

Uppdatering: Kv2 2023

MIDSUMMER AB

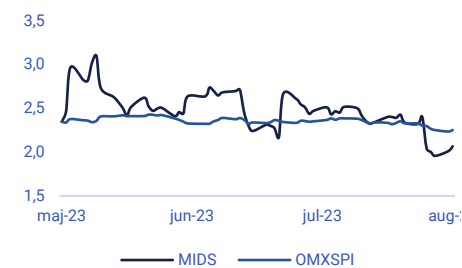
Midsummer tillverkar klimatsmarta och estetiskt tilltalande tunnfilmssolceller. Intäkter genereras från två produktlinjer, solcellstak samt av produktionsutrustning. En internationell expansion ligger högst upp på agendan.

VD: Sven Lindström
 SO: Robert Sjöström
midsummer.se/investerare

Bloomberg: MIDS:SS
 Reuters Eikon: MIDS:TE

Lista: Nasdaq First North
 Aktie, senast: 2,0 kronor
 Marknadsvärde: 267 MSEK

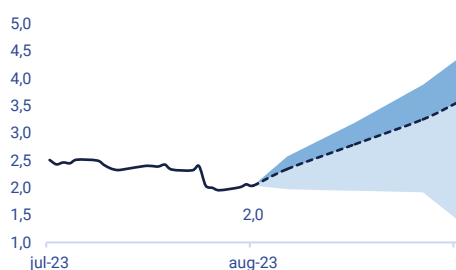
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-82	-82	-75	-19

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	1,4	3,6	4,3
Upp-/nedsida (%)	-30	74	113

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Christopher Solbakke
 Equity Analyst

Produktionsstart närmar sig

En fullt automatiserad produktionsstart av fabriken i Italien närmar sig. Med avsiktsförklaringar om motsvarande 70% av anläggningens årliga kapacitet kan Midsummer stå inför ett tydligt intäktslyft. Produktionsstart och faktiska ordrar är också triggers som kan driva aktien. Vi räknar med att nytt kapital behöver tas in och beräknar ett motiverat värde per aktie om 3,6 kronor (5,3)

Intäktslyft förväntas under 2024 med produktionsstart i Italien

Under kv2 2023 var Midsummers nettoomsättning kvar på låga nivåer. Nettoomsättningen backade med 16% till 11,0 MSEK och utfallet var något under vår prognos på 13,3 MSEK. Kostnadsmassan var en bit över vår förväntan vilket medförde av det redovisade EBITDA-resultatet på minus 54,9 MSEK var något sämre än vår förväntan på minus 41,8 MSEK. Positivt är att ett ökat fokus på strategin att sälja solpaneler via distributörer har effekt. Att denna strategi kan påvisas är viktigt i det långa perspektivet när verksamhetens produktionskapacitet utökas. Bolaget förväntar sig en fullt automatiserad produktionsstart av anläggningen (50MW) i Bari, Italien, under första kvartalet 2024. Med avsiktsförklaringar om motsvarande 70% av anläggningens årliga kapacitet kan därmed ett tydligt intäktslyft komma strax därefter.

Värdet ligger i möjligheten att bli en ledande aktör i Europa

Givet en ökad produktionskapacitet i Bari som nyttjas till fullt räknar vi med att Midsummer kan generera intäkter upp mot 500 MSEK. Bari är dock inte expansionsplanens slut. Avsikten är att utöka produktionskapaciteten i Sverige med ytterligare 200MW. Det långsiktiga målet om en produktionskapacitet motsvarande 1 000MW. Tillväxtplanen är givetvis villkorade till att finansiering kan erhållas. För utbyggnaden i Sverige har bolaget erhållit ett utlovande om EU-bidrag till ett värde om 375 MSEK, vilket är klart positivt.

Med värdet i framtida möjligheter som är villkorade till finansiering gör detta case extra svårbedömt och riskfyllt – framför allt i rådande marknadsklimat. Under kv2 2023 tog Midsummer in 155 MSEK genom en nyemission av aktier. Målbilden var dock att resa 246 MSEK. Mot bakgrund av den lägre än av oss antagna teckningsgraden är det vår bedömning av bolaget kommer behöva resa ytterligare kapital kring årsskiftet för driva rörelsen och realisera på möjligheterna i Italien – närmare ca. 170 MSEK netto. Det utöver de 175 MSEK som förväntas i bidrag från Invitalia i början av 2024.

Sänkt motiverat värde

I en ansats att beräkna ett motiverat värde för Midsummer för de kommande 6–12 månaderna utgår vi från ett scenario då bolaget genererar en nettoomsättning 2024 om 324 MSEK, motsvarande drygt 30 MW solcellspaneler. Under 2025–2027 växer intäkterna med i genomsnitt höga 136% per år och når ett positivt EBITDA-resultat år 2027. EBITDA-marginalen stiger till 11,3% till det sista prognosåret, 2032. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 3,6 kronor (5,3) för de kommande 6–12 månaderna. Det motsvarar en EV/Sales multipel 2024 på 2,5x. Referensgruppen handlas till 4,3x EV/Sales NTM. Nedrevideringen beror bland annat på nedjusterade intäkt- och lönsamhetsantaganden, nya finansieringsantaganden och en höjd diskonteringsränta med den höga osäkerheten i prognoserna och finansieringsrisken.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	94	53	49	324	627
Summa intäkter	111	156	68	336	638
EBITDA	-73	-59	-163	-98	-56
EBIT	-111	-93	-204	-150	-126
Periodens resultat	-130	-88	-196	-172	-149
Vinst per aktie	-2,18	-1,30	-1,99	-1,13	-0,82
Tillväxt, nettoomsättning	31%	-43%	-8%	562%	93%
EBITDA-marginal	-65%	-38%	-241%	-29%	-9%
EV/Sales	11,9x	18,4x	6,9x	1,0x	0,5x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM
P/E	NM	NM	NM	NM	NM
P/B	4,0x	2,7x	1,6x	1,1x	0,8x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, antaganden och värdering

Midsummer har två produktlinjer, där fokus ligger på produktion och försäljning av egenutvecklade solcellspaneler. Bolaget närmar sig produktionsstart vid anläggning (50 MW) i Italien. Avsiktsförklaringar finns redan på plats för 70% av den fulla årliga kapaciteten. Det påvisar efterfrågan som också motiverar bolagets planer på ytterligare utbyggnad av kapaciteten till minst 1 000 MW till 2030. Produktionsstart i Italien, faktiska beställningar från ramavtal och en vidare kommunikation kring finansiering av rådande satsning är potentiella värde drivare.

Strategiskt positionerat, expansion och tillväxt

- **Konkurrenskraftigt alternativ gentemot andra aktörer i branschen.** Midsummer utvecklar, producerar och säljer tunnfilmssolceller baserat på CIGS-teknologin. Teknologin medför en låg vikt i förhållande till dagens standard-teknologier men är också böjbara. Det möjliggör i sin tur för relativt enkel installation utan ingrepp i tak liksom ett utökat antal applikationsområden. Detta medför uppenbara konkurrensfördelar, vilket också bidrar till den förväntade tillväxten. Att bolagets solcellstak är mer miljövänliga än vad den stora konkurrensen erbjuder skapar ytterligare en tydlig konkurrensfördel som blir allt viktigare inom framför allt B2B-segmentet.
- **Väl positionerade på het marknad.** Solenergi förväntas vara ett av de snabbast växande segmenten inom förnybar energi med en CAGR på nära 20% fram till 2030. CIGS-solceller förväntas i sin tur vara den snabbast växande solcellsteknologin. Följdeffekter av det tragiska kriget i Ukraina driver också på en tilltagande efterfråga kopplat till sanktionerna mot rysk energi.
- **Expansionsplaner för att möta efterfrågan.** Invitalia-projektet avser bolagets satsning i Italien (Bari) där bolaget sätter upp Europas största produktionsanläggning för CIGS-solceller om 50 MW. Satsningen har förmånlig finansiering via italienska myndigheter som delfinansierar projektet. Trots att anläggningen ännu inte är i drift har ramavtal tecknats motsvarande 35 ME. Ramavtal ger stöd till en vidare uppbyggnad av produktionskapacitet i linje med bolagets plan – att vid 2030 ha en produktionskapacitet om minst 1 000 MW.
- **Hög antagen tillväxt över tid till förbättrad lönsamhet.** Den antagna tillväxten över vår prognosperiod till 2023–2032 antas motsvara en genomsnittlig tillväxttakt om mycket höga 67,8% per år. Som nämnts är bolagets plan är att ha en produktionskapacitet om 1 000 MW år 2030. Vårt antagna scenario för intäktsutveckling motsvarar en försäljning analogt med uppskattningsvis drygt 475–525 MW 2032. Samtidigt antas den justerade EBITDA-marginalen succesivt öka till 11,3% fram till 2032. Givet våra antaganden beräknas ett motiverat värde per aktie om 3,6 kronor per aktie (5,3), motsvarar en EV/Sales multipel 2024 på 2,5x. Referensgruppen handlas till ett medianvärde för EV/Sales NTM på 4,3x.

Risker och utmaningar

Osäkerhet i antaganden

I avsaknad av historik och att många pusselbitar måste falla på plats är de antagna scenariona vad gäller intäkts-, lönsamhets- och kassaflödesutveckling är förknippade med hög osäkerhet. Trots att ramavtal och avsiktsförklaringar finns på plats är bolagets möjligheter att konvertera dessa till faktiska beställningar och intäkter osäkra. Beställningar från avsiktsförklaringar är således en värde trigger då osäkerheten kommer ned.

Prispress även på europeiska solcellspaneler

Midsummer befinner sig på en marknad under stark tillväxt. Konkurrensen är således betydande, både inom tillverkningsutrustning och solcellspaneler. Över tid kan konkurrenssituationen pressa priserna på bolagets tunnfilm solceller likt den kraftiga prispress asiatiska leverantörer skapade för kiselbaserade solceller för ett antal år sedan.

Givet hård prispress räknar kan bolagets marginaler hämmas. Vårt antagande för EBITDA-marginal 2032 på 11,3% är samtidigt väl under referensgruppens medianvärde för förväntad EBITDA-marginal 2023 på drygt 20%.

Finansiering och tid för utbyggnation av produktionskapacitet

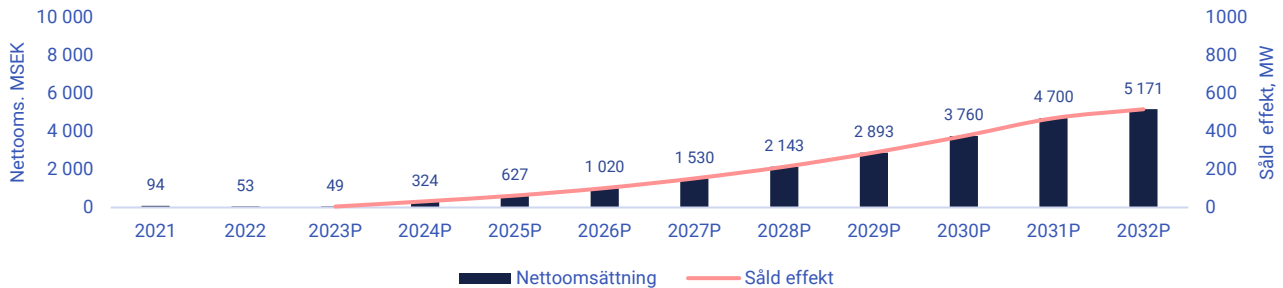
Givet vårt scenario behöver bolaget resa ytterligare kapital runt årsskiftet för att finansiera rörelsen och expansionen.

Obligationslån med förfall i april 2026

Midsummer har en utestående grön obligation på cirka 200 MSEK med inlösen i april 2026. Vi har antagit att denna obligation rullas vidare med samma villkor. Men om så inte blir fallet finns det en överhängande risk för att bolaget måste ta in mer kapital för att lösa obligationen.

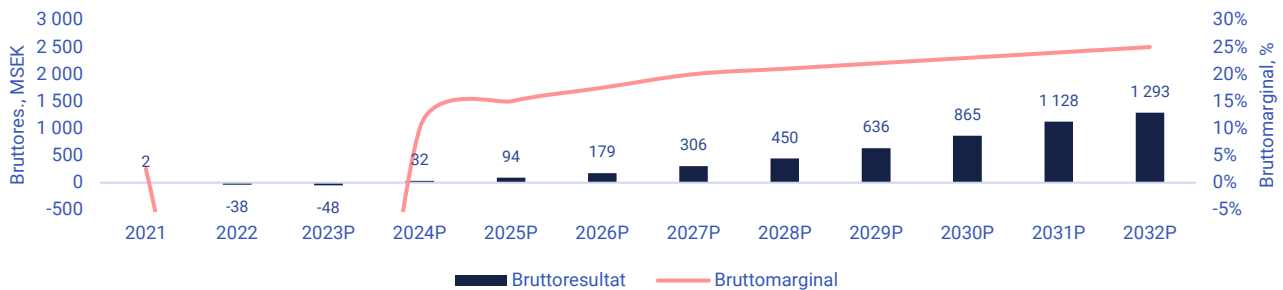
Antaget scenario, basscenario

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%) samt såld effekt (MW)



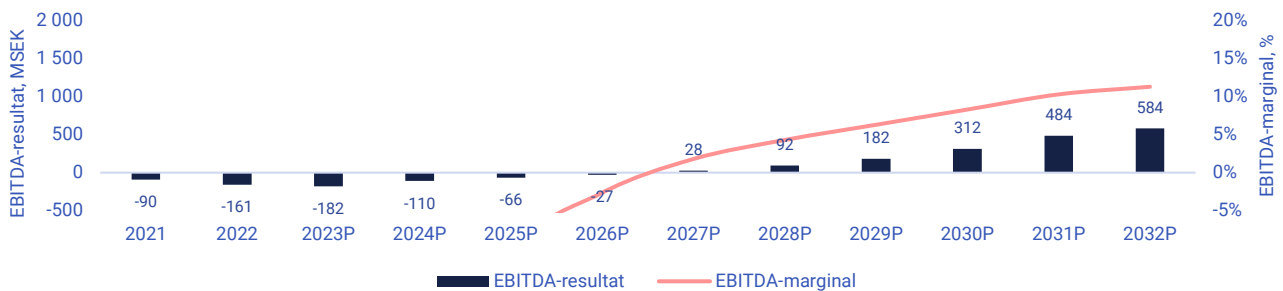
Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och bruttomarginal (%)



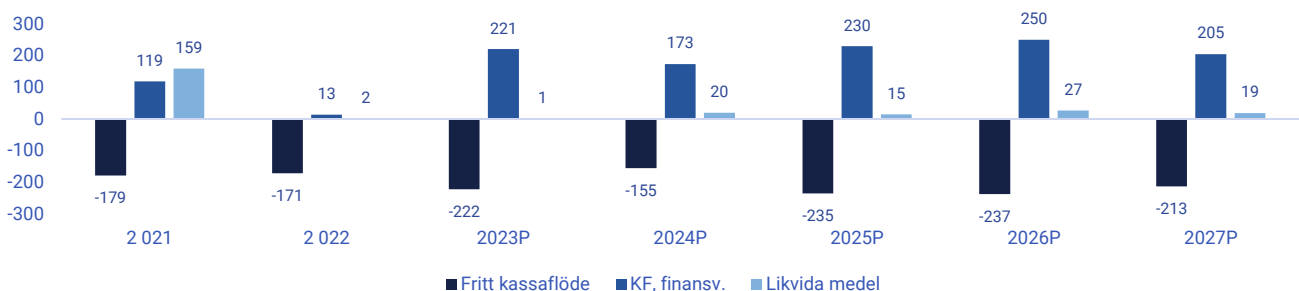
Bruttoresultatet är beräknat på nettoomsättning. Notera att Råvaror och förnödenheter även inkluderar kostnader för produktion av DUO-maskiner till exempelvis fabriken i Italien. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Just. EBITDA-resultat (MSEK) och marginal (%)



Just. EBITDA-resultatet är beräknat på nettoomsättning. Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Fritt kassaflöde, KF från finansiering och likvida medel (MSEK)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

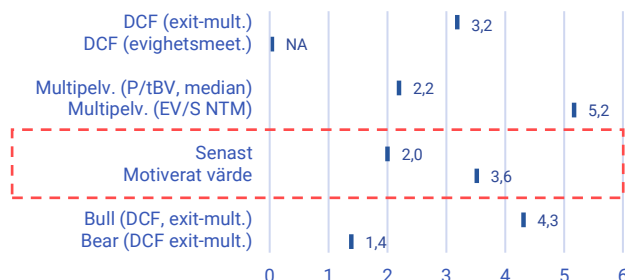
Motiverat värde inom ett intervall

Motiverat värde (kr/aktie), basscenario

DCF, Exit-multipel (EBIT, 2032)	3,2
EV/Sales, 2024	5,2
P/tBV	2,2
Motiverat värde, tre scenarion	3,6
Möjlig upp-/nedsida	74%
Aktier efter full finansiering	206
Aktievärde	732
Kassa (senast rapp. kv.)	144
Skuld (senast rapp. kv.)	226
EV	815

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (kr/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

DCF-värdering, basscenario

DCF värdering	Disk.ränta prognosperiod	Antaganden
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	-652	Risikfri ränta, prognostiserad period 2,4%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	1 057	Marknadsriskpremie 6,7%
Rörelsevärde (EV)	405	Småbolagspremie 3,7%
Nettoskuld	-83	Beta 1,2x
Totalt aktievärde	322	Avkastningskrav, EK 14,9%
PV(kapital, nyemission)	342	
Aktievärde efter finansiering	664	Tillägg till re +5,2%
Utestående aktier	129,4	Just. Re 20,1%
Nya akter	76,5	
Antalet aktier, full utspädning	205,9	Skattejust. Kreditränta 4,0%
Värde per aktie, före utspädning	2,5	Belåningsgrad 0,0%
Värde per aktie, full utspädning (basscenario)	3,2	WACC 20,1%
		Bolagsspec. tillägg 5,2%
		Implicita värderingsmult.
		EV/Sales 2023P 8,3x
		EV/Sales 2024P 1,2x
		EV/EBITDA 2023P NM
		EV/EBITDA 2024P NM
		EV/EBIT 2023P NM

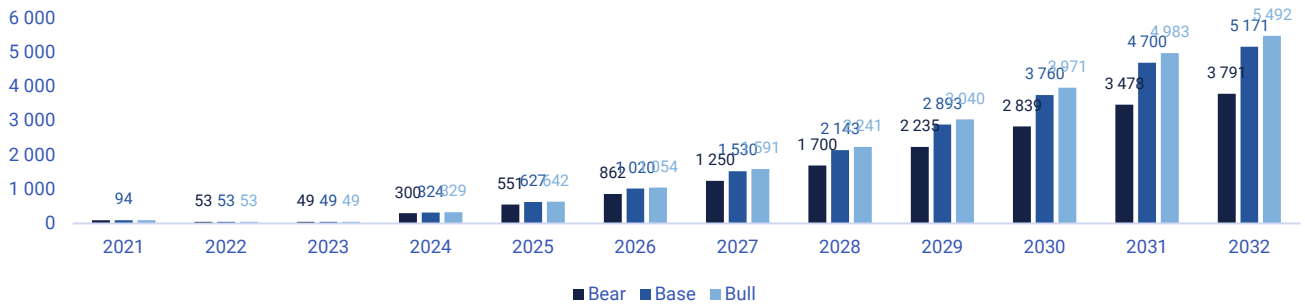
*Rabatt 50% på exit-multipel om EV/EBIT på 20x före rabatterning. Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering medianvärde, basscenario

	HQ	Marknadsv. (MSEK)	EV/Sales, NTM	P/tBV
SolTech Energy Sweden AB (publ)	SE	1 283	NA	9,0x
REC Silicon ASA	NO	7 131	3,1x	35,0x
Meyer Burger Technology AG	CH	18 753	4,6x	3,4x
ML System S.A.	PL	1 570	NA	NA
Sunrun Inc.	US	32 488	5,7x	1,3x
SolarEdge Technologies, Inc.	IL	101 600	2,1x	3,8x
First Solar, Inc.	US	206 337	4,3x	3,2x
Median		18 753	4,3x	3,6x
Genomsnitt		52 737	4,0x	9,3x
Max		206 337	5,7x	35,0x
Min		1 283	2,1x	1,3x
Rabatt			25%	50%
Använd multipel			3,2x	1,8x
Nettoomsättning, 2024			324	
tBV, 2023P				66
Nuvärde			813	
Implicit EV			813	201
Nettoskuld			-83	-83
Aktievärde			731	118
PV(kapital, nyemissioner)			342	342
Aktievärde efter finansiering			1 072	460
Utestående aktier			129	129
Nya akter			77	77
Antalet aktier, full utspädning			206	206
Värde per aktie, före utspädning			5,6	0,9
Värde per aktie, full utspädning (basscenario)			5,2	2,2

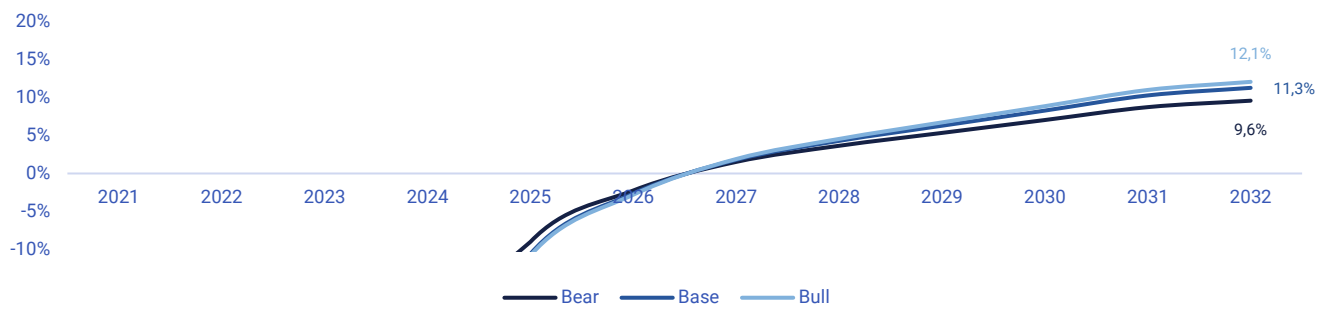
Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Just. EBITDA-marginal, tre scenarion



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyckeltal och räkenskaper

Resultaträkning (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning	94	53	49	324	627	1 020	1 530
Totala intäkter	111	156	68	336	638	1 030	1 537
Råvaror och förnödenheter	-92	-92	-97	-292	-533	-842	-1 224
Totala rörelsekostnader, exkl. COGS och av- och nedskriv.	-92	-123	-134	-142	-161	-205	-279
EBITDA	-73	-59	-163	-98	-56	-17	34
Just. EBITDA	-115	-181	-224	-148	-101	-58	0
Av- och nedskrivningar	-38	-34	-41	-52	-70	-93	-122
EBIT	-111	-93	-204	-150	-126	-111	-88
Just. EBIT	-153	-215	-265	-199	-171	-151	-122
Finansnetto	-19	4	8	-22	-23	-24	-29
EBT	-130	-89	-196	-172	-149	-134	-116
Skatt på periodens resultat	1	1	0	0	0	0	0
Periodens resultat	-130	-88	-196	-172	-149	-134	-116
Vinst per aktie	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Genomsnitt, antal aktier	63	68	99	151	181	193	202
Vinst per aktie	-2,18	-1,30	-1,99	-1,13	-0,82	-0,69	-0,58
Tillväxt	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning	31%	-43%	-8%	562%	93%	63%	50%
Totala intäkter	28%	40%	-56%	396%	90%	62%	49%
EBIT	-49%	16%	-119%	27%	16%	12%	21%
Just. EBIT	-35%	-41%	-23%	25%	14%	12%	19%
EBITDA	-45%	19%	-178%	40%	43%	69%	301%
Just. EBITDA	-30%	-58%	-24%	34%	32%	43%	100%
EBT	-41%	32%	-121%	13%	13%	10%	13%
Periodens resultat	-40%	32%	-124%	13%	13%	10%	13%
Marginaler	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Just. bruttomarginal	2,6%	-71,6%	-98,0%	10,0%	15,0%	17,5%	20,0%
EBITDA-marginal	-65,3%	-37,7%	-240,6%	-29,1%	-8,7%	-1,7%	2,2%
Just. EBITDA-marginal	-121,4%	-339,3%	-457,2%	-45,5%	-16,0%	-5,6%	0,0%
EBIT-marginal	-99,6%	-59,8%	-301,2%	-44,5%	-19,8%	-10,7%	-5,7%
Just. EBIT-marginal	-161,9%	-403,7%	-541,1%	-61,4%	-27,3%	-14,8%	-8,0%
EBT-marginal	-116,9%	-57,2%	-289,7%	-51,0%	-23,4%	-13,0%	-7,6%
Vinstmarginal	-116,3%	-56,4%	-289,7%	-51,0%	-23,4%	-13,0%	-7,6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
TILLGÅNGAR							
Anläggningstillgångar							
Immateriella anläggningstillgångar	53	54	96	134	168	199	226
Materiella anläggningstillgångar	142	145	173	191	209	227	245
Övriga anläggningstillgångar	12	21	21	21	21	21	21
Summa, Anläggningstillgångar	208	221	290	346	398	447	493
Omsättningstillgångar							
Varulager	30	20	16	73	141	230	344
Kundfordringar	23	16	14	84	150	224	306
Övriga kortfrist. fordringar	71	210	172	72	73	78	86
Likvida medel	159	2	1	20	15	27	19
Summa, Omsättningstillgångar	283	249	203	249	379	559	755
Summa tillgångar	491	469	493	595	777	1 006	1 248
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Summa, Eget kapital	253	183	162	171	144	131	140
Långfristiga skulder							
Långfristiga räntebärande skulder	203	10	210	210	330	480	590
Övriga långfristiga skulder	5	17	17	17	17	17	17
Summa, Långfristiga skulder	208	27	227	227	347	497	607
Kortfristiga skulder							
Leverantörsskulder	10	21	18	91	163	224	306
Övriga kortfrist. Skulder	12	228	78	96	104	123	149
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	8	11	8	10	19	31	46
Summa, Kortfristiga skulder	30	259	103	197	286	379	501
Summa, skulder	238	286	330	424	633	876	1 108
Summa eget kapital, avsättningar och skulder	491	469	493	595	777	1 006	1 248
Likviditet							
Current ratio	9,3	1,0	2,0	1,3	1,3	1,5	1,5
Cash ratio	8,3	0,4	0,8	0,9	0,8	0,9	0,8
Soliditet							
Nettoskuld (-)/nettokssa(+)	-44	-8	-209	-190	-315	-453	-571
Nettoskuld/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1660%
Nettoskuld/EK	17%	4%	129%	111%	219%	347%	408%
Skuld/EK	94%	156%	203%	248%	439%	670%	791%
Soliditet	51%	39%	33%	29%	19%	13%	11%
Lönsamhetsmätt							
ROA	-26%	-18%	-41%	-32%	-22%	-15%	-10%
ROE	-51%	-40%	-114%	-103%	-95%	-98%	-86%
ROIC	-41%	-29%	-51%	-34%	-21%	-13%	-8%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
KF, löpande verks. efter delta rör.kap.inkl. delta rör.kap.	-63	-101	-118	-54	-125	-116	-76
KF, investeringsverksamheten	-115	-70	-104	-101	-110	-122	-137
KF, finansieringsverksamheten	119	13	221	173	230	250	205
Periodens kassaflöde(inkl. valutadiff.)	-58	-157	-1	18	-5	13	-8
Likvida medel vid periodens början	218	159	2	1	20	15	27
Likvida medel vid periodens slut	159	2	1	20	15	27	19
Nyckeltal							
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

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