



## Penser Access by Carnegie

Halvledare &amp; Halvledarutrustning | Sverige | 02 december 2024

# Midsummer

## En vändpunkt på vägen mot uthållig lönsamhet

### Imponerande stark Q3'24 med stark försäljningsökning och positiv EBITDA

Midsummer rapporterade en imponerande stark Q3'24-rapport. Försäljningen ökade med 130% y/y, och även justerat för den volatila maskinförsäljningen var utvecklingen stark. Försäljningen av solpaneler ökade med 31%, i en marknad som enligt vissa bedömare har halverats, och den olönsamma installationsverksamheten är nu i stort sett eliminerad. Därmed bör den underliggande tillväxten av solpaneler, som vi förväntar oss, påverka försäljningen positivt framöver. Kostnader för produktion har minskat och kostnader för administration och marknadsföring har halverats y/y. EBITDA var därmed positivt för första gången sedan Q1'20. Kassan vid utgången av kvartalet var 39 mkr, vilket vi bedömer kommer att räcka tills bolaget får resterande betalningar från Invitalia på 65 mkr med start i Q2'25, och att fabriken i Italien når lönsamhet.

### Operationella förbättringar har skapat en konkurrenskraftig produkt

Med knappa resurser har bolaget höjt verkningsgraden i solpaneler och sänkt produktionskostnaden. Därmed har produkten blivit prismässigt konkurrenskraftig mot traditionella paneler, vilket tidigare har varit ett svaghetstecken. Enligt bolaget är nu installerad kostnad per KW 20-30% högre än en installation med traditionella kiselpaneler. Vi bedömer att fördelarna med Midsummers paneler som låg vikt, bibehållet tätskikt, bra tålighet mot exempelvis snöskottning, hög estetik och lågt koldioxidavtryck därmed gör produkten likvärdig ur ett kundperspektiv. Detta har kommit betydligt tidigare än vad vi har förväntat, vilket bör ge allt större tillväxtförutsättningar framöver. Traditionella paneler säljs i dag ofta under produktions- och fraktkostnad enligt vår åsikt vilket inte är uthålligt. På sikt ser vi därmed en prismässigt likvärdig produkt.

### Justerade prognoser och motiverat värde, men potentialen större än tidigare

Vi justerar ner våra prognoser då vi skjuter fram full produktionsstart i Italien till Q1'26. Kostnadsbesparingarna är betydande och resultatet är därmed relativt opåverkat. Vi skjuter även bidragsbetalningar från Q4'24 till Q2'25. Med lägre försäljning justerar vi vårt motiverade värde till 2,0-2,7 (2,4-3,2). Vi bedömer potentialen i form av optionsvärden som betydande. Samarbetet med Saab, en eventuell megafabrik i Sverige eller fabriker i andra länder, vilket skapar maskinförsäljning till bruttomarginaler på 50%, kan ge betydande positiva resultat tillskott. Vi väljer att inte ta med dessa möjligheter i vår värdering innan det finns mer fakta att tillgå, men ser samtidigt potentialen som betydande.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	2,0 - 2,7 kr	
Totala intäkter	-12,8%	-54,7%	-23,9%	86	76	230	472	Aktiekurs	1,3 kr	
EBIT, just.	N.m.	N.m.	>100%	9%	-12%	204%	105%	Riskenivå	Hög	
EPS, just.	N.m.	N.m.	>100%	EBITDA, just.	-131	-55	-15	50	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-180	-66	-29	36		
Q4 - rapport	27 februari 2025			EPS, just.	-1,8	-0,4	-0,2	0,2		
Q1 - rapport	30 maj 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	1,7	0,7	0,7	0,8		
Antal aktier	210m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Börsvärde	278			EBIT-marg. just.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8%		
Nettoskuld	213			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	20,9%		
EV	491			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	9,4%		
Free float	64%			EV/Sales	6,4x	7,6x	2,2x	1,1x		
Daglig handelsvolym, snitt	356k			EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	9,9x		
Bloomberg Ticker	MIDS SS EQUITY			EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	13,7x	<b>Intressekonflikter</b>	
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	8,5x	Yes	No
Örjan Rödén				P/EK	0,7x	2,0x	1,9x	1,7x	Likviditetsgarant	✓
orjan.roden@carnegie.se				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	9%	Certified adviser	✓
				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	4,4x	3,9x	Transaktioner 12m	✓

## Investment case

Vi bedömer att efterfrågan på förnyelsebar energi kommer att vara fortsatt stark på grund av högre elpriser i Europa relativt historien, undantaget det extrema året 2022, vilket skapar finansiella incitament, utöver de miljömässiga skälen, 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 Sverige 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 solcellsföretag i OECD-området genom att vara en produktleverantör och inte en installatör. Bolaget producerar en speciell form av solceller, tunnfilmssolceller, som skiljer sig markant från traditionella solpaneler vad gäller produktion och transport. Midsummer producerar lokalt och med begränsad energi- och materialåtgång. Detta ger 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 på 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 som främst vänder sig mot privatmarknaden. "Bold" är för närvarande den mest efterfrågade produkten på marknaden. Den lätta konstruktionen möjliggör installationer på vecka 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 jämfört med en installation av traditionella paneler, på grund av enklare installation och mindre materialkostnader, utöver själva kostnaden för panelen.

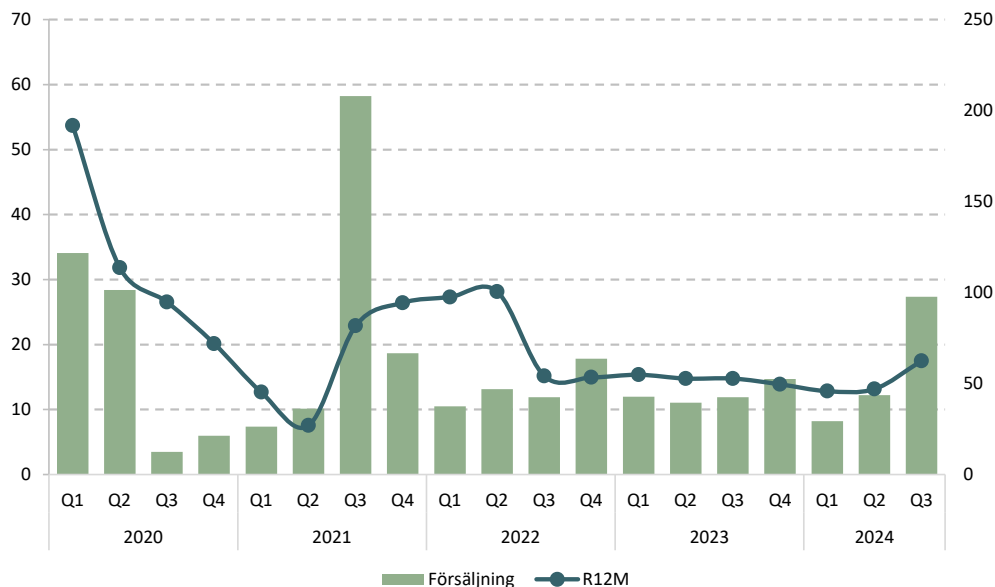
## Värdering

Vi värderar Midsummer med en EV/S-multipel på 4,2x baserat på försäljningen framåtblickande R12M, diskonterat till nuvärde med en WACC på 15%. EV/S-multipeln är i linje med större bolag noterade i USA. Midsummer är i dag 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 denna typ av företag, även om affärsmodellen skiljer sig väsentligt från jämförelsegruppen. För den övre delen av intervallet utgår vi från våra nuvarande prognoser och för den lägre delen av intervallet utgår vi från en försäljning som är 20% lägre än våra prognoser, för att reflektera risken i att bolaget inte förmår skala upp produktionen i den takt som vi förväntar oss.

## Kvartalet i korthet

Midsummer rapporterade en i våra ögon imponerande stark Q3'24-rapport. Försäljningen ökade med 130% y/y, och även justerat för den volatila maskinförsäljningen var utvecklingen stark.

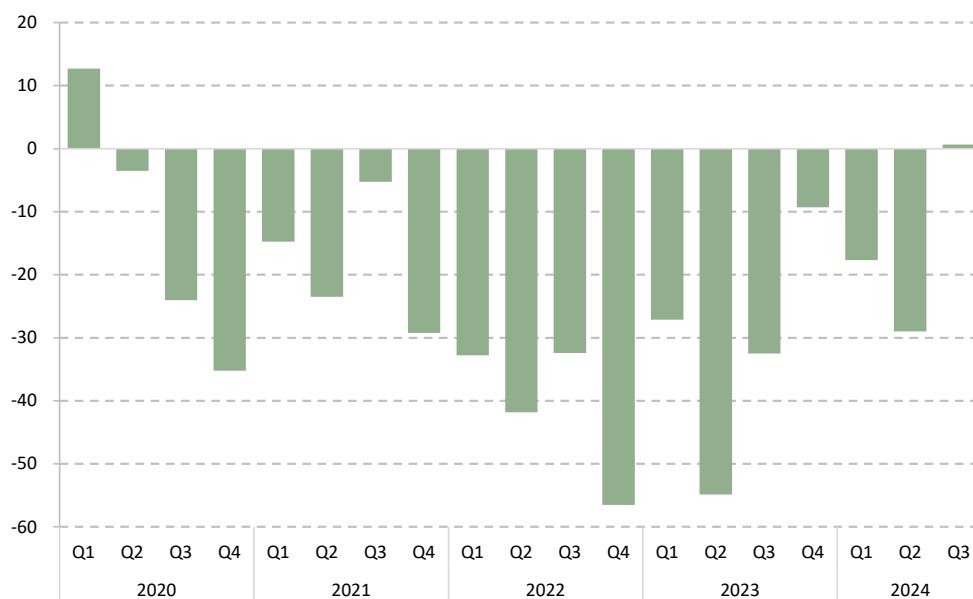
Figur 1: Försäljning, kvartalsvis och R12M



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Försäljningen av solpaneler ökade med 31%, i en marknad som enligt vissa bedömare har halverats, och den olönsamma installationsverksamheten är nu i stort sett eliminerad. Därmed bör den underliggande tillväxten av solpaneler, som vi förväntar oss, påverka rapporterad försäljning positivt framöver. Bruttoresultatet uppgick till 15 mkr, drivet av lägre produktionskostnader för solceller och maskinförsäljning. Även justerat för maskinförsäljningen bedömer vi att bruttoresultatet var positivt, 7 mkr, vilket kan jämföras med Q3'23 på -9 mkr. För 9m'24 var bruttoresultatet positivt, 6 mkr, vilket kan jämföras med -42 mkr i 9m'23. Detta visar tydligt på den förbättring som bolaget har genomfört i sin produktion, på kort tid och med knappa resurser. Även fasta kostnader för administration och marknadsföring har halverats y/y. EBITDA var därmed positivt för första gången sedan Q1'20.

Figur 2: EBITDA



Källa: Penser by Carnegie, Bolagsrapporter

Kassan vid utgången av kvartalet var 38 mkr, vilket vi bedömer kommer att räcka till att bolaget får resterande betalningar från Invitalia på sammanlagt 65 mkr med start i Q2'25.

### Prognoser och värdering

Vi justerar ner våra prognoser då vi skjuter fram full produktionsstart i Italien till Q1'26. Kostnadsbesparingarna är betydande och resultatet är därmed relativt opåverkat. Vi skjuter även bidragsbetalningar från Q4'24 till Q2'25. Med lägre försäljning justerar vi vårt motiverade värde till 2,0-2,7 (2,4-3,2). Vi bedömer potentialen i form av optionsvärden som betydande. Samarbetet med Saab, en eventuell megafabrik i Sverige eller fabriker i andra länder, vilket skapar maskinförsäljning till bruttomarginaler på 50%, kan ge betydande positiva resultattillskott. Vi väljer att inte ta med dessa möjligheter i vår värdering innan det finns mer fakta att tillgå, men ser samtidigt potentialen som betydande.

Figur 3: Beräkning motiverat värde, nedre del av intervall

Försäljning 12M FW, mkr	166
EV/S multipel	4,2
Företagsvärde 2024e, mkr	695
Nettoskuld 2024e, mkr	-219
Värde, mkr	476
WACC	15,0%
Diskonterat värde idag, mkr	414
Aktier, m	209,7
<b>Värde per aktie</b>	<b>2,0</b>

Källa: Bolaget, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 4: Beräkning motiverat värde, övre del av intervall

Försäljning 12M FW, mkr	207
EV/S multipel	4,2
Företagsvärde 2024e, mkr	869
Nettoskuld 2024e, mkr	-219
Värde, mkr	650
WACC	15,0%
Diskonterat värde idag, mkr	565
Aktier, m	209,7
<b>Värde per aktie</b>	<b>2,7</b>

Källa: Bolaget, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 5: Känslighetsanalys motiverat värde

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

Källa: Bolaget, FactSet, Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>184</b>	<b>72</b>	<b>94</b>	<b>53</b>	<b>50</b>	<b>65</b>	<b>220</b>	<b>461</b>
Övriga rörelseintäkter	17	38	42	26	36	11	11	11
<b>Totala intäkter</b>	<b>201</b>	<b>110</b>	<b>136</b>	<b>79</b>	<b>86</b>	<b>76</b>	<b>230</b>	<b>472</b>
Kostnad sålda varor	-107	-41	-92	-92	-35	-51	-101	-270
<b>Bruttoresultat</b>	<b>94</b>	<b>69</b>	<b>44</b>	<b>-13</b>	<b>51</b>	<b>25</b>	<b>130</b>	<b>202</b>
Övriga rörelsekostnader	-85	-119	-117	-143	-182	-80	-144	-152
<b>EBITDA</b>	<b>9</b>	<b>-50</b>	<b>-73</b>	<b>-59</b>	<b>-131</b>	<b>-80</b>	<b>50</b>	<b>50</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	97	0	-25	65	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>9</b>	<b>-50</b>	<b>-73</b>	<b>-155</b>	<b>-131</b>	<b>-55</b>	<b>-15</b>	<b>50</b>
Avskrivningar	-32	-15	-24	-15	-49	-11	-14	-14
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-23</b>	<b>-65</b>	<b>-97</b>	<b>-171</b>	<b>-180</b>	<b>-66</b>	<b>-29</b>	<b>36</b>
<b>EBIT</b>	<b>-23</b>	<b>-65</b>	<b>-97</b>	<b>-74</b>	<b>-180</b>	<b>-91</b>	<b>36</b>	<b>36</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-23</b>	<b>-65</b>	<b>-97</b>	<b>-171</b>	<b>-180</b>	<b>-66</b>	<b>-29</b>	<b>36</b>
Finansnetto	-12	-18	-19	4	-24	-10	-3	-3
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-35</b>	<b>-82</b>	<b>-116</b>	<b>-70</b>	<b>-204</b>	<b>-101</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-35</b>	<b>-82</b>	<b>-116</b>	<b>-167</b>	<b>-204</b>	<b>-76</b>	<b>-32</b>	<b>33</b>
Total skatt	-5	0	1	1	3	0	0	0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-40</b>	<b>-82</b>	<b>-116</b>	<b>-69</b>	<b>-201</b>	<b>-101</b>	<b>33</b>	<b>33</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-40</b>	<b>-82</b>	<b>-116</b>	<b>-165</b>	<b>-201</b>	<b>-76</b>	<b>-32</b>	<b>33</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	-45%	24%	-42%	9%	-12%	204%	105%
Bruttomarginal	50,9%	96,1%	46,9%	Neg.	N.m.	38,1%	58,9%	43,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8%
EPS, justerad	-1,30	-1,77	-1,95	-2,44	-1,79	-0,36	-0,15	0,16
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-23	-65	-97	-74	-180	-91	36	36
Övriga kassaflödesposter	19	-8	6	-78	2	1	11	11
Förändringar i rörelsekapital	-69	-7	28	43	107	79	-8	3
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-73</b>	<b>-80</b>	<b>-63</b>	<b>-109</b>	<b>-71</b>	<b>-11</b>	<b>40</b>	<b>49</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-31	-29	-90	-42	-44	-35	-20	-15
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-14	-24	-25	-20	-20	-20	-20	-10
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-45</b>	<b>-53</b>	<b>-115</b>	<b>-62</b>	<b>-64</b>	<b>-55</b>	<b>-40</b>	<b>-25</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-118</b>	<b>-133</b>	<b>-179</b>	<b>-171</b>	<b>-135</b>	<b>-66</b>	<b>0</b>	<b>24</b>
Nyemission / återköp	0	248	126	0	168	63	0	0
Övriga poster	176	-9	-7	13	-15	-3	0	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>176</b>	<b>239</b>	<b>119</b>	<b>13</b>	<b>153</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>58</b>	<b>106</b>	<b>-60</b>	<b>-158</b>	<b>18</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>24</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>111</b>	<b>-2</b>	<b>56</b>	<b>243</b>	<b>216</b>	<b>219</b>	<b>219</b>	<b>195</b>

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	31	45	53	54	53	53	53	43
Materiella anläggningstillgångar	36	67	142	137	176	200	206	207
Övriga anläggningstillgångar	25	15	12	21	19	19	19	19
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>93</b>	<b>127</b>	<b>208</b>	<b>213</b>	<b>248</b>	<b>272</b>	<b>278</b>	<b>269</b>
Varulager	24	27	30	20	31	26	55	115
Kundfordringar	6	23	23	3	11	10	33	69
Övriga omsättningstillgångar	118	126	71	223	207	87	77	77
Likvida medel och kortfristiga placeringar	111	218	159	2	21	15	14	38
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>259</b>	<b>393</b>	<b>283</b>	<b>249</b>	<b>270</b>	<b>138</b>	<b>179</b>	<b>300</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>461</b>	<b>518</b>	<b>410</b>	<b>458</b>	<b>569</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	100	256	253	175	195	137	150	162
<b>Summa eget kapital</b>	<b>100</b>	<b>256</b>	<b>253</b>	<b>175</b>	<b>195</b>	<b>137</b>	<b>150</b>	<b>162</b>
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	208	10	210	207	207	207
Långfristiga leasingsskulder	0	0	0	15	10	10	10	10
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	2	3	3	3	3
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>215</b>	<b>209</b>	<b>208</b>	<b>27</b>	<b>223</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>220</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	8	6	8	215	9	9	9	9
Leverantörsskulder	16	34	10	21	16	16	55	115
Kortfristiga leasingsskulder	-	-	-	5	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	12	14	13	18	68	20	16	55
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>36</b>	<b>55</b>	<b>30</b>	<b>259</b>	<b>100</b>	<b>53</b>	<b>88</b>	<b>187</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>352</b>	<b>520</b>	<b>491</b>	<b>461</b>	<b>518</b>	<b>410</b>	<b>458</b>	<b>569</b>

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	-45%	24%	-42%	9%	-12%	204%	105%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	50,9%	96,1%	46,9%	Neg.	N.m.	38,1%	58,9%	43,8%
EBITDA-marginal	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	22,9%	10,8%
EBITDA-marginal, justerad	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10,8%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	16,5%	7,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,8%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	7,1%

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	21%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	10%

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	12%	24%	22%	26%	36%	34%	24%	24%
Kundfordringar / totala intäkter	3%	21%	17%	4%	13%	13%	14%	15%
Leverantörsskulder / KSV	15%	83%	11%	23%	45%	32%	54%	43%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	19%	34%	15%	>100%	46%	34%	49%	44%
Rörelsekapital / totala intäkter	60%	>100%	74%	>100%	>100%	>100%	41%	19%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,2x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,6x	1,2x

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	111	-2	56	243	216	219	219	195
Soliditet	29%	49%	51%	38%	38%	33%	33%	29%
Nettoskulsättningsgrad	1,1x	0,0x	0,2x	1,4x	1,1x	1,6x	1,5x	1,2x
Nettoskuld / EBITDA	12,3x	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	4,4x	3,9x

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-1,30	-1,77	-1,95	-1,01	-1,79	-0,48	0,16	0,16
EPS, justerad	-1,30	-1,77	-1,95	-2,44	-1,79	-0,36	-0,15	0,16
FCF per aktie	-3,82	-2,85	-3,01	-2,53	-1,20	-0,31	0,00	0,11
Utdelning per aktie	0,00	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	1,73	0,65	0,71	0,77
Antal aktier vid årets slut, m	30,9	46,6	59,4	67,7	112	210	210	210
Antal aktier efter utspädning, snitt	30,9	46,6	59,4	67,7	112	210	210	210

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

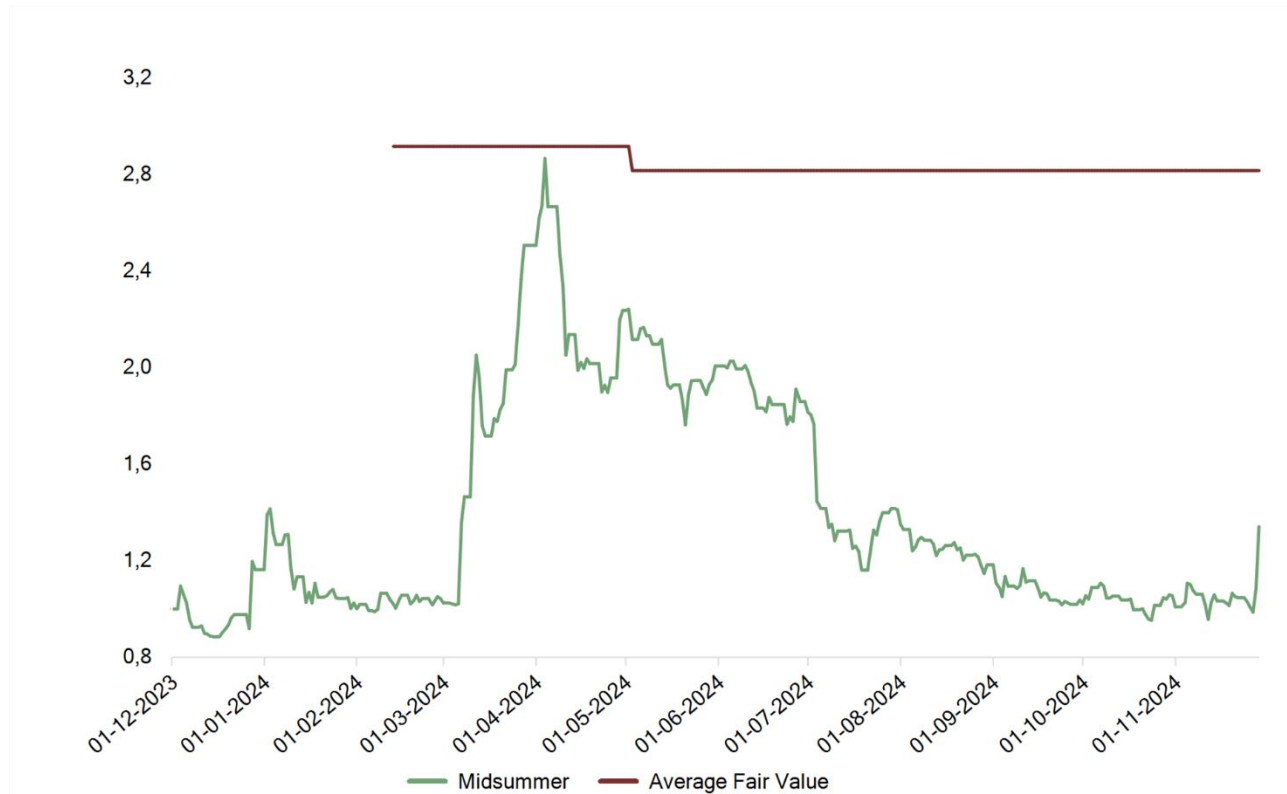
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8,5x
P/EK	8,2x	2,0x	3,6x	4,5x	0,7x	2,0x	1,9x	1,7x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	11,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9%
Direktavkastning	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	5,1x	7,0x	10,2x	19,2x	6,4x	7,6x	2,2x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	100x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	9,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,7x
EV	938	501	965	1 024	320	491	491	491
Aktiekurs	26,8	10,8	15,3	11,5	1,2	1,3	1,3	1,3

Källa: Midsummer, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Midsummer (MIDS SS EQUITY)



Källa: Penser by 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 analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie 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 företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## 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 här, 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, analytikers rapporteringslinjer och analytikers 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 följdskada, 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 analytikers 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