

Powercell

Sektor: Industrial Goods & Services

Boschavtalet lyfter Powercell

Avtalet med Bosch har tveklöst flera mycket positiva förtecken. Dels bekräftar det själva produkten. S-3 stacken är visserligen inte färdigutvecklad men Bosch om någon borde ha kompetensen att bedöma teknologin och dess kommersiella förutsättningar. Sedan förbättras möjligheterna att kommersialisera stacken givetvis markant då Bosch själva kommer sälja och tillverka den globalt. Dessutom får Powercell drygt 500 MSEK i förskotts betalning, vilket gör att risken för nyemission nu är helt borta.

Fördubblat bolagsvärde

Nuvarande börsvärde på Powercell, cirka 5 mdr SEK, är dock en väldigt stor kostym att fylla. Vi säger inte att det är omöjligt, men kräver ganska vågade antaganden om framtida vinster. Vi tror verkligen att Powercell kommer att lyckas, men det är många år kvar till dess att intjäningen matchar dagens värdering. Vi har i denna update försökt sätta siffror på Bosch-affären. Givetvis handlar det om grova skattningar, men det ger förhoppningsvis en utgångspunkt för att börja räkna på vad den kan vara värd för Powercell.

Q1-rapport

Utfallet i Q1-rapporten var en aning ljummet. Drygt 9 MSEK i nettoomsättning är visserligen en ökning Y/Y, men jämfört med fjolårets årstakt (60 MSEK) är det klart lägre. EBIT: minus 20 MSEK ligger på samma nivå som i Q1-18. Vi tror fortfarande att Powercells försäljning till fordonssektorn i Kina kommer att ta fart. Bolaget har som bekant ett antal kunder som testar deras S2-stack. Myndigheterna i Kina är på väg att strypa subventionerna till rena batteribilar, vilket också bör vara klart gynnsamt för efterfrågan på bränslecellsfordon.

Höjda prognoser och värdering

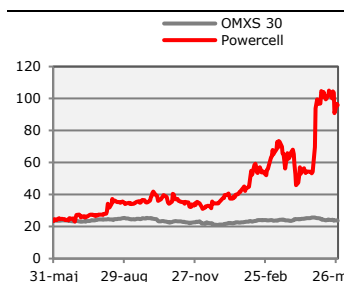
Våra prognoser består nu av två olika delar. Dels Powercells egna försäljning (vid sidan av Bosch-affären) och dels licensintäkterna som väntas komma från år 2022. På längre sikt tror vi att licensintäkterna kan bli lika stora som resultatet i den övriga verksamheten. Potentialen är betydande och höjer motiverat värde i vårt Base case till omkring 60 SEK per aktie (tidigare 28 SEK). Hela vårt värderingsintervall har flyttats uppåt: 35-80 SEK per aktie (tidigare: 10-53 SEK).

NYCKELTAL (MSEK)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
Net sales	37	61	80	150	360	576
EBITDA	-61	-55	470	-26	50	99
EBIT	-67	-61	465	-33	41	86
EPS (adj.)	-1,3	-1,2	9,0	-0,6	0,8	1,8
EV/Sales	49,2	29,2	43,9	23,8	9,9	6,1
EV/EBITDA	-29,8	-32,2	7,5	-135,6	71,8	35,5
EV/EBIT	-27,0	-29,0	7,6	-109,7	86,8	40,6
P/E	-30,3	-30,2	10,4	-163,0	110,7	51,9

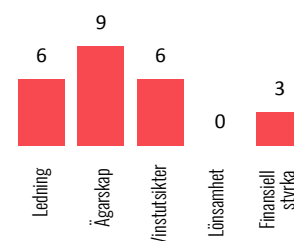
FAIR VALUE RANGE

BEAR	BASE	BULL
35,0	60,0	80,0

PCELL.ST VERSUS OMXS30



REDEYE RATING



FAKTA

Ticker	PCELL.ST
Lista	Nasdaq
Aktiekurs (SEK)	88,0
Börsvärde (MSEK)	4567
Nettokassa 19E (MSEK)	588
Free Float	68 %
Dagl oms. ('000)	400

ANALYTIKER

Henrik Alveskog
 henrik.alveskog@redeye.se
 Havan Hanna
 havan.hanna@redeye.se

Boschavtalet lyfter Powercell

Det nya samarbetsavtalet med Bosch kom verkligen lägligt efter att Nikola Motors strax innan meddelat att de inte tänker använda Powercells stack vid serieproduktion. Från att osäkerheten var total och frågetecknen hopade sig, så kom åtminstone ett klart besked kring S-3 stackens framtid: att det blir Bosch som lanserar den mot fordonssegmentet. Bosch kommer stå för försäljning och tillverkning på global basis. Det innebär utan tvekan att förutsättningarna att nå ut på marknaden har förbättrats avsevärt. Samarbetet löper fram till år 2029. Vad som sker därefter är givetvis svårt att veta. Oavsett hur kontraktet ser ut idag.

Avtalet med Bosch ger Powercell en "förskottsbetalning" på 50 MEUR och därtill royalties på framtida intäkter. Affären är fullt logisk ur ett industriellt perspektiv, men kom ändå som en överraskning för oss. Dels att den kom på plats redan nu och dels att den initiala betalningen var så pass stor. Men det är ju i sammanhanget positiva överraskningar. Och som sagt en bekräftelse på att Bosch verkligen tror på och satsar på Powercells S3-stack.

Utvecklingsarbetet innebär förvisso fortsatta kostnader. Vilka belopp det kan handla om för Powercells del känner vi inte till. Men nu kommer de åtminstone dela på kostnaderna med Bosch, som också bidrar med ingenjörskompetens. Eftersom Powercell själva skall sälja S3-stacken till andra kundgrupper (stationärt, marint, tåg, arbetsmaskiner), så innebär samarbetet med Bosch att de får hjälp med en del av utvecklingsarbetet.

Jämfört med situationen innan har förutsättningarna förbättrats och en del av osäkerheten reducerats. Men här finns fortfarande ett antal osäkra variabler och sannolikt ganska lång tid kvar innan vi får några säkra svar. Exempelvis skall följande beaktas:

Förutsättningarna har förbättrats radikalt

Men stor osäkerhet kring flera variabler

- Bosch siktar på att serieproduktion av S3-stacken skall starta senast år 2022. Det kan möjligen ske något år tidigare, men intäkter från royalties ligger ändå flera år framåt i tiden.
- Storleksordningen på royaltyintäkterna (per såld enhet) är okända för oss. De är sannolikt även varierande beroende på volym och kanske även i tiden. Bosch har förmodligen inget eget intresse av att dessa uppgifter skall offentliggöras. Förhoppningsvis kan Powercell se till att de ändå gör det. Annars kommer det ta många år innan vi kan utläsa det ur räkenskaperna.
- Affären med Bosch avser enbart S3-stacken och fordonsbranschen. Den stack som utvecklas inom Autostack Industrie berörs ej, enligt Powercell. Kommer bolaget kunna köra vidare på två olika fronter med produkter som riktar sig till samma kategori av slutanvändare? Det låter som en stor utmaning, både tekniskt och kommersiellt.

Nästa partner: Siemens?

Bosch äger alltså rättigheterna att sälja S3-stacken till kunder inom fordonssegmentet, men inte till stationära eller marina applikationer. Powercell har som bekant ett par olika samarbetsprojekt på den marina sidan. Dels som partner i Hyon med de norska bolagen NEL och Hexagon Composites och dels ett MoU med tyska Siemens. Huruvida avtalet med Bosch komplicerar situationen eller banar väg för ett avtal även på den marina sidan, kan vi inte avgöra. Men vi skulle inte bli helt förvånade om Powercell och Siemens kommer göra ett liknande avtal (som Bosch och Powercell) för applikationer på fartygssidan.

Prognoser och värdering

Kraftigt höjda
prognoser

Våra prognoser har nu främst justerats med anledning av Bosch-affären som ger både en engångsintäkt om 50 MEUR nu i år och på sikt väntas ge betydande royalty intäkter. Vad gäller den långsiktiga intjäningen har vi därför höjt våra förväntningar. Beträffande Powercells övriga verksamhet har vi däremot sänkt våra tillväxtprognoser kortsiktigt, främst då det har varit ganska tyst från den kinesiska kunden Wuhan Tiger.

Antaganden för Bosch-affären

Även om oddsen att nå marknaden med S3-stacken har förbättrats avsevärt och den totala risken därmed har reducerats, så finns fortfarande flera stora osäkra variabler i ekvationen. Den enda siffra vi med säkerhet känner till är den initiala betalningen om 50 MEUR. Hur väl Bosch kommer att lyckas sälja systemet och hur stor del som tillfaller Powercell genom royalties, vet vi inte. Tabellerna nedan illustrerar de antaganden vi har gjort för vår värdering.

Dessa siffror skall betraktas som någon form av kvalificerad gissning som vi garanterat kommer få revidera flera gånger framöver. Förhoppningsvis kan de i nuläget åtminstone ligga till grund för en någorlunda realistisk räkneövning. På nästa sida följer ett resonemang om hur vi kommit fram till respektive antagande. I korta drag är dessa:

- Årlig global totalmarknad år 2030: 8 miljoner bränslecellsfordon. Vi antar i genomsnitt 1,5 stycken stackar (i S3-storlek) per fordon. För personbil en stack och för tunga lastbilar tre stycken. Totalt 12 miljoner stackar år 2030.
- Vi antar att cirka hälften av den globala marknaden blir tillgänglig för utomstående Tier 1 leverantörer, medan den andra halvan tillverkas in-house av OEM.
- Bosch har cirka 17 procent av den tillgängliga marknaden år 2030 (1 miljon stackar).
- Vi uppskattar S3-stackens leveransvärde till cirka 26 000 SEK per styck. Med 1 miljon stackar blir intäkterna till Bosch motsvarande cirka 26 mdr SEK år 2030. För Bosch del är den totala affären dock väsentligt större då de säljer hela drivlinan, där S3-stacken bara är en del.
- Powercells royaltysats uppskattas till cirka 1,5 procent av ovanstående värde, dvs Bosch intäkter relaterade till stacken. Det motsvarar 390 SEK per stack och år 2030 får Powercell då 390 MSEK i royalties.

Bosch-affären

År	2022	2024	2026	2028	2029	2030
<u>Antaganden</u>						
Total global marknad, antal FCEV						8 000 000
Antal stackar (1,5 per fordon i genomsnitt)						12 000 000
Tillgänglig marknad för Tier 1 (50%), antal stackar						6 000 000
Bosch antal S3-stackar	10 000	60 000	200 000	600 000	800 000	1 000 000
Andel av tillgänglig marknad						17%
Pris per styck, SEK	26 000	26 000	26 000	26 000	26 000	26 000
Bosch intäkter (S3-stacken), MSEK	260	1 560	5 200	15 600	20 800	26 000
Royalty per styck, SEK	390	390	390	390	390	390
Total royalty till Powercell, MSEK	4	23	78	234	312	390
Royalty, % av Bosch intäkter	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%

Källa: Redeye Research

Kommentarer till prognoserna för Bosch-affären

I tabellen ovan har vi penslat in siffror till och med år 2030. Avtalet mellan Powercell och Bosch sträcker sig till år 2029. Ingen vet vad som sker därefter. Powercell kan mycket väl vara uppköpt eller ingå i en annan konstellation vid det laget. Vi räknar för enkelhetens skull med att avtalet förlängs, men att royalty-intäkten inte ökar utan är konstant 390 MSEK per år därefter.

Antaganden för totalmarknad och Bosch andelar

Den totala marknaden för elfordon kommer växa kraftigt de kommande åren. Fram till år 2030 spretar givetvis prognoserna rejält, men flera bedömningar ligger i intervallet 30-40 miljoner tillverkade elfordon per år (personbilar och kommersiella fordon). Bosch uppger själva att de räknar med att omkring 20 procent av dessa blir så kallade FCEV (Fuel Cell Electric Vehicle).

Det skulle i så fall ge en totalmarknad omkring 8 miljoner tillverkade FCEV år 2030. Därifrån har vi gjort en grov skattning om antal stackar per bil där penetrationen på tyngre fordon sannolikt blir större än för personbilar. Vi har också antagit att bara hälften av den totala marknaden blir tillgänglig för utomstående leverantörer. Ett flertal fordonstillverkare har som bekant redan egen utveckling och tillverkning av bränsleceller, Toyota, Hyundai med flera.

Vi har antagit att Bosch tar 15-20 procent av den tillgängliga marknaden (17 procent år 2030 mest för att få en jämn siffra). Bosch är världens största underleverantör till fordonsindustrin, men har definitivt inte 17 procent av den globala marknaden. Det aktuella marknadssegmentet kring bränsleceller kommer dock med stor sannolikhet vara mer konsoliderat jämfört med den totala marknaden.

Leveransvärde och royalty

Powercell kommer erhålla en royalty som är baserad på Bosch intäkter från kommande försäljning av S3-stacken. Givetvis vet ingen i dagsläget vad priset kommer vara då lanseringen sker först om några år. Vi vet heller inte hur bolagen kommer skilja ut värdet på stacken från de övriga delarna som Bosch levererar till kunden. Men det har de säkert löst. Vår beräkning av framtida priser baserar vi på bedömningar som US Department of Energy (DOE) gör avseende tillverkningskostnader för bränsleceller. De publicerar löpande och detaljerade beskrivningar. Se exempelvis:

https://www.energy.gov/sites/prod/files/2018/04/f51/fcto_webinarslides_2018_costs_pem_fc_autos_trucks_042518.pdf

DOE bedömer att tillverkningskostnaderna skall ner mot 40 USD/kW. Det är beräknat på en 80 kW stack vid volymproduktion. För 100 kW således motsvarande omkring 40 000 SEK. Vi antar också att försäljningspriset är 30 procent över tillverkningskostnaden, alltså 30 procent bruttomarginal för Bosch. De delar som innefattas i denna kostnadskalkyl inkluderar även vissa andra komponenter och delsystem, kompressor, ventiler mm. Hur kostnaderna fördelar sig vet vi inte så exakt. Vi antar att stacken utgör cirka hälften av försäljningsvärdet som i detta fall blir 26 000 SEK.

DOE Target	USD 40/kW
100 kW USD	4 000
100 kW SEK	40 000
Mark-up (30%)	52 000
Stack 50% av total	26 000

Royalties

Royalty avtalet är med all säkerhet inte så enkelt som vi har skissat på. Men vi ökar knappast precisionen med att komplicera kalkylen ytterligare. Vi har antagit att Powercell får motsvarande 1,5 procent av försäljningsvärdet på S3-stacken, oavsett volymer och annat.

Vår uppskattning baseras på en bedömning om hur mycket Bosch rimligen kan "dela med sig av resultatet". För en underleverantör till fordonsindustrin är 10 procent EBIT-marginal riktigt bra. En royaltysats på 1,5 procent innebär att man då "delar med sig" 15 procent av resultatet. För en kritisk del av systemet tror vi att det kan vara rimligt, men tror knappast att det kan vara så mycket mer.

Bosch har för övrigt själva ett mål på 7 procent EBIT-marginal och har de senaste två åren haft 6-7 procent på koncernnivå, aningen högre inom Automotive. Med en stark position i ett kraftigt växande marknadssegment är deras lönsamhetsmål för bränslecellssystem antagligen högre än 7 procent. De siktar kanske på 10 procent eller en bit däröver. Men det kommer antagligen krävas skapliga volymer som ligger ett antal år framåt i tiden.

Beträffande storleken (procentsatsen) på den royalty som Powercell kommer få så hoppas vi att bolaget kommer ge någon form av indikation inom en nära framtid. Detta är trots allt en variabel som inte behöver vara okänd.

Övriga affärer

Vi räknar fortfarande med att huvuddelen av intäkterna under de närmaste 2-3 åren kommer från den kinesiska fordonsindustrin. Vid sidan av Wuhan Tiger finns även en handfull företag som testar S2-stacken. Exempelvis China Fuel Cell Energy Company. Därutöver finns som bekant även andra affärsmöjligheter i bland annat Sydkorea, Japan etc. För att våra prognoser skall infrias kommer det krävas ett flertal affärer av dignitet. Vi bedömer att Powercell har en produktionskapacitet som i huvudsak täcker behovet 2019-20, men behöver öka kapaciteten år 2021.

Powercells intäkter väntas komma från försäljning av bränslecellsstackar. De närmaste åren ligger tyngdpunkten på S2-stacken men långsiktigt tror vi att S3-stacken blir den viktigaste. I tabellen nedan anger vi antaganden för antal och snittpriser som ligger till grund för våra intäktsprognoser. Många av affärerna inkluderar idag anpassningar och ingenjörsarbete vilket gör att snittpriserna är mycket högre än vid en normal serieleverans. Tyvärr har Powercell inte rapporterat antal sålda enheter så även våra siffror för tidigare år är kvalificerade gissningar.

Prognoser						
MSEK	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Uppskattat antal bränslecellstackar	25	60	100	200	500	3000
Snittpris per stack (000)	480	600	600	400	300	120
Nettoomsättning	12	36	60	80	150	360
Övriga intäkter				535		
KSV	-9	-26	-37	-52	-98	-234
Bruttoresultat	3	11	23	563	53	126
Admin & försäljning	-6	-19	-31	-38	-45	-50
FoU	-72	-68	-74	-74	-50	-40
Övriga intäkter & kostnader	9	10	22	549	10	5
EBIT	-66	-67	-61	465	-33	41
Tillväxt, top-line	n.m.	200%	67%	33%	88%	140%
Bruttomarginal	24%	31%	39%	35%	35%	35%
EBIT-marginal	neg	neg	neg	neg	neg	11%

Källa: Powercell, Redeye Research

Vad gäller antaganden kring bruttomarginaler och kostnader gör vi inga större förändringar jämfört med tidigare. Vi tror att bruttomarginalen kan hamna omkring 35 procent när bolaget har kommit upp i volym. Det motsvarar ungefär den nivå som många andra tillverkande industrier med en god teknikhöjd håller. Engångsbetalningen från Bosch ligger i posten "Övriga intäkter & kostnader".

Vad som är avgörande för värdet på bolaget ligger dock bortom de närmaste åren. Det är istället vad som kan förväntas fram emot åren 2025-2030 då royaltyintäkter och den övriga verksamheten kan väntas ge riktigt stora vinster. I tabellen nedan återges våra prognoser för perioden fram till 2030. Royaltyintäkterna utgör här omkring hälften av Powercells resultat och ungefär lika mycket av bolagets värde.

Prognoser					
MSEK	2022	2024	2026	2028	2030
Nettoomsättning	576	1060	1402	1854	2451
EBIT (exkl royalty)	86	159	210	278	368
Royaltyintäkter	4	23	78	234	390
Resultat före skatt	93	186	293	519	768

Källa: Redeye Research

Royalties omkring hälften av resultatet år 2028-30

Värdering

Motiverat värde:
~60 SEK per aktie

Vår kassaflödesmodell ger ett indikativt värde omkring 3 mdr SEK, eller **60 kronor per aktie**. Innan avtalet med Bosch var motsvarande värde 28 SEK per aktie. Inklusive engångsbetalningen från Bosch har alltså värdet i princip fördubblats jämfört med innan.

Powercells nuvarande börsvärde, som är omkring 5 mdr SEK, intecknar ännu större framgångar än vi har räknat med. Och det är naturligtvis inte helt omöjligt. Om exempelvis royaltyintäkterna blir dubbelt så stora som vi har räknat med. Med tanke på att någon form av stabil intjäning som matchar dagens värdering ligger flera år framåt i tiden ser vi dock en klar risk för att aktien kommer falla tillbaka från nuvarande nivåer.

Våra långsiktiga antaganden för tillväxt och lönsamhet är:

- 15% årlig genomsnittlig tillväxt under perioden 2023-2033. Därefter 2% årlig tillväxt (så kallat Terminal value).
- 15% genomsnittlig EBIT-marginal (exklusive royalty) från år 2023.

WACC

WACC: 13,0%

Vi använder ett avkastningskrav (WACC) om 13% (tidigare 13,5%). Skillnaden beror på en betydligt starkare balansräkning efter Bosch-affären. Vår WACC räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagsspecifika risken och beror allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning. Aktiens likviditet och volatilitet ingår däremot inte i dessa kriterier, vilket skiljer vår beräkning av WACC från de flesta andras.

Scenarios

Vårt huvudscenario, som i tabellen nedan återges under rubriken Base Case, är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde **omkring 60 SEK per aktie**. Som vi har påtalat tidigare är det svårt att förutsäga både marknaden för bränsleceller totalt sett och hur väl Powercell kommer att lyckas. Det finns definitivt möjlighet att det går väsentligt mycket bättre, men också sämre än utfallet i vårt huvudscenario. Vi har därför skissat på ett par scenarier som åskådliggör sådana utfall.

Bull Case

Starkare tillväxt och högre royalties

I vårt så kallade Bull case antar vi en högre tillväxttakt i bolagets egen verksamhet samt högre royaltyintäkter. Det kan bli fallet om övergången till vätgassamhället kommer snabbare än vi räknat med och/eller konkurrensen inte blir så omfattande. Royaltyintäkterna kan bli högre från Bosch och/eller komma från annat håll, exempelvis Siemens inom marina applikationer. Motiverat värdet i detta scenario blir **cirka 80 kronor per aktie**. Skillnaderna mellan Bull och Base case är främst:

- Tillväxt år 2023-33: 20% (vs 15% i Base case)
- Royalties år 2030: 507 MSEK per år (30% högre än i Base case)

Bear Case

Lägre tillväxt och lönsamhet

I detta fall antar vi lägre tillväxttakt och lönsamhet samt att royaltyintäkterna blir lägre än i vårt Base case. Det skulle givetvis kunna bero på en mängd olika faktorer. Den totala marknadstillväxten kan bli långsammare och konkurrens inom vissa segment kan definitivt tillta. Både tillväxten och lönsamheten blir då sannolikt klart lägre än vi annars hade räknat med. Med en lägre tillväxt de närmaste åren samt långsiktiga antaganden om 10% årlig tillväxt och 10% EBIT-marginal samt 30 procent lägre royalties (vs Base case) hamnar vårt motiverade värde **omkring 35 kronor per aktie**, allt annat lika.

Bull Case			
Antaganden	år 2023-33	DCF-värde, MSEK	
CAGR	20%	EV	3576
EBIT-marginal (exkl.royalties)	15%	Nettokassa 2019E	587
Nettoomsättning år 2030	3 500	Motiverat börsvärde	4162
Royalties år 2030	507	SEK per aktie	80
Base Case			
Antaganden	år 2023-33	DCF-värde, MSEK	
CAGR	15%	EV	2509
EBIT-marginal (exkl.royalties)	15%	Nettokassa 2019E	587
Nettoomsättning år 2030	2 451	Motiverat börsvärde	3095
Royalties år 2030	390	SEK per aktie	60
Bear Case			
Antaganden	år 2023-33	DCF-värde, MSEK	
CAGR	10%	EV	1235
EBIT-marginal (exkl.royalties)	10%	Nettokassa 2019E	587
Nettoomsättning år 2030	1 600	Motiverat börsvärde	1822
Royalties år 2030	273	SEK per aktie	35

Källa: Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport: Finansiell styrka ökar från 2p till 3p.

Ledning: 6,0

Powercell noterades på First North i december 2014 och Per Wassén som varit ordförande under flera år övergick till att bli vd 2015. Ny CFO tillträdde också under 2015 och ledningsteamet har varit intakt sedan dess. Informationen och kommunikationen från bolaget förefaller god, men det är svårt att skapa transparens i verksamheten då produkterna ännu inte riktigt har nått marknaden. För ett bolag i denna fas är både styrelse och organisation avsevärt bättre än genomsnittet.

Ägarskap: 9,0

Här får Powercell full pott i nästan alla avseenden. De tre största ägarna är synnerligen kapitalstarka och engagerade genom styrelserepresentation. I styrelsen finns också lång erfarenhet från fordonsindustrin samt internationell affärsverksamhet. Tillsammans representerar styrelsen omkring 30 procent av aktierna i bolaget. Även VD har ett betydande aktieinnehav.

Vinstutsikter: 6,0

Med hög teknikhöjd och en stor potentiell marknad finns förutsättningar att skapa både uthålliga och växande vinster på en god nivå. Det finns dock ingen historik att falla tillbaka på vad gäller konkurrenskraft eller lönsamhet och utsikterna är svårbedömda. Det finns också ett flertal konkurrenter varav några är väletablerade på den internationella arenan. Sammantaget hamnar betyget nu ändå en bit över den genomsnittliga nivån.

Lönsamhet: 0,0

Powercell har enbart haft sporadiska intäkter och därmed negativa resultat och kassaflöden.

Finansiell styrka: 3,0

Av samma skäl som ovan (inga löpande intäkter) är Finansiell styrka också svag. Bolaget har sannolikt två år kvar innan de kan nå positivt kassaflöde (år 2019). Efter den stora riktade emissionen under våren 2017, har bolaget en rejäl kassa (uppskattningsvis cirka 200 MSEK vid årsskiftet 2017/18). Detta borde räcka med marginal för att ta bolaget till break-even.

RESULTRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	37	61	80	150	360
Summa rörelsekostnader	-97	-115	390	-176	-310
EBITDA	-61	-55	470	-26	50
Avskrivningar materiella tillg.	-6	-6	-5	-6	-9
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-67	-61	465	-33	41
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	-1	2	3	3
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-67	-62	467	-30	44
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoreultat	-67	-62	467	-30	44

BALANSRÄKNING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	218	98	588	536	543
Kundfordringar	15	35	14	23	54
Lager	6	33	16	23	36
Andra fordringar	11	8	8	8	8
Summa omsätt.	251	174	626	589	640
<i>Anläggningsstillgångar</i>					
Materiella anl. tillg.	24	41	51	70	101
Finansiella anl. tillg.	1	2	2	2	2
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	1	1	1	1	0
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	27	44	54	72	103
Uppsk. skatteford	0	0	0	0	0
Summa tillgångar	277	217	680	661	743
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Levantörsskulder	0	0	0	0	0
Kortfristiga skulder	20	20	16	27	65
Övriga kortfristiga skulder	26	23	23	23	23
Summa kort. skuld	46	43	39	50	88
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr. skulder	42	47	47	47	47
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	89	90	86	97	135
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	189	127	594	564	608
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	189	127	594	564	608
Summa skulder och E. Kap.	277	217	680	661	743

FRITT KASSAFLÖDE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättning	37	61	80	150	360
Sum. Rörelsekostnader	-97	-115	390	-176	-310
Avskrivningar	-6	-6	-5	-6	-9
EBIT	-67	-61	465	-33	41
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-67	-61	465	-33	41
Avskrivningar	6	6	5	6	9
Bruttokassaflöde	-61	-55	470	-26	50
Föränd. i rörelseskap	11	-46	33	-4	-7
Investeringar	-13	-23	-15	-25	-39
Fritt kassaflöde	-63	-123	488	-55	3

KAPITALSTRUKTUR	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Soliditet	68%	59%	87%	85%	82%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-218	-98	-588	-536	-543
Sysselsatt kapital	-31	27	4	26	64
Kapit. oms. hastighet	0,1	0,3	0,1	0,2	0,5

TILLVÄXT	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljningstillväxt	201%	65%	32%	88%	140%
VPA tillväxt (just.)	-12%	-7%	-856%	-106%	-247%

DCF VÄRDERING		KASSAFLÖDEN, MSEK	
WACC (%)	13,0 %	NPV FCF (2018-2020)	412
		NPV FCF (2021-2027)	360
		NPV FCF (2028-)	2225
		Rörelsefrämmande tillgångar	98
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	3095
Antaganden 2023-2023 (%)			
Genomsn. förs. tillv.	15 %	Motiverat värde per aktie, SEK	59,6
EBIT marginal	15 %	Aktiekurs, SEK	88,0

LÖNSAMHET	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ROE	-59%	-39%	129%	-5%	7%
ROCE	-59%	-38%	129%	-5%	7%
ROIC	267%	199%	1704%	-813%	155%
EBITDA marginal	-165%	-91%	588%	-18%	14%
EBIT marginal	-182%	-101%	581%	-22%	11%
Nettomarginal	-182%	-102%	584%	-20%	12%

DATA PER AKTIE	2017	2018	2019E	2020E	2021E
VPA	-1,29	-1,19	9,00	-0,57	0,84
VPA just.	-1,29	-1,19	9,00	-0,57	0,84
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-4,21	-1,90	-11,35	-10,34	-10,46
Antal aktier	51,85	51,85	51,85	51,85	51,85

VÄRDERING	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EV	1804,2	1768,4	3511,6	3563,7	3557,5
P/E	-30,3	-30,2	10,4	-163,0	110,7
P/E diluted	-30,3	-30,2	10,4	-163,0	110,7
P/Sales	55,1	30,9	60,5	32,3	13,4
EV/Sales	49,2	29,2	43,9	23,8	9,9
EV/EBITDA	-29,8	-32,2	7,5	-135,6	71,8
EV/EBIT	-27,0	-29,0	7,6	-109,7	86,8
P/BV	10,7	14,7	8,1	8,6	8,0

AKTIENS UTVECKLING		TILLVÄXT/ÅR	16/18
1 mån	-0,6 %	Omsättning	47,6 %
3 mån	67,2 %	Rörelseresultat, just.	n.m.
12 mån	297,0 %	V/A, just	n.m.
Årets början	165,2 %	EK	77,4 %

ÄGARSTRUKTUR %	KAPITAL	RÖSTER
Mohammed Al Amoudi	11,3 %	11,3 %
Fouriertransform AB	11,3 %	11,3 %
Finindus	8,0 %	8,0 %
Avanza Pension	6,8 %	6,8 %
Nordnet Pensionsförsäkring	1,4 %	1,4 %
BNP Paribas Asset Management	0,8 %	0,8 %

AKTIEINFORMATION	
Reuterskod	POCELLST
Lista	Nasdaq First North
Kurs	88,0
Antal aktier, milj.	51,9
Börsvärde, MSEK	4567,2

BOLAGSLEDNING & STYRELSE	
VD	Per Wassén
CFO	Karin Nilsson
IR	Mårten Wikfors
Ordf	Magnus Jonsson

NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM	
Q2 report	August 22, 2019
Q3 report	October 31, 2019

ANALYTIKER		Redeye AB
Henrik Alveskog		Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se		111 57 Stockholm

Havan Hanna
havan.hanna@redeye.se

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinsttillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Redeye Equity Research team

Management

Björn Fahlén

bjorn.fahlen@redeye.se

Håkan Östling

hakan.ostling@redeye.se

Technology Team

Jonas Amnesten

jonas.amnesten@redeye.se

Henrik Alveskog

henrik.alveskog@redeye.se

Dennis Berggren

dennis.berggren@redeye.se

Havan Hanna

havan.hanna@redeye.se

Kristoffer Lindström

kristoffer.lindstrom@redeye.se

Fredrik Nilsson

fredrik.nilsson@redeye.se

Tomas Otterbeck

tomas.otterbeck@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Oskar Vihelmsson

oskar.vihelmsson@redeye.se

Viktor Westman

viktor.westman@redeye.se

Linus Sigurdsson (Trainee)

linus.sigurdsson@redeye.se

Editorial

Jim Andersson

jim.andersson@redeye.se

Eddie Palmgren

eddie.palmgren@redeye.se

Mark Sjöstedt

mark.sjostedt@redeye.se

Johan Kårestedt (Trainee)

johan.karestedt@redeye.se

Life Science Team

Anders Hedlund

anders.hedlund@redeye.se

Arvid Necander

arvid.necander@redeye.se

Erik Nordström

erik.nordstrom@redeye.se

Klas Palin

klas.palin@redeye.se

Jakob Svensson

jakob.svensson@redeye.se

Ludvig Svensson

ludvig.svensson@redeye.se

Oscar Bergman (Trainee)

oscar.bergman@redeye.se

Alexander Ribrant (Trainee)

alexander.ribrant@redeye.se

Disclaimer

Viktig information

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2019-06-03)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinstutsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	53	53	21	12	22
3,5p - 7,0p	94	87	127	43	59
0,0p - 3,0p	15	22	14	107	81
Antal bolag	162	162	162	162	162

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.
Copyright Redeye AB.

Intressekonflikter

Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej

Havan Hanna äger aktier i bolaget: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.
