



Investment case

Zazz Energy of Sweden AB

15 mars 2022



Agenda

- 1 Equity story
- 2 Introduktion till Zazz Energy
- 3 Marknadspotential
- 4 Finansiell utveckling och Carlsquare prognoser
- 5 Värdering inom ett intervall
- 6 Friskrivning
- 7 Bilaga 1 och 2

Equity story

Zazz Energy har lämnat startblocken

Greentech-bolaget Zazz Energy of Sweden AB (Zazz Energy eller bolaget) huvudsakliga affärsmodell är att finansiera och äga anläggningar för produktion och försäljning av grön elektricitet. I dag har bolaget en 1MW bioolja-anläggning i Grekland som levererar **grön elektricitet** på ett 20-årigt avtal. Den årliga intäkten från detta leveransavtal beräknas till cirka 15 miljoner kronor per år. Köparen är det statligt ägda elbolaget HEDNO. Bolagets andra 1 MW bioanläggning (biomassa) är under produktion och förväntas anslutas till elnätet under tredje kvartalet 2022. Även om Zazz Energy är ett relativt nytt bolaget har startblocken lämnats och intäkterna börjar nu ticka in. Med proof-of-koncept på plats kan bolaget öka den anslutna kapaciteten till god lönsamhet. En andra bioolja-anläggning är under förhandling.

Återkommande intäkter och ytterligare intäktströmmar

Med långa el-leveransavtal erhåller bolaget **återkommande intäkter**. Denna typ av intäkt är extra värdefull eftersom den reducerar risk genom sin förutsägbarheten. Vid den nya biomassa-anläggningen kommer Zazz Energy återvinna grön värmeenergi som skapad vid anläggningen. Värmen avses återvinnas för att värma vatten. Det producerade varmvattnet kan således bidra med en andra intäktström till ett årligt värde om cirka 3,5 miljoner kronor. Som en andra restprodukt skapas även biokol. Detta mycket intressant givet biokolets förmåga att binda koldioxid liksom de många applikationsområdena. Försäljning av biokol är således en tredje intäktström med ett möjligt årligt värde om 15 miljoner kronor.

Bra tajming när investerare åter fått upp ögonen för förnyelsebart

Energipriserna skenar och utöver EU Green Deal kommer en plan arbetas fram för hur rysk gas, olja och kol skall fasas ut. Vi bedömer det som mycket sannolikt att förnyelsebar energi kommer få ett stort utrymme även i denna plan vilket bör gynna företag som Zazz Energy. Aktiemarknaden har också åter fått upp ögonen för sektorn. Att **iShares ETF, Global Clean Energy, är upp 11,1 procent sedan mitten på februari 2022** medan det breda svenska indexet, OMXSPI är ned -8,7 procent. [Se bilaga 1](#). Med stigande priser för gödsel får även biokol än bättre förutsättningar.

Bra marginalpotential och stor möjlig uppsida i aktien

Vi räknar med att Zazz Energy kan utöka sin anslutna kapacitet till 38 MW till utgången av 2031. Det skulle innebära årliga intäkter på nivåer 750-800 miljoner kronor. Vi räknar också med att EBITDA-marginalen kan närma sig 40 procent. Det är höga nivåer men ändå lägre än många andra aktörer med liknande affärsmodeller. Givet osäkerheten i den antagna utveckling för bolaget har vi justerat kapacitetsuppbyggnaden och således intäkter och kostnader med sannolikheter. Genom att kombinera en DCF-modell med multipelvärdering beräknas ett **motiverat värde per aktie om 5,4 kronor** för de kommande 6-12 månaderna.

Introduktion till Zazz Energy

Redan igång med produktion av grön elektricitet med mer att komma

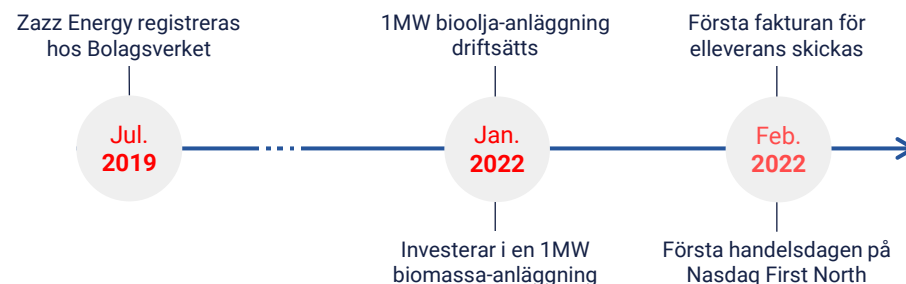
Greentech-bolag med återkommande intäkter

- Zazz Energy är ett Greentech-bolag med en affärsmodellen på två ben:
 - Den huvudsakliga affärsmodellen är att äga och via lokal partner driva anläggningar för produktion och försäljning av grön elektricitet, värmeenergin och restprodukter. Fokus ligger på två typer av anläggningar:
 - **Biomassa-anläggningar** (1-5MW) som producerar elektricitet, värmeenergi och restprodukter från pyrolysning av biomassa framställda ur avfallsprodukter från exempelvis jord- och skogsbruk.
 - **Biooljeanläggningar** (1-5MW) som producerar elektricitet och värme från förbränning av bioolja som är en restprodukt från framställning av exempelvis olivolja eller rapsolja.
 - Denna affärsmodell medför återkommande intäkter som skapar förutsägbarhet i intäktsflödet via:
 - Elavtal med långa löptider, ofta 20 år
 - Försäljning värme/varmvatten
 - Försäljning biokol och/eller trävinäger
 - Som andra affärsmodell agerar bolaget återförsäljare av biomassa-anläggningar från kinesiska Hai Qi Machinery med exklusivitet i Grekland, Sverige och Norge. Vid affär erbjuds även tillhörande tjänster som projektering, installation, driftstjänster samt underhåll och service via lokal partner.
 - Denna intäktsmodell ger möjlighet till större (men stötvisa) intäkter till god marginal samt eftermarknadsintäkter.

Intäkter från och med februari 2022...

- Bolaget grundade 2019. Trots kort historik har flertalet milstolpar inträffat:
 - **Jan. 2022:** Bolaget driftsätter en förvärvad 1MW bioolja-anläggning i Grekland för produktion av grön elektricitet. Elektriciteten säljs över ett 20-årigt långt leveransavtal som ger återkommande intäkter om cirka 15 miljoner kronor per år.
 - Första fakturan för leverans av grön elektricitetskickas till köparen, det statliga elbolaget HEDNO, skickades i februari 2022.
 - **Jan. 2022:** Initiala investeringar i en 1MW biomassa-anläggning. Anläggningen är under produktion hos leverantören, Hai Qi Machinery.
 - Förväntad driftsättning är under det tredje kvartalet 2022.
 - Ett 20 årigt avtal för försäljning av el finns på plats med ett statligt grekisk elbolag. Avtalet ger intäkter på cirka 15 miljoner kronor per år.
 - **Feb 2022:** Första handelsdagen för Zazz Energy på Nasdaq First North.

Tidslinje, utvalda milstolpar



Marknadspotential

Grön elektricitet

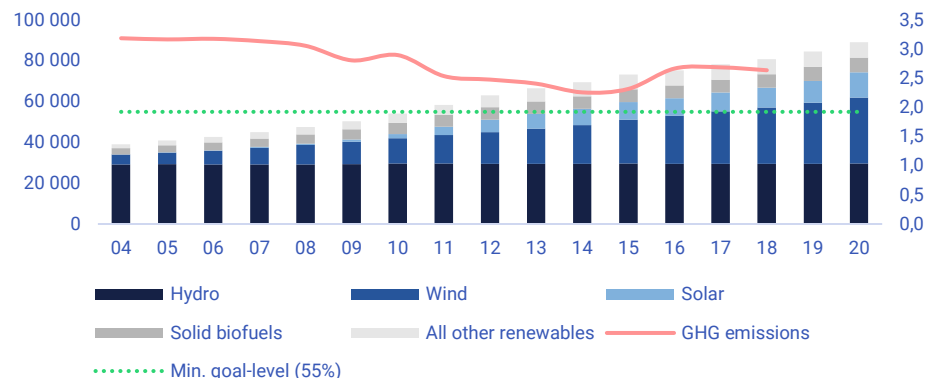
EU:s Green Deal...en big deal som talar för fortsatt tillväxt

- EU och dess medlemsstater har antagit ett bindande åtagande att reducera utsläpp av växthusgaser. Detta sätter press på både länder och företag att agera omgående för att målsättningen ska uppnås.
 - En målsättningen är att reducera utsläppen med 55 procent från 1990-talets nivåer fram till 2030. En andra målsättning är att EU:s medlemsstater skall vara **klimatneutrala till 2050**.
 - Målen skall bland annat uppnås genom ökat nyttjande av förnyelsebara energikällor. Investeringar kommer delfinansieras via EU, medlemsstaterna och privata investerare – totalt minst en biljon euro.
- Sammanfattningsvis talar numera både opinion och politiska handlingar för att energi från förnyelsebara källor kommer fortsätta växa. Bolagets tajming till marknaden bedöms därmed som god.

Grön elektricitet tar marknadsandelar

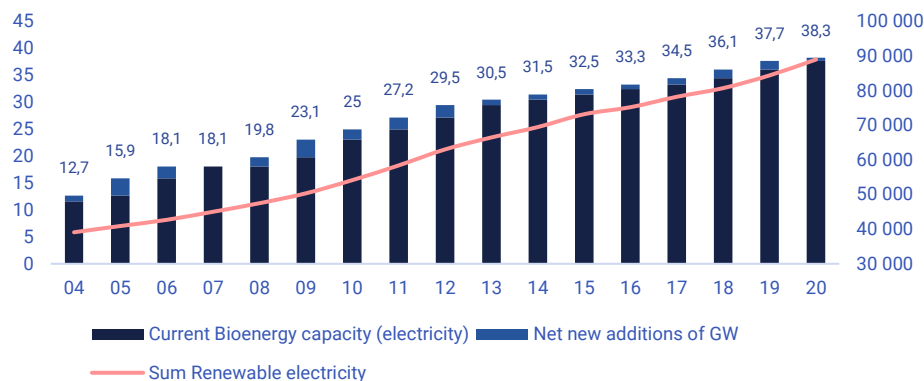
- Bioanläggningar som exempelvis nyttjar biomassa för produktion av **grön elektricitet har ökat i genomsnitt med 6,0 procent per år** under de senaste 15 åren, då i termer av produktionskapacitet.
- Under de senaste 15 åren (2006-2020) har mängden inmatad grön elektricitet i EU, i termer av tusental ton oljeekvivalent (kteo), ökat med 5,3 procent i genomsnitt per år. Under samma period har total mängd inmatad elektricitet minskat med 0,3 procent per år, enligt data från Eurostat.
 - Elektricitet från biobränslen, som biomassa och bioolja, har över de senaste 15 åren växt i genomsnitt per år med 4,9 procent.
- Parallellt har grön elektricitet ökat sin andel av den inmatade elektriciteten från 16,9 procent 2006 till 37,8 procent år 2020. Trenden är tydligt stigande.

Inmatad grön elektricitet (kteo) och utsläpp av växthusgaser (Gt)



Avser EU. kteo = kilo tons of oil equivalent. Gt = gigaton. Källa: Eurostat och Climate Watchr

Bioanläggningar (GW) och inmatad grön elektricitet (kteo)



Avser EU. GW = gigawatt. kteo = kilo tons of oil equivalent. Källa: EAI och Eurostat

Marknadspotential

Biokol och värme

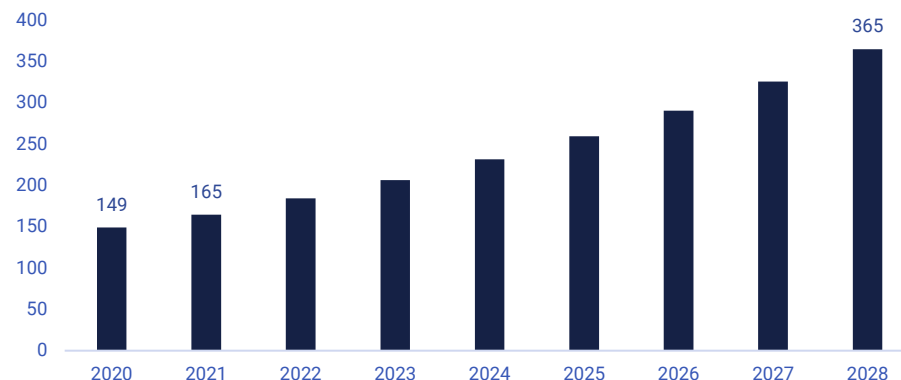
Biokol spås en ljus framtid

- Biokol är stort redan i dag, då framförallt i Asien. Samtidigt sker mycket forskning just nu kring biokol som har påvisats kunna nyttjas med olika syften inom flertalet områden.
 - Odling: Biokol främjar grödors tillväxt och utveckling.
 - Djurhållning: Som tillsats i foder kan biokol förbättra djurens matsmältning och ämnesomsättning.
 - Miljö: Biokol fungera som vattenrenare och kan därmed förbättra vattenkvaliteten genom att binda till sig farliga ämnen. Biokol kan också nyttjas i jordbruk för att minska markens urlakning.
 - Klimatnytta: Biokol klassad som en **“negative emission technology”**
- Marknaden är ännu i sin linda och värdet skiljer stort mellan olika analysus. Gemensamt är dock en hög förväntad tillväxttakt under de kommande åren. Som “negative emission technology” har biokol stor potential.

Grön värme tar andelar

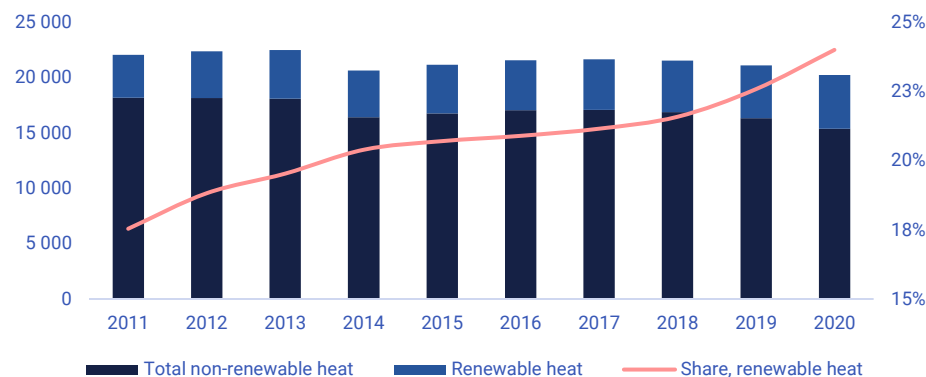
- Den totala marknaden för konsumerad värme i EU har fallit tillbaka i genomsnitt med 1,9 procent per år. Samtidigt ökar andelen konsumerad/producerad värme från förnyelsebara källor.
 - Enligt EIA konsumerades 4 860 PJ förnyelsebar värme inom EU under 2020, motsvarande en tillväxt på 1,8 procent.
 - Under 2020 var andelen konsumerad el från förnyelsebara källor 24 procent. Denna andel förväntas öka till nästan 28 procent till 2026. Det är också denna utveckling som är det intressanta från bolagets perspektiv.

Förväntad marknadsutveckling för biokol (MUSD)



Källa: Fortune Business Insight

Konsumerad värme (PJ) och andel från förnyelsebara källor (%)



Avser EU. PJ = petajoule (10^{15}). Källa: EIA

Finansiell utveckling och Carlsquare prognoser

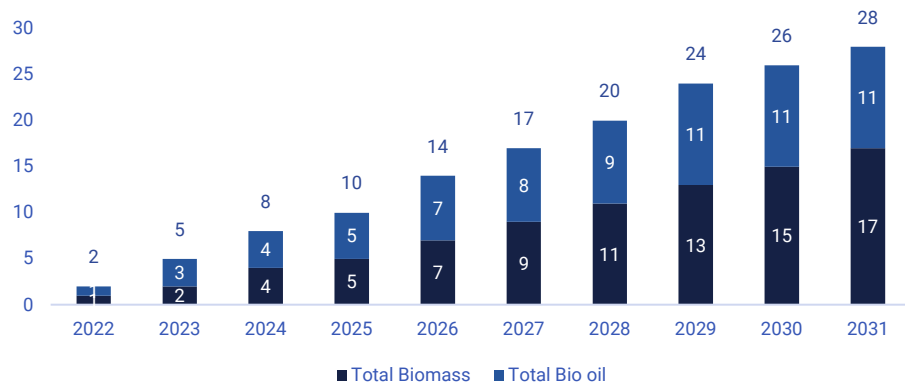
Två anläggningar installerade och anslutna innan årets slut

Antagen för utveckling ansluten kapacitet och riskjustering

- Zazz Energy har en begränsad finansiell historik. För att anta framtida intäkter för bolaget har vi förutsatt en utveckling för installerad och ansluten kapacitet i termer av MW. Den antagna **utveckling för kapacitet är riskjusterat med sannolikheter** för att avspegla osäkerhet hänförlig till exempelvis finansiering, finna etableringsbar mark och tid.
 - Bolaget har en 1MW bioolja-anläggning som genererar intäkter. Händelsen om att denna anläggning kommer på plats är således inte riskjusterad.
 - I vårt scenario tillkommer ytterligare tio stycken 1MW bioolja-anläggningar under 2023-2031, i linje med befintliga licenser.
 - Att installation av den andra till den 11e bioolja-anläggningen faktisk faller ut i linje med antaganden är justerade med sannolikheter som faller från 55 procent för kapacitet installerad under 2023, till 30 procent för kapacitet installerad under 2026-2029.

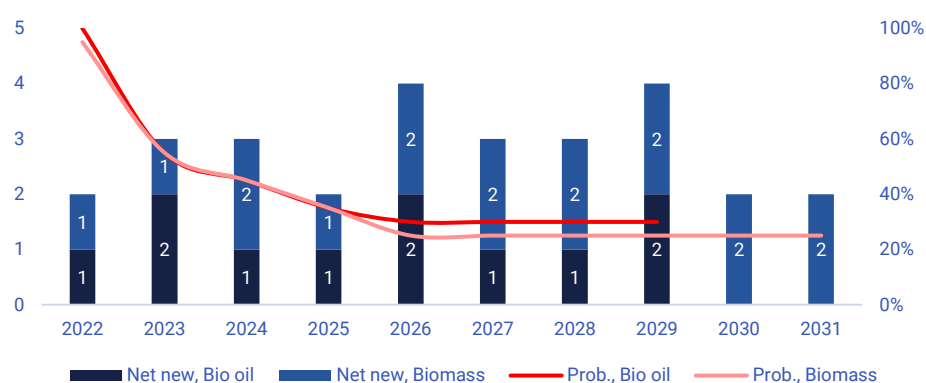
- I dag är en 1MW biomassa-anläggning under produktion/installation. Vi har antagit att denna anläggning börjar generera intäkter i mitten på september 2022.
 - Att installation av den första biomassa-anläggning faktisk faller ut i linje med vårt antagande är riskjusterad med en sannolikhet om 80 procent.
- Under 2023 till 2031 har vi antagit att ytterligare 16 stycken 1MW biomassa-anläggningar installeras. I dag finns fem licenser på plats. Vårt antagande innefattar således fler anläggningar än befintliga licenser.
 - Att installation av den andra till den sjuttonde biomassa-anläggningen faktisk faller ut i linje med antaganden är justerade med sannolikheter som faller från 55 procent för kapacitet installerad under 2023 till 25 procent för kapacitet installerad under 2026-2031.

Installerad och ansluten kapacitet (MW), periodens slut



Siffror i grafen för installerad kapacitet är ej riskjusterat. Källa: Carlsquare prognoser

Nyinstallerad och ansluten kapacitet (MW) och sannolikheter (%)



Siffror i grafen för ny-installerad kapacitet är ej riskjusterat. Källa: Carlsquare prognoser

Finansiell utveckling och Carlsquare prognoser

Betydande intäkter under 2022 redan säkrade

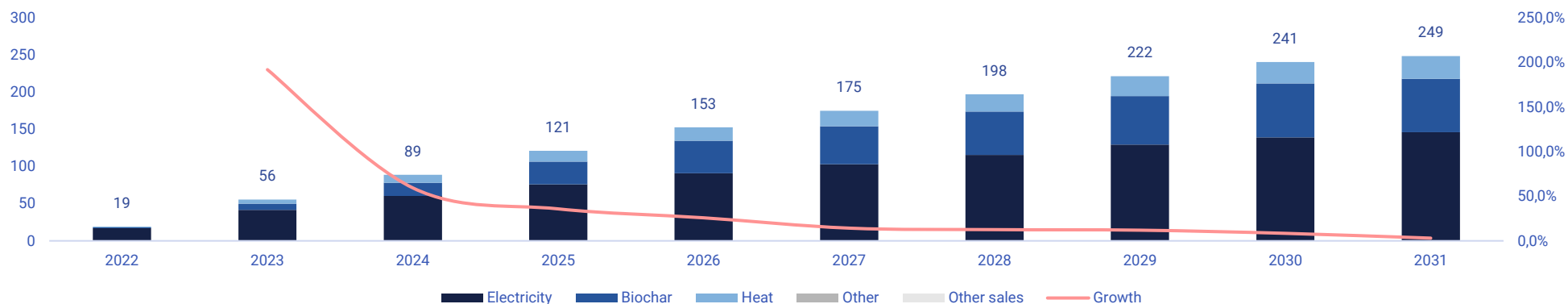
Intäkter från riskjusterad kapacitetsutveckling, biomassa

- Vi har antagit att biomassa-anläggningar genererar intäkter från elektricitet, försäljning av varmvatten och försäljning av biokol.
 - Vid full drift och effekt har vi antagit återkommande intäkter på **15 miljoner kronor per år** från försäljning av grön el. Vi har antagit att 100 procent av producerad elektricitet säljs på 20-åriga el-leveransavtal.
 - Vid full drift och effekt har vi antagit att intäkter på **3,5 miljoner kronor per år** kan levereras från full försäljning av varmvatten. Vi har antagit att 90-100 procent av möjlig producerat varmvatten säljs.
 - Vid full drift och effekt har vi antagit att intäkter på **15 miljoner kronor per år** kan levereras från full försäljning av biokol. Vi har antagit att 25-100 procent av möjlig producerat biokol säljs.
 - Vi har antagit att drift och effekt-nyttjande tillsammans ger en att anläggningar nyttjas till 95 procent av sin fulla kapacitetsnivå.

Intäkter från riskjusterad kapacitetsutveckling, bioolja

- Vi har antagit att biomassa-anläggningar genererar intäkter från elektricitet och försäljning av varmvatten.
 - Vid full drift och effekt har vi antagit återkommande intäkter på **15 miljoner kronor per år** från försäljning av grön elektricitet. Vi har antagit att 100 procent av producerad elektricitet säljs på 20-åriga el-leveransavtal.
 - Vid full drift och effekt har vi antagit att intäkter på **3,5 miljoner kronor per år** kan levereras från full försäljning av varmvatten. Vi har antagit att 90-100 procent av möjlig producerat varmvatten säljs.
 - (Den befintliga bioolja-anläggningen producerar inte varmvatten).
 - Vi har antagit att drift och effekt-nyttjande tillsammans ger en att anläggningar nyttjas till 95 procent av sin fulla kapacitetsnivå.

Riskjusterade intäkter från anläggningar (MSEK)



Intäkter är beräknad från riskjusterad installerad och anslutet kapacitet. Basscenario. Källa: Carlsquare prognoser

Finansiell utveckling och Carlsquare prognoser

EBITDA-marginaler runt 38 procent med uppsida

Bra bruttomarginal...

- För att driva, serva och underhålla anläggningarna har Zazz Energy knutit sig an en lokal underleverantör. Samtidigt kommer de direkta kostnaderna hänförliga till drift av anläggning variera med produktmixen. För att inkludera denna egenskap har vi gjort antaganden nedan.
 - För försäljning av elektricitet producerad med en bioolja-anläggning räknar vi med en bruttomarginal på 40 procent. Vid försäljning av elektricitet producerad med en biomassa-anläggning räknar vi med en bruttomarginal på 35 procent.
 - Vi har antagit att varmvatten ger en hög bruttomarginal på 90 procent.
 - För försäljning av biokol räknar vi med en bruttomarginal på 50 procent.
 - Bruttomarginalen ökar i vårt scenario från cirka 31 procent 2022 till **cirka 45 procent** 2031. Det med en förändrad produktmix bestående av en större andel intäkter från biokol och varmvatten.

Resultat efter direkta kostnader (MSEK) och bruttomarginal (%)

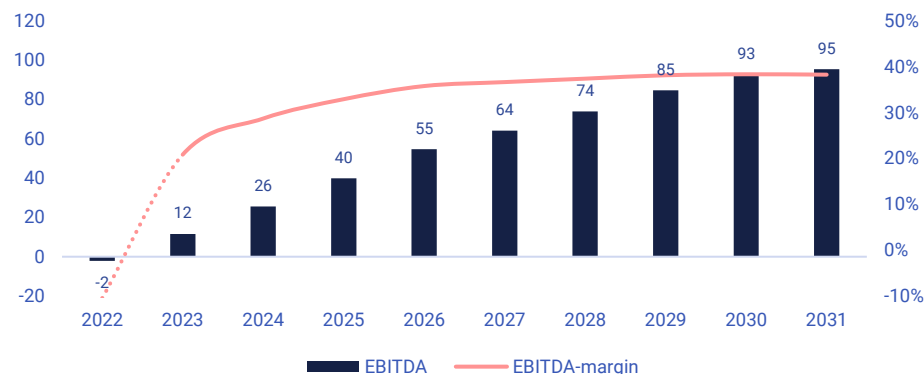


Dir. kostnader är riskjusterade med samma sannolikheter. Basscenario. Källa: Carlsquare prognoser

...och bra EBITDA-marginal

- De direkta kostnaderna är bolagets största kostnadspost. Under 2022 räknar vi med att denna kostnadspost knappt utgör 60 procent av de totala kostnaderna. Vid utgången av 2031 har denna kostnadspost ökat sin andel till drygt 80 procent, givet riskjusteringar.
- Vi har antagit att bolagen skriver av sina anläggningar rakt över 20 år (= garanterad livslängd). Vid 2031 är avskrivningar den andra största kostnadsposten med en andel om cirka tio procent, givet riskjusteringar.
- Personalkostnader och övriga externa kostnader kan hållas på en låg nivå givet att själva driftskostnaderna ligger i de direkta kostnaderna.
 - Med en förbättrad bruttomarginal och en "utspädning" av koncerngemensamma kostnader räknar vi med att EBITDA-marginalen kan öka från cirka 21 procent 2023 till **cirka 38 procent** 2031, givet riskjusteringar.

EBITDA (MSEK) och EBITDA-marginal (%)



Dir. kostnader är riskjusterade med samma sannolikheter. Basscenario. Källa: Carlsquare prognoser

Värdering

Bra potentiell uppsida i aktien

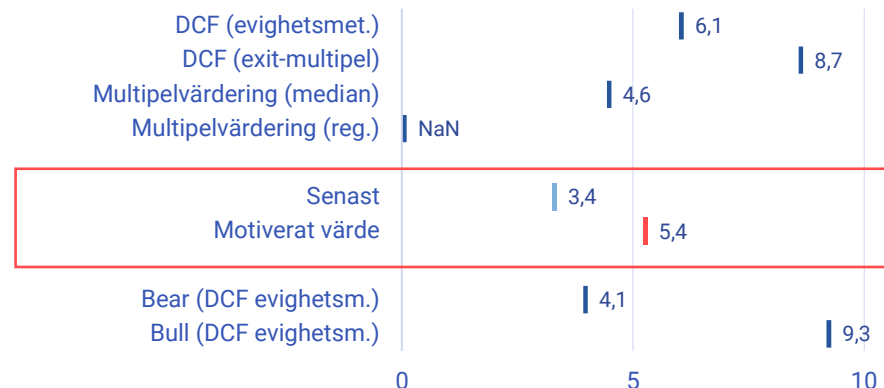
Motiverat värde i ett basscenario

- För att beräkna ett motiverat värde för Zazz Energy har vi kombinerat en DCF-modell med en multipelvärdering.
 - Multipelvärderingen, med riskjusterad prognos för försäljning 2022, ger ett värde på 4,6 kronor per aktie. Referensgruppens medianvärde för EV/Sales-multipel för 2022 är 7,9x. Referensgruppen består av bolag vars verksamhet bygger på att äga och driva anläggningar för produktion och försäljning av förnyelsebar energi. [Se bilaga 2.](#)
 - DCF-modellen, med riskjusterade antaganden, ger ett värde på 6,1 kronor per aktie. Den använda diskonteringsräntan är 13,5 procent.
 - Genom att kombinera värdena från de två modellerna i ett genomsnitt beräknas ett **motiverat värde per aktie om 5,4 kronor** för de kommande 6-12 månaderna. Det motsvarar avsevärd uppsida mot gårdagens stängning på 3,4 kronor.

Värdering (kr/aktie) efter full finansiering och utspädning, bas

Multipelvärdering	4,6
DCV-värdering	6,1
Värde per aktie	5,4
Möjlig upp-/nedsida	58%
Utestående aktier (miljoner stycken)	47,6
Aktievärde (MSEK)	255
Kassa (MSEK)	8
Skulder (MSEK)	0
Nuvärde, kassa från nyemissioner (MSEK)*	60
EV (MSEK)	188

Värderingsintervall (kr/aktie) efter full finansiering och utspäd.



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmult., median ref.grupp och nuvarande, bas

	2022P	2023P	2024P	2025P
EV/Sales	9,8x	3,4x	2,1x	1,5x
EV/EBITDA	NM	16,1x	7,3x	4,7x
EV/EBIT	NM	21,4x	8,9x	5,5x
Median ref.grupp, EV/Sales	7,9x			
Median ref.grupp, EV/EBITDA	13,5x			
Nuvarande, ZAZZ B, EV/Sales	6,5x			
Nuvarande, ZAZZ B, EV/EBITDA	NM			

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

*Utöver full teckning av utestående teckningsoptioner har vi antagit att bolaget tar in 30 miljoner kronor via nyemission under 2023 till ett pris om 3,5 kronor per ny aktie.

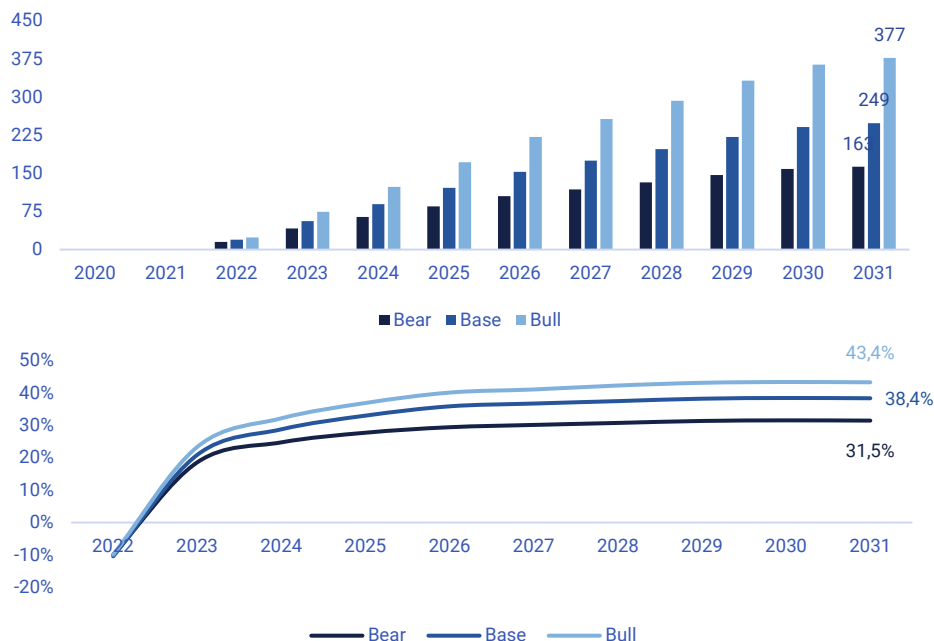
Värdering

Känslighetsanalys

Värdering (kr): Basscenario, efter full utspädning

- För att avspegla osäkerhet har vi skapat ett försiktigt Bear-scenario och mer optimistiskt Bull-scenario. De tre olika scenarierna har olika utveckling för intäkter och marginaler.
 - Bear:** I vår DCF-modell beräknas ett värde om 4,1 kronor per aktie.
 - Bull:** I vår DCF-modell beräknas ett värde om 9,3 kronor per aktie.

Intäkter (MSEK) och EBITDA-marginal (%) i tre scenarierna



Källa: Carlsquare prognoser

Osäkerhetsfaktorer

- Zazz Energy är exponerat mot risker och moment av osäkerheter. Som tidigare nämnts har vi tagit höjd för dessa osäkerheter genom att riskjustera kapacitetsutvecklingen (och indirekta intäkter samt kostnader) med sannolikheter att våra prognoser faktiskt faller in.
- Nedan följer några av de risker som bolaget är exponerat mot:
 - Att finansiera framtida förväntade tillväxt. För att bolaget skall kunna installera den antagna kapaciteten (28 MW före riskjustering) under hela prognosperioden finns ett kapitalbehov om drygt 600 miljoner kronor. Bolaget har teckningsoptioner som kan stärka kassan med drygt 36 miljoner kronor före relaterade kostnader. Dock är inte finansiering säkerställd.
 - Vi har antagit att bolaget kan addera en ny bioolja- eller biomassa-anläggning varje tredje kvartal. Installationstiden för varje enskild anläggning kan komma att bli både kortare och längre.
 - Vi räknar med att bolaget kan finna lämpliga tomter samt sälja både varmvatten och biokol. Dessa antaganden innehåller hög grad av osäkerhet.
 - Försäljning av biokol innefattar ytterligare en dimension av osäkerhet.
 - Marknaden för stora volymer är relativt omogen.
 - I dag finns ingen infrastruktur och processer på plats vid den nya anläggningen för försäljning av biokol. Bolaget jobbar dock med flera alternativ.
 - Bolagets finansiella historik är begränsad. Våra antaganden kring marginaler kan därmed förknippas med en högre grad av osäkerhet än om verksamheten bedrivits under en längre tid.

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingen-ting 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.

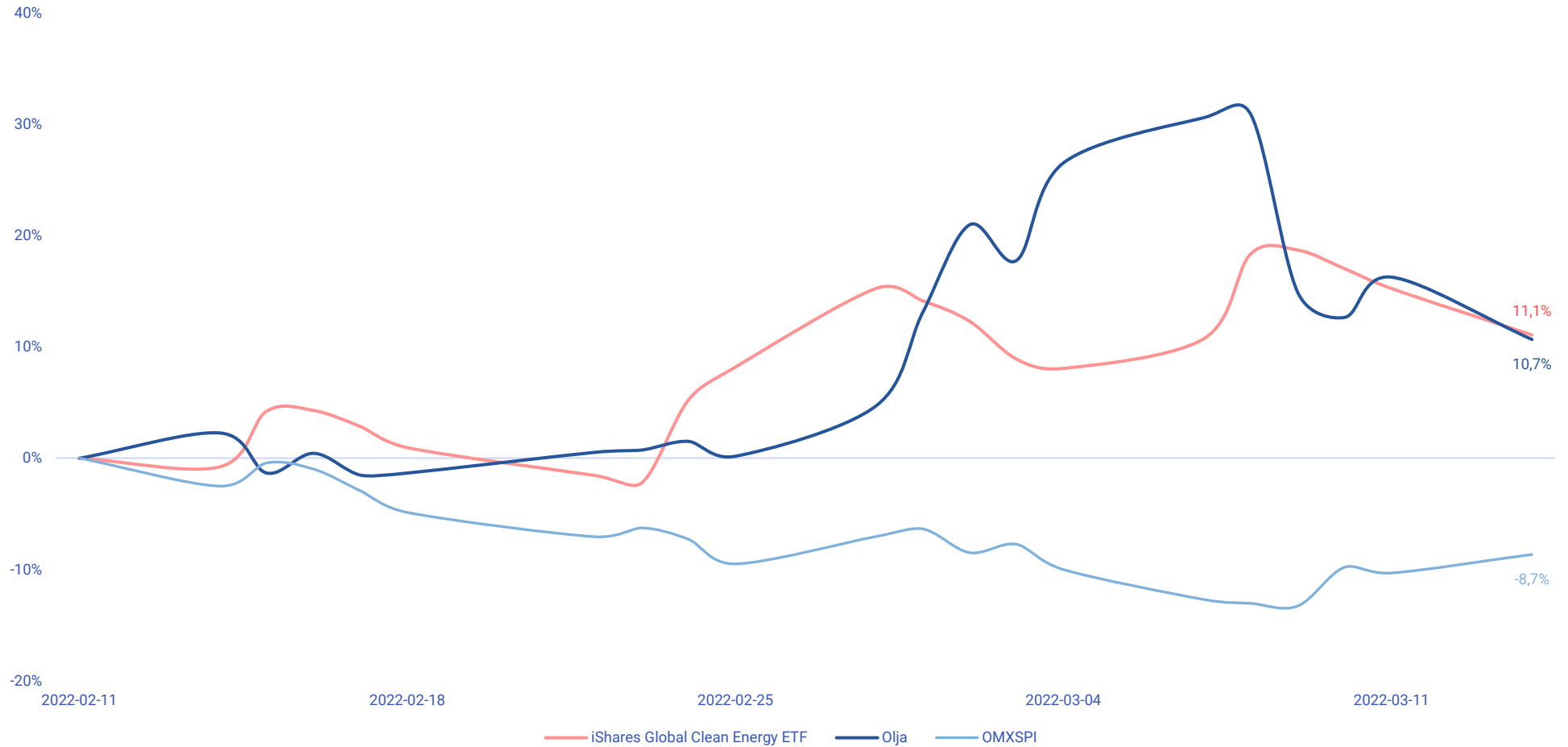
Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

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.

Bilaga 1

Utveckling, 11 feb 2022 till 14 mars 2022: iShares Global Clean Energy ETF, Olja och OMXSPI. Index, 2022-02-10 = 0%



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Bilaga 2

Multipelvärdering

	HQ	Mcap (MSEK)	CAGR, 2021-2023	μEBIT-marg., 2021-2023	EV/Sales, 2022
Brookfield Renewable Partners L.P.	BM	181 510	11%	16%	11,3x
Northland Power Inc.	CA	69 240	5%	42%	7,8x
Greencoat UK Wind PLC	GB	45 525	NaN	92%	9,8x
Public Power Corporation S.A.	GR	30 155	3%	5%	1,3x
Boralex Inc.	CA	29 857	9%	34%	10,2x
Advanced Soltech Sweden AB (publ)	SE	1 549	NaN	47%	8,0x
Alternus Energy Group plc	IE	699	NaN	55%	2,6x
Good Energy Group PLC	GB	654	20%	2%	0,5x
Median		37 840	7%	38%	7,9x
Genomsnitt		59 639	-14%	40%	6,4x
Rabatt	0%				
Använd EV/Sales-multipel	7,9x				
Förväntad försäljning, 2022	19				
Enterprise value	151				
Kassa	8				
Kassa från nyemissioner	60				
Aktievärde efter finansiering	218				
Utestående aktier efter finansiering och utspädning, milj.	48				
Värde per aktie efter finansiering och utspädning, kr	4,6				

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser



Markus Augustsson
Head of Equity Research

+46 76 235 03 20
markus.augustsson@carlsquare.com

Fredrik Nilsson
Associate Equity Analyst

+46 705 08 00 51
fredrik.nilsson@carlsquare.com

Berlin

Kurfürstendamm 188
10707 Berlin
Germany
+49 (30) 809 33 47-0

Copenhagen

Toldbodgade 57
1253 Copenhagen K
Denmark
+45 39 45 00 10

Hamburg

Finnlandhaus, Esplanade 41
20354 Hamburg
Germany
+49 (40) 300 836-0

London

14 Buckingham Street
London, WC2N 6DF
United Kingdom
+44 (20) 8017 6015

Munich

Von-der-Tann-Str. 7
80539 Munich
Germany
+49 (89) 255 4953-0

Paris

4, Place de l'Opéra
75002 Paris
France
+33 6 8008 6786

Stockholm

Birger Jarlsgatan 13
111 45 Stockholm
Sweden
+46 (8) 684 43 90-0