

## Uppdatering: Kv2 2022

### MIDSUMMER AB

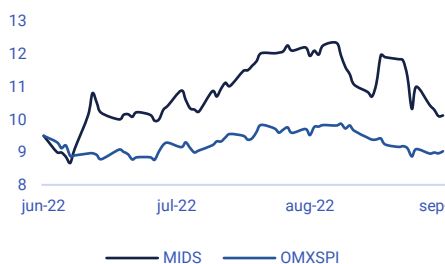
Midsummer tillverkar klimatsmarta och estetiskt tilltalande tunnfilmssolceller. Intäkter genereras från två produktlinjer, solcellstak samt av produktionsutrustning. Internationell expansion ligger högst upp på agendan.

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: 10,4  
 Marknadsvärde: 685

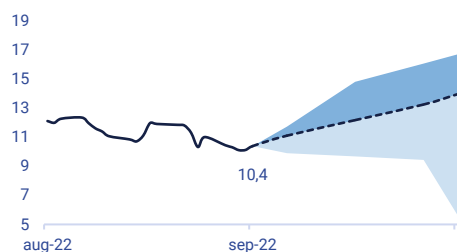
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-12	-31	-2	-13

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	5,6	13,9	16,7
Upp-/nedsida (%)	-46	34	61

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson  
 Fredrik Nilsson  
 Lars Johansen Öh

## Stark ordergång med fokus på Italien

Under kv2 2022 redovisade Midsummer intäkter och lönsamhet under vår förväntan. Ordergången inom Solcellstak i Sverige är dock fortsatt hög, samtidigt som det stora värdet ligger i expansionsinitiativen. Satsningen i Italien går enligt plan med 5 av 12 DUO-maskiner på plats. Vi beräknar ett motiverat värde till 13,9 kronor per aktie (14,0).

### Bra orderböcker men intäkter släpar

Under kv2 redovisade affärssegmentet Solcellstak en nettoomsättning på 11,5 miljoner kronor, motsvarande en tillväxt på 27 procent. I brist på plåtslagare släpar intäkter i förhållande till ordergång och orderbok. För att komma runt detta fokuseras nu marknadsföringen på WAVE (solpanel för takpannor), då i stället för tidigare SLIM (solpaneler på plåttak). Med detta räknar vi med att en högre andel av orderboken kan konverteras till intäkter. Ordergången under kv2 till 18,0 miljoner kronor. Det andra affärssegmentet, Produktionsutrustning, redovisade en nettoomsättning på 1,6 miljoner kronor. Orderboken vid ingången av kvartalet låg på 53 miljoner kronor. Vi hade antagit att en större andel av den ingående orderboken skulle konverteras till intäkter. Denna del av verksamheten är dock mycket svår att lägga prognoser för som extern part.

### Utbetalning från Invitalia under kv4 2022

Med Italien-projektet är full gång ökade kostnadsbasen (exkluderat råvaror och förnödenheter) med cirka 16 procent på årsbasis. Det redovisade EBITDA-resultatet landade på minus 41,8 miljoner kronor. Kassaflödet uppgick till minus 65,7 miljoner kronor och kassan vid periodens utgång till 48,2 miljoner kronor. Bolaget räknar dock med stärkta finanser i november 2022 efter en större utbetalning från Invitalia om 22 miljoner euro.

### Den långsiktiga potentialen är intakt

Vi räknar med fortsatt stark ordergång för Solcellstak i Sverige men att förmågan att omvandla denna till intäkter är fortsatt begränsad – om än inte lika begränsad som i kv2. Dock bedöms den stora värde drivaren vara uppskalningen av produktionskapacitet i Italien, där befintliga ramavtal har ett årligt värde om cirka 280 miljoner kronor. Uppbyggnationen av anläggningen i Bari går enligt plan. Vi räknar med driftsättning i H1 2023 och drift på full kapacitet (50 MW) under H1 2024. Över prognosperioden till 2031 räknar vi med en CAGR på 41,9 procent, vilket innefattar en vidare expansion av kapaciteten. Med ett nedjusterat intäktsantagande för 2022 faller EBITDA-resultatet till minus 59 miljoner kronor (-6). Över tid räknar vi med att brutto- och EBITDA-marginal stiger mot 30,8, respektive 11,3 procent. Som referenspunkt ligger jämförelsegruppens medianvärde för förväntad EBITDA-marginal 2023 mellan 17,8-20,8 procent.

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 13,9 kronor (14,0). Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel om 3,0x 2023. Medianvärdet för referensgruppens EV/Sales 2023 ligger på 4,2x.

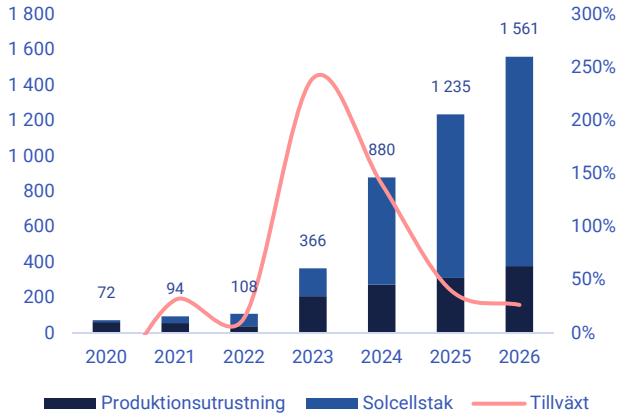
### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	72	94	108	366	880	1 235
Summa intäkter	87	111	441	459	909	1 264
EBITDA	-50	-73	194	-32	2	95
EBIT	-74	-111	157	-98	-96	-10
Periodens resultat	-92	-130	132	-133	-131	-71
Vinst per aktie	-2,65	-2,18	1,94	-1,45	-0,93	-0,43
Tillväxt, nettoomsättning	-61%	31%	14%	240%	140%	40%
EBITDA-marginal	-58%	-65%	44%	-7%	0%	8%
EBIT-marginal	-86%	-100%	36%	-21%	-11%	-1%
Vinstmarginal	-106%	-116%	30%	-29%	-14%	-6%
EV/Sales	7,7x	11,9x	7,8x	2,3x	1,0x	0,7x
EV/EBITDA	NM	NM	4,3x	NM	442,8x	8,8x
EV/EBIT	NM	NM	5,3x	NM	NM	NM
P/E	NM	NM	5,2x	NM	NM	NM
P/B	1,4x	2,6x	5,9x	6,5x	5,6x	4,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Equity story i sex grafer

## Stark tillväxt i korten påvisat av ramavtal



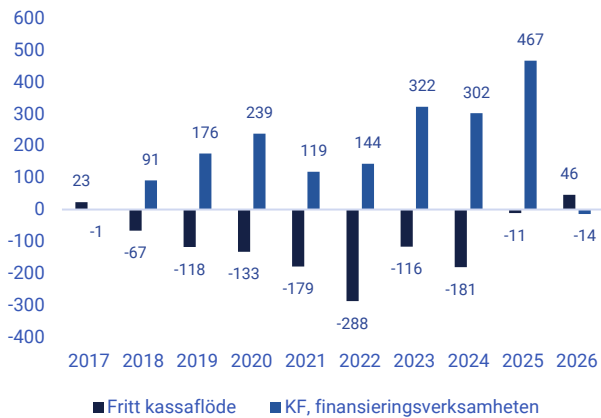
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Ramavtal i Italien lovar gott



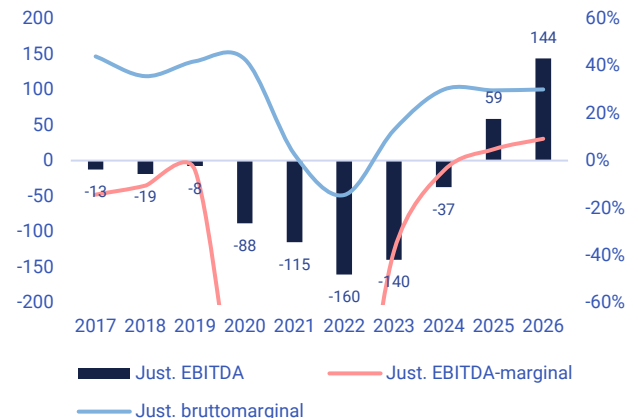
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Att ta marknadsledande position kostar pengar



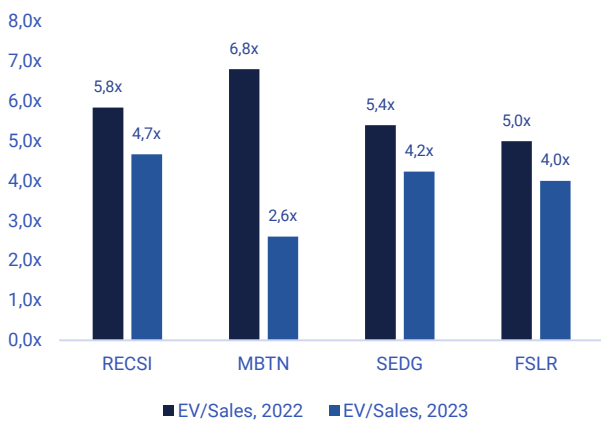
MSEK. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Men ger lönsamhet över tid



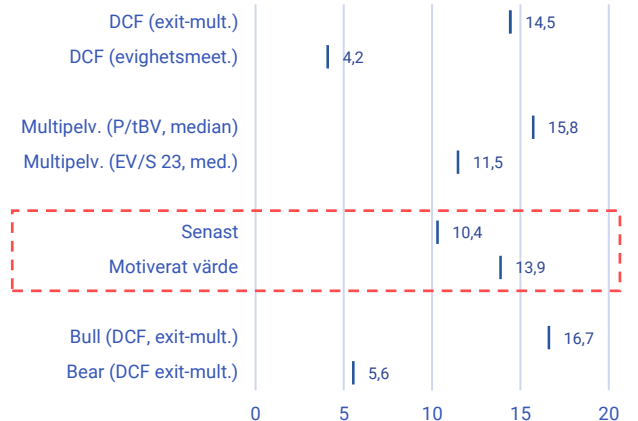
MSEK och %. Justerade siffror avser nettoomsättning reducerat med kostnader och aktiverat arbete. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Snabbt växande sektorkollegor belönas värderingsmässigt



Källa: S&P Capital IQ

## Motiverat värde inom ett intervall



Kronor per aktie. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

# Investment case, värdering och antaganden

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 och 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 medför 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 utökat 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 42 procent. Utfallet skulle motsvara en omsättning 2023 runt 3,1 miljarder kronor. Samtidigt förväntas den underliggande lönsamheten succesivt stiga till 11,3 procent 2031. Vi menar att dagens aktiekurs inte tillfullo avspeglar värdet i Invitalia-projektet. Vårt motiverade värde på 13,9 kronor per aktie motsvarar en EV/Sales multipel 2023 på 3,0x. Referensgruppen handlas till ett medianvärde för EV/Sales 2023 på 4,2x.

## 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 intäkter från 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 tunnfilm-solceller 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.

Givet hård prispress räknar kan bolagets marginaler hämmas. Vårt antagande för EBITDA-marginal 2031 på 11,3 procent är samtidigt väl under referensgruppens medianvärde för förväntad EBITDA-marginal 2023 på 18,1 procent.

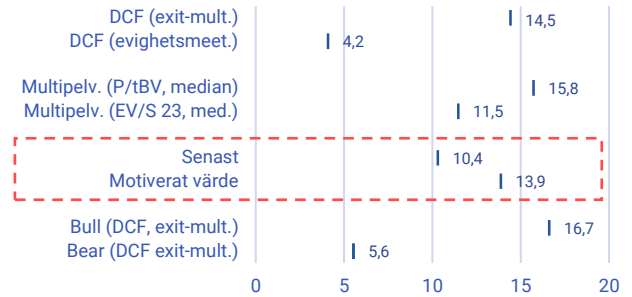
## Motiverat värde inom ett intervall

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

DCF, Exit-multipel	14,5
EV/Sales, 2023	11,5
P/tBV	15,8
<b>Motiverat värde, tre scenarion</b>	<b>13,9</b>
Möjlig upp-/nedsida	34%
Aktier	68
<b>Aktievärde</b>	<b>945</b>
Kassa (senast rapp. kv.)	48
Skuld (senast rapp. kv.)	201
<b>EV</b>	<b>1 098</b>

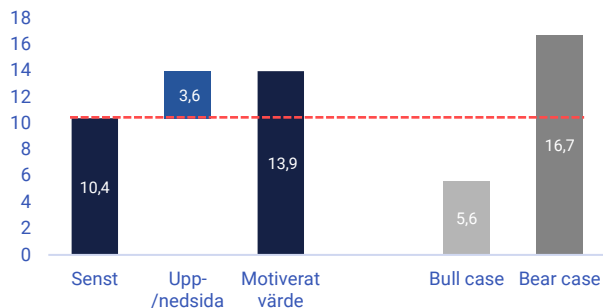
Källa: Carlsquare prognoser

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



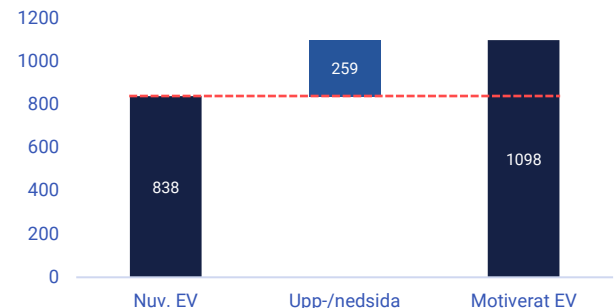
Källa: Carlsquare prognoser

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



Källa: Carlsquare prognoser

### Visualiering EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EV/Sales	4,1x	4,9x	7,7x	11,9x	10,2x	3,0x	1,2x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA	25,7x	100,0x	NM	NM	NM	NM	NM	18,7x	7,6x
EV/EBIT	59,7x	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	32,2x
P/E	41,5x	NM	NM	NM	7,2x	NM	NM	NM	NM

Källa: Carlsquare prognoser

### DCF-värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	38	Riskfri ränta, prognostiserad period	1,9%	CAGR, 2021-2031	41,9%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	1 999	Marknadsriskpremie	6,7%	Just. EBITDA-marginal, 2030	11,3%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>2 037</b>	Småbolagspremie	2,8%	Just. EBIT-marginal, 2030	4,3%
Nettoskuld	-153	Beta	1,2x	Skattesats	20,6%
<b>Totalt aktievärde</b>	<b>1 885</b>	Avkastningskrav, EK	13,3%	Bolagsspec. tillägg	2,7%
PV(kpital, nemission)	495				
<b>Aktievärde efter finansiering</b>	<b>2 379</b>	Tillgång till re	+2,7%	Implicita värderingsmult.	
Utestående aktier	67,7	Just. Re	16,0%	EV/Sales 2022P	10,2x
Nya akter	96,3			EV/Sales 2023P	3,0x
Antalet aktier, full utspädning	164,1	Skattejust. Kreditränta	4,0%	EV/EBITDA 2022P	NM
Värde per aktie, före utspädning	27,8	Belåningsgrad	0,0%	EV/EBITDA 2023P	NM
<b>Värde per aktie, full utspädning (basscenario)</b>	<b>14,5</b>	<b>WACC</b>	<b>16,0%</b>	EV/EBIT 2022P	NM

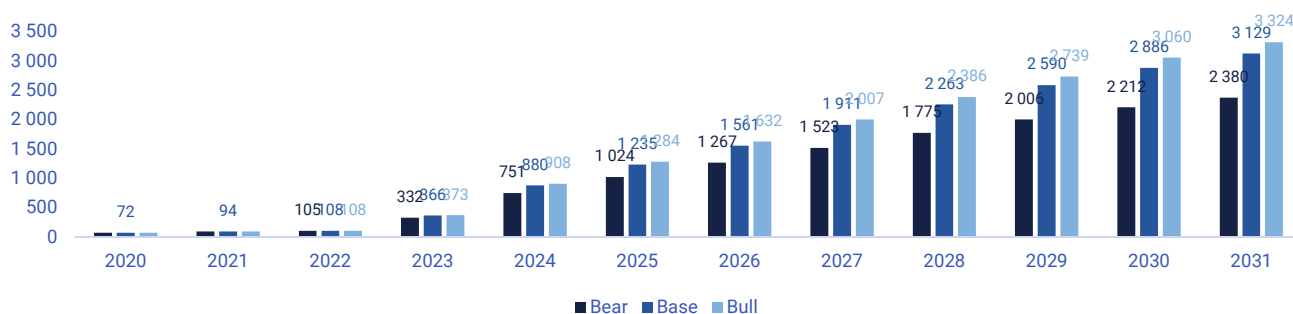
Källa: Carlsquare prognoser

### Multipelvärdering medianvärde EV/EBIT 2022, basscenario

	HQ	Marknadsv. (MSEK)	EV/Sales, 2023	P/tBV
SolTech Energy Sweden AB (publ)	SE	1 692		0,0x
REC Silicon ASA	NO	9 734	4,7x	7,7x
Meyer Burger Technology AG	CH	14 008	2,6x	4,6x
ML System S.A.	PL	917		3,1x
Sunrun Inc.	US	86 904	7,3x	3,9x
SolarEdge Technologies, Inc.	IL	187 665	4,2x	9,4x
First Solar, Inc.	US	157 404	4,0x	2,5x
<b>Median</b>		<b>14 008</b>	<b>4,2x</b>	<b>3,9x</b>
Genomsnitt		65 475	4,6x	4,5x
Max		187 665	7,3x	9,4x
Min		917	2,6x	0,0x
<b>Rabatt</b>			20%	20%
<b>Använd multipel</b>			<b>3,4x</b>	<b>3,1x</b>
Nettoomsättning, 2023P			366	
tBV, 2023P				667
<b>Implicit EV</b>			<b>1 241</b>	<b>1 945</b>
Nettoskuld			-153	-153
<b>Aktievärde</b>			<b>1 089</b>	<b>2 098</b>
PV(kapital, nyemission)			495	495
<b>Aktievärde efter finansiering</b>			<b>1 583</b>	<b>2 593</b>
Utestående aktier			68	68
Nya akter			96	96
Antalet aktier, full utspädning			164	164
Värde per aktie, före utspädning			16,1	31,0
<b>Värde per aktie, full utspädning (basscenario)</b>			<b>9,6</b>	<b>15,8</b>

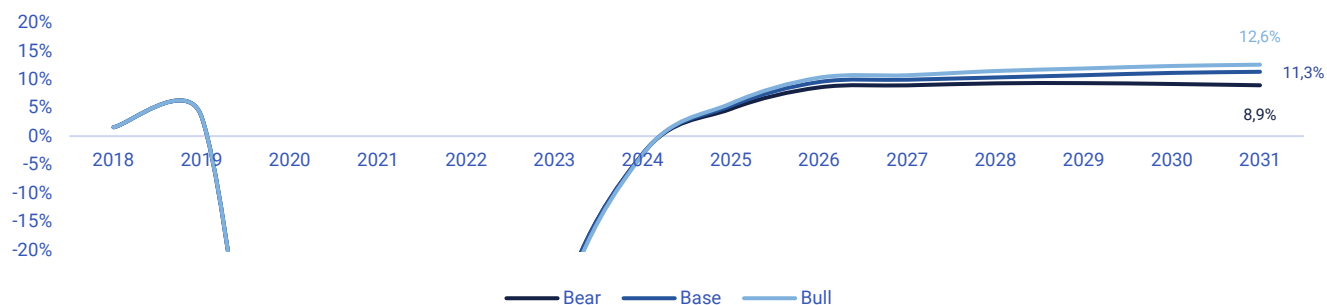
Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

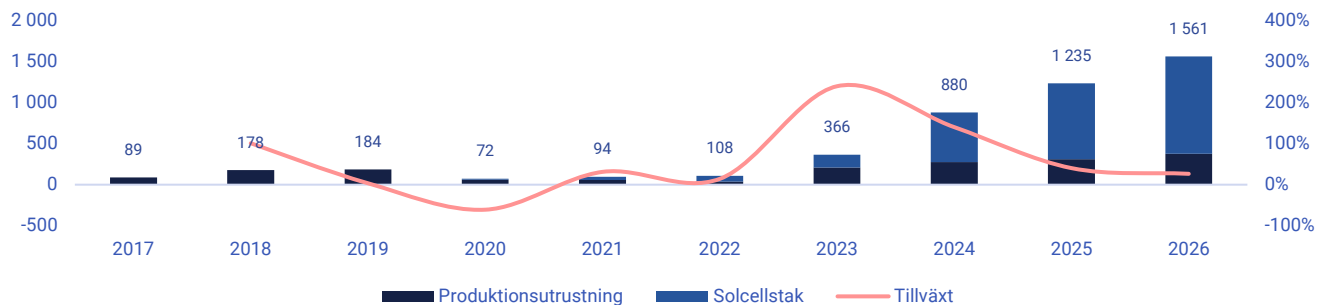
### Just. EBITDA-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

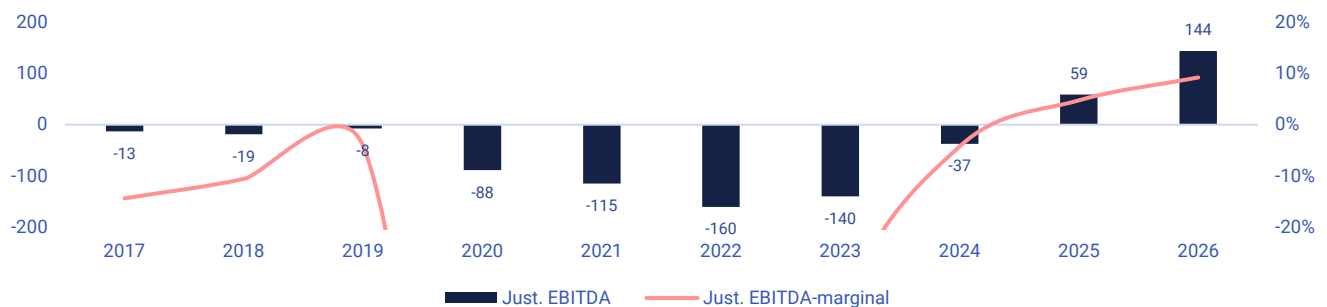
## Antaganden och prognoser

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



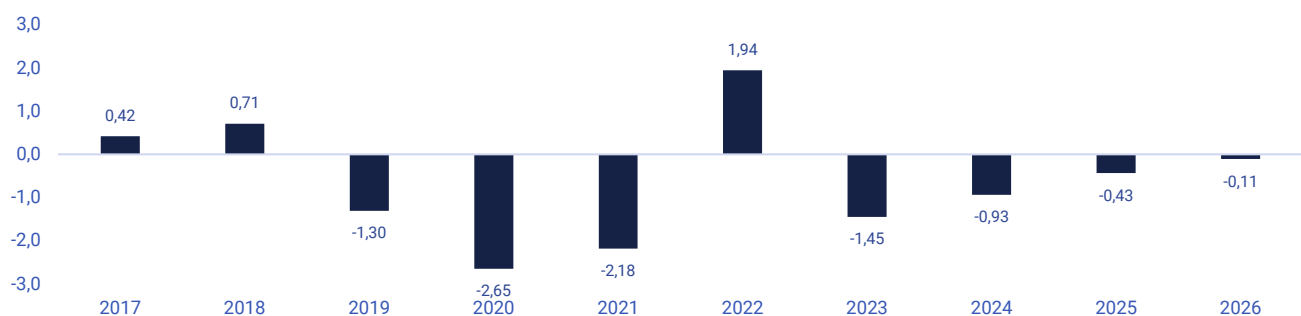
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

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



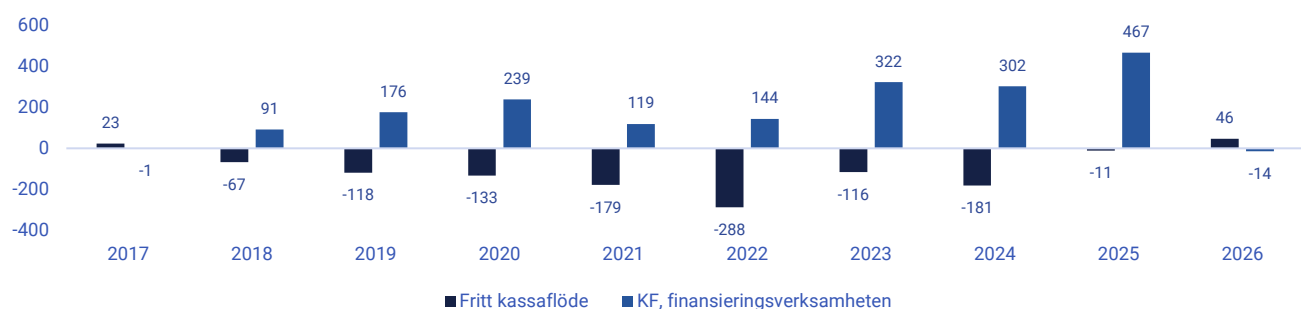
Justerade siffror avser nettoomsättning reducerat med kostnader och aktiverat arbete. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Resultat per aktie (kronor)



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

# Nyckeltal och räkenskaper

## Nyckeltal (kronor)

	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
<b>Per aktie</b>								
Vinst per aktie	-1,30	-2,65	-2,18	1,94	-1,45	-0,93	-0,43	-0,11
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	3,2	5,7	4,0	5,9	6,5	5,6	4,3	4,2
TBVPS	2,2	4,7	3,1	5,1	5,9	5,2	4,1	4,0
<b>Värdering (nuvarande)</b>								
P/E	NM	NM	NM	5,2x	NM	NM	NM	NM
P/B	3,2x	1,4x	2,6x	1,8x	1,6x	1,9x	2,4x	2,5x
P/tBV	12,0x	2,3x	4,9x	2,1x	1,8x	2,0x	2,6x	2,6x
EV/Sales	4,9x	7,7x	11,9x	7,8x	2,3x	1,0x	0,7x	0,5x
EV/EBITDA	100,0x	NM	NM	4,3x	NM	442,8x	8,8x	4,7x
EV/EBIT	NM	NM	NM	5,3x	NM	NM	NM	12,3x
<b>Övrigt</b>								
Dividend yield	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
FCF Yield	-382%	-295%	-282%	-425%	-127%	-130%	-7%	28%

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	13	35	49
Totala intäkter	15	15	60	22	109	20	43	269
Totala rörelsekostnader	-38	-47	-75	-61	-54	-71	-69	-91
EBIT	-24	-33	-15	-39	56	-50	-26	177
Just. EBIT	-38	-44	-23	-48	-48	-63	-39	-47
EBITDA	-15	-24	-5	-29	64	-42	-17	189
Just. EBITDA	-29	-35	-13	-37	-40	-55	-30	-36
EBT	-27	-38	-19	-46	50	-52	-35	169
Periodens resultat	-27	-38	-19	-46	50	-52	-35	169
Vinst per aktie (kronor)	-0,46	-0,64	-0,32	-0,72	0,84	-0,77	-0,51	2,49

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



**Resultaträkning (MSEK)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning	184	72	94	108	366	880	1 235	1 561
Totala intäkter	187	87	111	441	459	909	1 264	1 590
Råvaror och förnödenheter	-107	-41	-92	-123	-319	-616	-869	-1 092
Tot. rörelsekostnader, exkl. COGS och av- och nedskriv.	-71	-96	-92	-124	-173	-291	-300	-320
EBITDA	9	-50	-73	194	-32	2	95	178
Just. EBITDA	-8	-88	-115	-160	-140	-37	59	144
Av- och nedskrivningar	-32	-24	-38	-37	-65	-98	-105	-110
EBIT	-23	-74	-111	157	-98	-96	-10	68
Just. EBIT	-40	-113	-153	-197	-205	-135	-46	34
Finansnetto	-12	-18	-19	-25	-35	-35	-61	-86
EBT	-35	-92	-130	132	-133	-131	-71	-18
Skatt på periodens resultat	-5	0	1	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-40	-92	-130	132	-133	-131	-71	-18
<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	67,7	91,8	140,0	164,1	164,1
Vinst per aktie	-1,30	-2,65	-2,18	1,94	-1,45	-0,93	-0,43	-0,11
<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%	14%	240%	140%	40%	26%
Totala intäkter	-8%	-54%	28%	296%	4%	98%	39%	26%
EBIT	-290%	-223%	-49%	241%	-162%	2%	90%	782%
Just. EBIT	-14%	-184%	-35%	-29%	-4%	34%	66%	174%
EBITDA	-68%	-655%	-45%	366%	-117%	106%	4914%	87%
Just. EBITDA	59%	-1055%	-30%	-40%	13%	73%	257%	145%
EBT	-346%	-160%	-41%	201%	-201%	1%	46%	75%
Periodens resultat	-312%	-129%	-40%	202%	-201%	1%	46%	75%
<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%	-14,5%	12,9%	30,0%	29,6%	30,0%
EBITDA-marginal	4,8%	-57,7%	-65,3%	43,9%	-7,0%	0,2%	7,5%	11,2%
Just. EBITDA-marginal	-4,2%	-122,9%	-121,4%	-148,8%	-38,1%	-4,3%	4,7%	9,2%
EBIT-marginal	-12,3%	-85,9%	-99,6%	35,5%	-21,3%	-10,5%	-0,8%	4,3%
Just. EBIT-marginal	-21,6%	-156,9%	-161,9%	-183,1%	-56,0%	-15,4%	-3,8%	2,2%
EBT-marginal	-18,9%	-106,4%	-116,9%	29,8%	-28,9%	-14,4%	-5,6%	-1,1%
Vinstmarginal	-21,5%	-106,4%	-116,3%	29,8%	-28,9%	-14,4%	-5,6%	-1,1%

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	59	60	54	44	31
Materiella anläggningstillgångar	36	67	142	263	504	598	563	506
Övriga anläggningstillgångar	25	15	12	11	11	11	11	11
Summa, Anläggningstillgångar	93	127	208	333	575	664	619	548
<b>Omsättningstillgångar</b>								
Varulager	24	27	30	38	69	108	144	179
Kundfordringar	6	23	23	24	49	134	155	198
Övriga kortfrist. fordringar	118	126	71	422	172	241	316	391
Likvida medel	111	218	159	16	222	343	799	832
Summa, Omsättningstillgångar	259	393	283	501	513	827	1 415	1 600
<b>Summa tillgångar</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>834</b>	<b>1 088</b>	<b>1 490</b>	<b>2 033</b>	<b>2 148</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Summa, Eget kapital	100	256	253	401	597	782	711	693
<b>Långfristiga skulder</b>								
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	208	351	351	351	831	831
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	5	5	5	5	5
Summa, Långfristiga skulder	215	209	208	356	356	356	836	836
<b>Kortfristiga skulder</b>								
Leverantörsskulder	16	34	10	46	49	134	186	238
Övriga kortfrist. Skulder	10	13	12	20	51	129	176	223
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	10	7	8	10	33	89	124	158
Summa, Kortfristiga skulder	36	55	30	76	134	352	486	619
Summa, skulder	251	264	238	432	490	708	1 322	1 455
<b>Summa eget kapital, avsättningar och skulder</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>834</b>	<b>1 088</b>	<b>1 490</b>	<b>2 033</b>	<b>2 148</b>
<b>Likviditet</b>	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Current ratio	7,2	7,2	9,3	6,6	3,8	2,3	2,9	2,6
Cash ratio	6,5	6,7	8,3	2,6	3,3	2,0	2,6	2,2
<b>Soliditet</b>	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Nettoskuld (-)/nettokssa(+)	-103	8	-49	-335	-129	-8	-32	1
Nettoskuld/EBITDA	1140%	n.m.	n.m.	173%	n.m.	404%	34%	n.m.
Nettoskuld/EK	102%	n.m.	19%	83%	22%	1%	4%	n.m.
Skuld/EK	251%	103%	94%	108%	82%	91%	186%	210%
Soliditet	29%	49%	51%	48%	55%	52%	35%	32%
<b>Lönsamhetsmått</b>	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
ROA	-15%	-21%	-26%	20%	-14%	-10%	-4%	-1%
ROE	-35%	-52%	-51%	40%	-27%	-19%	-9%	-3%
ROIC	-11%	-27%	-41%	33%	-17%	-17%	-1%	7%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**

	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
KF, löpande verks. före delta rör.kap.	-4	-73	-88	103	-67	-33	34	92
Delta rörelsekapital	-69	-7	25	-185	252	25	1	-20
KF, löpande verks. efter delta rör.kap.inkl. delta rör.kap.	-73	-80	-64	-82	185	-8	36	71
KF, investeringsverksamheten	-45	-53	-115	-206	-301	-173	-47	-25
KF, finansieringsverksamheten	176	239	119	144	322	302	467	-14
Periodens kassaflöde (inkl. valutadiff.)	58	107	-58	-143	206	121	456	33
Likvida medel vid periodens början	53	111	218	159	16	222	343	799
Likvida medel vid periodens slut	111	218	159	16	222	343	799	832
<b>Nyckeltal</b>	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Kassaflöde, löp.verk./nettoomsätt.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	50,5%	n.m.	2,9%	4,6%
Kassaflöde, löp.verk./tillgångar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	17,0%	n.m.	1,8%	3,3%

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.