

## Uppdatering: Kv4 2021

### MIDSUMMER AB

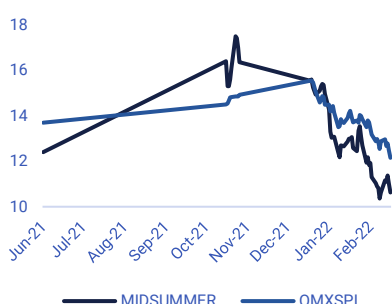
VD: Sven Lindström  
 SO: Jan Johansson  
[investor.riskintelligence.eu](http://investor.riskintelligence.eu)

Bloomberg: MIDS:SS  
 Reuters Eikon: MIDS:TE

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 10,78  
 Marknadsvärde: 730

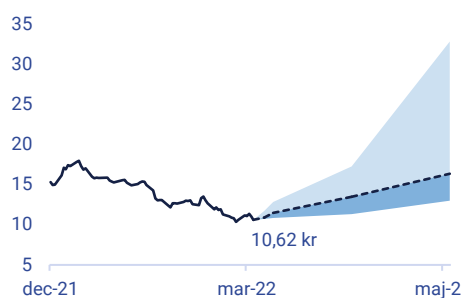
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-45	-31	-18	-7

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	13,0	16,4	32,5
Upp-/nedsida (%)	0	61,0	200

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Jonatan Anderson  
 Equity Analyst

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

Fredrik Nilsson  
 Associate Equity Analyst

Lars Johansen Öh  
 Senior Advisor

## Starkt kvartal med goda tillväxtutsikter

Midsummer avslutar 2021 på ett förtroendeingivande vis. Nettoomsättningen på 94 miljoner kronor för helåret motsvarar en tillväxt om 30 procent. Kostnaderna fortsätter öka samtidigt som stora investeringar i Sydeuropa genomförs. Vi förväntar oss en CAGR om 60 procent mellan 2021-2025P. En svag utveckling inom sektorn har bidragit till lägre multiplar för bolagen i vår multipelvärdering, något som även påverkar Midsummer. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 16,4 kronor per aktie (19,8).

### Marknadsledande tillverkare av tunnfilmssolceller

Midsummer är idag en intressant investering som ger exponering mot det snabbt växande segmentet för tunnfilmssolceller. Bolaget är idag den marknadsledande tillverkaren av CIGS-solceller i Europa. Genom att erbjuda klimatsmarta och estetiskt tilltalande tunnfilmssolceller med låg vikt, flexibla egenskaper och god prestanda positionerar sig bolaget som en framstående aktör inom sin nisch. Bolaget sticker ut från ett hållbarhetsperspektiv med ett lågt koldioxidutsläpp sett i jämförelse med andra teknologier och bolag i sektorn. Bolagets intäkter genereras från två affärsområden – försäljning av solcellstak samt försäljning av tillverkningsmaskiner.

### Tillväxt i linje med förväntan men högre kostnader än befarat

Bolagets nettoomsättning landade på 94 miljoner kronor för helåret 2021, motsvarande en tillväxt om 30 procent. Utfallet var i linje med vår prognos. Den starka tillväxtmotorn inom koncernen är affärsområdet för försäljning av solcellspaneler, vilka redovisade en tillväxt över 200 procent i årstakt. Maskinförsäljningen stod för över 50 procent av den totala nettoomsättningen.

Den justerade bruttomarginalen var något över vår prognos och förklaras av större intäktbidrag från maskinförsäljning än prognostiserat. Samtidigt ökar kostnaderna kraftigt under, både drivet av stigande priser för insatsvaror samt ökade personalkostnader. Investeringar i materiella anläggningstillgångar om 64 miljoner kronor under det fjärde kvartalet påverkar kassaflödet kraftigt. Detta är dock planenligt och nödvändigt för Bolagets expansion i Sydeuropa. Kapital från TO1 stärkte Bolagets kassa med 130 miljoner kronor och stabiliserar kassan.

### Etablering i Italien generar orders tidigare än prognostiserat

Midsummers expansion i Sydeuropa iscensattes under hösten 2021 då en strategisk finansiering med italienska myndigheter kom på plats. Fabriken ska stå klart under innevarande år. Således är det glädjande att Midsummer Italia redan nu mottagit två orders till ett totalt ordervärde om nära 1 miljard kronor över en femårsperiod. Detta bekräftar, enligt oss, att satsningen var rätt och förväntas nu vara den stora tillväxtmarknaden över kommande år.

### Svag kursutveckling ger intressant ingångsläge

Likt många andra risktillgångar har Midsummers aktie tagit stryk i rådande börs klimat, aktien har fallit med 30 procent. Vi förväntar oss en CAGR om drygt 90 procent under 2022-2023P. Utfallet motsvarar en nettoomsättning om 356 miljoner kronor för 2023, vilket motsvarar en EV/Sales-multipel om 2,1x. Detta kan jämföras med peer-gruppens medianmultipel om 5x. Mot bakgrund utav av en svag utveckling i sektorn har multiplerna fallit, något som drabbar Midsummers motiverade värde per aktie. Efter genomförda justeringar beräknas ett motiverat värde till 16,4 kronor i ett basscenario (19,8).

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	72	94	177	356	546	623
EBITDA	-50	-73	-70	0	56	70
EBIT	-74	-111	-122	-65	-18	-17
Periodens resultat	-93	-130	-139	-87	-43	-44
Vinst per aktie	-2,65	-2,04	-2,05	-1,23	-0,59	-0,60
Tillväxt, nettoomsättning	-61%	31%	88%	101%	53%	14%
EBITDA-marginal	-58%	-66%	-37%	0%	10%	11%
EBIT-marginal	-86%	-100%	-64%	-18%	-3%	-3%
Vinstmarginal	-106%	-117%	-73%	-24%	-8%	-7%
EV/Sales (nuv.)	10,6x	8,1x	4,3x	2,1x	1,4x	1,2x
EV/EBITDA (nuv.)	n.m	n.m	n.m	n.m	13,7x	10,9x
EV/EBIT (nuv.)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
P/E (nuv.)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
P/B (nuv.)	5,7x	4,0x	1,7x	2,4x	1,7x	1,2x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Uppföljning och kommentarer

Midsummer redovisade en nettoomsättning som växte med 30 procent för helåret 2021, vilket också var i linje med våra förväntningar. Ökade kostnader och investeringar i ett flertal tillväxtinitiativ belastar det redovisade rörelseresultatet. En lyckad emission om 130 miljoner kronor stabiliserar kassapositionen. Bolagets satsning i Italien börjar bära frukt, där Midsummer Italia mottagit två orders till ett totalt värde om nära en miljard kronor över en femårsperiod. Utsikterna för 2022 är goda där affärsområdet för solcellspaneler förväntas växa med nära 100 procent.

## Starkt kvartal i linje med förväntningar

### Solcellspaneler driver tillväxten

Koncernens nettoomsättning drivs under den fjärde kvartalet av affärsområdet för försäljning av solcellspaneler. Affärsområdet omsatte 17,0 MSEK i kv4 (6). För helåret landade motsvarande siffra på 37,5 miljoner kronor (10,7). Maskinförsäljningen under det fjärde kvartalet kom in på 1,7 MSEK (3,0), samtidigt som affärsområdet för helåret 2021 bidrog med 56,9 MSEK i omsättning. Koncernens tillväxt för helåret 2021 summeras till drygt 30 procent. Vår helårsprognoser låg på 93 MSEK. Det är, i vår mening, tydligt att försäljning av solcellspaneler blir en allt viktigare del av koncernens totala intäkter. Affärsområdet stod för 40 procent av den totala nettoomsättningen, upp från knappt 15 procent under 2020. Tillväxten förklaras av en hög efterfrågan på den svenska marknaden, i synnerhet från privatsidan. Samtidigt är det tydligt att Bolagets erbjudande blir alltmer intressant för kommersiella ändamål. Detta är, enligt oss, intressant ur ett antal perspektiv. Bolagets tunnfilmssolceller är dyrare än traditionell kiselbaserade-paneler som den kommersiella marknaden favoriserar – att Midsummer nu tycks få allt större uppmärksamhet från kommersiella kunder indikerar att produkt erbjudandet är så pass starkt att man överväger den högre prislappen.

Utvecklingen inom maskinförsäljning har under året fortsatt varit drabbat av restriktioner från pandemin. Trots detta redovisades endast en negativ tillväxt om ca fem procent på helåret. Mot bakgrund utav fortsatta omvärldsutmaningar är affärsområdet utmanande att prognostisera för tillfället. Aktiviteten drivs till stor del av Bolagets partner, Sunflare – vilka har indikerat en viss ökad aktivitet efter periodens slut.

### Utfall vs. prognos, helåret 2021 (MSEK)

	Utfall, 2021	Prognos, 2021	Diff (abs)
Nettoomsättning	94	93	1,4
Summa intäkter	111	109	2,4
Just. bruttoresultat*	19	14	5,9
Just. bruttomarginal	21%	15%	
EBITDA	-73	-67	-5,8
EBIT	-111	-91	-20,0
EBT	-130	-109	-21,2
Vinst per aktie (kr)	-2,18	-1,64	-0,54

\*Just. bruttoresultat = nettoomsättning reducerat med råvaror och förnödenheter. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Stigande kostnader belastar resultatet

Rörelseresultatet för helåret uppgick till minus 111 MSEK (-74,5). För fjärde kvartalet uppgick det redovisade rörelseresultatet till minus 39,4 MSEK (-33,4). Detta var en bit över våra prognoser, vilket till stor del förklaras av ökade avskrivningar relaterat till investeringar i den italienska fabriken

Glädjande är att det justerade bruttomarginalen för helåret var högre än våra prognoser. Ett större bidrag från maskinförsäljning än befarat är den främsta orsaken till differensen.

### **Kassaflöde och investeringar**

Det kostar att växa i den takt Midsummer gör inom solcellspaneler. Samtidigt genomförs stora investeringar i Italien för att utöka produktionskapaciteten och bemöta en kraftigt växande efterfrågan i Norden och Sydeuropa.

Noterbart är att man under det fjärde kvartalet investerade 64,5 MSEK i materiella anläggningstillgångar. Dessa kan hänföras till fabriken i Italien. För helåret uppgick det totala kassaflödet från investeringar till hela 115,3 MSEK (53). Utfallet bekräftar verkligen att Bolaget har för avsikt att accelerera sin tillväxt.

Under kvartalet genomfördes också en emission om cirka 130 MSEK innan kostnader. För att ha möjlighet att finansiera sin starka tillväxt var detta kapitaltillskott nödvändigt. Bolagets kassa uppgick till 159,1 MSEK vid utgången av kv4 2021. Bolagets avtalstillgångar förväntas över tid bidra positivt till kassaflödet och uppgick till 29,9 MSEK vid kvartalets slut (44,2).

### **Orders i Italien bekräftar starkt momentum**

Midsummers satsning i Italien har sedan den fastställdes i oktober skapat stort intresse. Under det fjärde kvartalet presenterades den första ordern i regionen. Ett avtal tecknades med plåttakstillverkaren Medacciai avseende Midsummer Italias solpaneler. Medacciai åtar sig att köpa solpaneler för 6,3 miljoner euro per år över en femårsperiod. Efter utgången av kvartalet slöts ännu ett avtal i Italien – detta med taktillverkaren Unimetal. Avtalet sträcker sig över fem år med ett årligt värde om 9 miljoner euro för Midsummer Italia.

Gemensamt ordervärde för dessa två avtal uppgår således till nära 80 miljoner euro. Även om dessa orders inte konverterats till intäkter ännu så är det otroligt imponerande. Vi förväntar oss att prissättningen mot Bolagets partners är förhållandevis kundvänlig och att bruttomarginalerna kommer vara något lägre än i Sverige. Troligen utlämnas en viss mängdrabatt givet de stora volymerna.

En av de mest intressanta aspekterna med dessa två avtal är, enligt oss, kunderna. Båda avtalen är med taktillverkare. I Sverige tar Midsummer ett större ansvar för installationsprocesser och uppföljning där uppenbara flaskhalsar uppkommit. För dessa avtal agerar man tydligare som en underleverantör till tillverkarna av tak. Detta medför, som tidigare nämnt, lägre marginaler men med stora volymer – vilket gynnar marknadens medvetenhet om CIGS-teknologin. Allt annat lika bör också lägre personalkostnader och övriga overhead-kostnader kunna hållas lägre än i Sverige.

# Investment case, prognoser och värdering

Midsummer är idag en intressant investering som ger exponering mot det snabbt växande segmentet för tunnfilmssolceller. Genom att erbjuda klimatsmarta och estetiskt tilltalande tunnfilmssolceller med låg vikt, flexibla egenskaper och god prestanda positionerar sig bolaget som en framstående aktör inom sin nisch. Bolaget sticker ut från ett hållbarhetsperspektiv med ett lågt koldioxidutsläpp sett i jämförelse med andra teknologier och bolag i sektorn. Detta genom att äga hela värdekedjan från tillverkningsprocess och vidare till installation hos slutkund. Vi förväntar oss en omsättning om 177 miljoner kronor under 2022 motsvarande en tillväxt om 80 procent. Satsningen i Italien har redan börjat skörda stor uppmärksamhet explosiv omsättningstillväxt från 2022 och framåt till förbättrad lönsamhet över tid. I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 16,4 kronor per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

## Strategiskt positionerat, expansion och tillväxt

Midsummer är den marknadsledande tillverkaren i Europa för tunnfilmssolceller. Genom att äga hela produktionskedjan finns goda förutsättningar till vidareutveckling av Bolagets solceller. Den internationella expansionen i Italien möjliggör en strategisk positionering för snabb tillväxt på viktiga marknader i Syd- och Centraleuropa. Marknaden för solenergi är i sin linda i stora delar av världen. 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 kommande tio år.

Nedan listar vi några av de investment highlights vi ser i Midsummer.

- **Konkurrenskraftigt alternativ gentemot konkurrenter:** Midsummer utvecklar tunnfilmssolceller baserat på CIGS-teknologin. En teknologi med många fördelar. Bland annat kan de göras böjbara och har låg vikt i förhållande till dagens standard-teknologier. Det möjliggör i sin tur för utökad antal applikationsområden. Vid installering av traditionella solceller baserat på kisel samt glasbaserade tunnfilmssolceller behövs ofta större ingrepp genomföras på den applicerbara takytan. Midsummers produkterbjudande har en enkel installationsprocess som varken behöver stödkonstruktioner eller behov av att penetrera takens tätskikt. Detta är en uppenbar konkurrensfördel men bedöms också kunna möjliggöra för nya användningsområden som tidigare varit praktiskt utmanande.
- **Väl positionerade på het marknad:** Under 2019 stod fossila källor för den globala energiförsörjningen. Solenergi förväntas vara ett av de snabbast växande segmenten inom förnyelsebar energi med en CAGR på nära 20% fram till 2030. CIGS-solceller förväntas i sin tur vara den snabbast växande solcellsteknologin.
- **Etablering i Italien :** Bolaget har genom förmånlig finansiering via italienska myndigheter expanderat i Sydeuropa med en fabrik i Bari. Vilken möjliggör en femdubblad produktionskapacitet av Bolagets solcellspaneler. Etableringen har redan genererat orders om nära en miljard kronor fördelat över fem år.
- **Hög förväntad tillväxt med förbättrad lönsamhet:** Den antagna tillväxten över vår prognosperiod till 2025 förväntas bli en CAGR om 60%. Utfallet skulle motsvara en omsättning norr om 600 miljoner kronor. Samtidigt förväntas den underliggande lönsamheten succesivt stiga och nå 10% på EBITDA-nivå under 2025.

# Antaganden och prognoser

## Sydeuropa accelererar tillväxten

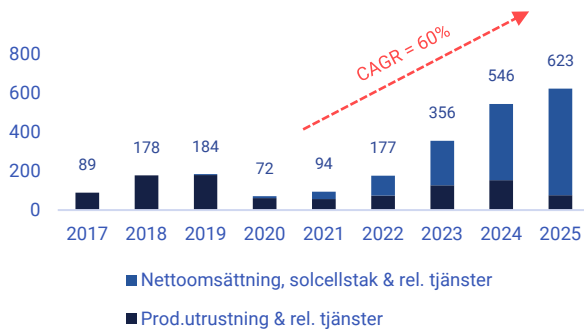
Midsummer stänger böckerna för ett starkt- och händelserikt år. Satsningen i Italien tycks generera större- och snabbare intresse än vi tidigare prognostiserat. Detta medför vissa upprevideringar i våra prognoser för koncernens nettoomsättning. Vi förväntade oss tidigare en CAGR om 47 procent under perioden 2021-2025P, vilket justeras upp till en CAGR om 60 procent under samma period. V

Nettoomsättningen inkluderar både intäkter från Solcellspaneler med eller utan installation, försäljningen av produktionsutrustning och service och support.

Som framgår av tabellerna nedan estimerar vi att det är solcellspaneler som primärt kommer driva den starka tillväxten. Samtidigt ska man vara medveten om att Midsummer historiskt har haft vissa utmaningar i Sverige med produktions- och installationskapacitet, vilket dämpat tillväxten. Strategin i Italien gör att vi inte förväntar oss samma flaskhals vad gäller installationer, detta då Bolaget säljer direkt till takleverantörer som i sin tur ansvarar för installation. Men detta är något som vi kommer fortsätta bevaka nära. Vi prognostiserar att försäljningen i Italien kommer börja ta fart från slutet av innevarande år och accelerera mellan 2023-2025P.

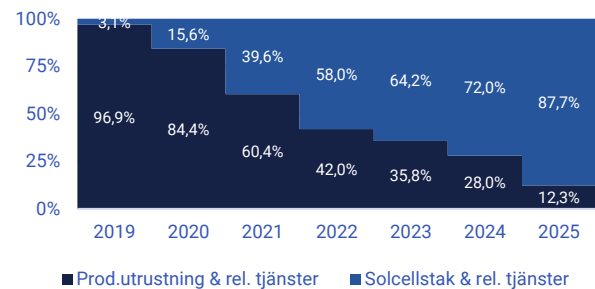
Givet vår förhållandevis konservativa syn på maskinförsäljning kommande år finns det här potentiell uppsida till våra prognoser. Marknadsläget och strategin bakom maskinförsäljningen är, i vår mening, för svår att överblicka just nu.

### Nettoomsättning (MSEK)



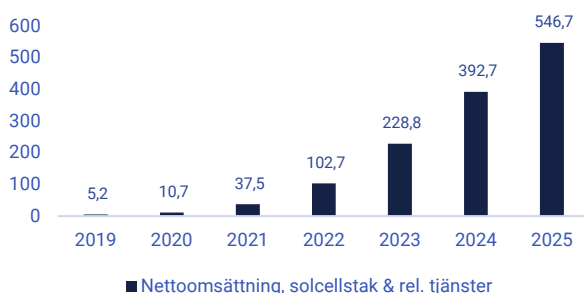
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Geografisk fördelning av nettoomsättning (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Nettoomsättning solcellspaneler, (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Nettoomsättning produktionsutrustning, MSEK



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

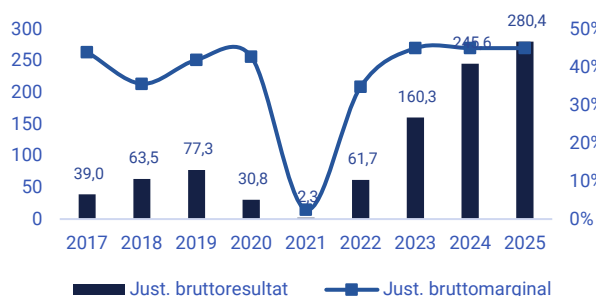
## Lönsamheten förväntas stiga

Vi justerar ned våra prognoser för den justerade bruttomarginal cirka 4 procentenheter. Vi överraskades positivt av den högre justerade bruttomarginaler under 2021 - samtidigt så bör bruttomarginalen vara något lägre från den förväntade försäljningen i Italien. Kostnaderna för insatsvaror bör rimligtvis öka givet en kraftigt stigande inflation. När väl den redovisade försäljningen från Italien syns i böckerna är detta en av de viktigaste KPI:erna vi kommer identifiera.

De justerade siffrorna baseras på koncernens nettoomsättning och inte de totala intäkterna.

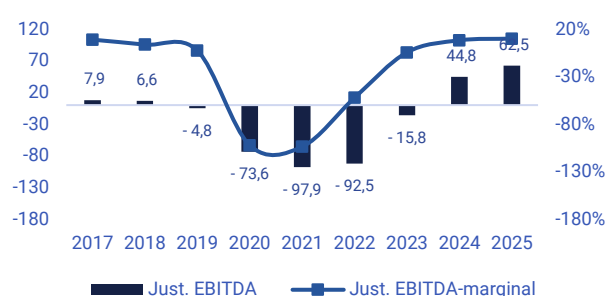
Den något lägre justerade bruttomarginalen påverkar ytterst marginellt våra tidigare EBITDa-prognoser, vilket förklaras av den starkare tillväxten än tidigare befarat. Vi förväntar oss att Midsummer kan generera ett positivt resultat på EBITDA-nivå under 2024P. Givet den explosiva tillväxten Bolaget förväntar sig i kombination med ett flertal kapitalbindande tillväxtinitiativ är lönsamheten något som tar stryk för Bolaget. I våra prognoser ligger ett utökat fokus på en tydligare balans mellan tillväxt och lönsamhet från 2024 och framåt. Under 2024 förväntar vi oss en justerad EBITDA-marginal om 8,2 procent.

#### Just. bruttoreultat (MSEK) och just. bruttomarginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

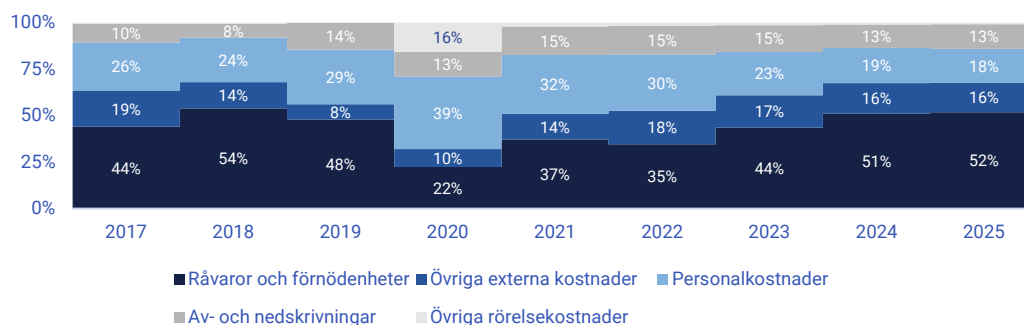
#### Just. EBITDA (MSEK) och just. EBITDA-marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nedan illustreras våra prognoser för koncernens kostnader.

#### Kostnadsfördelning per post



Källa: Carlsquare prognoser

## Motiverat värde inom ett intervall

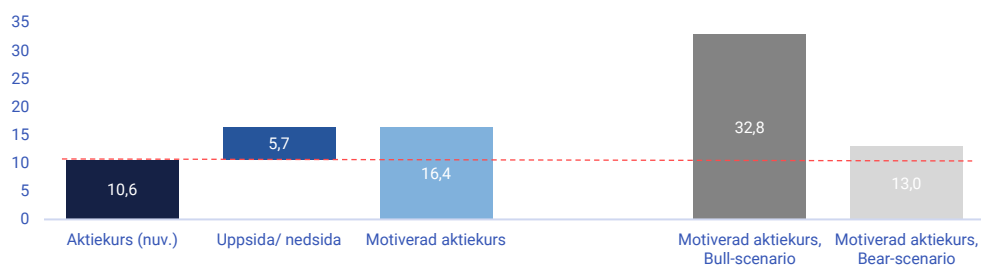
Genom att använda oss en multipelvärdering baserat EV/Sales-multipel och P/B-multipel beräknas ett motiverat värde per aktie för Midsummer i ett basscenario till 16,4 kronor för de kommande 6–12 månaderna (19,8). I ett mer optimistiskt Bull-scenario är motsvarande värde per aktie 32,5 kronor och i ett mer defensivt Bear-scenario 13,0 kronor.

#### Sammanställning värdering, basscenario

Metod	BEAR	BAS	BULL
Multipelvärdering	13,0	16,4	32,8
<b>Motiverat värde, tre scenarion</b>	<b>13,0</b>	<b>16,4</b>	<b>32,8</b>
Potentiell upp-/nedsida mot senast betalda kurs (166,20 kr)	21,3%	52,7%	206,4%
Implicit EV/sales, 2020P	3,0x	2,9x	4,8x
Implicit EV/EBITDA, 2020P	-4,6x	-4,4x	-7,3x

Källa: Carlsquare prognoser

### Visualisering motiverat värde per aktie (kr)



Källa: Carlsquare prognoser

## Risker och utmaningar

### Produktion- och installationskapacitet

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 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 är denna satsning ett par kvartal bort, samtidigt som det ofta finns logistiska utmaningar vid etablering på nya marknader. Vi ser också ett stort behov av att finna strategiska lösningar för att öka bolagets installationskapacitet.

### Konkurrens

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 tunnfilmsolceller likt den kraftiga prispress asiatiska leverantörer skapade för kiselbaserade solceller för ett antal år sedan.

### Utestående obligation

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.

### Framtida finansiering

Kapital kan också komma att behövas för att finansiera den löpande verksamheten. Kapitalet om ca 130 miljoner kronor från TO1 var cirka 70 miljoner under vår prognos. Men ökade investeringar och en växande kostnadsbas kan generera vidare kapitalbehov. Våra antaganden är dock avhängigt av att bolaget kan konvertera avtalstillgångar till kassaflöde i linje med våra prognoser.

# Nyckeltal och räkenskaper

## Nyckeltal (kronor)

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>Per aktie</b>							
Vinst per akte	-1,30	-2,65	-1,64	-1,18	-0,68	-0,26	-0,05
DPS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
BVPS	3,2	5,7	5,5	3,7	3,1	2,8	2,8
TBVPS	2,0	1,8	1,6	1,8	1,9	1,9	2,1
<b>Värdering (nuvarande)</b>							
P/E	-24,2x	-10,5x	-9,0x	-11,2x	-19,6x	-51,5x	-290,2x
P/B	5,1x	2,9x	3,0x	4,4x	5,4x	5,9x	6,0x
EV/Sales	4,6x	11,8x	9,1x	4,9x	2,8x	2,1x	1,8x
EV/EBITDA	94,4x	n.m	n.m	n.m	60,8x	16,8x	11,5x
EV/EBIT	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	713,0x	50,0x
<b>Övrigt</b>							
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-382,1%	-294,6%	-129,1%	-109,1%	-108,6%	-20,5%	-38,0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1 2019	Kv2 2019	Kv3 2019	Kv4 2019	Kv1 2020	Kv2 2020	Kv3 2020	Kv4 2020	Kv1 2021	Kv2 2021	Kv3 2021	Kv4 2021
Nettoomsättning	27	106	22	29	34	28	3	6	7	10	58	19
Övriga rörelseintäkter	1	1	1	0	9	6	2	7	7	4	2	3
<b>Totala intäkter</b>	<b>28</b>	<b>107</b>	<b>23</b>	<b>29</b>	<b>43</b>	<b>34</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>60</b>	<b>22</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	3	3	3	4	5	7	5	6	7	7	6	5
Råvaror och förnödenheter	-2	-81	-11	-14	-14	-11	-6	-11	-14	-13	-44	-22
Övriga externa kostnader	-3	-3	-6	-6	-4	-5	-4	-6	-3	-10	-9	-12
Personalkostnader	-14	-16	-20	-16	-18	-18	-16	-19	-19	-20	-18	-21
Av- och nedskrivningar	-6	-7	-7	-12	-9	-9	-9	2	-9	-9	-10	-10
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	-10	-9	-18	0	-3	-1	-1
Totala rörelsekostnader	-20	-104	-41	-45	-39	-46	-39	-46	-38	-47	-75	-61
<b>EBIT</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>-18</b>	<b>-16</b>	<b>4</b>	<b>-12</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>	<b>-24</b>	<b>-33</b>	<b>-15</b>	<b>-40</b>
<b>EBITDA</b>	<b>14</b>	<b>10</b>	<b>-11</b>	<b>-4</b>	<b>13</b>	<b>-4</b>	<b>-24</b>	<b>-35</b>	<b>-15</b>	<b>-24</b>	<b>-5</b>	<b>-29</b>
Ränteintäkter	1	0	1	-1	1	-1	0	0	1	0	1	1
Räntekostnader och liknande resultatpost.	0	-4	-4	-4	-5	-5	-4	-5	-5	-5	-5	-8
Finansnetto	1	-4	-4	-5	-3	-5	-4	-5	-4	-5	-4	-7
<b>EBT</b>	<b>9</b>	<b>-2</b>	<b>-22</b>	<b>-21</b>	<b>1</b>	<b>-18</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-38</b>	<b>-19</b>	<b>-46</b>
Skatt på periodens resultat	-2	0	-4	0	0	0	0	1	0	0	0	1
<b>Periodens resultat</b>	<b>7</b>	<b>-1</b>	<b>-25</b>	<b>-21</b>	<b>1</b>	<b>-18</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-38</b>	<b>-19</b>	<b>-46</b>
Periodens övriga totalresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
<b>Periodens totalresultat</b>	<b>7</b>	<b>-1</b>	<b>-25</b>	<b>-21</b>	<b>1</b>	<b>-18</b>	<b>-37</b>	<b>-38</b>	<b>-27</b>	<b>-38</b>	<b>-19</b>	<b>-46</b>
Vinst per aktie (kronor)	0,23	-0,04	-0,82	-0,68	0,02	-0,57	-1,19	-0,81	-0,45	-0,64	-0,32	-0,72

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



**Resultaträkning (MSEK)**

	2019	2020	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	184	72	94	177	356	546	623
Övriga rörelseintäkter	3	15	17	13	13	13	13
<b>Totala intäkter</b>	<b>187</b>	<b>87</b>	<b>111</b>	<b>190</b>	<b>369</b>	<b>559</b>	<b>636</b>
Aktiverat arbete för egen räkning	14	24	25	22	16	11	8
Råvaror och förnödenheter	-107	-107	-41	-92	-115	-196	-300
Övriga externa kostnader	-19	-19	-18	-34	-61	-79	-97
Personalkostnader	-66	-66	-72	-78	-100	-104	-111
Av- och nedskrivningar	-32	-32	-24	-38	-52	-65	-74
Övriga rörelsekostnader	0	0	-29	-5	-6	-6	-6
Totala rörelsekostnader	-224	-185	-247	-334	-450	-588	-661
<b>EBIT</b>	<b>-23</b>	<b>-74</b>	<b>-111</b>	<b>-122</b>	<b>-65</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>
Just. EBIT	-37	-98	-136	-144	-81	-29	-25
<b>EBITDA</b>	<b>9</b>	<b>-42</b>	<b>-87</b>	<b>-84</b>	<b>-14</b>	<b>47</b>	<b>56</b>
Just. EBITDA	-5	-74	-98	-92	-16	45	62
Ränteintäkter	1	1	2	3	3	3	3
Räntekostnader och liknande resultatposter	-14	-19	-21	-21	-25	-29	-30
Finansnetto	-12	-18	-19	-17	-21	-25	-26
<b>EBT</b>	<b>-35</b>	<b>-92</b>	<b>-130</b>	<b>-139</b>	<b>-87</b>	<b>-43</b>	<b>-44</b>
Skatt på periodens resultat	-5	0	1	0	0	0	0
<b>Periodens resultat</b>	<b>-40</b>	<b>-92</b>	<b>-130</b>	<b>-139</b>	<b>-87</b>	<b>-43</b>	<b>-44</b>
Periodens resultat, hänförligt till moderbolaget	-40	-93	-130	-139	-87	-43	-44
<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>
Genomsnitt, antal aktier	30,9	45,0	63,4	67,7	70,6	73,5	73,5
Vinst per aktie	-1,30	-2,65	-2,04	-2,05	-1,23	-0,59	-0,60
<b>Tillväxt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Nettoomsättning	3%	-61%	31%	88%	101%	53%	14%
Totala intäkter	-8%	-54%	28%	71%	94%	51%	14%
EBIT	-290%	-223%	-49%	-10%	46%	72%	4%
Just. EBIT	-289%	-165%	-39%	-6%	44%	64%	14%
EBITDA	-68%	-655%	-46%	4%	100%	59942%	26%
Just. EBITDA	-174%	-1423%	-33%	6%	83%	383%	39%
EBT	-346%	-160%	-41%	-7%	38%	50%	-1%
Periodens resultat	-312%	-129%	-41%	-7%	38%	50%	-1%
<b>Marginaler</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Just. bruttomarginal	41,9%	42,7%	2,5%	34,8%	45,0%	45,0%	45,0%
EBITDA-marginal	4,8%	-57,7%	-65,7%	-36,9%	0,0%	10,0%	11,0%
Just. EBITDA-marginal	-2,6%	-102,3%	-103,8%	-52,2%	-4,4%	8,2%	10,0%
EBIT-marginal	-12,3%	-85,8%	-100,0%	-64,1%	-17,7%	-3,3%	-2,7%
Just. EBIT-marginal	-20,0%	-136,3%	-144,3%	-81,4%	-22,8%	-5,3%	-4,0%
EBT-marginal	-18,9%	-106,4%	-117,3%	-73,2%	-23,5%	-7,8%	-6,9%
Vinstmarginal	-21,5%	-106,9%	-116,6%	-73,2%	-23,5%	-7,8%	-6,9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK)**

	2019	2020P	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>TILLGÅNGAR</b>							
<b>Anläggningstillgångar</b>							
Immateriella anläggningstillgångar	31	45	56	66	65	57	44
Materiella anläggningstillgångar	36	67	91	119	124	129	143
Nyttjanderättstillgångar	25	15	14	14	14	14	14
<b>Summa, Anläggningstillgångar</b>	<b>93</b>	<b>127</b>	<b>161</b>	<b>198</b>	<b>203</b>	<b>200</b>	<b>201</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>							
Varulager	24	27	16	45	67	79	128
Skattefordringar	2	1	2	2	2	2	2
Kundfordringar	6	23	34	13	20	30	38
Avtalstillgångar	115	118	56	18	34	43	38
Förutbetalda utgifter och upplupna intäkter	1	0	0	0	1	1	1
Övriga fordringar	0	6	5	11	17	25	32
Likvida medel	111	218	339	250	162	138	101
<b>Summa, Omsättningstillgångar</b>	<b>259</b>	<b>393</b>	<b>453</b>	<b>340</b>	<b>302</b>	<b>318</b>	<b>341</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>614</b>	<b>539</b>	<b>505</b>	<b>517</b>	<b>542</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Aktiekapital	1	2	3	3	3	3	3
Övrigt tillskjutet kapital	157	405	620	620	620	620	620
Reserver i eget kapital	0	0	0	0	0	0	0
Balanserade vinstmedel inklusive periodens resultat	-58	-151	-261	-347	-397	-416	-419
<b>Summa, Eget kapital</b>	<b>100</b>	<b>256</b>	<b>362</b>	<b>275</b>	<b>226</b>	<b>207</b>	<b>203</b>
<b>Långfristiga skulder</b>							
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	206	206	206	206	206
Övriga avsättningar	1	0	0	0	0	0	0
<b>Summa, Långfristiga skulder</b>	<b>215</b>	<b>209</b>	<b>206</b>	<b>206</b>	<b>206</b>	<b>206</b>	<b>206</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>							
Räntebärande kortfristiga skulder	8	6	7	5	3	1	-1
Leverantörsskulder	16	34	20	21	23	35	45
Avtalsskulder	0	3	0	0	0	0	0
Skatteskulder	0	1	0	0	0	0	0
Övriga skulder	2	4	6	13	20	30	38
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	10	7	13	18	27	40	51
<b>Summa, Kortfristiga skulder</b>	<b>36</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>105</b>	<b>133</b>
<b>Summa, skulder</b>	<b>251</b>	<b>264</b>	<b>252</b>	<b>264</b>	<b>279</b>	<b>311</b>	<b>339</b>
<b>Summa eget kapital, avsättningar och skulder</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>614</b>	<b>539</b>	<b>505</b>	<b>517</b>	<b>542</b>
<b>Likviditet</b>							
Current ratio	7,2	7,2	9,8	5,9	4,1	3,0	2,6
Quick ratio	6,5	6,7	9,5	5,1	3,2	2,3	1,6
Cash ratio	3,1	4,0	7,4	4,3	2,2	1,3	0,8
<b>Soliditet</b>							
Nettoskuld (-)/nettokssa(+)	-222	-216	-213	-211	-209	-207	-205
Nettoskuld/EBITDA	2463%	n.m.	n.m.	n.m.	3466%	456%	308%
Nettoskuld/EK	221%	84%	59%	77%	93%	100%	101%
Skuld/EK	251%	103%	70%	96%	124%	150%	167%
Soliditet	29%	49%	59%	51%	45%	40%	37%
<b>Lönsamhetsmått</b>							
ROA	-15%	-21%	-19%	-15%	-10%	-4%	-1%
ROE	-35%	-52%	-35%	-27%	-20%	-9%	-2%
ROIC	-11%	-27%	-35%	-30%	-12%	0%	5%

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