

## Uppdatering: Kv2 2023

### ZAZZ ENERGY OF SWEDEN AB

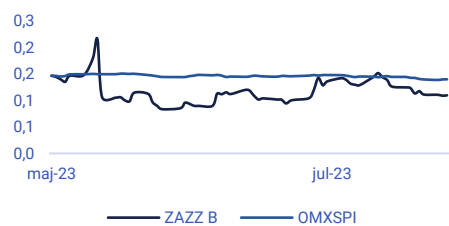
Zazz Energys huvudsakliga affärsmodell är att äga energianläggningar och sälja grön elektricitet och andra värdefulla restprodukter som värme och biokol. Denna verksamhet medför återkommande intäkter till bra marginal.

VD: Christian Von Uthmann  
SO: Jan Törner  
[www.zazzenergy.com](http://www.zazzenergy.com)

Lista: Nasdaq First North  
Senast: 0,1 SEK  
Marknadsvärde: 41 MSEK

Bloomberg: ZAZZB: SS  
Refinitiv Eikon: ZAZZB.ST

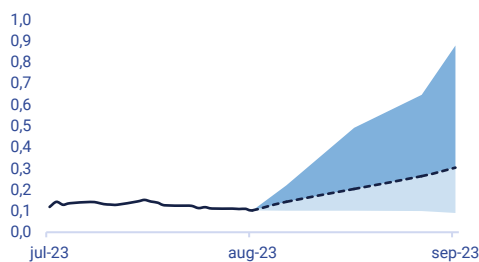
### AKTIEKURSUTVECKLING



	YTD	12M	6M	1M
Utveckling (%)	-92,0	-96,8	-82,7	-14,3

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	0,1	0,3	0,9
Upp-/nedsida (%)	-14	189	734

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Christopher Solbakke  
Equity Analyst

Markus Augustsson  
Head of Equity Research

## Intensivt kvartal, snarlig återstart förväntas

Kv2 2023 var ett intensivt kvartal för Zazz Energy ("Bolaget"). Tidigt i maj meddelades att en principöverenskommelse nåtts om återstart av anläggningen i Amfilochia. Återstarten dröjde och målbilden är nu senast den 15 september. Den finansiella situationen är utmanande och nytt kapital kommer behövas. Vi justerar ned motiverat värdet per aktie till 0,30 kronor (0,48).

### Fortsatt produktionsstopp men återstart (troligen) i närtid

Per 24 augusti 2023 är det fortsatt produktionsstopp vid bolagets anläggning i grekiska Amfilochia, vilket varit fallet sedan hösten 2022. Produktionsstoppet skedde som följd av utebliven leverans av bioolja från partnern NAIS. Zazz Energy har tidigare kompenserats för uteblivna inkomster, med undantag av under kv1 2023. Under kv2 2023 kompenserades Bolaget igen med cirka 2,2 MSEK. Bolaget kommunicerade i början av maj att målbilden var återstart som senast den 30 juni 2023. Detta har dock försenats och anläggningen förväntas nu återstartas som senast den 15 september. Vid återstart av anläggningen erhåller Zazz Energy åter upp mot 15 - 25 MSEK i årliga intäkter från försäljning av grön elektricitet.

Bolaget tog in drygt 19 MSEK netto efter en företrädesemission i våras. Utöver det togs ytterligare 7 MSEK in genom en konvertibelemission i somras. Samtliga konvertibler har konverterats till aktier och räntekostnader blev minimala. Till trots ett inflöde av emissionskapital hade Bolaget enbart cirka 2,6 MSEK i likvida medel vid utgången av kv2 2023. Zazz energy kommer således behöva resa mer kapital inom kort både för att säkerställa fortsatt drift och för att möjliggöra investeringar i potentiella nya projekt.

De två projekt som initierades under november 2022 avseende totalt 2MW (Patras 1 och 2). Dessa har per den 11 augusti 2023 erhållit skriftlig godkännande för miljötillstånd som krävdes för att söka finansiering. För detta fokuserar Bolaget nu på externa finansiärer. Per skrivande stund är det oklart när Patras 1 och 2 kan förväntas driftsättas, men vi modellerar med intäkter från en av dessa anläggningar fr.o.m. kv2 2024.

### Utspädningsrisk sänker motiverat värde per aktie

I vår kommentar den 30 juni 2023 tog vi höjd för att återstarten av Amfilochia skulle dröja ytterligare. Beskedet från Bolaget var då att 15 augusti var målbild för återstart. Vårt tidigare motiverade värde om 0,48 kronor per aktie byggde på antagandet om noll intäkter under kv3. Med återstart den 15 september går vi således rätt i vårt antagande, och intäkterna kommer först börja rulla in någon gång under kv4. I vårt scenario har vi således beräknat intäkter fr.o.m. november 2023. Vi anser dock att det fortfarande finns risk att återstarten förskjuts ytterligare. Positivt är att grekiska staten höjt elpriset från €184 till €230 t.o.m. 30 mars 2024. Detta betyder således något högre intäkter för Bolaget under en period givet att återstarten går enligt plan.

Vi beräknar ett motiverat värde på 0,30 (0,48) kronor per aktie. Vår värdering motsvarar EV/Sales 2023 på 26,9x och 4,9x 2024. Referensgruppen median för EV/Sales 2023 är 6,1x.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning	4	4	22	60	87
Bruttoresultat	4	4	9	31	46
EBITDA	-15	-12	-10	4	16
EBIT	-30	-12	-11	0	10
EBT	-36	-14	-11	-2	8
Vinst per aktie	-0,87	-0,16	-0,02	0,00	0,02
Tillväxt, nettoomsättning	NaN	-10,5%	445%	178%	44,4%
EBITDA-marginal	-337%	-188%	-44,9%	6,4%	18,2%
EBIT-marginal	-679%	-201%	-49,3%	0,3%	11,8%
EV/Sales (nuv.)	15,4x	17,2x	3,2x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA (nuv.)	NM	NM	NM	17,9x	4,3x
EV/EBIT (nuv.)	NM	NM	NM	417x	6,7x
P/E (nuv.)	NM	NM	NM	NM	6,3x

Alla prognossiffror är riskjusterade med sannolikheter. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Investment case, prognoser och värdering

Zazz Energy har en energianläggning som tillsammans med utnyttjandet av åtta (av totalt 15) licenser potentiellt kan generera årliga intäkter om 175 MSEK från försäljning av grön elektricitet och värme. Möjligheten att sälja biokol kan öka den årliga intäktpotentialen till 185 MSEK. I ett sannolikhetsjusterat scenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 0,30 kronor (0,48).

## Fortsatt uppsida trots ett turbulent år 2022

Zazz Energy äger anläggningar för produktion och försäljning av grön elektricitet och andra bioprodukter. I dag äger bolaget en 1MW biooljeanläggning i Grekland som via energiköpsavtal på 20 år ger årliga intäkter om cirka 15 - 25 MSEK i normala förhållanden. Avsikten är att skala upp den anslutna kapaciteten och således driva bolagsvärdet.

Köparen av den producerade elektriciteten är statligt ägda energibolaget Hedno.

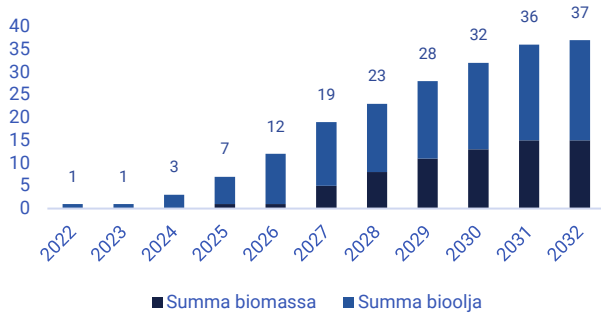
- **Långsiktiga fördelaktiga marknadsförhållanden.** EU och dess medlemsländer har kommit en bra bit på vägen för att möjliggöra energiomställningen till gröna energikällor. Parallellt menar IEA att ansluten kapacitet i Europa för elektricitet producerad med bioenergi behöver öka med 8,1 GW fram till 2026. Bolaget är således på en marknad som väntas växa.
- **Uppskalning av ansluten kapacitet.** I den totala pipelinen finns licenser motsvarande 10MW biooljeanläggningar plus 5MW biomassaanläggningar. För de tio biooljeanläggningarna har bolaget ingått en avsiktsförklaring gällande finansiering. Vidare positiv information om finansiering av projekt är värdedrivande. I vårt uppdaterade scenario har bolaget vid utgången av 2024 totalt 3MW anslutna till elnätet, före riskjustering. I ett sådant scenario genereras intäkter från försäljning av elektricitet och värme om 45 MSEK på årsbasis, före riskjustering. Köparen av elenergiavtalen är det statligt ägda energiföretaget Hedno. Inkluderat försäljning av värme kan de årliga intäkterna öka markant till 50 - 60 MSEK per år. I dag finns inga avtal för värme på plats.
- **Bra marginalpotential.** Enligt bolaget nås break-even med en ansluten kapacitet motsvarande 2MW. Med antagandet om att den anslutna kapaciteten ökar till 40MW fram till 2032, före riskjusteringar, samt en intäktsmix bestående av el, värme och biokol räknar vi med att bruttomarginalen kan stiga upp mot 60 procent. Med bra skalbarhet räknar vi med att EBITDA-marginalen kan öka till 36 procent i 2032. Våra marginalantaganden är väl under medianvärdena för referensgruppens bruttomarginal som under 2022 låg på 70 procent. Medianvärdet för referensgruppens EBITDA-marginal 2022 var 59 procent.
- **Marknaden diskonterar en låg sannolikhet att Zazz Energy lyckas.** I en ansats att värdera Zazz Energy har vi riskjusterat det antagna scenariot om utbyggnation av den anslutna kapaciteten. Således är investeringsbehov, intäkter och kostnader riskjusterade med sannolikheter. I det uppdaterade och riskjusterade scenariot ökar ansluten kapacitet dagens 1MW till 3MW vid utgången av 2024. Fram till utgången av 2032 stiger den anslutna kapaciteten till 14MW. Vårt motiverade värde i basscenariot på 0,30 kronor per aktie (0,48) motsvarar en EV/Sales-multipel 2023 om 26,9x och 4,9x 2024. Börsnoterade producenter av grön energi handlas i dag till hela EV/Sales 6,1x förväntad försäljning 2023.

Under H1 2022 var bruttomarginalen 52 procent vid försäljning av elektricitet producerad vid den befintliga biooljeanläggningen

Motiverat värde på 0,30 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

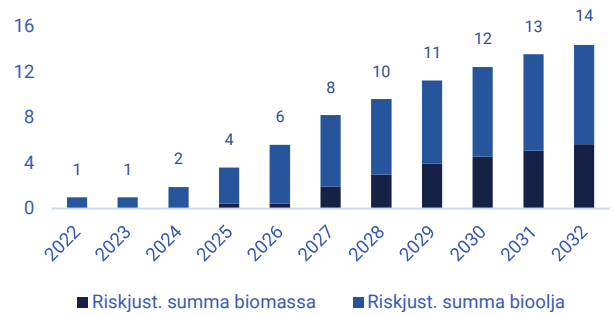
# Antaganden och riskjusterade prognoser

## Ansluten kapacitet (MW), före riskjustering



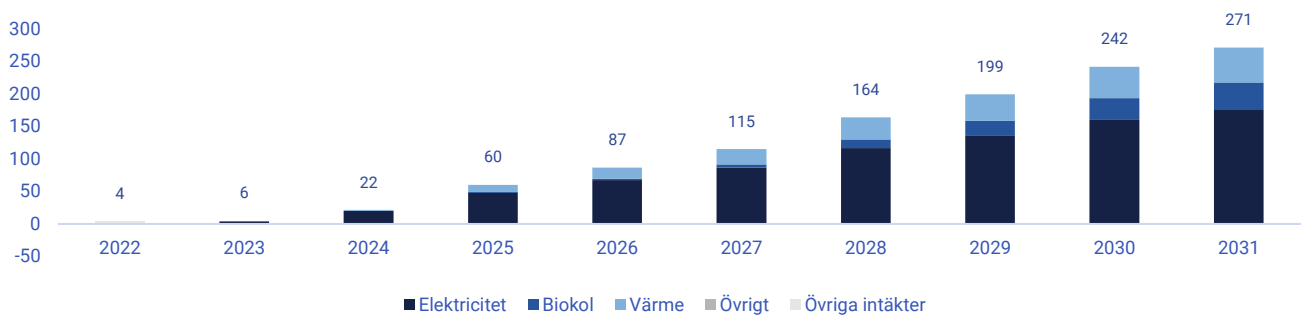
Avser periodens utgång. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Ansluten kapacitet (MW), efter riskjustering



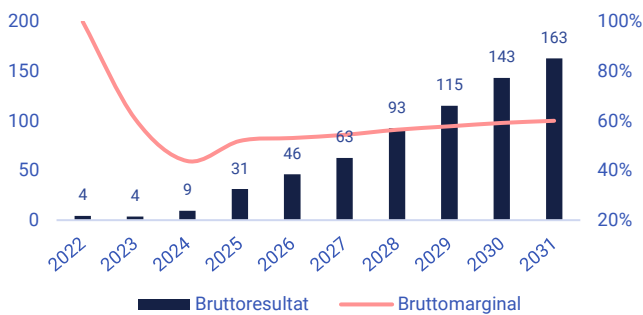
Avser periodens utgång. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Totala intäkter (MSEK), efter riskjustering



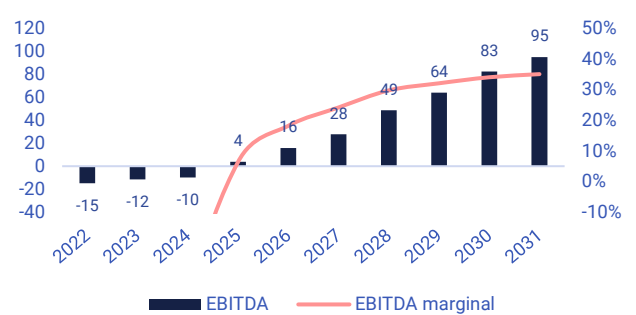
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%), efter riskjustering



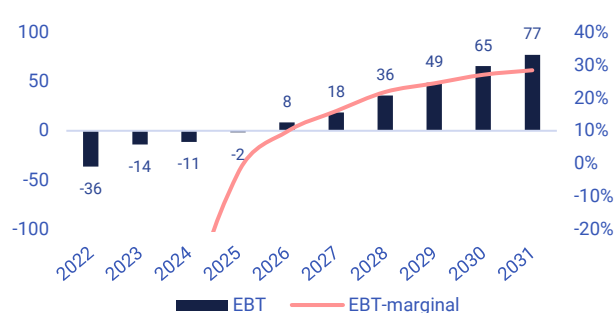
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## EBITDA (MSEK) och marginal (%), efter riskjustering



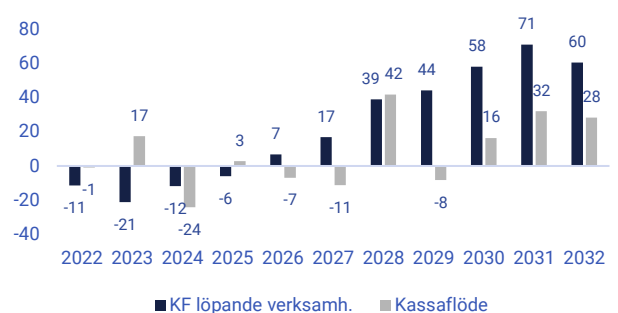
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## EBT (MSEK) och marginal (%), efter riskjustering



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Kassaflöde (MSEK), efter riskjustering



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Motiverat värde inom ett intervall och risker

### Låg värdering given tillväxtpotential och referensgrupp

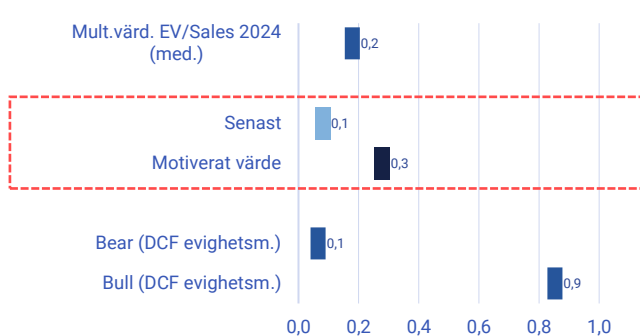
Genom att kombinera base-case värdet i DCF-modellen med multipelvärderingen i ett genomsnitt beräknar vi ett motiverat värde per aktie på 0,30 kronor (0,48) efter full finansiering och utspädning för de kommande 6–12 månaderna. Nedjusteringen av det motiverade värdet sker på bakgrund av Bolagets finansiella ställning per 30 juni 2023 vilket höjer utspädningsrisken till följd av en eller flera troliga nyemissioner under prognosperioden. Vi räknar med en nyemission om cirka 20 MSEK under kommande halvår.

#### Motiverat värde per aktie (SEK), riskjust. basscenario

Multipelvärdering, EV/Sales 2023	0,20
DCV-värdering	0,40
<b>Värde per aktie</b>	<b>0,30</b>
Möjlig upp-/nedsida	189%
Utestående aktier, efter full finansiering och utspädning	510,3
<b>Aktievärde</b>	<b>155</b>
Kassa	1
Skulder	-22
Nuvärde, kassa från nyemissioner	70
<b>EV</b>	<b>107</b>

Källa: Carlsquare prognoser

#### Motiverat värde per aktie inom ett intervall (SEK)



Källa: Carlsquare prognoser

#### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022	2023P	2024P	2025P
EV/Sales	24,1x	26,9x	4,9x	1,8x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	27,9x
EV/EBIT	NM	NM	NM	650,4x
Median ref. grupp, EV/Sales	6,1x	6,1x		
Median ref. grupp, EV/EBIT	18,5x	18,5x		
Nuvarande, ZAZZ B, EV/Sales	15,4x	17,2x		
Nuvarande, ZAZZ B, EV/EBIT	NM	NM		

Källa: Carlsquare prognoser och S&P Capital IQ

Som visas i tabell ovan motsvarar vår värdering en EV/Sales 2023 på 26,9x och 2024 på 4,9x. Vår referensgrupp bestående av i huvudsak gröna energiproducenter handlas till ett medianvärde för EV/Sales 2023 på 6,1x.

#### Riskjusterad DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering		Diskonteringsränta		Antaganden	
PV(UFCF), MSEK	-87	Risikfri ränta	2,4%	CAGR, 2022–32	52,2%
PV(TV), MSEK	245	Marknadsriskprem.	6,7%	EBITDA-marginal, 2032	35,9%
<b>Enterprise value, MSEK</b>	<b>158</b>	Storleksprem.	4,2%	EBIT-marginal, 2032	30,2%
Nettoskuld, MSEK	-21,4	Beta	1,2x	Skattesats	20,6%
<b>Aktievärde, MSEK</b>	<b>136</b>	Förväntad avkastning EK	15,5%		
Nuvärde (kapital, nyemissioner), MSEK	70				
<b>Aktievärde efter finansiering, MSEK</b>	<b>206</b>	Ränta, just. för skatt	2,4%	EV/Sales, 2022	39,7x
Utestående aktier, milj.	503,1	Belåning	43,0%	EV/Sales, 2023	7,3x
Nya aktier, milj.	7,17	WACC	9,8%	EV/EBITDA, 2022	NM
Utestående aktier efter finansiering och utspädning, milj.	510,3			EV/EBITDA 2023	NM
	0	Bolagsspecifik prem.	3,1%	EV/EBIT 2022	NM
<b>Värde per aktie efter finansiering och utspädning, kr</b>	<b>0,4</b>	<b>Diskonteringsränta</b>	<b>12,9%</b>	EV/EBIT, 2023	NM

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan till vänster visas en känslighetsanalys med variablerna diskonteringsränta och antagen tillväxttakt för beräkning av slutvärdet.

#### Känslighetsanalys (SEK/aktie)

	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
10,9%	0,6	0,6	0,8	0,9
11,9%	0,4	0,5	0,6	0,7
12,9%	0,4	<b>0,4</b>	0,5	0,5
13,9%	0,3	0,3	0,4	0,4
14,9%	0,2	0,3	0,3	0,3

Diskonteringsränta på Y-axeln och tillväxt i evighet på X-axeln.  
Källa: Carlsquare prognoser

#### Känslighetsanalys med exit-multipel (SEK/aktie)

	12,0x (35%)	13,9x (25%)	15,7x (15%)	17,6x (5%)
10,9%	0,7	0,8	1,0	1,1
11,9%	0,7	0,8	0,9	1,0
12,9%	0,6	<b>0,7</b>	0,8	0,9
13,9%	0,6	0,7	0,7	0,8
14,9%	0,5	0,6	0,7	0,8

Diskonteringsränta på Y-axeln och exitmultipel på X-axeln.  
(XX%) = rabatt som tillämpas på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT.  
Källa: Carlsquare prognoser

Till höger visas en andra känslighetsanalys för värderingen baserad på en DCF-modell med en exit-multipel som metod för att beräkna evighetsvärdet - ett alternativ till evighetskapitalisering. För denna metod har vi tagit referensgruppens medianvärde för EBIT-multiplikatorn, rabatterat multipeln med 25 procent och applicerat på det antagna EBIT-resultatet år 2032. Detta värde diskonteras sedan till sitt nuvärde och utgör evighetsvärdet i DCF-modellen. Som framgår renderar denna modell ett motiverat värde per aktie på 0,7 kronor.

Nedan följer multipelvärderingen. Som framgår har vi tillämpat en rabatt på 50 procent på grund av osäkerhet, skillnader i storlek och lönsamhet. Med en förväntad försäljning under 2024 på 22 MSEK ger multipelvärderingen ett värde per aktie om 0,2 kronor efter full finansiering och utspädning.

#### Riskjusterad multipelvärdering, basscenario

	HQ	Mcap (MSEK)	CAGR, 2021–2023	EBIT-marg, 2021–2023	EV/EBIT, 2023
Ørsted A/S	DK	362 868	-5%	25%	2,5x
Brookfield Renewable Partners L.P.	BM	138 648	8%	43%	10,2x
Northland Power Inc.	CA	52 963	0%	56%	6,1x
Capital Power Corporation	CA	38 859	-2%	50%	2,7x
Borex Inc.	CA	28 335	4%	74%	7,5x
Innogy Renewable Energy Inc.	CA	21 193	8%	72%	8,8x
Voltaia SA	FR	24 588	15%	50%	5,6x
Scatec ASA	NO	11 995	22%	70%	7,2x
Advanced Soltech Sweden AB (publ)	SE	492	NA		4,6x
CHAR Technologies Ltd.	CA	450	NA		0,0x
<b>Median</b>		<b>26 462</b>	<b>6%</b>	<b>53%</b>	<b>6,1x</b>
Genomsnitt		68 039	2%	53%	6,3x
Rabatt på median		50%			
<b>Använd EV/Sales-multipel</b>		<b>3,0x</b>			
Förväntade intäkter, 2024		22			
Enterprise value		66			
<b>PV(Enterprise value)</b>		<b>56</b>			
Kassa		-21			
Kassa från nyemissioner		70			
<b>Aktievärde efter finansiering, MSEK</b>		<b>104</b>			
Utestående aktier efter finansiering och utspädning, milj.		510			
<b>Värde per aktie efter finansiering och utspädning, kr</b>		<b>0,2</b>			

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

## Värderingsintervall

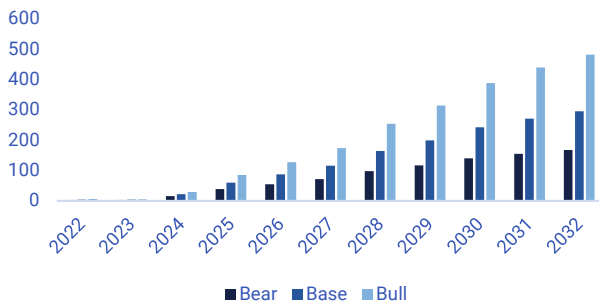
I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering) men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet. I Bull-scenariot modellerar vi med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 56,3 procent (52,2 procent i

basscenariot). EBITDA-marginalen antas öka till 40,6 procent (35,9 procent i bas-scenariot). Efter full finansiering och utspädning beräknas ett värde per aktie på 0,9 kronor.

För Bear-scenariot modellerar vi en genomsnittlig årlig tillväxttakt på 48,0 procent. EBITDA-marginalen antas öka till 34,1 procent år 2032. Efter full finansiering och utspädning ger det mer pessimistiska scenariot ett värde per aktie på 0,09 kronor.

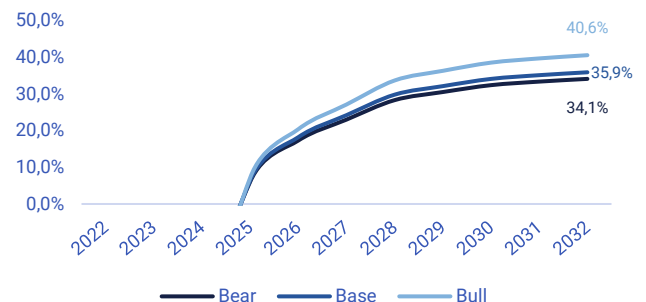
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBITDA-marginal visas nedan.

#### Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

#### EBITDA-marginal (MSEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

## Risker och utmaningar

### Finansiering

Bolagets kommande anläggningar är inte fullt finansierade. En avsiktsförklaring (LOI) finns förvisso enligt bolaget på plats med RFA.M HOLDING INVESTMENT CONSULTING Ltd. (FRA.M). Tills dess att pengarna är på bolagets konto är finansiering ett överhängande osäkerhetsmoment för den snabba uppskalningen av produktionskapaciteten. Även de två nya anläggningarna som kontrakterades i november 2022 (Patras 1 och 2) saknar full finansiering. Bolaget är i process att säkerställa finansiering för Patras 1 och 2.

Även vidare uppskalning av den anslutna kapaciteten efter de befintliga pipelines är beroende av finansiering som inte är säkrad och vi ser risken rörande finansiering som fortsatt hög. Balansräkningen kommer behövas stärkas inom 12 månader för att säkerställa fortsatt drift. Troligen i form av nyemission och/eller lånefinansiering.

### Leveranser och stigande kostnader för anläggningar

Vi uppskattar att en 1MW biomassa- eller biooljeanläggning i genomsnitt kräver en investering om 30–45 MSEK. Denna investering kan bli större än vad vi förväntar oss när pris för råvaror och insatsvaror till anläggningarna stiger. Även fraktkostnaderna har ökat avsevärt. Risker avseende priset på bioolja har tydligen bevisats under senaste halvåret med produktionsstopp till följd av uteblivna leveranser av bioolja från samarbetspartnern NAIS. Zazz Energy har kompenserats för uteblivna intäkter i samband med detta, men har som en konsekvens blivit tvungna att tänka om sin affärsmodell.

Investeringsbehovet uttryckt i SEK ökar när SEK försvagas. SEK har försvagats mot både USD och euron under 2022 och 2023. Detta gör att investeringsbehovet sannolikt är större i dag än vad bolaget initialt räknat med.

### **Person-/relationsberoende**

För att skala upp verksamheten i Grekland är det vår bedömning att bolaget har ett stort beroende av de nära samarbetspartners, Petros Kapetanakis och NAIS. Petros Kapetanakis är den tredje störste ägaren i bolaget, så han är att anse som långsiktig. NAIS var tidigare den fjärde störste ägaren i bolaget men har nu sålt sitt innehav enligt senaste ägarlistorna från Holdings. Vi anser således att risken kring NAIS ökat till följd av senaste årets utveckling, samt att de nu inte längre finns kvar bland huvudägarna i bolaget.

### **Andra osäkerhetsfaktorer**

Även om bolaget genom sin befintliga anläggning påvisat proof-of-concept finns en rad olika osäkerhetsfaktorer. Även om bolaget säkrar finansiering för uppbyggnation kan installations- och optimeringsarbetet dra ut på tiden och därmed skjuta intäkter längre in i framtiden.

Vi modellerar med stigande intäkter från både värme och biokol. I dag finns inga försäljningsavtal för dessa. Rörande försäljning av biokol kommer investeringar att krävas för att anpassa anläggningarna i termer av exempelvis förvaring. Exakt hur detta skall gå till är ännu inte helt klarlagt.

# Nyckeltal och räkenskaper

## Riskjusterade nyckeltal (SEK)

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
<b>Per aktie</b>						
EPS	-0,87	-0,16	-0,02	0,00	0,02	0,04
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BVPS	0,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
TVBPS	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2
<b>Värdering (nuvarande)</b>						
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	6,3x
P/B	4,6x	1,8x	1,3x	1,7x	1,6x	0,6x
EV/Sales	NM	15,4x	17,2x	3,2x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	17,9x	4,3x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	416,6x	6,7x
<b>Övrigt</b>						
	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-25%	-25%	-19%	4%	27%	49%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Riskjusterad resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Kv3, 23P	Kv4, 23P	Kv1, 24P	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P	Kv2, 25P
Nettoomsättning	0,0	4,0	4,8	5,3	5,6	5,9	12,6	15,9
Bruttomarginal	0,0	1,6	1,9	2,3	2,5	2,7	6,4	8,3
EBITDA	2,2	-7,4	-3,7	-1,7	-3,9	-2,3	-2,7	-2,5
EBIT	-4,0	-2,4	-2,8	-2,7	-2,5	-2,6	-1,2	0,4
EBT	-0,1	-22,4	-4,3	-3,1	-4,1	-2,5	-2,9	-2,8
Resultat efter skatt	-4,1	-2,5	-2,9	-2,8	-2,7	-2,7	-1,7	0,0
Vinst per aktie	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	0,00	0,00
<b>Tillväxt</b>								
	Kv3, 23P	Kv4, 23P	Kv1, 24P	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P	Kv2, 25P
Nettoomsättning			-100%	-100%	NM	NM	NM	NM
Bruttoresultat			-100%	-33%	-100%	-3%	NM	7%
EBITDA			-26%	-1099%	-276%	69%	27%	-46%
EBIT			-22%	-421%	-307%	89%	26%	-26%
EBT			-10%	-29%	-3383%	89%	31%	8%
Resultat efter skatt			-10%	-29%	-3383%	89%	31%	8%
<b>Marginaler</b>								
	Kv3, 23P	Kv4, 23P	Kv1, 24P	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P	Kv2, 25P
Bruttomarginal	211%	100%	NM	100%	NM	40%	40%	44%
EBITDA-marginal	79%	-446%	NM	-78%	NM	-56%	-57%	-47%
EBIT-marginal	69%	-1321%	NM	-99%	NM	-59%	-59%	-52%
EBT-marginal	-4%	-1355%	NM	-140%	NM	-61%	-61%	-53%
Vinstmarginal	-4%	-1355%	NM	-140%	NM	-61%	-61%	-53%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



**Riskjusterad resultaträkning (MSEK)**

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Nettoomsättning	4	4	22	60	87	115	164	199	242	271	295
Summa intäkter	4	6	22	60	87	115	164	199	242	271	295
Råvaror & förnödenheter	0	-2	-12	-29	-41	-53	-71	-84	-99	-108	-117
Bruttomarginal	4	4	9	31	46	63	93	115	143	163	178
Rörelsekost., exkl. råvaror	-19	-15	-19	-27	-30	-35	-44	-51	-61	-68	-72
EBITDA	-15	-12	-10	4	16	28	49	64	83	95	106
Av- och nedskrivningar	-15	-1	-1	-4	-6	-7	-10	-12	-14	-15	-17
EBIT	-30	-12	-11	0	10	21	39	52	69	80	89
Finansnetto	-6	-2	-1	-2	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3
EBT	-36	-14	-11	-2	8	18	36	49	65	77	87
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	-10	-13	-16	-11
Årets resultat	-36	-14	-11	-2	8	18	36	39	52	61	76
Vinster per aktie (kr)	-0,87	-0,16	-0,02	0,00	0,02	0,04	0,07	0,08	0,10	0,12	0,15
Aktier, Slutet av perioden	35,0	503,1	503,1	503,6	510,3	510,3	510,3	510,3	510,3	510,3	510,3
Aktier, Genomsnitt	30,6	269,1	503,1	503,4	507,0	510,3	510,3	510,3	510,3	510,3	510,3
<b>Tillväxt</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Nettoomsättning	NaN	-10%	445%	178%	44%	33%	42%	22%	21%	12%	9%
Bruttomarginal	906%	-16%	153%	230%	48%	36%	47%	25%	24%	14%	9%
EBITDA	-236%	22%	16%	139%	313%	77%	75%	31%	29%	15%	11%
EBIT	-577%	59%	14%	102%	6157%	101%	89%	34%	32%	16%	12%
EBT	-699%	62%	20%	85%	593%	118%	94%	36%	34%	18%	13%
Årets resultat	-699%	62%	20%	85%	593%	118%	94%	8%	34%	18%	24%
Vinster per aktie (kr)	-1433%	82%	86%	85%	589%	116%	94%	8%	34%	18%	24%
<b>Marginaler</b>	<b>2022</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>	<b>2029P</b>	<b>2030P</b>	<b>2031P</b>	<b>2032P</b>
Bruttomarginal	100%	61%	44%	52%	53%	54%	56%	58%	59%	60%	60%
EBITDA-marginal	-337%	-188%	-45%	6%	18%	24%	30%	32%	34%	35%	36%
EBIT-marginal	-679%	-201%	-49%	0%	12%	18%	24%	26%	28%	29%	30%
EBT-marginal	-822%	-228%	-52%	-3%	10%	16%	22%	24%	27%	28%	29%
Vinstmarginal	-822%	-228%	-52%	-3%	10%	16%	22%	19%	21%	23%	26%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Riskjusterad balansräkning (MSEK)**

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Immateriella tillg.	19	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Materiella tillg.	12	12	32	72	117	176	201	229	245	256	260
Övriga anläggningstillg.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg	31	36	57	96	141	200	225	253	269	281	284
Inventarier	0	2	2	6	10	15	18	21	25	28	27
Kundfordringar	4	2	3	8	13	18	23	27	32	35	34
Kassa	7	21	-3	0	-7	-18	23	15	32	64	92
Summa omsättningstillg.	11	25	2	14	15	14	64	63	89	127	152
<b>Summa tillgångar</b>	<b>42</b>	<b>61</b>	<b>59</b>	<b>110</b>	<b>157</b>	<b>214</b>	<b>289</b>	<b>317</b>	<b>358</b>	<b>408</b>	<b>436</b>
<b>Summa EK</b>	<b>29</b>	<b>42</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>85</b>	<b>103</b>	<b>139</b>	<b>178</b>	<b>230</b>	<b>291</b>	<b>332</b>
Långfristiga skulder	3	17	26	74	67	105	143	131	119	107	95
Summa långfristiga skulder	3	17	26	74	67	105	143	131	119	107	95
Leverantörsskulder	1	1	1	3	5	7	9	11	13	14	13
Övriga kortfrist. Skuld.	13	0	1	2	3	4	5	5	6	7	7
Upplupna kost. och förutbet. intäkter	1	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
Summa kortfristiga skulder	14	1	2	5	8	11	14	16	20	22	21
<b>Summa skulder</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>28</b>	<b>79</b>	<b>75</b>	<b>116</b>	<b>157</b>	<b>148</b>	<b>139</b>	<b>129</b>	<b>116</b>
<b>Summa EK + skulder</b>	<b>46</b>	<b>60</b>	<b>58</b>	<b>111</b>	<b>160</b>	<b>220</b>	<b>296</b>	<b>325</b>	<b>368</b>	<b>420</b>	<b>448</b>
Likviditet	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Current ratio	1	20	1	3	2	1	5	4	5	6	7
Cash ratio	0	17	-2	0	-1	-2	2	1	2	3	4
Beläning	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
Net debt(-)/Net cash(+)	-9	3	-31	-79	-82	-134	-133	-132	-107	-65	-23
Net debt/EBITDA	0,6x	NM	3,2x	-20,8x	-5,2x	-4,8x	-2,7x	-2,1x	-1,3x	-0,7x	-0,2x
Net debt/Equity	0,3x	NM	1,0x	2,5x	1,0x	1,3x	1,0x	0,7x	0,5x	0,2x	0,1x
Equity/Total Assets	69%	69%	52%	29%	54%	48%	48%	56%	64%	71%	76%
Effektivitet	2 022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
ROA	-86%	-23%	-19%	-2%	5%	9%	12%	12%	15%	15%	17%
ROE	-126%	-34%	-37%	-5%	10%	18%	26%	22%	23%	21%	23%
ROIC	-137%	-31%	-17%	0%	6%	9%	15%	18%	22%	24%	27%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Riskjusterat kassaflöde (MSEK)**

	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
KF löpandeverksamh.	-13	-13	-10	2	14	26	46	51	66	77	58
Delta rörelsekap.	3	-8	-2	-8	-7	-9	-7	-6	-8	-6	3
FL löpande verk. efter rörelsekap.	-11	-21	-12	-6	7	17	39	44	58	71	60
KF investeringsverksamhet	-30	0	-22	-43	-51	-66	-35	-40	-30	-27	-20
KF finansieringsverksamhet	40	38	9	52	37	38	38	-12	-12	-12	-12
Kassaflöde	-1	17	-24	3	-7	-11	42	-8	16	32	28
Valuatadiff.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassa BaP	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassa SaP	7	24	0	3	-4	-15	26	18	35	67	95
Nyckeltal	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P	2030P	2031P	2032P
KF löpande verksamh./nettoomsätt.	NaN	-475%	-296%	-27%	11%	19%	34%	27%	29%	29%	22%
KF löpande verksamh./tillgångar	-57%	-50%	-19%	-10%	6%	11%	18%	15%	18%	20%	15%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

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

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Christopher Solbakke och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.