

## Uppdatering: Kv1 2022

### MIDSUMMER AB

Midsummer tillverkar klimatsmarta och estetiskt tilltalande tunnfilmssolceller. Intäkter genereras från två produktlinjer, solcellstak samt av produktionsutrustning.

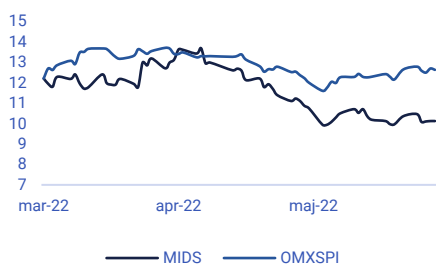
VD: Sven Lindström  
 SO: Jan Johansson  
[midsummer.se/investerare](https://midsummer.se/investerare)

Bloomberg: MIDS:SS  
 Reuters Eikon: MIDS:TE

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 10,2  
 Marknadsvärde: 685

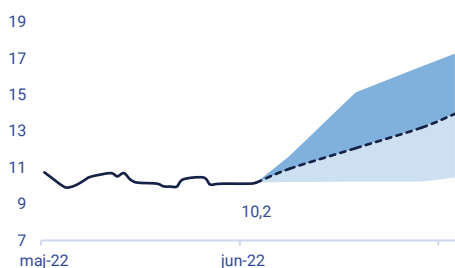
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-24	-33	-40	-5

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	10,5	14,0	17,3
Upp-/nedsida (%)	3	37	70

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

## Invitalia-projektet tar värdefulla framsteg

Inkluderat stöd kunde Midsummer redovisa vinst under första kvartalet 2022. Nettoomsättningen var dock under vår förväntan trots en hög tillväxt på 42 procent. Intressant är dock att satsningen i Italien går framåt med stormsteg. Inte minst då ramavtal nu finns signerade med ett totalt årligt värde på nästan 280 miljoner kronor. Vi räknar med intäkter från dotterbolaget i Italien under andra kvartalet 2023. Fler ramavtal är värde drivande. Med en högre diskonteringsränta sänks motiverat värde till 14,0 kronor per aktie, tidigare 16,4 kronor.

### Vinst på sista raden inkluderat statliga stöd

Med Övriga rörelseintäkter på 99 miljoner kronor i huvudsak bestående av statliga stöd för Invitalia-projektet kunde Midsummer redovisa ett positivt resultat efter skatt på nästan 50 miljoner kronor. Nettoomsättningen ökade med höga 42 procent till 10,5 miljoner kronor. Det var dock under våra högt ställda förväntningar på 17 miljoner kronor. Lägre konvertering av den totala orderboken för produktlinjen Solcellstak förklarar avvikelsen. Vi räknar dock med att en högre andel av den totala orderboken kan konverteras till intäkter under de kommande kvartalen givet säsongen.

Redovisat EBITDA-resultat var 64 miljoner kronor. Justerat för övriga rörelseintäkter och aktiverat arbete landade det justerade EBITDA-resultatet på cirka minus 40 miljoner kronor. Vi hade räknat med ett justerat EBITDA-resultat på minus 32 miljoner kronor och avvikelsen var således hänförlig till lägre intäkter än väntat (snarare än högre kostnadsbas).

### Tydliga framsteg för det viktiga Invitalia-projektet

Bolagets satsning i Italien tar tydliga framsteg. Två FoU DUO-maskiner har skeppats till fabriken i Bari och ytterligare tre DUO-maskiner (3 x 5MW) står färdiga i Stockholm för leverans. Trots att fabriken ännu inte är produktionsklar har viktiga ramavtal slutits till ett totalt årligt värde om nästan 280 miljoner kronor (i fem år = nästan 1,4 miljarder kronor). Med andra ord görs tydliga framsteg för denna viktiga satsning. Fler ramavtal är värde drivande.

### Potential i Italien skapar uppsida i aktien

Vi sänker vi prognosen för helåret 2022 något. Med värdefulla ramavtal signerade i Italien har vi dock justerat upp intäktsantaganden för 2023. Över hela prognosperioden, 2022-2031, räknar vi med en årlig genomsnittlig tillväxttakt på höga 46 procent. Vi räknar med en justerad EBITDA-marginal 2031 på 12,6 procent. Genom att kombinera en DCF-modell med två multipelvärdingsmodeller beräknas ett motiverat värde per aktie till 14,0 kronor (16,4) för de kommande 6-12 månaderna. Värderingen är i huvudsak ned på grund av en högre diskonteringsränta. Vår värdering motsvarar EV/Sales 2023 på 3,7x. Referensgruppen handlas till ett medianvärde för EV/Sales 2023 på 3,1x. Premien motiveras av fortsatt hög förväntad tillväxttakt även efter 2023. I dag handlas aktien till 1,9x vår försäljningsprognos 2023. Vi menar att dagens aktiekurs inte tillförlig avspeglar värdet i Invitalia-projektet.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning	184	72	94	133	416	857
Summa intäkter	187	87	111	241	545	870
EBITDA	9	-50	-73	-6	87	-12
EBIT	-23	-74	-111	-45	17	-111
Periodens resultat	-40	-92	-130	-78	-24	-153
Vinst per aktie	-1,30	-2,65	-2,18	-0,91	-0,19	-1,00
Tillväxt, nettoomsättning	3%	-61%	31%	40%	214%	106%
EBITDA-marginal	5%	-58%	-65%	-2%	16%	-1%
EBIT-marginal	-12%	-86%	-100%	-19%	3%	-13%
Vinstmarginal	-22%	-106%	-116%	-32%	-4%	-18%
EV/Sales (nuv.)	4,2x	10,8x	8,2x	5,8x	1,9x	0,9x
EV/EBITDA (nuv.)	86,0x	n.m	n.m	n.m	8,9x	n.m
EV/EBIT (nuv.)	n.m	n.m	n.m	n.m	45,1x	n.m
P/E (nuv.)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
P/B (nuv.)	3,2x	5,7x	4,0x	4,9x	5,6x	3,7x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Uppföljning och kommentarer

Under det första kvartalet 2022 lyftes Midsummers resultat av övriga rörelseintäkter i form av bidrag. Trots en hög tillväxt på 42 procent var utfallet under vår förväntan på 17 miljoner kronor. Samtidigt tar Italien-satsningen tydliga framsteg – inte minst i form av tecknade ramavtal som i dag har ett samlat värde om cirka 1,4 miljarder kronor över en fem år. Vi räknar med att verksamheten i Italien börjar generera betydande intäkter i andra kvartalet 2023.

## Fortsatt tillväxt i väntan på Italien

### Bidrag lyfte resultatet

Nedan visas utfallet för det första kvartalet 2022 i förhållande till våra prognoser. Sammantaget lyftes rapporten av övriga rörelseintäkter i form av bidrag (Invitalia-projektet, Italien) om 97,0 miljoner kronor som lyfte både intäkterna och resultatet. Justerat för detta hamnade rapport-utfallet något under vår förväntansbild.

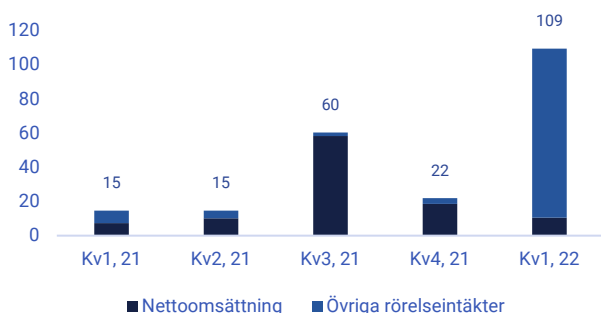
#### Utfall jämfört med Carlsquare prognoser, kv1 2022 (MSEK)

	Kv1, 22A	Kv1, 21	Kv1, 22P	Diff.
Nettoomsättning	11	7	17	-58%
Summa intäkter	109	15	20	82%
EBITDA	64	-15	-22	135%
EBITDA-marginal	58%	-101%	-113%	
Just. EBITDA	-40	-29	-32	-25%
Just. EBITDA-marginal	-333%	-391%	-191%	
EBIT	56	-24	-33	160%
EBIT-marginal	51%	-162%	-169%	
Just. EBIT	-49	-38	-43	-14%
Just. EBIT-marginal	-411%	-512%	-258%	
EBT	50	-27	-37	175%
Just. EBT	-54	-41	-47	-15%
Vinst per aktie (kr)	0,84	-0,46	-0,55	165%

Summa intäkter avser nettoomsättning plus övriga rörelseintäkter. Justerade lönsamhetsmått avser nettoomsättning minus kostnader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

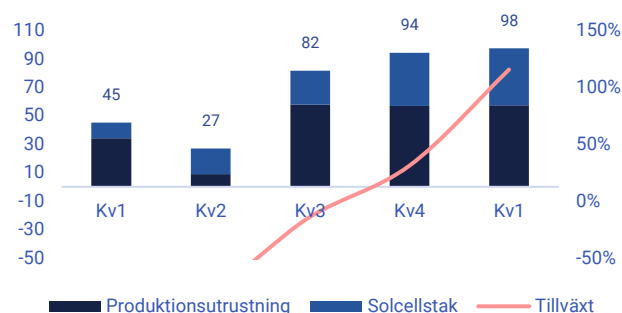
Nettoomsättning under det första kvartalet var 11 miljoner kronor, motsvarande en stark tillväxt på 42 procent jämfört med samma kvartal 2021. Trots den höga tillväxttakten var utfallet under vår förväntan på 17 miljoner kronor. Avvikelsen var till lejonparten hänförlig till produktlinjen Solcellstak där vi hade räknat med att en högre andel av föregående kvartals totala orderbok skulle konverteras till intäkter. På basis av rullande 12 månader i graf till häger nedan syns hur intäktstillväxten åter tilltar efter nedgången i samband med Covid-pandemin.

#### Nettoomsättning, övriga rörelse- och tot. intäkter (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

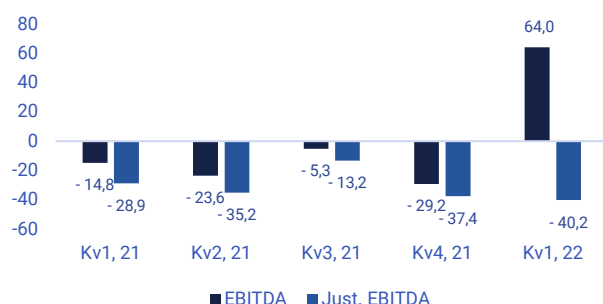
#### Intäkter (MSEK) och tillväxt (%), RTM



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

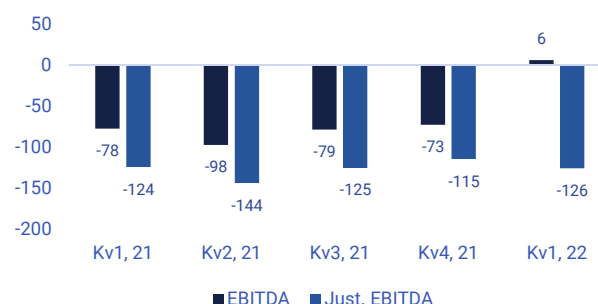
Justerat EBITDA-resultat kom in på minus 40 miljoner kronor, under våra förväntade minus 32 miljoner kronor. Exkluderat kostnadsposten Råvaror och förnödenheter ökade kostnadsbasen på årsbasis med 45 procent. Ökningen är i huvudsak hänförlig till Övriga externa kostnader som i sin tur rimligtvis kan förklaras av Invitalia-projektet. Å andra sidan hade vi räknat med en högre kostnadsbas. Det innebär att resultatavvikelsen var kopplad till lägre än väntad nettoomsättning.

### EBITDA- och just. EBITDA-resultat (MSEK)



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### EBITDA- och just. EBITDA-resultat (MSEK), RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

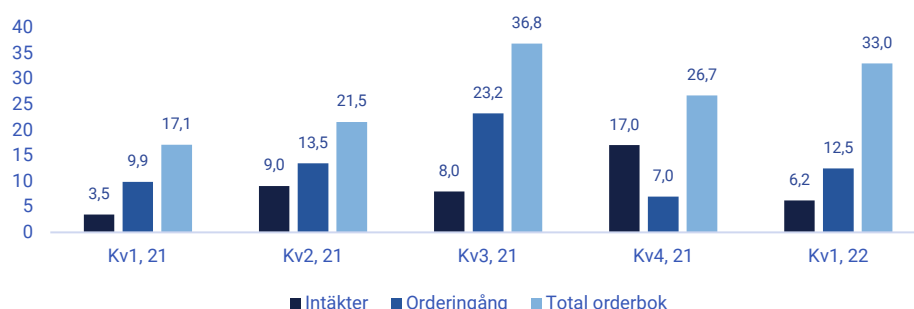
## Solcellstak kan konvertera orderboken snabbare

För Solcellstak ökade totala intäkterna med 78 procent till 6,2 miljoner kronor. Därmed konverterades 23 procent av den totala orderboken föregående kvartal (kv4 2021 26,7 miljoner kronor) till intäkter. Vi räknar med att denna andel ökar med faktor 3x under de kommande två kvartalen. Detta dels då på grund av säsong, dels på grund av bättre tillgång till lokalt etablerade installatörer.

Orderingången för produktlinjen Solcellstak ökade med 27 procent till 13 miljoner kronor. Orderingången bör också kunna öka under de två kommande kvartalen på grund av säsongen.

Vid utgången av det första kvartalet uppgick den totala orderboken för Solcellstak till 33,0 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 93 procent. Det motsvarar uppskattningsvis också cirka en tredjedel av årskapacitet vid den befintliga anläggningen. Givet våra antaganden om konverteringsgrad och orderingång räknar vi med att den totala orderboken kommer ligga kvar runt dessa nivåer under andra och tredje kvartalet men fall tillbaka under det fjärde kvartalet 2022.

### Solcellstak: Intäkter, orderingång och total orderbok (MSEK)



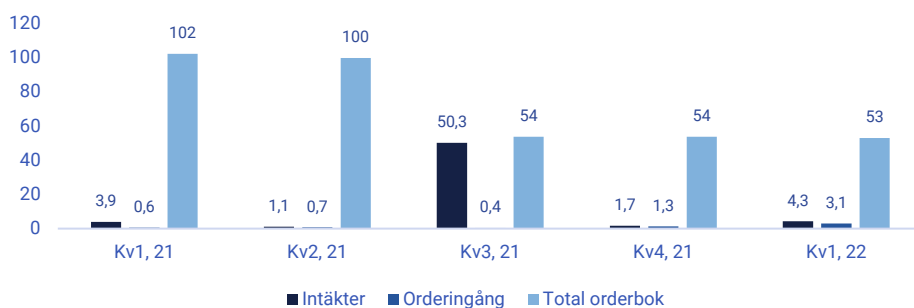
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Ökade intäkter för Produktionsutrustning i korten

Produktlinjen Produktionsutrustning ökade totala intäkterna med tio procent till 4,3 miljoner kronor. Med detta konverterades åtta procent av den totala orderboken föregående kvartal (kv4 2021 53,7 miljoner kronor) till intäkter. Ordergången för produktionsutrustning under det första kvartalet var 3,1 miljoner kronor. Vid utgången av kvartalet var den totala orderboken värd 53,0 miljoner.

Efter utgången av det första kvartalet har bolaget slutfört installationen av en UNO-maskin vid University of New South Wales i Sydney, Australien. Installation slutfördes också för två DUO maskiner i Kina efter kvartalets utgång. Med anledning av detta räknar vi med att Produktionsutrustning sekventiellt ökar sina intäkter förhållandevis mycket.

### Produktionsutrustning: Intäkter, ordergång och total orderbok (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Ordrar i Italien bekräftar starkt momentum

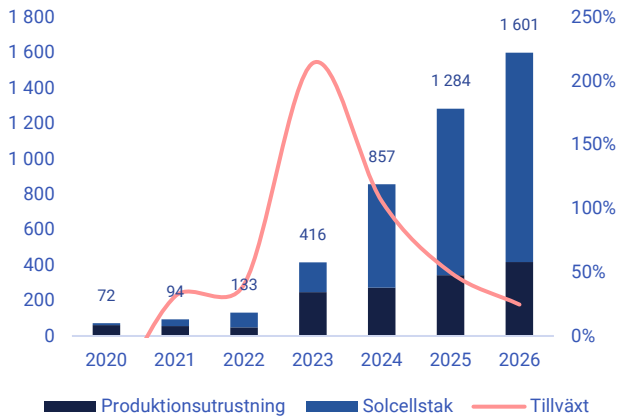
Bolaget projekt, Invitalia-projektet, avser satsningen i Italien där en 50 MW produktionsanläggning just nu sätts upp. Tre DUO-maskiner (3 x 5MW) står klara att skeppas till fabriken i Italien och två FoU DUO-maskiner har redan levererats. Enligt bolaget kräver anläggningen en investering om cirka 660 miljoner kronor som till 35 procent finansieras av bidrag och till ytterligare 23 procent finansieras via lån från den italienska investeringsmyndigheten Invitalia. Vi räknar med att anläggningen driftsätts under första kvartalet 2023 och kan producera motsvarande en kapacitet på 50 MW under första halvan av 2024 .

Satsning i Italien har sedan den fastställdes i oktober 2021 skapat ett stort intresse. Det påvisas av redan signerade ramavtal för försäljning av solpaneler med ett sammanlagt årligt värde om nästan 280 miljoner kronor. Över fem år som samtliga ramavtal avser uppgår det totala värdet nästan 1,4 miljarder kronor.

- December 2021: Tak-tillverkaren Medacciai kommer enligt ramavtal köpa 3,5 MW solpaneler till ett värde om cirka 63 miljoner kronor på årsbasis. Ramavtalet löper i fem år och har därmed ett totalvärde på cirka 315 miljoner kronor.
- Februari 2022: Tak-tillverkaren Unimetal kommer enligt ramavtal köpa 5 MW solpaneler till ett värde om cirka 90 miljoner kronor på årsbasis. Ramavtalet löper i fem år och har därmed ett totalvärde på cirka 450 miljoner kronor.
- Mars 2021: Takföretaget PugliAsfalti kommer enligt ramavtal köpa 6,5 MW solpaneler till ett värde om cirka 124 miljoner kronor på årsbasis. Ramavtalet löper i fem år och har därmed ett totalvärde på cirka 620 miljoner kronor.

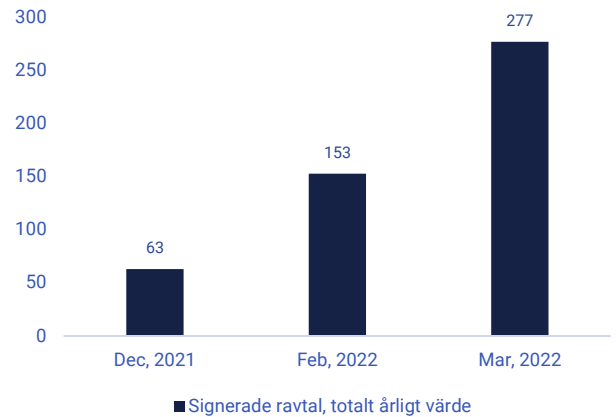
## Equity story i sex grafer

### Stark tillväxt i korten påvisat av ramavtal



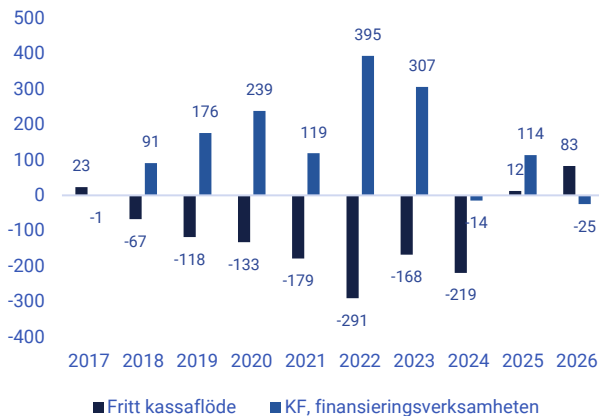
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Redan stor efterfrågan i Italien lovar gott



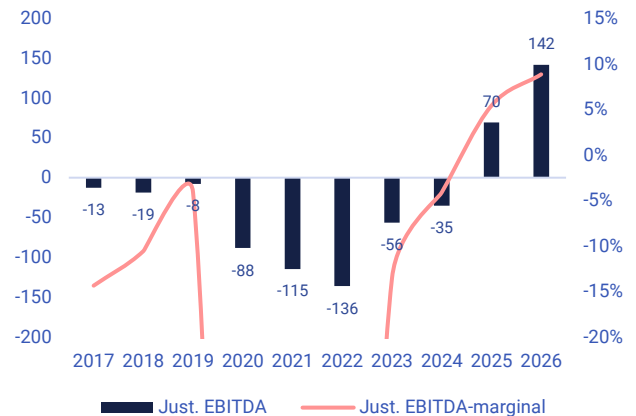
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Att ta marknadsledande position kostar pengar



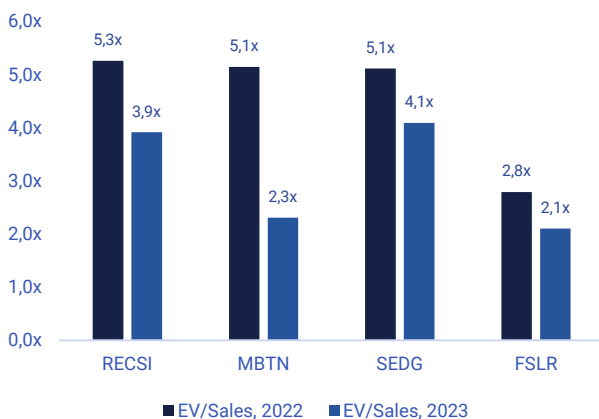
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Men ger lönsamhet över tid



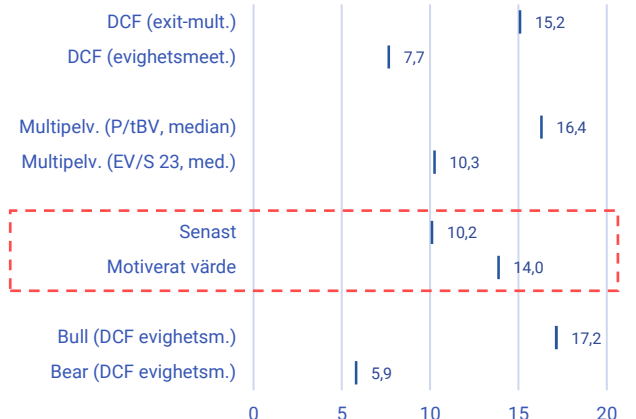
MSEK och %. Justerade siffror avser nettoomsättning reducerat med kostnader och aktiverat arbete. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

### Snabbt växande sektorkollegor belönas värderingsmässigt



Källa: S&P Capital IQ

### Motiverat värde inom ett intervall



Kronor per aktie. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

# Investment case, prognoser och värdering

Midsummer har två produktlinjer, där fokus ligger på produktion och försäljning av egenutvecklade solcellstak. Bolaget har med eget kapital och statliga stöd tagit de första investeringarna för att etablera Europas största produktionsanläggning (50 MW) i Italien. Det med avsikten att etablera Midsummer som den ledande aktören i Europa. Intresset är stort – i dag finns ramavtal på plats till ett värde om nästan 280 miljoner kronor per år (i fem år). Vi räknar med att dessa börjar ropas av under andra kvartalet 2023. Framsteg i Italien via nya ramavtal är värdedrivare.

## Strategiskt positionerat, expansion och tillväxt

Vi bedömer att det stora värdedrivaren för Midsummer just nu är den internationella expansionen i Italien. Värdefulla ramavtal som redan är signerade påvisar efterfrågan på bolagets produkter. Samtidigt finns stora begränsningar med dagens standard-solceller baserade på kisel. Bolaget teknologi (CIGS-solceller) förväntas vara den snabbast växande solcellen i stora delar av Europa de kommande tio åren. Nedan listar vi några av de investeringsargument vi ser i Midsummer.

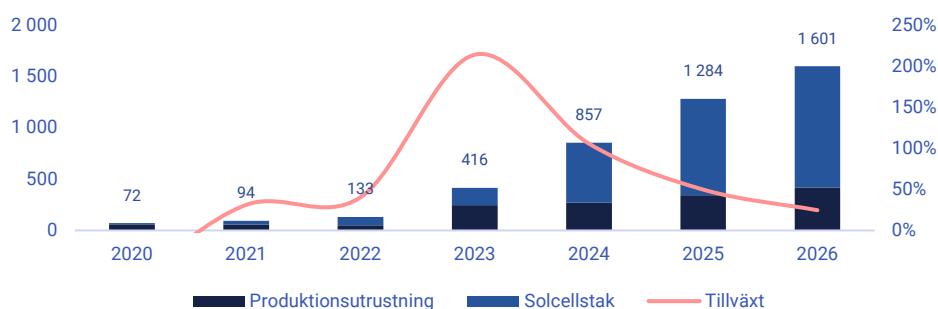
- **Konkurrenskraftigt alternativ gentemot konkurrenter:** Midsummer utvecklar, producerar och säljer tunnfilmssolceller baserat på CIGS-teknologin. Teknologin har fördelar som en låg vikt i förhållande till dagens standard-teknologier men också att de kan göras böjbara. Det möjliggör i sin tur för relativt enkel installation utan ingrepp i tak liksom ett utökad antal applikationsområden. Dessa är uppenbara konkurrensfördelar, vilket också bidrar till den förväntade tillväxten.
- **Äger värdekedjan:** Midsummer har själva utvecklat produktionsutrustning och är således mer än bara en återförsäljare av solceller. Det möjliggör för bolaget att kontinuerligt optimera sina tillverkningsprocesser och solceller, vilket adderar värden till bolaget och stärker positionen på marknaden.
- **Väl positionerade på het marknad:** Solenergi förväntas vara ett av de snabbast växande segmenten inom förnybar energi med en CAGR på nära 20 procent fram till 2030. CIGS-solceller förväntas i sin tur vara den snabbast växande solcellsteknologin. Följdeffekter av den tragiska utvecklingen i Ukraina driver också på en tilltagande efterfråga kopplat till sanktionerna mot rysk energi.
- **Etablering i Italien är den stora möjligheten:** Invitalia-projektet avser bolagets satsning i Italien (Bari) där bolaget sätter upp Europas största produktionsanläggning för CIGS-solceller om 50 MW. Initiativet kostar pengar men förmånlig finansiering via italienska myndigheter delfinansierar projektet. Trots att anläggningen ännu inte är i drift har ramavtal tecknats med ett totalvärde runt 1,4 miljard kronor fördelat över fem år. Detta påvisar efterfrågan men reducerar också risken relaterad till expansionen (och investeringar). Fler ramavtal i Italien är värdedrivare.
- **Hög antagen tillväxt över tid till förbättrad lönsamhet:** Den antagna tillväxten över vår prognosperiod till 2031 förväntas bli en CAGR om höga 46 procent. Utfallet skulle motsvara en omsättning 2023 runt 4,3 miljarder kronor. Samtidigt förväntas den underliggande lönsamheten succesivt stiga till 12,6 procent 2031. Vi menar att dagens aktiekurs inte tillförlitligt avspeglar värdet i Invitalia-projektet. Vårt motiverade värde på 14,0 kronor per aktie motsvarar en EV/Sales multipel 2023 på 3,7x. Referensgruppen handlas till ett medianvärde för EV/Sales 2023 på 3,1x.

## Antaganden och prognoser

### Sydeuropa accelererar tillväxten

2022 räknar vi med en tillväxt på 40 procent motsvarande en nettoomsättning på 133 miljoner kronor. Det är en mindre nedjustering från tidigare 144 miljoner kronor. Vi räknar med en starkt tilltagande tillväxt under 2023 då ramavtal i Italien konverteras till intäkter. CAGR, 2021-2026 är antaget till höga 76 procent. Tillväxten över tid drivs på av Italien-satsning men också av produktlinjen Produktionsutrustning som vi antagit erhåller fler och nya beställningar från befintliga och tillkommande kunder. Över hela prognosperioden 2022-2031 har vi antagit en genomsnittlig tillväxttakt per år om höga 46 procent.

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

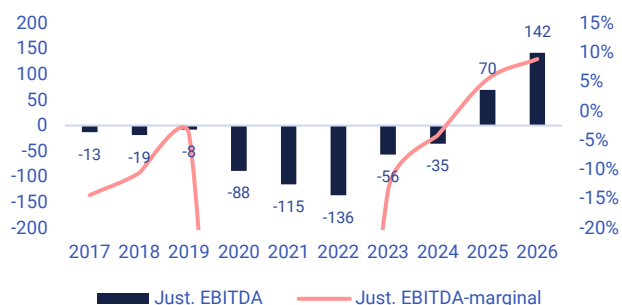


Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Lönsamhet med högre volymer

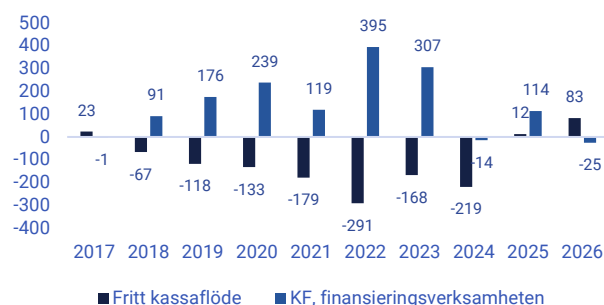
2022 räknar vi med ett justerat EBITDA-resultat på minus 136 miljoner kronor. Icke justerat EBITDA-resultat prognostiseras till minus sex miljoner kronor. I vår modell antas en bruttomarginal runt 50 procent och en EBITDA-marginal på 12,6 procent under sista året av prognosperioden, 2031. Lönsamma företag i referensgruppen prognostiseras ha en EBITDA-marginal i median på 19 procent 2023.

#### Justerat EBITDA-resultat (MSEK) och marginal (%)



Justerade siffror avser nettoomsättning reducerat med kostnader och aktiverat arbete. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

#### Fritt kassaflöde och KF från finansiering (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Kassaflödet tyngs av det rörelsekapital som krävs för att mäta med den höga tillväxttakten. Men framför allt tyngs kassaflödet av investeringar i att utöka produktionskapaciteten. Vi har antagit att ytterligare bidrag och statliga lån om totalt cirka 270 miljoner kronor kommer in fördelat över resterade del av 2022 och i början av 2023. Utöver detta räknar vi med att bolaget finansierar sin tillväxtplan via nyemission.

## Motiverat värde inom ett intervall

### Pressad aktie med bra uppsida

Vi har kombinerat en DCF-modell med två multipelvärderingsmodeller för att beräkna ett motiverat värde per aktie. Vår DCF-värdering resulterar i ett värde per aktie på 7,7-15,2 kronor per aktie. Vår multipelvärdering på EV/sales 2022 och P/tBV ger ett värde per aktie på 10,3-16,4 kronor per aktie.

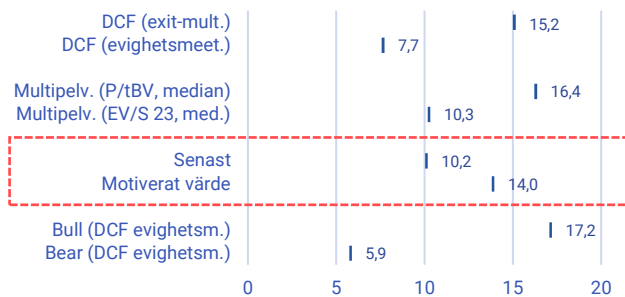
Genom att kombinera värdet i DCF-modellen med exit-multipel med värdena från multipelvärderingarna (EV/Sales och EV/tBV) i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 14,0 (16,4) kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det är en nedjustering och förklaras i huvudsak av lägre multiplar på en pressad börs, en högre riskfri ränta.

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

DCF, Exit-multipel	15,2
EV/Sales, 2023	10,3
P/tBV	16,4
<b>Motiverat värde, tre scenarion</b>	<b>14,0</b>
Möjlig upp-/nedsida	37,1%
Aktier	103
<b>Aktievärde</b>	<b>1 435</b>
Kassa (senast rapp. kv.)	112
Skuld (senast rapp. kv.)	201
<b>EV</b>	<b>1 524</b>

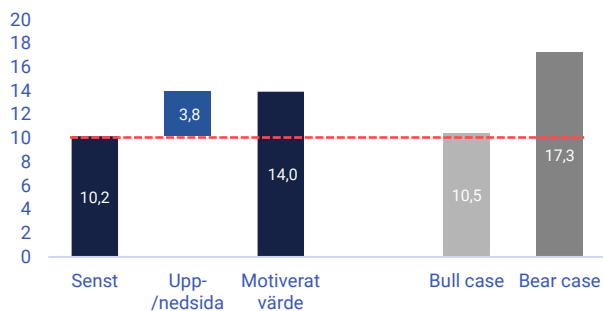
Källa: Carlsquare prognoser

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



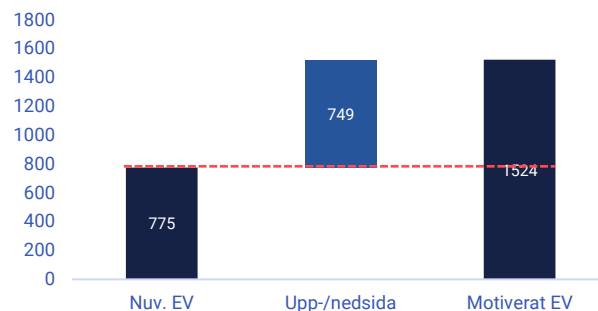
Källa: Carlsquare prognoser

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



Källa: Carlsquare prognoser

#### Visualisering EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

Då vårt scenario antar en hög tillväxt (>10 procent) även under 2031 bedömer vi att en exit-multipel är bättre lämpat för beräkning av evighetsvärdet, då jämfört med evighetskapitaliseringsmetoden. Den använda exit-multipeln är EV/EBITDA på 11,7x, vilket motsvara medianvärdet för referensgruppens EV/EBITDA-multipel 2023P.

### En rimlighetsbedömning, basscenariot

Vårt motiverade värde i basscenariot motsvarar de implicita multiplarna på nästa ida. Som framgår motsvarar vår värdering en EV/Sales-multipel 2023P om 3,7x. Referensgruppen bestående av sektorkollegor inom förnyelsebar energi handlas till ett medianvärde för EV/Sales 2023P på 3,1x. I dag handlas Midsummer till en EV/Sales multipel om 1,9x vår prognos 2023.



### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EV/Sales	16,1x	11,5x	3,7x	1,8x	1,2x	1,0x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	21,9x	10,8x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	73,8x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	NM

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

Genom att diskontera det antagna framtida kassaflödet till dess nuvärde i en DCF-modell med en diskonteringsränta på 12,9 procent beräknas ett motiverat värde till 15,2 kronor per aktie.

### DCF-värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	159	Risikfri ränta, prognostiserad period	1,5%	CAGR, 2021-2031	46,4%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	1 971	Marknadsriskpremie	6,7%	Just. EBITDA-marginal, 2030	12,6%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>2 130</b>	Småbolagspremie	2,8%	Just. EBIT-marginal, 2030	5,1%
Nettoskuld	-89	Beta	1,2x	Skattesats	20,6%
<b>Totalt aktievärde</b>	<b>2 041</b>	Avkastningskrav, EK	12,9%	Bolagsspec. tillägg	0,0%
PV(kpital, nemission)	582				
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>2 622</b>	Tillgäng till re	0,0	Implicita värderingsmult.	
Utestående aktier	102,8	Just. Re	12,9%	EV/Sales 2022P	11,5x
Nya akter	70,2			EV/Sales 2023P	3,7x
Antalet aktier, full utspädning	173,0	Skattejust. Kreditränta	4,0%	EV/EBITDA 2022P	NM
Värde per aktie, före utspädning	19,8	Belåningsgrad	0,0%	EV/EBITDA 2023P	NM
<b>Värde per aktie, full utspädning (basscenario)</b>	<b>15,2</b>	WACC	12,9%	EV/EBIT 2022P	NM

Källa: Carlsquare prognoser

## Multipelvärdering

Nedan följer multipelvärdningar. Som framgår beräknat ett värde per aktie genom dessa metoder till 10,3-16,4 kronor.

### Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Marknadsv. (MSEK)	EV/Sales, 2023	P/tBV
SolTech Energy Sweden AB (publ)	SE	1 925		3,6x
REC Silicon ASA	NO	7 915	3,9x	6,6x
Meyer Burger Technology AG	CH	12 091	2,3x	4,7x
ML System S.A.	PL	917		2,8x
Sunrun Inc.	US	58 384		3,0x
SolarEdge Technologies, Inc.	IL	166 480	4,2x	9,3x
First Solar, Inc.	US	75 153	2,0x	1,3x
<b>Median</b>		<b>12 091</b>	<b>3,1x</b>	<b>3,6x</b>
Genomsnitt		46 124	3,1x	4,5x
Max		166 480	4,2x	9,3x
Min		917	2,0x	1,3x
<b>Använd multipel</b>			<b>3,1x</b>	<b>3,6x</b>
Nettoomsättning, 2023P			416	
tBV, senast rapporterat				632
<b>Implicit EV</b>			<b>1 295</b>	<b>2 161</b>
Nettoskuld			-89	-89
<b>Aktievärde</b>			<b>1 205</b>	<b>2 251</b>
PV(kpital, nemission)			582	582
<b>Aktievärde efter finansiering</b>			<b>1 787</b>	<b>2 832</b>
Utestående aktier			103	103
Nya akter			70	70
Antalet aktier, full utspädning			173	173
Värde per aktie, före utspädning			11,7	21,9
<b>Värde per aktie, full utspädning (basscenario)</b>			<b>10,3</b>	<b>16,4</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

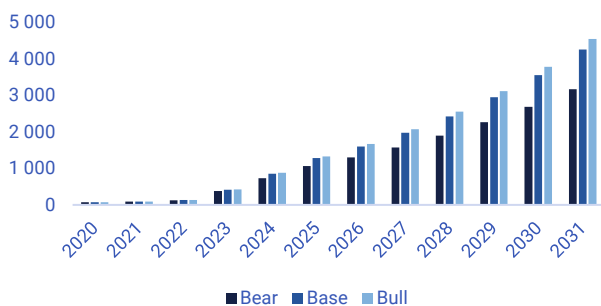
## Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (exit-multipel) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt, 2022-2031, på höga 47 procent (46 procent i bas-scenariot). EBITDA-marginalen antas öka till 14,0 procent (12,6 procent i bas-scenariot) till 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 17,3 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på höga 42 procent. EBITDA-marginalen antas öka till 10,0 procent till år 2031. Med dessa antagen beräknas ett värde per aktie på 10,5 kronor.

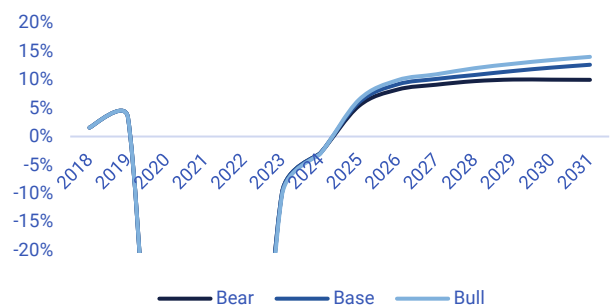
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBIT-marginal i de tre scenarierna visas nedan.

### Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBIT-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Risker och utmaningar

Trots att ramavtal finns på plats anser vi att våra antaganden om intäkter från Italien är förknippat med en hög osäkerhet, givet avsaknaden av historik. Samtidigt, för att mäta med den antagna utvecklingen för kapacitet och tillväxt kommer bolaget behöva ta in nytt tillväxtkapital, antingen via lån eller nyemission. Denna finansiering är inte säkrad.

Vidare, i vår mening är en av Bolagets största utmaningar den förväntade produktionskapaciteten. Vi estimerar en parabolisk tillväxt i bolagets intäkter inom solcellstak. För att uppnå den höga tillväxten de kommande 1-3 åren förutsätter det en utökad produktionskapacitet i kombination med en utökad installationskapacitet på den nordiska marknaden, liksom globalt. Även om satsningen i Italien utökar bolagets produktionskapacitet så ligger denna satsning ett par kvartal bort. Samtidigt finns det ofta logistiska utmaningar vid en etablering på nya marknader. Vi ser också ett stort behov av att finna strategiska lösningar för att öka bolagets installationskapacitet.

Midsummer befinner sig på en marknad under oerhört stark tillväxt. Konkurrensen är således betydande, både inom tillverkningsutrustning och solcellspaneler. Över tid kan konkurrenssituationen pressa priserna på bolagets tunnfilmceller likt den kraftiga prispress asiatiska leverantörer skapade för kiselbaserade solceller för ett antal år sedan.

Midsummer har en utestående grön obligation på drygt 194 miljoner kronor med inlösen 25 april 2023. Vi ser det som troligt att obligationen rullar vidare med samma villkor. Men om så inte blir fallet finns det en överhängande risk för att bolaget måste ta in mer kapital för att lösa obligationen.

# Nyckeltal och räkenskaper

## Nyckeltal (kronor)

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Per aktie</b>								
Vinst per akite	-1,30	-2,65	-2,18	-0,91	-0,19	-1,00	-0,40	-0,01
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	3,2	5,7	4,0	4,9	5,6	3,7	3,9	3,6
TBVPS	2,2	4,7	3,1	4,2	5,1	3,3	3,6	3,4
<b>Värdering (nuvarande)</b>								
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
P/B	3,1x	1,8x	2,6x	2,1x	1,8x	2,8x	2,6x	2,8x
P/tBV	4,6x	2,2x	3,2x	2,4x	2,0x	3,1x	2,8x	3,0x
EV/Sales	4,2x	10,8x	8,2x	5,8x	1,9x	0,9x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA	86,0x	n.m	n.m	n.m	8,9x	n.m	8,6x	4,8x
EV/EBIT	n.m	n.m	n.m	n.m	45,1x	n.m	n.m	19,9x
<b>Övrigt</b>								
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-382,1%	-294,6%	-281,7%	-340,7%	-131,7%	-144,0%	7,6%	48,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1, 21	Kv2, 21	Kv3, 21	Kv4, 21	Kv1, 22	Kv2, 22	Kv3, 22	Kv4, 22
Nettoomsättning	7	10	58	19	11	46	33	43
Totala intäkter	15	15	60	22	109	49	36	46
Totala rörelsekostnader	-38	-47	-75	-61	-54	-63	-73	-97
EBIT	-24	-33	-15	-39	56	-14	-36	-50
Just. EBIT	-38	-44	-23	-48	-48	-24	-45	-58
EBITDA	-15	-24	-5	-29	64	-5	-26	-38
Just. EBITDA	-29	-35	-13	-37	-40	-15	-35	-46
EBT	-27	-38	-19	-46	50	-20	-47	-61
Periodens resultat	-27	-38	-19	-46	50	-20	-47	-61
Vinst per aktie (kronor)	-0,46	-0,64	-0,32	-0,72	0,84	-0,30	-0,69	-0,71

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK)**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning	184	72	94	133	416	857	1 284	1 601
Totala intäkter	187	87	111	241	545	870	1 297	1 614
Råvaror och förnödenheter	-107	-41	-92	-130	-246	-488	-635	-809
Tot. rörelsekostnader, exkl. COGS och av- och nedskriv.	-71	-96	-92	-117	-211	-394	-572	-645
EBITDA	9	-50	-73	-6	87	-12	90	160
Just. EBITDA	-8	-88	-115	-136	-56	-35	70	142
Av- och nedskrivningar	-32	-24	-38	-39	-70	-100	-113	-121
EBIT	-23	-74	-111	-45	17	-111	-23	39
Just. EBIT	-40	-113	-153	-175	-126	-135	-44	21
Finansnetto	-12	-18	-19	-33	-41	-41	-41	-41
EBT	-35	-92	-130	-78	-24	-153	-64	-2
Skatt på periodens resultat	-5	0	1	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-40	-92	-130	-78	-24	-153	-64	-2
<b>Vinst per aktie</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Genomsnitt, antal aktier	30,9	45,0	63,5	85,4	127,7	152,4	163,0	173,6
Vinst per aktie	-1,30	-2,65	-2,18	-0,91	-0,19	-1,00	-0,39	-0,01
<b>Tillväxt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Nettoomsättning	3%	-61%	31%	40%	214%	106%	50%	25%
Totala intäkter	-8%	-54%	28%	117%	126%	60%	49%	24%
EBIT	-290%	-223%	-49%	59%	138%	-749%	79%	269%
Just. EBIT	-14%	-184%	-35%	-15%	28%	-7%	68%	147%
EBITDA	-68%	-655%	-45%	92%	1589%	-113%	877%	78%
Just. EBITDA	59%	-1055%	-30%	-19%	59%	37%	297%	104%
EBT	-346%	-160%	-41%	40%	69%	-534%	58%	96%
Periodens resultat	-312%	-129%	-40%	40%	69%	-534%	58%	96%
<b>Marginaler</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>
Just. bruttomarginal	41,9%	42,7%	2,6%	1,9%	40,8%	43,1%	50,5%	49,5%
EBITDA-marginal	4,8%	-57,7%	-65,3%	-2,4%	15,9%	-1,3%	6,9%	9,9%
Just. EBITDA-marginal	-4,2%	-122,9%	-121,4%	-102,7%	-13,5%	-4,1%	5,4%	8,9%
EBIT-marginal	-12,3%	-85,9%	-99,6%	-18,7%	3,2%	-12,8%	-1,8%	2,4%
Just. EBIT-marginal	-21,6%	-156,9%	-161,9%	-132,4%	-30,3%	-15,8%	-3,4%	1,3%
EBT-marginal	-18,9%	-106,4%	-116,9%	-32,2%	-4,4%	-17,5%	-5,0%	-0,1%
Vinstmarginal	-21,5%	-106,4%	-116,3%	-32,2%	-4,4%	-17,5%	-5,0%	-0,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK)**

	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>TILLGÅNGAR</b>								
<b>Anläggningstillgångar</b>								
Immateriella anläggningstillgångar	31	45	53	61	62	56	45	31
Materiella anläggningstillgångar	36	67	142	287	500	581	547	490
Övriga anläggningstillgångar	25	15	12	11	11	11	11	11
Summa, Anläggningstillgångar	93	127	208	359	573	648	603	532
<b>Omsättningstillgångar</b>								
Varulager	24	27	30	43	45	90	101	127
Kundfordringar	6	23	23	21	53	123	179	229
Övriga kortfrist. fordringar	118	126	71	162	160	261	351	435
Likvida medel	111	218	159	262	401	167	294	352
Summa, Omsättningstillgångar	259	393	283	489	658	641	925	1 142
<b>Summa tillgångar</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>848</b>	<b>1 230</b>	<b>1 288</b>	<b>1 528</b>	<b>1 674</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Summa, Eget kapital	100	256	253	419	710	558	628	626
<b>Långfristiga skulder</b>								
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	208	350	350	350	350	350
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	5	5	5	5	5
Summa, Långfristiga skulder	215	209	208	355	355	355	355	355
<b>Kortfristiga skulder</b>								
Leverantörsskulder	16	34	10	41	53	123	179	229
Övriga kortfrist. Skulder	10	13	12	25	78	171	246	312
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	10	7	8	9	35	82	119	152
Summa, Kortfristiga skulder	36	55	30	74	165	376	545	693
Summa, skulder	251	264	238	429	520	731	900	1 048
<b>Summa eget kapital, avsättningar och skulder</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>848</b>	<b>1 230</b>	<b>1 288</b>	<b>1 528</b>	<b>1 674</b>
<b>Likviditet</b>								
Current ratio	7,2	7,2	9,3	6,6	4,0	1,7	1,7	1,6
Cash ratio	6,5	6,7	8,3	6,0	3,7	1,4	1,5	1,4
<b>Soliditet</b>								
Nettoskuld (-)/nettokssa(+)	-103	8	-49	-88	51	-182	-56	3
Nettoskuld/EBITDA	1140%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	62%	n.m.
Nettoskuld/EK	102%	n.m.	19%	21%	n.m.	33%	9%	n.m.
Skuld/EK	251%	103%	94%	102%	73%	131%	143%	167%
Soliditet	29%	49%	51%	49%	58%	43%	41%	37%
<b>Lönsamhetsmått</b>								
ROA	-15%	-21%	-26%	-12%	-2%	-12%	-5%	0%
ROE	-35%	-52%	-51%	-23%	-4%	-24%	-11%	0%
ROIC	-11%	-27%	-41%	-15%	4%	-20%	-3%	4%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
KF, löpande verks. före delta rör.kap.	-4	-73	-88	-171	46	-53	49	119
Delta rörelsekapital	-69	-7	25	67	61	-6	11	-10
KF, löpande verks. efter delta rör.kap.inkl. delta rör.kap.	-73	-80	-64	-104	107	-59	60	108
KF, investeringsverksamheten	-45	-53	-115	-186	-275	-160	-47	-25
KF, finansieringsverksamheten	176	239	119	395	307	-14	114	-25
Periodens kassaflöde( inkl. valutadiff.)	58	107	-58	103	139	-233	127	58
Likvida medel vid periodens början	53	111	218	159	262	401	167	294
Likvida medel vid periodens slut	111	218	159	262	401	167	294	352
<b>Nyckeltal</b>								
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	25,6%	n.m.	4,7%	6,8%
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8,7%	n.m.	3,9%	6,5%

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