoser på minus 0,1 miljoner kronor.

#### Utfall jämfört med Carlsquare prognoser, Kv1 2022/23 (MSEK)

	Kv1 2022/2023P	Kv1 2022/2023U	Avvikelse (%)
Nettoomsättning	37,5	41,8	11%
EBITDA	-0,1	2,2	nm
EBITDA-marginal	0%	5%	
EBIT	-0,1	1,7	nm
EBIT-marginal	0%	4%	
EBT	-0,8	1,1	nm
Vinst per aktie (kr)	0,0	0,1	nm

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vi noterar att det fria kassaflödet uppgick till minus 40 miljoner kronor som till viss del förklaras av att Candles byggt upp rörelsekapital i varulagret och kundfordringar, men främst grund av att bolaget betalat en stor del av sina kortfristiga skulder.

### Ökad produktionstakt & minskad produktionsbemanning

Fokus under föregående räkenskapsår låg till stor del på att förlösa kapacitet i maskinuppsättningen samt tillfälligt utöka produktionsbemanningen genom implementering av nattskift. Under innevarande kvartal har Candles meddelat att de investeringar som tagits under föregående kvartal har börjat bära frukt. Satsningarna innebar en ökad produktionstakt om cirka 20-30 procent, beroende på produktmix. Som resultat av effektiviseringarna, samt en mer erfaren och bättre tränad personalkår, minskade bolaget en del av produktionsbemanningen till mer normaliserade nivåer. Detta bedöms av bolaget kunna minska personalkostnaderna med cirka 15 miljoner kronor under en helårsperiod.

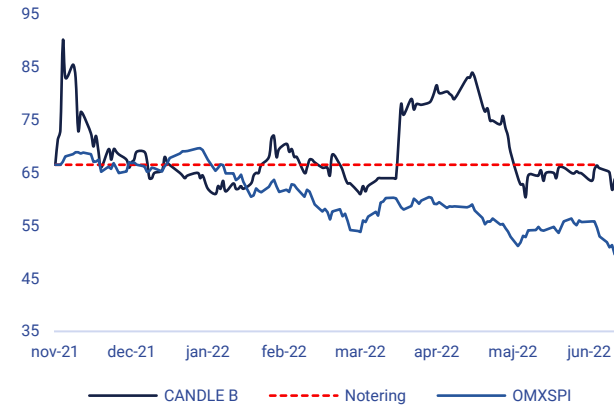
Minskad produktionsbemanning innebär minskade personalkostnader om 15 miljoner kronor RTM.

### Säkrad finansiering för ny anläggning 2023/24

Under kvartalet har Candles säkrat finansieringen för den nya fabriken som förväntas vara produktionsklar under räkenskapsåret 2023/24. Finansieringen består av ett konvertibellån om 57 miljoner kronor samt ett byggkreditiv på 135 miljoner som kommer öka i längsgående med byggnationen. Konvertibellånet löper med 1 procent månatlig ränta och banklånet upptas till en ränta om Stibor 90 + 3,2 procent.

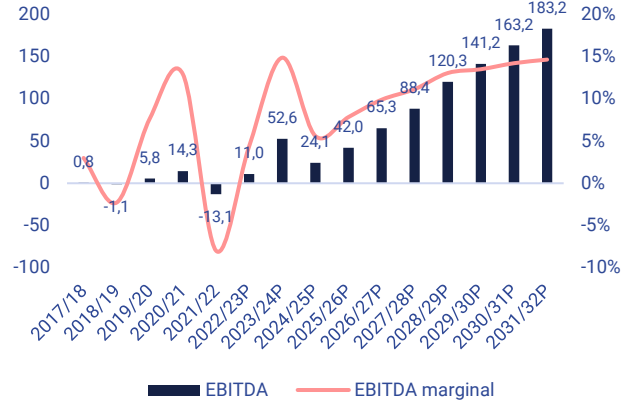
# Investment case i sex grafer

## Långsiktig ägarbas och free float om 18% kan hållit aktien stabil i pressat börs klimat...



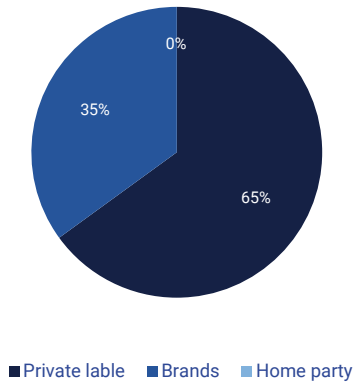
Källa: S&P Capital IQ, Holdings och Carlsquare

## Kraftig marginalexpansion väntas med ny fabrik H2, 2023



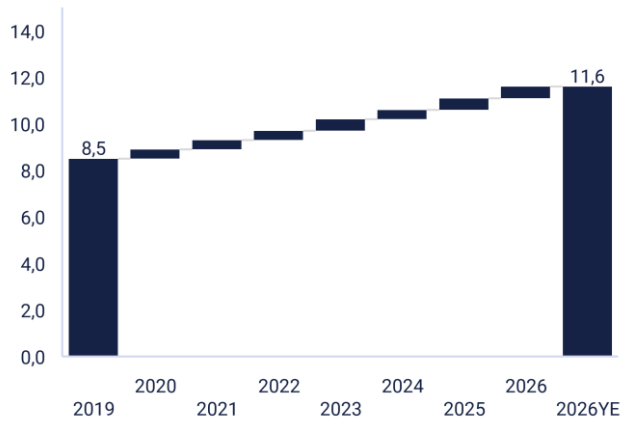
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Private Label väntas stå för största intäkterna...



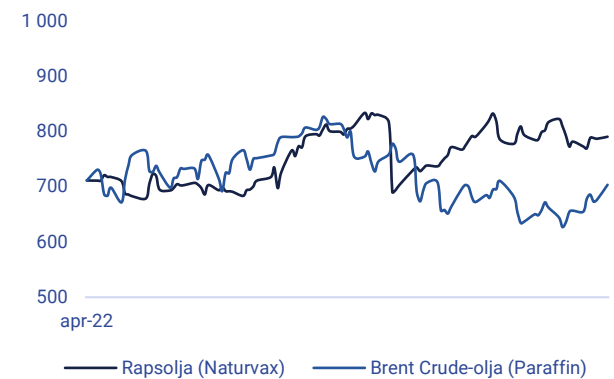
Avser 2021. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## ...på en europeisk doftljusmarknad värd cirka 10 miljarder



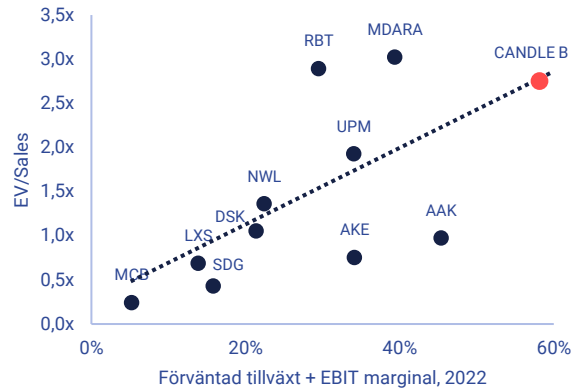
mdkr. Källa: Grand View Research

## Candles Öppen-kalkyl-avtal skyddar mot prisfluktuationer



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

## Hög tillväxttakt motiverar ESG-premie



Källa: Carlsquare prognoser

# Investment case, prognoser och värdering

Candles inleder året med en stark tillväxt om 137 procent jämfört med tredje kvartalet föregående år. Med den planerade fabriken under andra halvan på 2023 bedömer vi att Candles kan nå en betydande intäkstillväxt och marginalexpansion parallellt på sikt. Vi behåller våra försäljningsestimat och beräknar ett motiverat värde per aktie om 89,4 (88,1) kronor i ett basscenario.

## Investment Case

- **Attraktiv positionering i en konservativ bransch.** Marknaden för doftljus har hamnat efter i hållbarhet och domineras fortfarande av doftljus baserade på paraffin, en biprodukt av olja. Efter ett decennium av utveckling står Candles unika med att erbjuda doftljus i 100 procent naturligt vax i storskalig produktion.
- **Orderboken ökar kraftigt med växande orderstorlekar.** Vi ser tydliga proof-of-concept signaler då kunders orderstorlekar växer i takt med att produktionskapaciteten förbättras. Bolagets största Private Label-kund, Rituals, lade i mars 2022 den hittills största ordern värt 145 miljoner sträckande sig över verksamhetsåret 2022/23.
- **Marginaler väntas lyfta med effektivare resursnyttjande i ny fabrik.** Candles har för närvarande ett långsiktigt mål att ha dubbla skift i produktionsanläggningar för att bevara hög kostnadseffektivitet. Enligt bolaget förväntas produktionskapaciteten femdubblas med den nya fabriken i Örebro som väntas stå klar under första halvan av nästkommande verksamhetsår.
- **Liten marknadsandel indikerar enorm tillväxtpotential.** Med sitt försprång i produktutveckling och skalbara produktion förväntas Candles ta marknadsandelar i hög takt på den europeiska marknaden. Den europeiska doftljusmarknaden uppskattas vara värd cirka tio miljarder kronor 2022. Med en nettoomsättning 2021/22 om 158 miljoner kronor har bolaget fortfarande en minimal marknadsandel vilket innebär att det finns goda förutsättningar att växa.
- **Hög tillväxttakt motiverar ESG-premie.** Med vår estimerade tillväxttakt beräknar vi ett motiverat värde om 89,4kr per aktie. Det motsvarar en EV/Sales-multipel 2022/23 om 2,9x. Med vår referensgrupp som handlas till EV/Sales om 0,9x hävdar vi att Candles bör prisas in med en ESG-premie motiverat av den starka efterfrågan för hållbara doftljus som förväntas driva tillväxten.

---

### Triggers för aktien

- Stark försäljningstillväxt om 50 procent för resterande kvartal 2022/23.
- Fortsatt förbättrad EBITDA-marginal i närtid parallellt med bevarad tillväxt.
- Tidsplanenligt tillträde samt bevarat försäljningsmomentum vid flytten 2023.

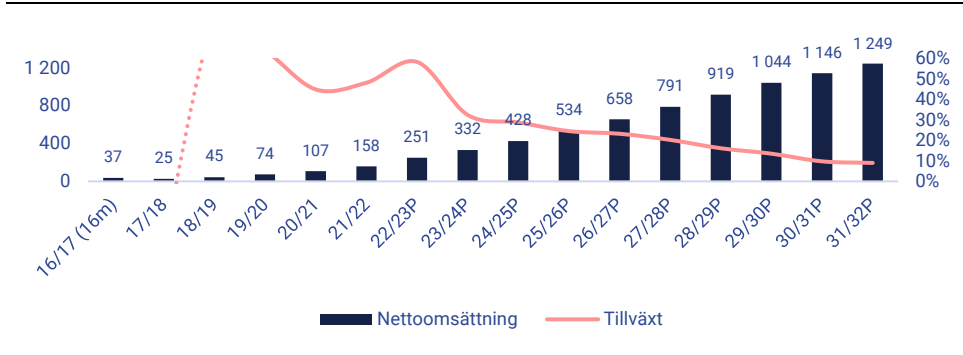
## Antaganden och prognoser

### Intäktestimat lämnas oförändrade

Då bolaget nu genomgått sitt första kvartal för räkenskapsåret och befinner sig i tidigt skede på året lämnar vi våra intäktestimat oförändrade. Vi ser därmed att Candles i nuläget har fortsatt goda möjligheter att uppnå en nettoomsättning på 251 miljoner kronor under 2022/23, där majoriteten av intäkterna sannolikt kommer genereras under kv2 och kv3. De bevarade intäktestimaten innebär att Rituals, med sin order om 145 miljoner kronor, kommer att utgöra 58 procent av årets orderbok. Vi bedömer att tillträdet av den nya fabriken 2023/24 blir avgörande i att bevara ett starkt tillväxt-momentum efterföljande verksamhetsår.

Den förväntade nettoomsättningen för året motsvarar en tillväxt på cirka 58 procent.

#### Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

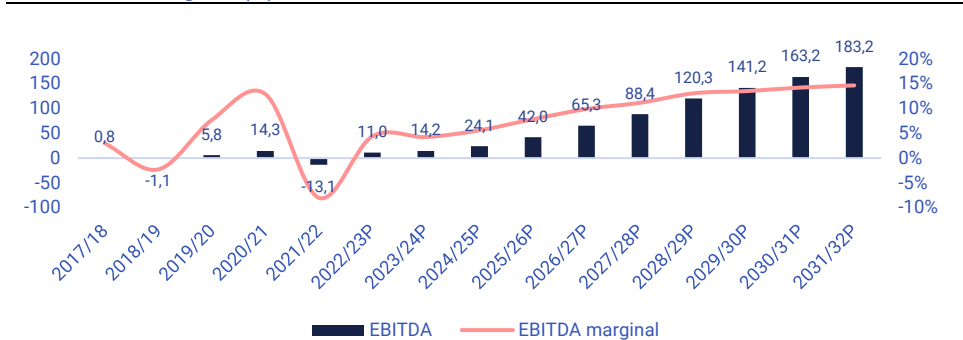
Det är Candles målsättning att i genomsnitt växa med minst 30 procent per år. Då Candles ligger före konkurrenter i produkterbjudande och produktionsnivåer ser vi goda möjligheter att de på lång sikt kan växa snabbare än marknadssnittet.

Våra estimat motsvarar en CAGR om 33 procent mellan 2022–2027 och 23 procent mellan 2022–2032.

### Minskning av personalkostnader höjer EBITDA 2022/23

Lönsamheten för kvartalet var högre än estimerat. Rimligtvis till följd av de nedskärningar i personalkostnader som genomfördes i kombination med att produktionslinan effektiviserades. Då vi ser att personalkostnader nu går mot mer normaliserade nivåer justerar vi ned våra personalkostnader för 2022/23, vilket ökar rörelseresultatet något. Vi lämnar våra långsiktiga antaganden oförändrade. Vid utgången av 2031/32 antar vi därmed en bruttomarginal om 44 procent och en EBITDA-marginal om 14 procent. Vi vill betona att det är en lönsamhetsnivå som ställer höga krav på ledningens exekveringsförmåga.

#### EBITDA och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

## Motiverat värde inom ett intervall

Vi har kombinerat en DCF-modell med en multipelvärdering baserat på en regressionsanalys för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 90,6–105,4 kronor per aktie. Vår multipelvärdering renderar i ett värde per aktie om 88,8 kronor. Genom att kombinera värdet i DCF-modellen (evighetsmetoden) med vår värdering från regressionsanalysen i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 89,4 (88,1) kronor för de kommande 6–12 månaderna.

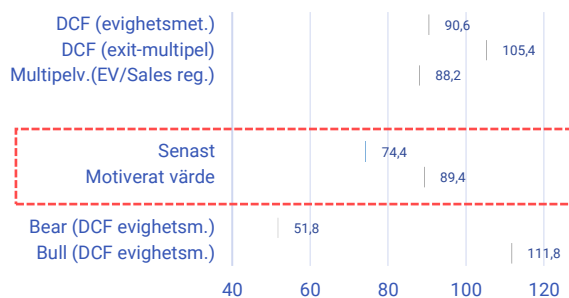
I basscenariot beräknas ett motiverat värde om 89,4 kronor per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

### Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

DCF-värdering	90,6
Multipelvärdering (EV/Sales regression, 2022)	88,2
<b>Värde per aktie</b>	<b>89,4</b>
Möjlig upp-/nedsida	20%
Utestående aktier	7,8
<b>Aktievärde</b>	<b>700</b>
Kassa, senast rapporterad	18
Skulder, senast rapporterad	-63
Nuvärde, kassa från nyemissioner	0
<b>EV</b>	<b>745</b>

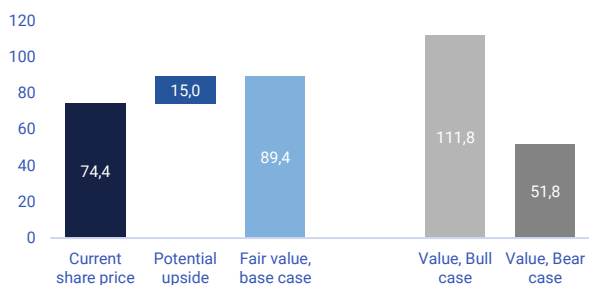
Källa: Carlsquare prognoser

### Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



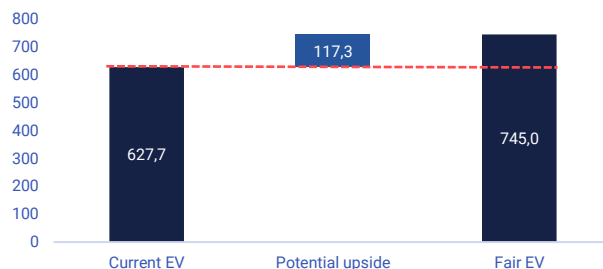
Källa: Carlsquare prognoser

### Motiverat värde per aktie (SEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

### EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

## En rimlighetsbedömning, basscenariot

Vårt motiverade värde i basscenariot motsvarar de implicita multiplarna nedan. Med våra estimat får vi en implicit EV/Sales multipel om 3,0x bolagets egen försäljning 2022/23 vilket kan jämföras med hela referensgruppen som handlas till en EV/Sales multipel 2022 om 0,8x. ESG-bolag i referensgruppen handlas till EV/Sales 2022 om 2,5x.

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26
EV/Sales	3,0x	2,2x	1,7x	1,4x
EV/EBITDA	67,4x	52,5x	30,9x	17,8x
EV/EBIT	81,7x	64,4x	35,7x	19,9x

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

Vi lämnar tillväxtestimat oförändrade men justerar våra avskrivningsestimat samt minskar personalkostnader något. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie om 90,6 (89,9) för de kommande 6–12 månaderna i en DCF-modell med en diskonteringsränta på 12,3 procent (12,5).

### DCF-värdering, sammanfattning

DCF valuation		Discount rate		Assumptions	
PV(UFCF)	191,4	Risk free rate	1,9%	CAGR, 2021-2032	23%
PV(TV)	563	Market risk premium	6,6%	EBITDA-margin, 2032	14,7%
<b>Enterprise value</b>	<b>754</b>	Size premium	2,9%	EBIT-margin, 2032	14,2%
Net debt, senast rapporterad	-45,4	Beta	1,2x	Tax rate	20,6%
<b>Shareholder value</b>	<b>709</b>	Req. return on equity	13,3%		
PV(equity financing proceeds)	0,0			<b>Implied multiples</b>	
<b>Shareholder value, after financing</b>	<b>709</b>	Stax adjust. interest on debt	4,0%		
Current shares outstanding	7,8	Leverage	10,0%	EV/Sales 2023/24	2,2x
New shares	0,0	WACC	12,3%	EV/EBITDA 2023/24	52,5x
Shares outstanding after financing and dilution	7,8			EV/EBIT, 2023/24	64,4x
Value per share (before financing and dilution)	90,6	Company spec. premium	0,0%		
<b>Value per share (after financing and dilution)</b>	<b>90,6</b>	<b>Discount rate</b>	<b>12,3%</b>		

Källa: Carlsquare prognoser

### DCF-värdering, basscenario

	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P	27/28P	28/29P	29/30P	30/31P	31/32P
EBIT	9	12	21	37	59	83	114	135	157	177
Tax on EBIT	0	-2	-4	-8	-12	-17	-24	-28	-32	-36
NOPAT (net operating profit adjusted for tax)	9	9	17	30	47	66	91	107	124	141
Amortization & Depreciation	2	3	3	5	6	5	6	7	6	6
CAPEX	-4	-4	-4	-7	-7	-8	-8	-7	-6	-6
Delta WC	-38	-16	-16	-15	-15	-15	-14	-10	-7	-3
<b>UFCF (unlevered free cash flow)</b>	<b>-31</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>31</b>	<b>49</b>	<b>75</b>	<b>97</b>	<b>117</b>	<b>138</b>
PV(UFCF)	-15	-7	0	8	18	26	34	40	43	45
Summa PV(UFCF)	191									
Terminal value, perpetual growth	563									
<b>EV</b>	<b>754</b>									
Kassa	18									
Räntebärande	-63,3									
<b>Aktievärde</b>	<b>709</b>									
Antal aktier	7,8									
<b>Värde per aktie</b>	<b>91</b>									
Kassa från finansiering	0									
Nuvärde, kassa från finansiering	0									
<b>Aktievärde+Nuvärde, kassa från finansiering</b>	<b>709</b>									
Antal aktier efter utspäd.	7,8									
<b>Värde per aktie efter full utspädning</b>	<b>90,6</b>									

Källa: Carlsquare prognoser

### Känslighetsanalys (kr/aktie)

	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
<b>10,3%</b>	118,8	135,1	157,5	190,2
<b>11,3%</b>	98,2	109,6	124,7	145,4
<b>12,3%</b>	82,3	<b>90,6</b>	101,2	115,1
<b>13,3%</b>	69,7	75,9	83,6	93,4
<b>14,3%</b>	59,5	64,3	70,0	77,2

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt i evighet på X-axeln.

Källa: Carlsquare prognoser

### Känslighetsanalys med exit-multipel (kr/aktie)

	13,0x (10%)	11,8x (0%)	10,6x (-10%)	9,4x (-20%)
<b>10,3%</b>	136,0	125,7	115,4	105,1
<b>11,3%</b>	124,5	115,1	105,6	96,2
<b>12,3%</b>	114,1	<b>105,4</b>	96,7	88,0
<b>13,3%</b>	104,5	96,6	88,6	80,6
<b>14,3%</b>	95,8	88,5	81,2	73,9

Diskonteringsränta på Y-axeln och exitmultipel på X-axeln.

(XX%) = rabatt som tillämpas på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT.

Källa: Carlsquare prognoser

## Multipelvärdering

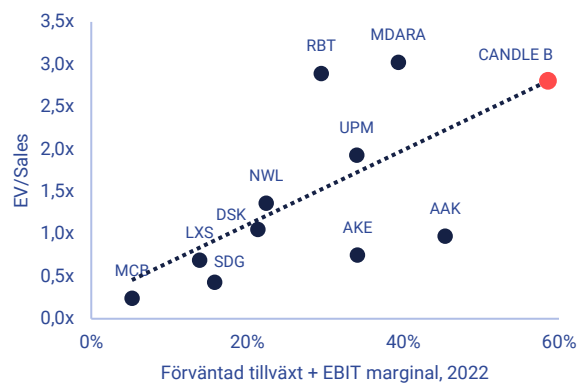
Nedan följer en multipelvärdering baserat på en regressionsanalys. Med en förväntad försäljningstillväxt om cirka 58 procent 2022/23 plus en ökad förväntad EBIT-marginal om 4,4 procent (-0,4) för 2022/23 beräknar vi ett värde per aktie om 88,8 kronor (86,2). Förväntad försäljning för 2022 har sedan föregående kvartal sjunkit över hela referensgruppen, med undantaget för vegetabiliska oljeproducenten AAK.

### Multipelvärdering EV/Sales 2022, regression

Lutning	4,3
Skärningspunkt	0,2
Rsq	32%
Förväntad tillväxt, 2022/23	58,4%
Förväntad EBIT-marginal, 2022/23	4,4%
<b>Implicit multipel</b>	<b>2,9x</b>
Förväntad försäljning 2022/23	251
<b>Motiverat rörelsevärde (EV)</b>	<b>734</b>
Nettokassa, senast rapporterad	-45
Kassa från nyemissioner	0
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>689</b>
Utestående aktier efter full finansiering	7,8
Värde per aktie före finansiering och utspädning	88,0
<b>Aktievärde efter finansiering och utspädning</b>	<b>88,0</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### Implicit värderingsmultipel från regression

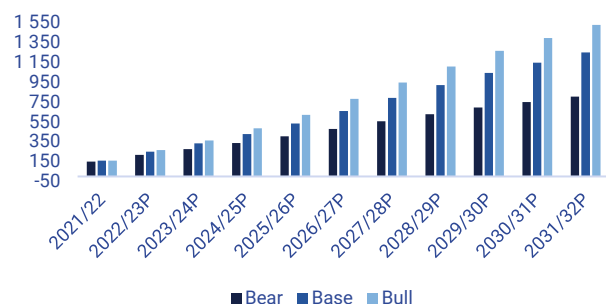


Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Värderingsintervall

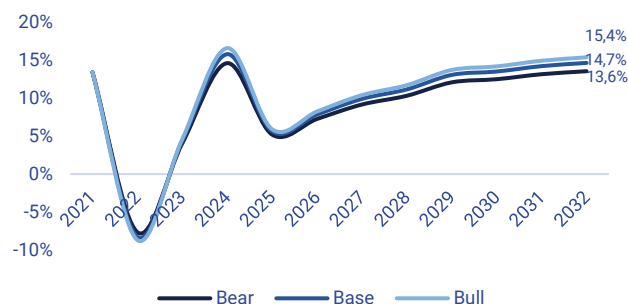
I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I vårt Bull-scenario modellerar vi med en högre genomsnittlig årlig tillväxttakt och förbättrade marginaler. Detta scenario bygger på att värdeadderande händelser inträffar kopplat till tillväxt och lönsamhet. I detta scenario blir den tilltänkta fabriken klar tidigare än väntat och marginaler högre än väntat på grund av hög produktionseffektivitet. För Bear-scenariot modellerar vi en kraftigt sänkt tillväxttakt på 18 procent för hela den explicita perioden samt lägre EBIT-marginal. Detta scenario speglar fördröjt startdatum för den tilltänkta fabriken 2023, kostnadsfriktion i samband med utbyggnation samt lägre produktionseffektivitet än väntat.

### Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBITDA-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



## Risker och utmaningar

### Enskild kund står för stor del av intäkterna

Den nederländska kedjan, Rituals, är Candles största Private Label- kund och stod för ungefär 46 procent av Candles Scandinavias omsättning under räkenskapsåret 2020/21. Med en ny order om 145 miljoner ingående det nya räkenskapsåret kan Rituals utgöra omkring 58 procent av Candles orderbok, givet våra försäljningsestimater. Då Rituals historiskt expanderat sina orderstorlekar i steg ser vi lovande på att affärsrelationen med den nederländska kedjan förhålls intakt. Vi vill dock betona att en hög kundkoncentration kan utgöra en strukturell risk för Candles.

### Förseningar av den nya fabriken kan hämma tillväxt på kort sikt

Candles har tydligt kommunicerat att bolaget har svårt att möta en snabbt växande efterfrågan. Den nya fabriken som väntas stå klar under andra halvåret 2023 innebär en femdubbling av produktionskapaciteten. I våra prognoser antar vi att flytten till den nya fabriken sker relativt friktionsfritt, dvs att produktionen inte drabbas avsevärt, och att kostnadskontrollen under flyttperioden bevaras intakt.

### Kapitaltillskott kan behövas för att binda rörelsekapital

Candles tillväxtstrategi innebär att bolaget även binder upp rörelsekapital. Med den höga tillväxttakten ser vi att det sannolikt kommer finnas behov att ta in tillväxtkapital för att binda kapitalet i rörelsekapital, så som varulager och kundfordringar för att hålla produktionen jämn och friktionslös.

# Räkenskaper och nyckeltal

## Nyckelsiffror (MSEK)

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Per share								
EPS	0,00	1,04	-1,67	-0,14	4,41	1,90	3,59	6,04
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS		1,9	5,4	5,3	9,7	11,6	15,2	21,2
TBVP		0,2	0,3	25,0	0,6	0,8	0,9	0,9
Valuation (curr.)								
P/E	190,4x	81,1x	-45,2x	-539,4x	17,2x	39,7x	21,0x	12,5x
P/B	112,2x	44,3x	13,6x	13,9x	7,6x	6,4x	4,9x	3,5x
EV/Sales	8,2x	5,6x	3,8x	2,5x	1,8x	1,4x	1,2x	0,9x
EV/EBITDA	107,5x	43,4x	NM	56,3x	11,8x	25,8x	14,8x	9,5x
EV/EBIT	133,8x	47,2x	NM	68,2x	12,5x	29,8x	16,6x	10,5x
Other								
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	0,0%	1,9%	-2,6%	0,1%	6,4%	3,1%	5,7%	9,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, årsbasis (MSEK)

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
<b>Totala Intäkter</b>	<b>75</b>	<b>111</b>	<b>164</b>	<b>253</b>	<b>334</b>	<b>430</b>	<b>536</b>	<b>660</b>
COGS	-36	-	-	-144	-191	-246	-305	-375
<b>Bruttoresultat</b>	<b>40</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>109</b>	<b>144</b>	<b>185</b>	<b>230</b>	<b>284</b>
Summa rörelsekostnader	-71	-98	-179	-98	-130	-161	-188	-219
<b>EBITDA</b>	<b>6</b>	<b>14</b>	<b>-13</b>	<b>11</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>42</b>	<b>65</b>
Av- & Nedskrivningar	-1	-1	-2	-2	-3	-3	-5	-6
<b>EBIT</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>-15</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>21</b>	<b>37</b>	<b>59</b>
Finansnetto	-1	-4	-2	-11	-7	-2	-2	-1
<b>EBT</b>	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>-16</b>	<b>-1</b>	<b>5</b>	<b>19</b>	<b>35</b>	<b>59</b>
Skatt	0	-2	3	0	-1	-4	-7	-12
<b>Periodens resultat</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>-13</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>28</b>	<b>47</b>
<b>EPS</b>		<b>1,04</b>	<b>-1,67</b>	<b>-0,14</b>	<b>0,48</b>	<b>1,89</b>	<b>3,58</b>	<b>5,98</b>
Shares, EoP		7,0	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Shares, avg.		7,0	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8

	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23P	2023/24P	2024/25P	2025/26P	2026/27P
Growth								
Totala Intäkter	64,1%	45,0%	48,2%	58,4%	32,5%	28,8%	24,6%	23,3%
Bruttoresultat	35,0%	-	-	46,4%	32,7%	28,8%	25,0%	23,6%
EBITDA	650,3%	147,9%	-191,6%	184,1%	28,5%	69,7%	74,1%	55,5%
EBIT	358,1%	183,2%	-213,0%	161,3%	26,8%	80,3%	79,5%	58,9%
EBT	232,5%	182,6%	-270,4%	91,4%	434,1%	293,0%	89,3%	67,1%
Periodens resultat	220,9%	134,7%	-279,4%	91,4%	434,1%	293,0%	89,3%	67,1%
EPS				91,4%	434,1%	293,0%	89,3%	67,1%
Margins								
Bruttomarginal	52,8%	45,3%	-	43,1%	43,0%	42,9%	43,0%	43,1%
EBITDA marginal	7,7%	12,9%	-8,0%	4,4%	4,2%	5,6%	7,8%	9,9%
EBIT marginal	6,2%	11,9%	-9,1%	3,6%	3,5%	4,8%	7,0%	9,0%
EBT marginal	4,5%	8,7%	-10,0%	-0,6%	1,4%	4,3%	6,6%	8,9%
Vinstmarginal	4,1%	6,6%	-8,0%	-0,4%	1,1%	3,4%	5,2%	7,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK)**

	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P
Tot. immateriella tillgångar	2	3	3	4	5	4	6	7
Tot. materiella tillgångar	1	2	3	196	5	6	7	7
Tot. övriga tillgångar	0	1	5	5	5	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	4	5	11	205	15	15	18	19
Varulager	28	40	65	106	134	164	194	227
Kundfordringar	15	11	15	41	56	73	92	113
Övriga kortfristiga fordringar	0	0	3	3	3	3	3	3
Förutbet. Kostnader oc upplupn intäkter	2	2	0	0	0	0	0	0
Likvida medel	0	0	4	14	2	0	10	1
Summa omsättningstillgångar	46	54	88	165	195	240	299	345
<b>Summa tillgångar</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>99</b>	<b>370</b>	<b>210</b>	<b>256</b>	<b>317</b>	<b>364</b>
<b>Summa eget kapital</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>60</b>	<b>88</b>	<b>135</b>
Summa långfristiga skulder	9	6	6	249	59	59	59	19
Leverantörsskulder	11	10	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	24	30	51	80	106	137	171	211
Summa kortfristiga skulder	35	40	51	80	106	137	171	211
<b>Total debt</b>	<b>44</b>	<b>46</b>	<b>56</b>	<b>329</b>	<b>165</b>	<b>196</b>	<b>229</b>	<b>229</b>
<b>Summa EK och skulder</b>	<b>49</b>	<b>59</b>	<b>99</b>	<b>370</b>	<b>210</b>	<b>256</b>	<b>317</b>	<b>364</b>

	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P
Liquidity								
Current ratio	1,3	1,3	1,7	2,1	1,8	1,8	1,8	1,6
Cash ratio	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverage								
Net debt(-)/Net cash(+)	29	81	-18	-1	-235	-56	-58	-48
Net debt/EBITDA	NM	NM	1,3x	0,1x	5,6x	0,9x	0,7x	0,4x
Net debt/Equity	NM	NM	0,4x	0,0x	5,2x	0,9x	0,7x	0,4x
Net debt/Equity	NM	NM	42%	3%	520%	94%	66%	36%
Equity/Total Assets	10%	22%	43%	11%	21%	23%	28%	37%
Efficiency								
ROA	6,3%	12,3%	Neg.	Neg.	1,8%	5,8%	8,8%	12,9%
ROE	60,4%	80,2%	Neg.	Neg.	8,7%	28,2%	37,9%	42,1%
ROIC		17,7%	Neg.	2,0%	4,4%	6,5%	9,4%	13,0%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	19/20	20/21	21/22P	22/23P	23/24P	24/25P	25/26P	26/27P
KF löp. verksamhet	-	11	-15	1	6	18	33	53
Delta operating capital	-	-7	-20	-38	-16	-16	-15	-15
KF löp. verksamhet	-	4	-35	-37	-10	2	17	37
KF, investeringsverk.	-	-3	-3	-196	188	-4	-7	-7
KF, finansieringsverk.	-	-1	42	243	-190	0	0	-40
Kassaflöde	-	0	4	10	-12	-2	10	-9
Exchange differences	-	0	0	0	0	0	0	0
Cash, BoP	-	0	0	4	14	2	0	10
Cash, EoP	-	0	4	14	2	0	10	1
Key ratios								
KF löp. verksamhet/Nettooms.	-	2%	-14%	-11%	-2%	0%	3%	5%
KF löp. verksamhet/Summa tillg.	-	4%	-9%	-18%	-4%	0%	5%	8%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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 Fredrik Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.