



## Penser Access by Carnegie

Halvledare &amp; Halvledarutrustning | Sverige | 13 februari 2024

# Midsummer

## Återupptagen bevakning med nytt motiverat värde efter nyemission

### Återupptagen bevakning med motiverat värde 2,5-3,3

Vi återupptar bevakning av Midsummer med ett nytt motiverat värde på 2,5-3,3 kr/aktie efter den senaste emissionen. Kapitalanskaffningen gör att bolaget under kontrollerade former bör kunna ta sig till lönsamhet, vilket enligt våra nya prognoser innebär en break-even på EBITDA-nivå i 2025. Vår nya prognos för EBITDA 2025e är 1 mkr (17 mkr), även om de procentuella förändringarna är väsentliga. Vi sänker motiverat värde till 2,5-3,3 per aktie (4,5-5,0) på grund av lägre försäljningsprognoser för 2024e och nytt antal aktier. Midsummer står inför en väsentlig expansion av verksamheten då den nya fabriken i Italien taktar på som planerat, vilket ger goda förutsättningar att ta del av den strukturellt kraftigt växande marknaden för solenergi i Europa. Samtidigt bör bidraget från den Italienska staten på sammanlagt 175 mkr kunna betalas ut i stort sett som planerat. Risken är fortsatt hög, men minskar i takt med att expansionen av verksamheten i Italien fortgår.

### Ändrade prognoser på grund av lägre priser men högre volymer i 2025e

Vi gör ett antal prognosjusteringar. De viktigaste förändringarna i våra antaganden är lägre försäljningsprognoser då lägre priser på komponenter som växelriktare och elektronikdelar leder till lägre priser på sålda produkter, såväl som på inköpt material. På marginalen är det positivt då det minskar investeringskostnaden för slutkunderna. Samtidigt har vi antagit en snabbare expansion av produktionen i Italien under 2025e, då bolaget fokuserar sitt produkt erbjudande mot B2B-segmentet och platta tak med veka konstruktioner, där Midsummers erbjudande står sig starkast mot konkurrerande produkter. Konsumentmarknaden har försvagats på senare tid i takt med högre räntor, fallande reallöner och normaliserade elpriser, vilket gör att B2B-marknaden är den väsentliga efterfrågedrivaren i närtid.

### Nytt värderingsintervall på 2,5-3,3 baserat på EV/S-multipel

Vårt nya motiverade värde är 2,5-3,3 (4,5-5,0). I den övre delen av intervallet åsätter vi försäljningen 2024e en EV/S-multipel på 3x, i linje med ett urval av framför allt större amerikanska solcellsbolag, och diskonterat till dagsvärde. Midsummer saknar i princip relevanta konkurrenter, men vi anser att det här är den bästa jämförelsen i dagsläget. I den lägre delen av intervallet utgår från vi från att försäljningen blir 20% lägre än vår prognos, men med samma värderingsantaganden i övrigt.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	2,5 - 3,3 kr
Totala intäkter	0,0%	-3,5%	7,2%	79	96	391	618	Aktiekurs	1,0 kr
EBIT, just.	0,0%	N.m.	N.m.	-42%	22%	>100%	58%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	0,0%	N.m.	N.m.	-164	-153	-44	1	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-198	-190	-84		
Q4 - rapport	23 februari 2024			EPS, just.	-2,8	-1,7	-0,4	<b>Intressekonflikter</b>	
Q1 - rapport	01 maj 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	2,6	1,8	1,3		
Antal aktier	114m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0		
Börsvärde	131			EBIT-marg. just.	Neg.	Neg.	Neg.		
Nettoskuld	158			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
EV	276			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.		
Free float	79%			EV/Sales	13,0x	2,8x	0,9x		
Daglig handelsvolym, snitt	395k			EV/EBITDA	-	-	-	258,8x	
Bloomberg Ticker	MIDS SS EQUITY			P/E, just.	-4,1x	-0,7x	-2,4x	-5,1x	
<b>Analytiker</b>				P/EK	4,5x	0,6x	0,8x	0,8x	
Örjan Rödén				FCF yield	-22%	-122%	-12%	-4%	
orjan.rodén@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	-3,6x	-1,2x	1,9x	7,0x	
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

## Investment case

Vi bedömer att efterfrågan på förnyelsebar energi kommer att vara fortsatt stark på grund av höga elpriser i Europa relativt historien, undantaget det extrema året 2022, vilket skapar finansiella incitament, utöver miljömässiga skäl, att investera i solkraft. Solkraft, till skillnad från vind och andra förnyelsebara energislag, är småskaligt, har korta ledtider då tillståndsprocessen är enklare och energin produceras i anslutning till konsumtionen, vilket eliminerar behovet av stora investeringar i elnät. En solkraftsanläggning höjer värdet på en fastighet vilket ger ett starkt incitament för fastighetsägare att investera i solkraft. Även om den svenska marknaden är bolagets nuvarande hemmamarknad, ser vi störst potential på den europeiska marknaden. I Europa är det en betydligt bättre relation mellan alternativkostnaden för inköpt energi och nyttan av vad en solcellsanläggning kan producera i form av egenanvänd energi eller extern försäljning till elnätet.

Midsummer skiljer sig från i princip alla andra solcells företag i OECD-området genom att vara en produktleverantör och inte en installatör, vilket i princip alla andra företag i industrin är. Bolaget producerar en speciell form av solceller, tunnfilmssolceller, och skiljer sig markant från traditionella solpaneler vad gäller produktion och transport. Midsummer producerar lokalt och med begränsad energi- och materialåtgång. Detta leder till en marknadsledande position vad gäller koldioxidavtryck, lägre avtryck än vind- och vattenkraft men framför allt lägre än traditionella solpaneler. Vi bedömer att tunnfilmsteknik kommer att utvecklas starkt relativt traditionella paneler. Den traditionella panelen har tappat sina stora konkurrensfördelar; en fullt globaliserad värld med stort beroende av export från Kina och låga priser på fossil energi, som är den viktigaste produktionsfaktorn för traditionella paneler.

Midsummers viktigaste slutmarknad i dagsläget är platta tak till kommersiella fastigheter. Externa bedömare ser ett värde på 15 GW årligen installerad kapacitet, vilket kan översättas till en TAM på 130-150 mdkr per år. Till detta tillkommer en utbytesmarknad på 6 GW eller 40-50 mdkr, där gamla tak byts mot nya men där takelementen innehåller solcellsteknik. Bolaget bearbetar den del av marknaden som inte tål tyngden av traditionella paneler, eller där traditionella paneler inte fungerar av andra orsaker, och där priskonkurrensen från traditionella paneler är klart begränsad. Baserat på externa prognoser av den totala solcellsmarknaden ser vi, trots höga försäljningsprognoser relativt historien, en knappt mätbar marknadsandel för Midsummer.

Midsummer bygger en helt ny fabrik i Italien. Därigenom ökar bolagets produktionskapacitet från dagens 1-2 MW till 52 MW vilket möjliggör en kraftig expansion av verksamheten.

## Bolagsprofil

Midsummer är en europeisk producent av solceller. Tekniken bygger på en egenutvecklad produktionsprocess, som i korthet innebär att olika halvledarmaterial deponeras på en bärare, t.ex. ett stålsubstrat. Midsummers teknik bygger på en speciell typ av tunnfilmsteknik, "CIGS" bestående av koppar, indium, gallium och selen, som utgör en spets-teknologi inom nischen tunnfilmssolceller.

Produkterna säljs under varumärken som "Slim" eller "Wave", lätta konstruktioner som antingen smälter in på befintligt tegeltak eller ersätter ett traditionellt falsat plåttak. Dessa produkter tilltalar många kunder som inte uppskattar den synliga förändringen som en traditionell solcellsanläggning orsakar och vänder sig främst mot privatmarknaden. "Bold" är den mest efterfrågade produkten på marknaden för närvarande. Den lätta konstruktionen möjliggör installationer på veka takkonstruktioner på platta tak, framför allt på kommersiella fastigheter som inte kan bära lasten av en traditionell solcellsanläggning. Generellt säljs alla produkter till ett klart premiumpris jämfört med traditionella paneler, även om pris till kund inte skiljer sig lika mycket på grund av enklare installation och mindre materialkostnader, utöver själva kostnaden för panelen jämfört med en installation av traditionella paneler.

## Värdering

Vi värderar Midsummer med en EV/S-multipel på 3x baserat på försäljningen 2024, diskonterat till nuvärde med en WACC på 25%. EV/S-multipeln är i linje med större bolag noterade i USA. Midsummer är idag en liten och lokal svensk spelare, men vi bedömer att bolaget, via sin expansion i Europa, kommer att betraktas som en stor, regional aktör och därmed värderas i linje med liknande företag, även om affärsmodellen skiljer sig väsentligt från jämförelsegruppen.

## Återupptagen bevakning med nytt motiverat värde 2,5-3,3 kr/aktie

Vi återupptar bevakning av Midsummer efter den avslutade kapitalanskaffningen. Vårt nya motiverade värde är 2,5-3,3 kr per aktie (4,5-5,0 kr per aktie) efter uppdaterade prognoser och nytt antal aktier. Sammantaget går utvecklingen enligt plan, framför allt med fokus på uppbyggnaden av den italienska fabriken. Därmed bör bidraget från den italienska staten betalas ut i stort sett som planerat. Rationaliseringar i den svenska verksamheten löper även de enligt plan, enligt våra bedömningar. Efterfrågan från industriella aktörer upplever vi som starkare än tidigare, då solceller är en relativt enkel metod för att sänka kostnadsbilden i framför allt södra Europa. Ett allt varmare klimat höjer kraven på kylning vilket driver upp konsumtionen av el samtidigt som det ger en press uppåt på elpriserna under det varma sommarhalvåret.

### Nya prognoser baserat på nya antaganden

Vi har uppdaterat antagandena i vår modell, där de viktigaste punkterna är följande:

- Vi har flyttat fram de kvartalsvisa betalningarna på sammanlagt EUR 15,5m med ett kvartal vilket gör att den sista delbetalningen på EUR 2,5m infaller i 2025 istället för 2024, jämfört med våra tidigare prognoser, vilket påverkar posten övriga intäkter mellan åren, även om totalsumman totalt sett är intakt i vår modell
- Vi ser lägre intäkter, men även lägre kostnader för inköp av material, då det har skett stora negativa prisförändringar på komponenter som elektronik, växelriktare mm, vilket påverkar våra försäljningsprognoser för 2024e negativt
- Bolaget har annonserat kostnadsbesparingar på ca 40 mkr i den svenska verksamheten vilket påverkar positivt
- Vi har antagit en snabbare expansion av produktionen i Italien då bolaget alltmer fokuserar på en produkt, Midsummer Bold, den produkt där vi förväntar oss efterfrågan vara som starkast under de närmaste åren, vilket påverkar våra prognoser för 2025 positivt
- Samtidigt har vi antagit en högre andel rörliga kostnader för råvaror och material, vilket minskar den operationella hävstången och därmed påverkar negativt
- Den nyligen genomförda kapitalanskaffningen stärker balansräkningen men ökar antalet aktier med 60%

Sammanfattningsvis påverkas våra prognoser på följande sätt:

Som tidigare kommunicerats från oss finns fortfarande en stor osäkerhet kring prognoser, både vad gäller tidsaspekt och nivå, då bolaget genomgår en sådan signifikant expansion av produktionen från dagens 1-2 MW i Järfälla till den framtida nivån på 52 MW, där 50 MW skall produceras i den italienska fabriken. Med det sagt minskar osäkerheten i takt med att tiden fortlöper och uppbyggnaden av produktionskapaciteten slutförs. Vår bedömning är därmed att risken i prognoserna har minskat relativt vår senaste uppdatering, men fortsatt är betydande.

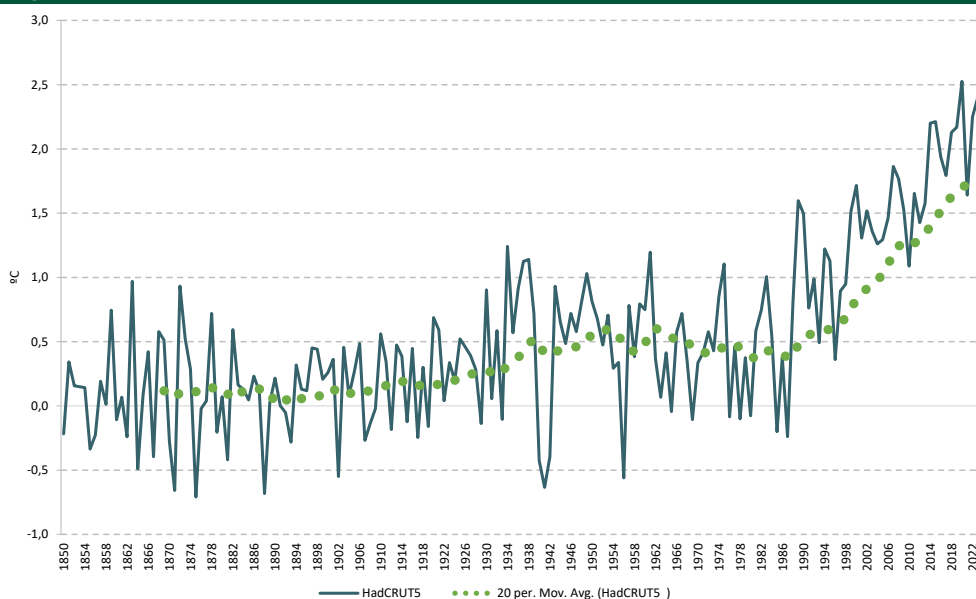
Vi har inte beaktat den stora investering i Sverige som bolaget planerar för, med indikerad kapacitet på 200 MW och som har renderat ett bidrag på ca 350 mkr från EU, i vår modell. Bidraget bygger på stora krav på motfinansiering, och även om vi ser goda möjligheter till exempelvis finansiering från det svenska Industrilivet, vill vi se mer konkreta bevis på lyckad motfinansiering innan vi bygger in investeringen i vår modell.

## Efterfrågan från platta tak i B2B ersätter avsvalnande efterfrågan på privatmarknaden

### Stora förändringar i efterfrågan av solpaneler under de senaste åren

Det har skett stora förändringar i efterfrågan under det senaste året. Höjda räntor och svag reallöneutveckling har sänkt investeringshumöret för solenergi på privatmarknaden väsentligt, enligt bolaget. Detta bekräftas av industrikällor. Mer normaliserade elpriser jämfört med de höga nivåer som rådde 2022 har även det påverkat investeringsviljan på privatmarknaden. Däremot har strukturella förändringar på företagsmarknaden utvecklats positivt. Generellt är vinsterna fortfarande goda i näringslivet, vilket håller uppe aptiten för investeringar. Men framför allt börjar klimatpåverkan synas allt mer. Sommaren 2023 har varit extremt varm, det näst varmaste året i Europa som uppmätts, och området runt medelhavet börjar alltmer ta formen av den "hotspot" som vissa forskare inom klimatlära har varnat för. Även om temperaturförändringen har pågått sedan 1990 är trenden alltför tydlig för att bortse ifrån.

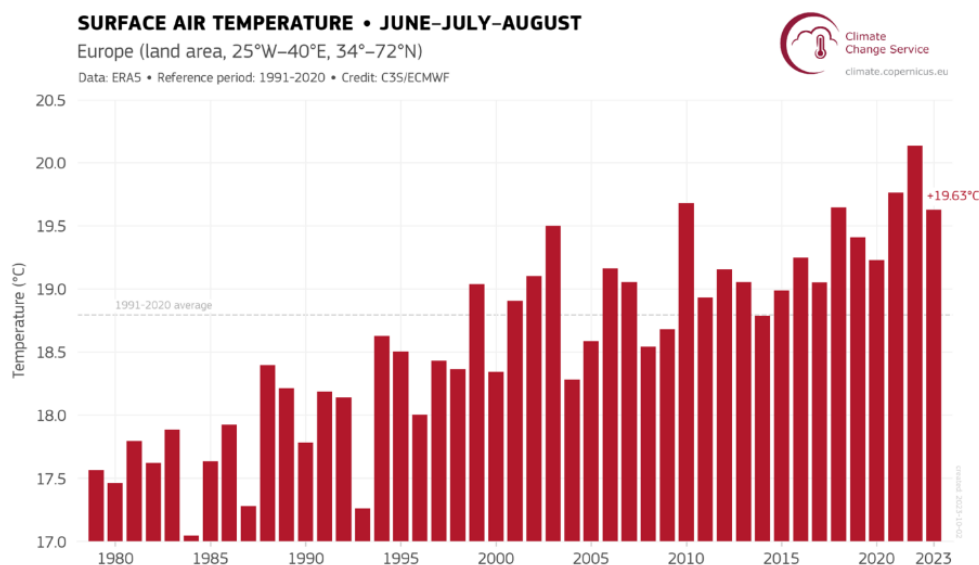
Figur 1: Årstemperatur, avvikelse från perioden 1850-1900, Europasnitt



Källa: EEA, Copernicus, Penser by Carnegie

Förutom rent klimatmässiga förändringar slår även samhällsförändringar igenom. Extremt höga temperaturer sommartid höjer efterfrågan på elenergi från moderna verksamheter som stormarknader, datacenters och kontor. Sedan 1980 har medeltemperaturen sommartid ökat med 2 grader, vilket påvisar det ökade behovet av kylning.

Figur 2: Sommarterperatur Europa



Källa: Climate Change Service

Eftersom klimatförändringar även sänker vattenkraftproduktion och försvårar för kylning av kärnkraftverk då floder får lågt vattenstånd och/eller för höga vattentemperaturer, återstår endast solenergi och vindenergi. Vindenergi producerar mest under vinterhalvåret. Solenergi, som producerar mest under sommarhalvåret och dagtid, när det är som varmast och behovet av el som störst, är därför synnerligen lämpat för att hantera det nya klimatpåverkade energilandskapet. Den högre efterfrågan kombinerat med lägre produktion från exempelvis vattenkraft och kärnkraft höjer dessutom prisbildningen på varma och soliga dagar, vilket är en ytterligare positiv faktor för solenergi.

### Investeringar i solenergi ger snabb återbetalning och möter få osäkerhetsfaktorer

Omvärlden är osäker, vilket generellt kan slå mot investeringsviljan hos företag. Samtidigt bedömer vi att investeringar i solenergi är attraktiva investeringar då de sker med korta ledtider, vilket ger en snabb återbetalning, och innebär få osäkerhetsfaktorer i form av marknadsrisk eller tillståndsprocesser. Det ger därmed en omedelbar effekt på kostnadsmassan om elen konsumeras för egen räkning, och intäktsströmmen om överskottsproduktionen säljs på marknaden. Sammantaget bedömer vi att efterfrågan på solenergilösningar kommer att vara fortsatt stark under de närmaste åren, vilket bekräftas av externa bedömare som SolarPower Europe (figur 3).

### Nya beräkningar på TAM

Enligt bolaget har externa parter justerat beräkningar för TAM, "Total Adressable Market" baserat på det nya energilandskapet. De viktigaste efterfrågedrivarna är numera B2B-marknaden, med följande uppdelning:

#### Platta tak som inte tål vikten av traditionella paneler – TAM på 15 GW/år eller 130-150 mdkr i värde

Många industritak tål inte vikten av traditionella paneler, som väger 20-25 kg styck. Traditionella paneler kräver dessutom kraftiga infästningar i takkonstruktionen, vilket kan påverka garantier från takleverantörer negativt då man bryter det vattenavvisande ytskiktet. Det finns därmed en stor total takyta av platta tak som antingen inte kan, eller där ägaren inte vill, installera traditionella paneler. Enligt bolaget har externa parter uppskattat TAM för detta marknadssegment till 15 GW/år installerad kapacitet, eller 130-150 mdkr i värde, givet de priser som Midsummer planerar att sälja för. Enligt TÜV Süd, en viktig spelare inom certifiering och kontroll, är bara 25% av de undersökta taken i en nyligen gjord undersökning i Tyskland möjliga att belägga med traditionella solpaneler utan restriktioner. 8% av de undersökta taken tål inte traditionella paneler alls enligt undersökningen. Bolagets strategi är därför att marknadsföra sig mot kunder som är intresserade av att installera solpaneler, men som har avvisat traditionella paneler på grund av vikt eller av andra skäl, exempelvis tätskiktsbevarande.

#### Platta tak som står inför takbyte och där ägaren vill integrera solpaneler i takelementen – 6 GW eller 50-60 mdkr

Många byggnader i Europa står inför tvingande takbyten på grund av att den tekniska livslängden är uppnådd. Att installera solpaneler i samband med takbyte är en attraktiv affär då intäkterna från solenergi kompenserar för en del av investeringskostnaden för bytet. Externa parter har beräknat TAM på detta segment till 6 GW/år eller 50-60 mdkr i värde.

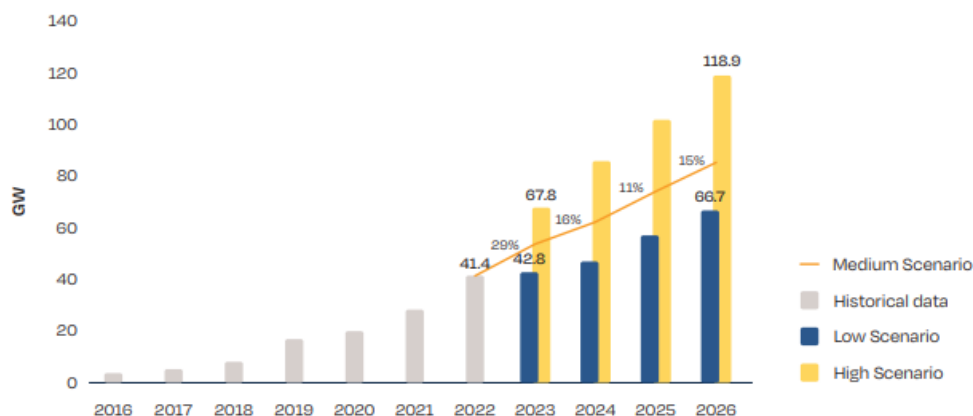
### Kunder som av olika orsaker inte vill installera traditionella paneler av CSR-skäl – 4 GW/år eller 35-40 mdkr i värde

Midsummers produkter är helt producerade i Europa, och ger enligt beräkningar utförda av externa parter ett överlägset lägre koldioxidavtryck än alla andra kraftslag, inklusive vatten- och vindkraft. Traditionella solpaneler, som i stort sett består av kisel, glas och aluminium, är en energiintensiv produkt där en stor del av produktionen ofta är fossilberoende. Dessa paneler produceras främst i Asien, där Kina står för 90% av den viktigaste komponenten, kisellagret i panelen. Därmed innehåller även de flesta paneler som produceras i Europa komponenter från Kina. För de kunder som av olika CSR-skäl inte vill installera den traditionella produkten återstår ytterst få alternativ, där Midsummer är ett av få som är tillgängliga.

### Hur står sig våra prognoser för bolaget mot officiella marknadsprognoser?

Enligt den senaste prognosen från SolarPower Europe kommer den årliga installerade kapaciteten att uppgå till mellan 66,7 GW och 118,9 GW i 2026 (vilket inte skall förväxlas med beräkningar av TAM enligt ovan, som självklart är väsentligt högre än den faktiska installerade kapaciteten). Om vi utgår från mitten av intervallet och Midsummers planerade produktion på 52 MW skulle det innebära en marknadsandel på 0,1%, vilket inte framstår som orimligt givet de starka drivkrafter som bolaget kan kapitalisera på.

Figur 3: Årlig installerad kapacitet, EU 27



Källa: SolarPower Europe

## Värdering

Vi värderar som tidigare aktien på EV/S för 2024e, diskonterat till dagsvärde med ett avkastningskrav på 25%. Till skillnad från tidigare introducerar vi ett intervall med explicita värderingsantaganden för den lägre respektive den högre delen av intervallet.

### Övre nivån på vårt värderingsintervall - EV/S 3x på vår prognos för 2024e

För att nå den övre nivån på vårt värderingsintervall åsätter vi vår försäljningsprognos för 2024e en EV/S-multipel på 3, vilket är den nivå som stora globala västerländska aktörer inom solcellindustrin handlas till. Det saknas i princip direkt jämförbara bolag då Midsummer är en europeisk produkttillverkare och dessutom av tunnfilmssolceller. Andra bolag inom solcellsindustrin är antingen installatörer av standardpaneler, främst i USA, eller producenter av traditionella solpaneler, främst i Kina. Vi har dock valt gruppen med solcellsinstallatörer främst i USA som jämförelseobjekt då det är det bästa alternativet. Grunden till vår ansats är att Midsummer, vid en lyckad expansion av produktionen till 52 MW/år via produktionsanläggningen i Italien, når positionen som dominant regional spelare, liknande de stora solcellsbolagen i USA, även om affärsmodellerna skiljer sig markant.

I vår beräkning av motiverat värde justerar vi för nettoskuld samt diskonterar värdet med avkastningskravet 25%.

Figur 4: Beräkning motiverat värde, högre del av intervall

Försäljning 2024e, mkr	353
EV/S multipel	3
Företagsvärde 2024e, mkr	1 058
Nettoskuld 2024e, mkr	-203
Värde 2024e, mkr	855
WACC	25,0%
Diskonterat värde idag, mkr	684
Aktier, m	207,1
Värde per aktie	3,3

Källa: Midsummer, FactSet, Penser by Carnegie

### Lägre delen av värderingsintervall – 20% lägre prognos för 2024e

I den lägre delen av vårt intervall minskar vi vår försäljningsprognos för 2024e med 20%, i övrigt är våra antaganden intakta. 2024 kommer att präglas av en väsentlig utökning av verksamheten, och risken för bakslag får betecknas som hög.

Figur 5: Beräkning motiverat värde, nedre delen av intervall

Försäljning 2024e, mkr	282
EV/S multipel	3
Företagsvärde 2024e, mkr	846
Nettoskuld 2024e, mkr	-203
Värde 2024e, mkr	643
WACC	25,0%
Diskonterat värde idag, mkr	515
Aktier, m	207,1
Värde per aktie	2,5

Källa: Midsummer, FactSet, Penser by Carnegie

## Känslighetsanalys motiverat värde

För att fånga känsligheten i E/VS och WACC har vi sammanställt följande tabell:

Figur 6: Känslighetsanalys, motiverat värde

EV/S	Avvikelse mot försäljningsprognos		
	-20,0%	0,0%	20,0%
1,5	0,9	1,3	1,7
2,5	1,9	2,6	3,3
3,0	2,5	3,3	4,1
3,5	3,0	4,0	4,9
4,5	4,1	5,3	6,6

Källa: Midsummer, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 7: DCF - sammanfattning

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	191	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	4,0%
Nuvärdet av terminalvärde	87	Risikpremie	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	17,5%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>278</b>	Småbolagspremie	6,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	158	Extra risk-premie	11,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>25,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	1,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>120</b>			Skattesats	10,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	207				
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>0,6</b>				

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

Figur 8: DCF - känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	
24,0%	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	24,0%	0,5	0,6	0,7	0,8	1,0
24,5%	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	24,5%	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9
<b>WACC 25,0%</b>	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	<b>WACC 25,0%</b>	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
25,5%	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	25,5%	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
26,0%	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	26,0%	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie



Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	184	72	94	53	50	353	580
Övriga rörelseintäkter	17	47	42	26	47	38	38
<b>Totala intäkter</b>	<b>201</b>	<b>119</b>	<b>136</b>	<b>79</b>	<b>96</b>	<b>391</b>	<b>618</b>
Kostnad sålda varor	-107	-41	-92	-100	-87	-282	-464
<b>Bruttoresultat</b>	<b>94</b>	<b>78</b>	<b>44</b>	<b>-21</b>	<b>10</b>	<b>109</b>	<b>154</b>
Övriga rörelsekostnader	-85	-128	-117	-143	-163	-153	-153
<b>EBITDA</b>	<b>9</b>	<b>-50</b>	<b>-73</b>	<b>-67</b>	<b>-153</b>	<b>106</b>	<b>30</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	97	0	150	29
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>9</b>	<b>-50</b>	<b>-73</b>	<b>-164</b>	<b>-153</b>	<b>-44</b>	<b>1</b>
Avskrivningar	-32	-24	-38	-34	-37	-40	-40
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-23</b>	<b>-74</b>	<b>-111</b>	<b>-198</b>	<b>-190</b>	<b>-84</b>	<b>-39</b>
<b>EBIT</b>	<b>-23</b>	<b>-74</b>	<b>-111</b>	<b>-101</b>	<b>-190</b>	<b>66</b>	<b>-10</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-23</b>	<b>-74</b>	<b>-111</b>	<b>-198</b>	<b>-190</b>	<b>-84</b>	<b>-39</b>
Finansnetto	-12	-18	-19	4	-5	-3	-3
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-35</b>	<b>-92</b>	<b>-130</b>	<b>-97</b>	<b>-195</b>	<b>62</b>	<b>-13</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-35</b>	<b>-92</b>	<b>-130</b>	<b>-194</b>	<b>-195</b>	<b>-87</b>	<b>-42</b>
Total skatt	-5	0	1	1	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-40</b>	<b>-92</b>	<b>-130</b>	<b>-96</b>	<b>-195</b>	<b>62</b>	<b>-13</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-40</b>	<b>-92</b>	<b>-130</b>	<b>-193</b>	<b>-195</b>	<b>-87</b>	<b>-42</b>
Intäkstillväxt	-	-41%	14%	-42%	22%	>100%	58%
Bruttomarginal	50,9%	>100%	46,9%	Neg.	19,5%	30,9%	26,6%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-1,30	-1,99	-2,18	-2,84	-1,70	-0,42	-0,20
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Midsummer, Carnegie

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-23	-74	-111	-101	-190	66	-10
Övriga kassaflödesposter	19	2	20	-32	82	37	37
Förändringar i rörelsekapital	-69	-7	28	24	16	-73	19
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-73</b>	<b>-80</b>	<b>-63</b>	<b>-109</b>	<b>-92</b>	<b>29</b>	<b>46</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-31	-29	-90	-42	-40	-35	-35
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-14	-24	-25	-20	-28	-20	-20
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-45</b>	<b>-53</b>	<b>-115</b>	<b>-62</b>	<b>-68</b>	<b>-55</b>	<b>-55</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-118</b>	<b>-133</b>	<b>-179</b>	<b>-171</b>	<b>-159</b>	<b>-26</b>	<b>-9</b>
Nyemission / återköp	0	248	126	0	230	0	0
Övriga poster	176	-9	-7	13	-14	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>176</b>	<b>239</b>	<b>119</b>	<b>13</b>	<b>216</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>58</b>	<b>106</b>	<b>-60</b>	<b>-158</b>	<b>57</b>	<b>-26</b>	<b>-9</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>111</b>	<b>-2</b>	<b>56</b>	<b>243</b>	<b>177</b>	<b>203</b>	<b>212</b>

Källa: Midsummer, Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Övriga immateriella tillgångar	31	45	53	54	64	64	64
Materiella anläggningstillgångar	36	67	142	137	165	180	195
Övriga anläggningstillgångar	25	15	12	21	21	21	21
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>93</b>	<b>127</b>	<b>208</b>	<b>213</b>	<b>250</b>	<b>265</b>	<b>280</b>
Varulager	24	27	30	20	24	128	178
Kundfordringar	6	23	23	3	3	55	89
Övriga omsättningstillgångar	118	126	71	223	223	223	223
Likvida medel och kortfristiga placeringar	111	218	159	2	59	34	25
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>259</b>	<b>393</b>	<b>283</b>	<b>249</b>	<b>310</b>	<b>439</b>	<b>515</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>461</b>	<b>559</b>	<b>704</b>	<b>794</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	100	256	253	175	211	273	260
<b>Summa eget kapital</b>	<b>100</b>	<b>256</b>	<b>253</b>	<b>175</b>	<b>211</b>	<b>273</b>	<b>260</b>
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	208	10	210	210	210
Långfristiga leasingkulder	0	0	0	15	15	15	15
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	2	2	2	2
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>215</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>27</b>	<b>227</b>	<b>227</b>	<b>227</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	8	6	8	215	7	7	7
Leverantörsskulder	16	34	10	21	24	128	172
Kortfristiga leasingkulder	-	-	-	5	5	5	5
Övriga kortfristiga skulder	12	14	13	18	85	64	123
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>36</b>	<b>55</b>	<b>30</b>	<b>259</b>	<b>122</b>	<b>204</b>	<b>307</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>461</b>	<b>559</b>	<b>704</b>	<b>794</b>

Källa: Midsummer, Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-41%	14%	-42%	22%	>100%	58%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	50,9%	>100%	46,9%	Neg.	19,5%	30,9%	26,6%
EBITDA-marginal	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,9%	5,2%
EBITDA-marginal, justerad	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0,2%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	18,6%	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Midsummer, Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Midsummer, Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	12%	22%	22%	26%	25%	33%	29%
Kundfordringar / totala intäkter	3%	19%	17%	4%	4%	14%	14%
Leverantörsskulder / KSV	15%	83%	11%	21%	28%	45%	37%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	19%	33%	15%	>100%	49%	71%	52%
Rörelsekapital / totala intäkter	60%	>100%	74%	>100%	>100%	55%	32%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,8x	1,2x

Källa: Midsummer, Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	111	-2	56	243	177	203	212
Soliditet	29%	49%	51%	38%	38%	39%	33%
Nettoskulsättningsgrad	1,1x	0,0x	0,2x	1,4x	0,8x	0,7x	0,8x
Nettoskuld / EBITDA	12,3x	0,0x	-0,8x	-3,6x	-1,2x	1,9x	7,0x

Källa: Midsummer, Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,30	-1,99	-2,18	-1,42	-1,70	0,30	-0,06
EPS, justerad	-1,30	-1,99	-2,18	-2,84	-1,70	-0,42	-0,20
FCF per aktie	-3,82	-2,85	-3,01	-2,53	-1,39	-0,12	-0,04
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,24	5,50	4,26	2,59	1,84	1,32	1,26
Antal aktier vid årets slut, m	30,9	46,6	59,4	67,7	114	207	207
Antal aktier efter utspädning, snitt	30,9	46,6	59,4	67,7	114	207	207

Källa: Midsummer, Carnegie

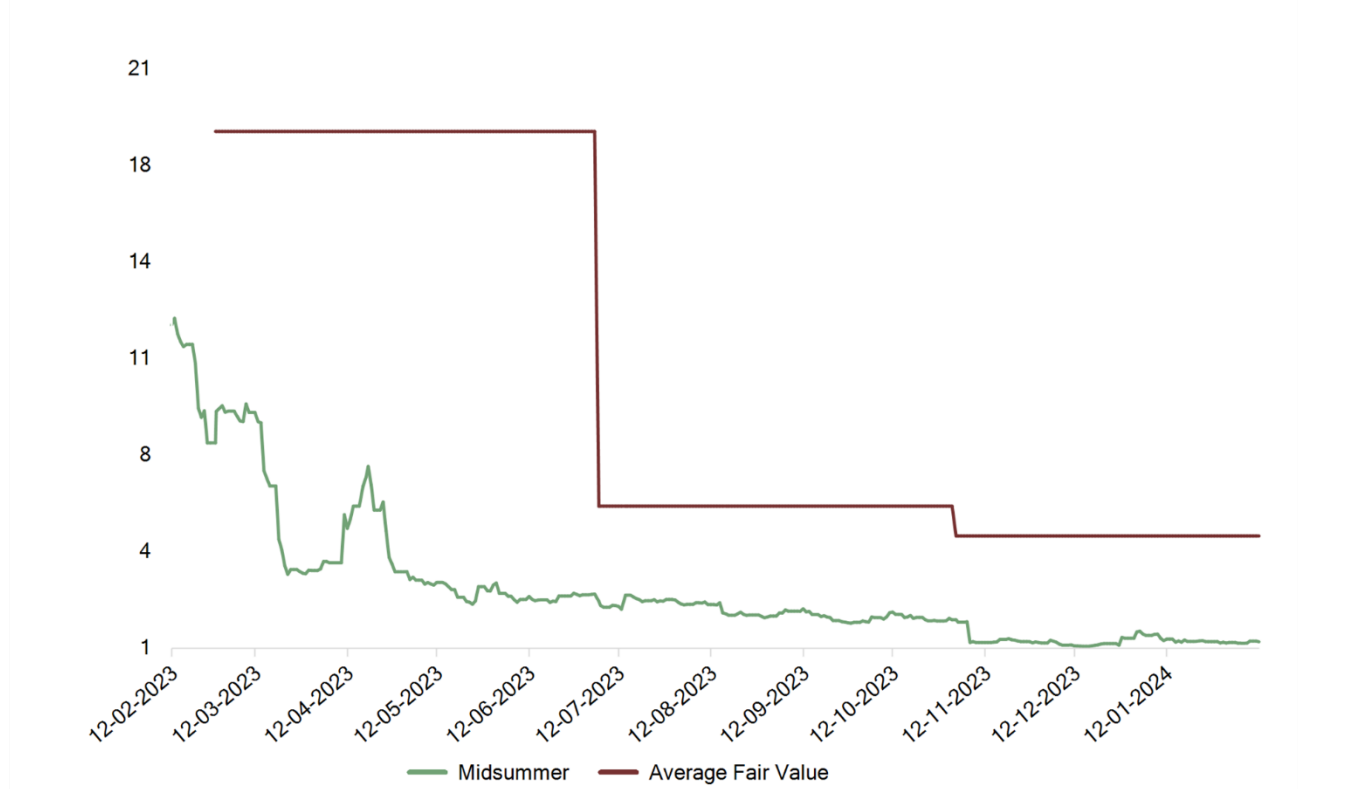
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	8,2x	2,0x	3,6x	4,5x	0,6x	0,8x	0,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	4,7x	4,2x	7,1x	13,0x	2,9x	0,9x	0,6x
EV/EBITDA, justerad	104,0x	Neg.	Neg.	Neg.	-1,8x	-8,4x	262,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	-1,4x	-4,4x	-9,6x
EV	938	501	965	1 024	276	370	370
Aktiekurs	26,8	10,8	15,3	11,5	1,0	1,0	1,0

Källa: Midsummer, Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Midsummer (MIDS SS EQUITY)



Källa: Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

Uppdragsanalys inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAS regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95