

# Powercell

Sektor: Industrial Goods &amp; Services

## Kinaaffärerna spökar men hoppfullt på andra håll

### Kortsiktig osäkerhet

I flera avseenden har den globala marknaden för bränsleceller tagit några steg i rätt riktning under det senaste året. Framförallt inom fordonsindustrin där vi ser att myndigheter i Tyskland, Norge och Kalifornien tydligare stödjer övergången till bränsleceller och de flesta stora fordonstillverkare också fortsätter att satsa framåt. Utvecklingen i Kina är däremot svårt att få grepp om och i synnerhet nere på företagsnivå. Affären med Wuhan Tiger, som hittills är Powercells överlägset största, har som bekant försenats. Vad det beror på verkar inte Powercell själva ha fått någon större klarhet i. Eftersom affären med Wuhan Tiger låg till grund för våra prognoser åren 2018-19 tvingas vi nu sänka förväntningarna.

Denna uppdatering gör vi främst med anledning av de aktuella prognosförändringarna. Men även för att kortfattat sammanfatta några andra viktiga händelser kring bolaget.

### Blandad kompott i Q3

Utfallet i Q3-rapporten var lägre än väntat avseende både intäkter och kostnader. Resultatet, minus 11 MSEK på EBIT-nivå, var faktiskt lite bättre än väntat. Delvis tack vare en riktigt god bruttomarginal som uppgick till hela 45 procent i Q3. Det är den klart högsta nivån de redovisat hittills. Men ändå svårt att dra några långtgående slutsatser ifrån då affärerna fortfarande består av enstaka prototyper med inslag av ingenjörstjänster som av förklarliga skäl borde ha hög bruttomarginal.

Kassaflödet var minus 35 MSEK då det tyngdes rejält av en kraftig ökning i varulagret. Denna beror enligt bolaget till stor del på att leveranserna till Wuhan Tiger inte har kommit upp i den takt som var planerad.

### Reviderad tillväxttakt

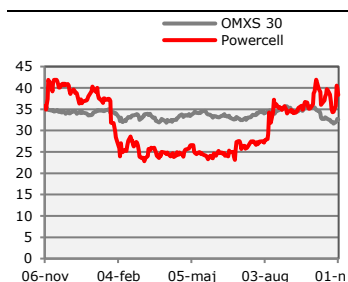
Med en tidsmässig förskjutning av serieleveranserna och därmed långsammare tillväxtkurva för de närmaste åren sjunker motiverat värde i vårt huvudscenario till omkring 24 SEK per aktie (tidigare 27 SEK). Värderingsintervallet är fortsatt mycket stort: 9-53 SEK.

| NYCKELTAL (MSEK) | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E  | 2021E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| Net sales        | 12    | 37    | 54    | 120   | 220    | 400   |
| EBITDA           | -60   | -61   | -53   | -49   | -3     | 62    |
| EBIT             | -66   | -67   | -59   | -53   | -8     | 55    |
| EPS (adj.)       | -1.5  | -1.3  | -1.1  | -1.0  | -0.1   | 1.1   |
| EV/Sales         | 97.9  | 49.2  | 33.0  | 15.4  | 8.6    | 4.7   |
| EV/EBITDA        | -19.8 | -29.8 | -33.4 | -37.6 | -655.2 | 30.1  |
| EV/EBIT          | -18.1 | -27.0 | -30.0 | -35.1 | -236.4 | 34.0  |
| P/E              | -19.1 | -30.3 | -33.3 | -37.1 | -254.6 | 34.6  |

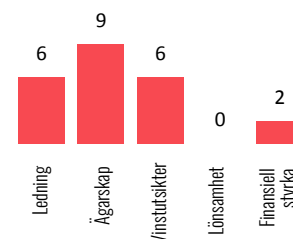
### FAIR VALUE RANGE

| BEAR | BASE | BULL |
|------|------|------|
| 9.0  | 24.0 | 53.0 |

### PCELL.ST VERSUS OMXS30



### REDEYE RATING



### FAKTA

|                       |             |
|-----------------------|-------------|
| Ticker                | PCELL.ST    |
| Lista                 | First North |
| Aktiekurs (SEK)       | 37.0        |
| Börsvärde (MSEK)      | 1919        |
| Nettoskuld 18E (MSEK) | -139        |
| Free Float            | 58 %        |
| Dagl oms. ('000)      | 150         |

### ANALYTIKER

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

*Både Impact Coatings och Powercell har problem i Kina*

## Kinaaffärerna spökar men hoppfullt på andra håll

För bara något år sedan såg Kina ut att vara den marknad som på allvar skulle anamma bränslecellsteknologin inom fordonsindustrin. Det kan fortfarande mycket väl bli så, men det verkar inte gå i den takt man hade förväntat sig. En av orsakerna är att denna bransch i Kina har attraherat många nystartade bolag som lovar mer än de kan hålla. Det har bland annat Impact Coatings fått erfara och rapporterat om tidigare i år. Bolaget fick ett par större beställningar på beläggningsmaskiner för bränslecellstillverkning som sedan rann ut i sanden. Vad som är problemet i Powercells affär med Wuhan Tiger verkar högst oklart. Även för Powercell själva. Men även om vi kan konstatera att detta är en motgång för bolaget så kan den vara tillfällig. Och Powercell har dessutom ett antal andra potentiella kunder i Kina som testar deras produkter. En uppenbar reflektion är också att ett affärsavtal om leveranser verkar ha en annan innebörd i Kina än vi är vana vid. Kanske ingen nyhet, men skall tas i beaktan vid kommande annonseringar av nya affärer i landet.

## Framsteg inom fordon och marint

För Powercells del har ändå den senaste tiden präglats av ett antal framsteg utanför Kina. Det handlar både om några affärsrelaterade händelser och myndigheter i flera länder som ställer sig bakom och stödjer teknologiskiftet till bränsleceller. Några av de viktigaste som vi har noterat är:

- I Norge har en ambitiös nationell plan lanserats för att stödja övergången till vätgassamhället. Flera initiativ har tagits kring produktion och distribution samt direkt riktade till fartygs- och inte minst fordonsindustrin. Det är ingen slump att Nikola nyligen meddelade att de skall lansera en europeisk lastbil som skall heta "Nikola Tre", vilket alltså är ett norskt namn. Enligt Nikola kommer testerna inledas i Norge runt år 2020 serieproduktion år 2022-23.
- Delstaten Kalifornien formulerade nyligen sin vision om att år 2030 ha en miljon bränslecellsbilar och 1000 vätgasmackar. Idag finns ca 30-40 vätgasmackar och pengar har avsatts för att bygga de första 100 vilket de kan nå redan 2019.
- Autostack Industrie, som delfinansieras av tyska staten och där Powercell deltar med sin S3-stack, verkar öka tempot. De har inlett diskussioner med underleverantörer för att kunna skala upp produktionen. Siktet är visserligen inställt på att lansera ett fullt kommersiellt system först efter år 2020. Men det kan ändå driva ett starkt nyhetsflöde långt dessförinnan.
- Några av de större lastvagnstillverkarna har också lanserat nya bränslecellsfordon, även om det fortfarande främst handlar om konceptbilar som Toyotas Project Portal 2.0. Personbilarna Mercedes-Benz GLC F-Cell och Hyundai Nexo har däremot börjat säljas på några utvalda marknader.
- Siemens och Powercell skrev nyligen ett MOU kring bränslecellssystem för fartyg och presenterade sig tillsammans på International Maritime Trade Fair SMM i Hamburg.
- Powercell fick i somras en uppföljningsorder på S3-stackar från en internationell Tier 1 leverantör. Ordervärdet uppgår till cirka 10 MSEK.
- Bumham Industries blir partner och distributör på den sydkoreanska marknaden. Bumham Industries kommer också integrera Powercells stackar i egentillverkade produkter för CHP (Combined Heat and Power).
- Beträffande Nikolas utvärdering av Powercells S3-stack har vi ännu inte hört någonting nytt. Vi räknar med att de är slutförda efter vinterns tester, vilket givetvis blir extremt intressanta besked.

Nedan följer en sammanställning på de affärsrelaterade händelserna av lite större dignitet som har annonserats hittills under 2018.

### Större affärer och samarbeten 2018

| Kund/partner           | Applikation                     | Produkt (ordervärde) | Tidpunkt |
|------------------------|---------------------------------|----------------------|----------|
| Uppföljningsorder från |                                 |                      |          |
| global OEM             | Fordon                          | S3                   | Okt-18   |
| Siemens                | Marin (MOU)                     | S3                   | Aug-18   |
| Bumhan Industies       | Distributionsavtal för Sydkorea | S2                   | Aug-18   |
| Uppföljningsorder från |                                 |                      |          |
| Tier 1 leverantör      | Fordon                          | S3 (ca 10 MSEK)      | Jul-18   |
| Wuhan Tiger avropar    | Rex till bussar                 | 16 st S2             | Jun-18   |
| Global OEM             | Fordon                          | S3 & MS-100          | Jun-18   |
| Uppföljningsorder från |                                 |                      |          |
| kinesiskt företag      | Fordon                          | S2 (2,3 MSEK)        | Apr-18   |
| Tier 1 leverantör      | Fordon                          | S3 (6,9 MSEK)        | Apr-18   |
| Wuhan Qingyang Energy  |                                 |                      |          |
| Research Institute     | Fordon                          | S2 (6,5 MSEK)        | Jan-18   |
| kinesisk OEM           | Rex till personbilar            | S2 (ca 1 MSEK)       | Jan-18   |

Källa: Powercell, Redeye Research

## Prognoser och värdering

Vi räknar fortfarande med Kina

Vi räknar fortfarande med att huvuddelen av intäkterna under de närmaste åren kommer från den kinesiska fordonsindustrin. Vid sidan av Wuhan Tiger finns troligtvis en handfull företag som nu testar S2-stacken. Samarbetet med Bumham Industries ger också en bra potential att få igång försäljningen i Sydkorea där Powercell har funnits i flera år men utan att hittills lyckas. För att våra prognoser skall infrias kommer det krävas ett flertal affärer av dignitet och någon bör annonseras inom 3-4 månader för att prognosen för 2019 skall nås.

Vid sidan av affärerna med fordonsindustrin i Kina, som köper S2-stackar (30-35 kW), kommer Powercell säkerligen också sälja en mängd med S1 och S3-stackar. Än så länge har dessa affärer varit mer sporadiska och det är svårt att förutse framtida volymer, men bolaget har utan tvekan ett stort antal intressanta affärsmöjligheter.

Powercells intäkter väntas komma från försäljning av bränslecellsstackar där den stora tyngdpunkten ligger på S2-stacken. 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 högre än vid en normal serieleverans. Tyvärr har Powercell inte rapporterat antal sålda enheter så även våra siffror för tidigare år är kvalificerade gissningar.

Vi har inte räknat med att Powercell blir leverantör till någon av de stora fordonstillverkarna i vårt huvudscenario (Base case). Nikola ser förvisso ut att ligga inom räckhåll, men hela bolaget bör fortfarande betraktas som ett högriskprojekt, om än lovande. Vi skissar på detta i vårt Bull case. Se vidare kommentarer på sida 6.

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.

### Prognoser

| MSEK                                | 2016       | 2017       | 2018E      | 2019E      | 2020E      | 2021E      |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Uppskattat antal bränslecellstackar | 25         | 60         | 100        | 400        | 1000       | 2500       |
| Snittpris per stack (000)           | 480        | 600        | 540        | 300        | 220        | 160        |
| <b>Nettoomsättning</b>              | <b>12</b>  | <b>36</b>  | <b>54</b>  | <b>120</b> | <b>220</b> | <b>400</b> |
| KSV                                 | -9         | -26        | -38        | -84        | -143       | -260       |
| <b>Bruttoresultat</b>               | <b>3</b>   | <b>11</b>  | <b>17</b>  | <b>36</b>  | <b>77</b>  | <b>140</b> |
| Admin & försäljning                 | -6         | -19        | -30        | -38        | -45        | -50        |
| FoU                                 | -72        | -68        | -63        | -63        | -50        | -40        |
| Övriga intäkter & kostnader         | 9          | 10         | 16         | 12         | 10         | 5          |
| <b>EBIT</b>                         | <b>-66</b> | <b>-67</b> | <b>-59</b> | <b>-53</b> | <b>-8</b>  | <b>55</b>  |
| Tillväxt, top-line                  | n.m.       | 200%       | 50%        | 122%       | 83%        | 82%        |
| Bruttomarginal                      | 24%        | 31%        | 31%        | 30%        | 35%        | 35%        |
| EBIT-marginal                       | neg        | neg        | neg        | neg        | neg        | 14%        |

Källa: Powercell, Redeye Research

## Värdering

Motiverat värde:  
~24 SEK per aktie

Vår kassaflödesmodell ger ett indikativt värde på drygt 1,2 mdr SEK, eller **24 kronor per aktie**. I vår senaste analysuppdatering per 6 maj 2018 var motsvarande värde 27 SEK per aktie.

Skillnaden beror på förskjutningen i tillväxtprognoserna.

Våra långsiktiga antaganden för tillväxt och lönsamhet:

- 15% årlig genomsnittlig tillväxt under perioden 2023-2033. Därefter 2% årlig tillväxt.
- 18% genomsnittlig EBIT-marginal från år 2023.

## WACC

WACC: 13,5%

Vi använder ett avkastningskrav (WACC) om 13,5%. 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 berör 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.

Tabellen nedan är en känslighetsanalys, baserad på våra försäljningsprognoser, där vi har varierat uthållig lönsamhet och avkastningskrav. Det skuggade området framstår som ett fullt rimligt utfall givet att bolaget fortsätter leverera planenligt när de nu börjar kommersialisera sina produkter. Rutan markerar våra antaganden för värderingen i Base Case.

Om bolaget levererar planenligt justeras avkastningskravet successivt ned

| DCF-värde, SEK per aktie |      |      |             |      |      |
|--------------------------|------|------|-------------|------|------|
| Uthållig EBIT-marginal   | 14%  | 16%  | 18%         | 20%  | 22%  |
| <b>WACC</b>              |      |      |             |      |      |
| <b>11,5%</b>             | 24,6 | 28,6 | 32,5        | 36,4 | 40,3 |
| <b>12,5%</b>             | 20,9 | 24,3 | 27,6        | 30,9 | 34,2 |
| <b>13,5%</b>             | 17,9 | 20,8 | <b>23,7</b> | 26,5 | 29,4 |
| <b>14,5%</b>             | 15,6 | 18,1 | 20,5        | 23,0 | 25,5 |

Källa: Redeye Research

## Scenarios

Vårt huvudscenario, som i tabellen nedan återges under rubriken Base Case, är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde **omkring 24 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. Våra prognoser bör på det här stadiet enbart betraktas som kvalificerade gissningar. Det finns definitivt möjlighet att det går väsentligt mycket bättre, men också sämre. Vi har därför skissat på ett par scenarier som åskådliggör sådana utfall.

### Bull Case

I vårt så kallade Bull case skissar vi på ett scenario där Powercell blir en leverantör till någon OEM-tillverkare inom fordonsindustrin. Det innebär avsevärt högre volymer än vi annars har räknat med. Samtidigt blir marginalerna förmodligen lägre. Ytterst få underleverantörer till fordonsindustrin har marginaler runt 20 procent. Bolaget kommer då sannolikt också behöva stärka upp balansräkningen med en nyemission och bygga en fabrik i anslutning till kunden. Men sammantaget blir potentialen definitivt mycket högre. Det motiverade värdet i detta scenario blir **cirka 53 kronor per aktie**. Skillnaderna mellan Bull och Base case är främst:

- Väsentligt högre tillväxt år 2021-25. För att nå intäktsprognosen år 2023 om 2,3 mdr SEK, behöver Powercell leverera uppskattningsvis 15-20 000 S3-stackar till fordonskunder (vid sidan av övriga affärer). Det skulle de kunna göra om samarbetet med Nikola utvecklas någorlunda planenligt.
- Uthålliga marginaler 15% (18% i Base case).
- Nyemission om ca 5 miljoner aktier för att stärka upp balansräkningen vilket blir nödvändigt om man skall vara en trovärdig motpart till OEM företag inom fordonsindustrin.

### Bear Case

I detta fall antar vi att Powercell kommer att få betydande konkurrens inom både dieselreforming och vanliga stackar. Om bolaget inte har några tydliga konkurrensfördelar i form av unika produkter blir det förmodligen svårt att hålla en lönsamhet omkring 15-20% rörelsemarginal över tid. Både tillväxten och lönsamheten blir då sannolikt klart lägre än vi annars hade räknat med. Med långsiktiga antaganden om 10% årlig tillväxt och 10% EBIT-marginal skulle det motiverade värdet bli **omkring 9 kronor per aktie**, allt annat lika.

| Bull Case     |         |                  |            |                       |
|---------------|---------|------------------|------------|-----------------------|
| MSEK          | År 2023 | Antaganden:      | år 2024-33 | DCF-värde             |
| Intäkter      | 2160    | Intäkter år 2033 | 10 383     | Totalt värde beaktat  |
| EBIT          | 324     | CAGR             | 17%        | 57 milj aktier 2 990  |
| EBIT-marginal | 15%     | EBIT-marginal    | 15%        | <b>Per aktie 52,6</b> |
| Base Case     |         |                  |            |                       |
| MSEK          | År 2023 | Antaganden:      | år 2024-33 | DCF-värde             |
| Intäkter      | 728     | Intäkter år 2033 | 2 945      | Totalt värde beaktat  |
| EBIT          | 131     | CAGR             | 15%        | 52 milj aktier 1228   |
| EBIT-marginal | 18%     | EBIT-marginal    | 18%        | <b>Per aktie 23,7</b> |
| Bear Case     |         |                  |            |                       |
| MSEK          | År 2023 | Antaganden:      | år 2024-33 | DCF-värde             |
| Intäkter      | 440     | Intäkter år 2033 | 1 140      | Totalt värde beaktat  |
| EBIT          | 44      | CAGR             | 10%        | 52 milj aktier 455    |
| EBIT-marginal | 10%     | EBIT-marginal    | 10%        | <b>Per aktie 8,8</b>  |

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:

**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 har också tillträtt under sommaren 2015 och underlaget för att utvärdera ledningen är än så länge lite knapphändert. 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 nästan 50 procent av aktierna i bolaget. Även VD har ett betydande aktieinnehav.

**Vinstutsitker: 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: 2.0**

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                     | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättning                        | 12   | 37   | 54    | 120   | 220   |
| Summa rörelsekostnader            | -72  | -97  | -107  | -169  | -223  |
| EBITDA                            | -60  | -61  | -53   | -49   | -3    |
| Avskrivningar materiella tillg.   | -6   | -6   | -6    | -3    | -5    |
| Avskrivningar immateriella tillg. | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Goodwill nedskrivningar           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| EBIT                              | -66  | -67  | -59   | -53   | -8    |
| Resultatandelar                   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Finansnetto                       | 0    | 0    | 2     | 1     | 0     |
| Valutakursdifferenser             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Resultat före skatt               | -66  | -67  | -58   | -52   | -8    |
| Skatt                             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Nettoreultat                      | -66  | -67  | -58   | -52   | -8    |

| BALANSRÄKNING                 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>Tillgångar</b>             |      |      |       |       |       |
| <i>Omsättningsstillgångar</i> |      |      |       |       |       |
| Kassa och bank                | 61   | 218  | 139   | 65    | 28    |
| Kundfordringar                | 4    | 15   | 8     | 17    | 31    |
| Lager                         | 3    | 7    | 11    | 19    | 33    |
| Andra fordringar              | 9    | 11   | 11    | 11    | 11    |
| Summa omsättn.                | 77   | 251  | 169   | 112   | 103   |
| <i>Anläggningsstillgångar</i> |      |      |       |       |       |
| Materiella anl. tillg.        | 18   | 21   | 35    | 51    | 71    |
| Finansiella anl. tillg.       | 0    | 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     | 1     |
| Övr. anlägg. tillg.           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa anlägg.                 | 19   | 23   | 37    | 54    | 74    |
| Uppsk. skatteford             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa tillgångar              | 96   | 274  | 206   | 166   | 177   |
| <b>Skulder</b>                |      |      |       |       |       |
| <i>Kortfristiga skulder</i>   |      |      |       |       |       |
| Levantorsskulder              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Kortfristiga skulder          | 4    | 20   | 10    | 22    | 40    |
| Övriga kortfristiga skulder   | 15   | 25   | 25    | 25    | 25    |
| Summa kort. skuld             | 19   | 45   | 35    | 47    | 65    |
| Räntebr. skulder              | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| L. icke räntebr. skulder      | 40   | 40   | 40    | 40    | 40    |
| Konvertibler                  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Summa skulder                 | 59   | 85   | 75    | 87    | 105   |
| Uppskj. skatteskuld           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Avsättningar                  | 1    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Eget kapital                  | 36   | 189  | 131   | 80    | 72    |
| Minoritet                     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| Minoritet & E. Kap.           | 36   | 189  | 131   | 80    | 72    |
| Summa skulder och E. Kap.     | 96   | 274  | 206   | 166   | 177   |

| FRITT KASSAFLÖDE      | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Omsättning            | 12   | 37   | 54    | 120   | 220   |
| Sum. Rörelsekostnader | -72  | -97  | -107  | -169  | -223  |
| Avskrivningar         | -6   | -6   | -6    | -3    | -5    |
| EBIT                  | -66  | -67  | -59   | -53   | -8    |
| Skatt på EBIT         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| NOPLAT                | -66  | -67  | -59   | -53   | -8    |
| Avskrivningar         | 6    | 6    | 6     | 3     | 5     |
| Bruttokassaflöde      | -60  | -61  | -53   | -49   | -3    |
| Föränd. i rörelseskap | -8   | 10   | -8    | -5    | -10   |
| Investeringar         | -3   | -9   | -20   | -20   | -25   |
| Fritt kassaflöde      | -71  | -60  | -81   | -75   | -38   |

| KAPITALSTRUKTUR       | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Soliditet             | 38%  | 69%  | 64%   | 48%   | 41%   |
| Skuldsättningsgrad    | 0%   | 0%   | 0%    | 0%    | 0%    |
| Nettoskuld            | -61  | -218 | -139  | -65   | -28   |
| Sysselsatt kapital    | -25  | -31  | -9    | 13    | 42    |
| Kapit. oms. hastighet | 0.1  | 0.1  | 0.3   | 0.7   | 1.2   |

| TILLVÄXT              | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Försäljningsstillväxt | 139% | 201% | 47%   | 122%  | 83%   |
| VPA tillväxt (just.)  | -20% | -12% | -14%  | -10%  | -85%  |

| DCF VÄRDERING            |        | KASSAFLÖDEN, MSEK              |      |
|--------------------------|--------|--------------------------------|------|
| WACC (%)                 | 13.5 % | NPV FCF (2018-2020)            | -173 |
|                          |        | NPV FCF (2021-2027)            | 286  |
|                          |        | NPV FCF (2028-)                | 896  |
|                          |        | Rörelsefrämmande tillgångar    | 218  |
|                          |        | Räntebärande skulder           | 0    |
|                          |        | Motiverat värde MSEK           | 1227 |
| Antaganden 2023-2033 (%) |        |                                |      |
| Genomsn. förs. tillv.    | 15 %   | Motiverat värde per aktie, SEK | 23.7 |
| EBIT marginal            | 18 %   | Aktiekurs, SEK                 | 37.0 |

| LÖNSAMHET       | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE             | -275% | -59%  | -36%  | -49%  | -10%  |
| ROCE            | -276% | -59%  | -36%  | -49%  | -10%  |
| ROIC            | 220%  | 267%  | 193%  | 583%  | -63%  |
| EBITDA marginal | -494% | -165% | -99%  | -41%  | -1%   |
| EBIT marginal   | -542% | -182% | -110% | -44%  | -4%   |
| Nettomarginal   | -538% | -182% | -107% | -43%  | -3%   |

| DATA PER AKTIE | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| VPA            | -1.46 | -1.29 | -1.11 | -1.00 | -0.15 |
| VPA just.      | -1.46 | -1.29 | -1.11 | -1.00 | -0.15 |
| Utdelning      | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| Nettoskuld     | -1.37 | -4.20 | -2.67 | -1.25 | -0.54 |
| Antal aktier   | 44.78 | 51.85 | 51.85 | 51.85 | 51.85 |

| VÄRDERING   | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EV          | 1,192.8 | 1,804.5 | 1,780.0 | 1,853.6 | 1,890.8 |
| P/E         | -19.1   | -30.3   | -33.3   | -37.1   | -254.6  |
| P/E diluted | -19.1   | -30.3   | -33.3   | -37.1   | -254.6  |
| P/Sales     | 102.9   | 55.1    | 35.5    | 16.0    | 8.7     |
| EV/Sales    | 97.9    | 49.2    | 33.0    | 15.4    | 8.6     |
| EV/EBITDA   | -19.8   | -29.8   | -33.4   | -37.6   | -655.2  |
| EV/EBIT     | -18.1   | -27.0   | -30.0   | -35.1   | -236.4  |
| P/BV        | 34.4    | 10.7    | 14.6    | 24.1    | 26.6    |

| AKTIENS UTVECKLING |         | TILLVÄXT/ÅR            | 16/18E  |
|--------------------|---------|------------------------|---------|
| 1 mån              | -11.7 % | Omsättning             | 110.5 % |
| 3 mån              | 33.1 %  | Rörelseresultat, just. | -5.2 %  |
| 12 mån             | 3.4 %   | V/A, just              | -12.9 % |
| Årets början       | -2.6 %  | EK                     | 89.9 %  |

| ÄGARSTRUKTUR %               | KAPITAL | RÖSTER |
|------------------------------|---------|--------|
| Mohammed Al Amoudi           | 14.8 %  | 14.8 % |
| Fouriertransform AB          | 14.8 %  | 14.8 % |
| Finindus                     | 10.5 %  | 10.5 % |
| Avanza Pension               | 7.4 %   | 7.4 %  |
| Nordnet Pensionsförsäkring   | 2.0 %   | 2.0 %  |
| Länsförsäkringar             | 1.0 %   | 1.0 %  |
| BNP Paribas Asset Management | 0.7 %   | 0.7 %  |
| Palcmills Oy                 | 0.6 %   | 0.6 %  |
| Skandia Fonder               | 0.6 %   | 0.6 %  |
| Swedbank Försäkring          | 0.5 %   | 0.5 %  |

| AKTIEINFORMATION    |                    |
|---------------------|--------------------|
| Reuterskod          | PCCELLST           |
| Lista               | Nasdaq First North |
| Kurs                | 37.0               |
| Antal aktier, milj. | 51.9               |
| Börsvärde, MSEK     | 1918.6             |

| BOLAGSLEDNING & STYRELSE |                |
|--------------------------|----------------|
| VD                       | Per Wassén     |
| CFO                      | Karin Nilsson  |
| IR                       |                |
| Ordf                     | Magnus Jonsson |

| NÄSTKOMMANDE RAPPORTDATUM |                   |
|---------------------------|-------------------|
| FY 2018 Results           | February 27, 2019 |
| Q1 report                 | May 06, 2019      |

| ANALYTIKER                |   |
|---------------------------|---|
| Henrik Alveskog           | Redeve AB<br>Mäster Samuelsgatan 42, 10tr<br>111 57 Stockholm |
| henrik.alveskog@redeve.se |   |

Havan Hanna  
havan.hanna@redeve.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

**Viktor Westman**

viktor.westman@redeye.se

### Editorial

**Jim Andersson**

jim.andersson@redeye.se

**Eddie Palmgren**

eddie.palmgren@redeye.se

**Ludvig Svensson**

ludvig.svensson@redeye.se

### Life Science Team

**Anders Hedlund**

anders.hedlund@redeye.se

**Arvid Necander**

arvid.necander@redeye.se

**Klas Palin**

klas.palin@redeye.se

**Mathias Spinnars**

mathias.spinnars@redeye.se

**Erik Nordström (Trainee)**

erik.nordstrom@redeye.se

**Jakob Svensson (Trainee)**

jakob.svensson@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, utarbeta, 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 (2018-11-07)

| Rating       | Ledning | Ägarskap | Vinstutsikter | Lönsamhet | Finansiell styrka |
|--------------|---------|----------|---------------|-----------|-------------------|
| 7,5p - 10,0p | 44      | 45       | 17            | 10        | 21                |
| 3,5p - 7,0p  | 87      | 79       | 115           | 35        | 48                |
| 0,0p - 3,0p  | 14      | 21       | 13            | 100       | 76                |
| Antal bolag  | 145     | 145      | 145           | 145       | 145               |

### 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.

---

### CONFLICT OF INTERESTS

Henrik Alveskog owns shares in the company :No

Havan Hanna owns shares in the company : No

Redeye performs/have performed services for the Company and receives/have received compensation from the Company in connection with this.

---