

## Analysuppdatering

### SVENSKA AEROGEL HOLDING AB

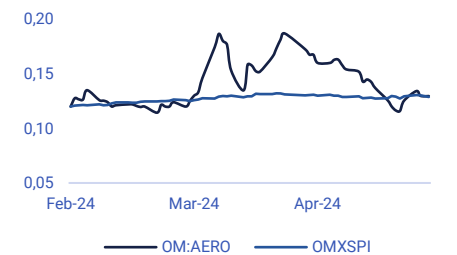
Svenska Aerogel har utvecklat en innovativ och patenterad teknik, Quartzene, som alternativ till traditionell aerogel. Quartzene bidrar till effektivisering och ökad hållbarhet i slutprodukter inom främst bygg- och fastighetsbranschen, transport-, process- samt papper- och massaindustri.

VD: Tor Einar Norbakk  
SO: Per Nordberg  
[www.aerogel.se](http://www.aerogel.se)

Lista: Nasdaq First North Growth Market  
Aktiekurs, senast: 0,12 SEK  
Marknadsvärde: 118 MSEK

CapitalIQ: OM:AERO  
Bloomberg: AERO:SS

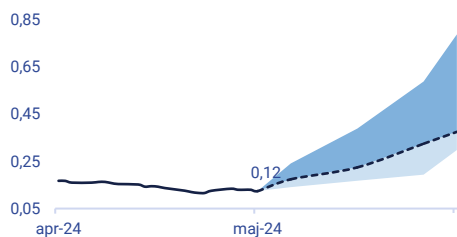
### KURSUTVECKLING



	YTD	12M	6M	1M
Utveckling, %	-21,4	-60,8	-35,6	-25,1

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	0,30	0,38	0,80
Upp-/nedsida (%)	139	200	531

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Christopher Solbakke  
Equity Analyst

Bertil Nilsson  
Senior Equity Analyst

## Effektivisering för lägre kostnader

Svenska Aerogel Holding AB:s ("Svenska Aerogel" eller "Bolaget") försäljning under kv1 2024 var lägre än våra prognoser. Trots lägre än förväntad omsättning är det positivt att Bolaget under kv1 påbörjat en större effektivisering som ska ge besparingar på kostnadssidan. Samtidigt har framsteg uppvisats avseende milstolpar i kundsamarbeten. Carlsquare Equity Research sänker motiverat värde till 0,38 (0,40) SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

### Låg omsättning under kv1 2024, men effektivisering ska lyfta marginalerna

Under kv1 2024 omsatte Svenska Aerogel för drygt 0,5 MSEK. Våra prognoser för omsättningen låg på 1,5 MSEK, vilket gör utfallet signifikant lägre än våra estimat. Till följd av den låga omsättningen hamnade både EBITDA och EBIT en bra bit under våra prognoser. Bolaget rapporterade en EBITDA om minus 8,9 MSEK, där vår prognos låg på minus 7,0 MSEK. EBIT blev minus 10,8 MSEK jämfört med vår prognos om minus 9,0 MSEK. Trenden från kv4 2023 med omsättning och lönsamhet i linje med våra prognoser fortsatte således inte in i kv1 2024. Bolaget har relativt nyligen påbörjat implementeringen av ett effektiviseringsprogram som förväntas ge besparingar om drygt 10 MSEK den kommande 12-månadersperioden. Programmet påverkar hela kostnadsbasen, inkluderat kostnad för sålda varor. En ökning av marginaler kan därför förväntas framöver, dock främst från och med kv3 2024. Hittills under 2024 har Bolaget mottagit en ramorder på 3 ton Quartzene®. Ramordern kommer från den franska distributören Novcoat, och avser ett leveranskontrakt för 2024 som planeras att delas upp i fyra omgångar. Totalt uppges värdet på ordern vara 96,8 kEUR, motsvarande cirka 1,1 MSEK. Bolaget har även mottagit två större pilotorder, där den ena kunden är från en global leverantör inom industrin för elfordonsbatterier. Denna kund förväntas lansera sin produkt som innehåller Quartzene® under kv2 2024. Den andre pilotordern är från en ny kund inom processindustrin som ska använda Quartzene® i termisk isolering. Totalt uppgår beställningarna till drygt 700 kg Quartzene®. Finansiellt har Bolaget under kv1 2024 tillförts cirka 51 MSEK brutto genom en större företrädesemission. Delar av emissionslikviden gick till att i förtid återbetala ett konvertibelt lån om 10 MSEK. Återbetalningen av konvertibellånet medför lägre räntekostnader för Bolaget jämfört med om lånet skulle ha löpt ut per förfallodatum. Per 31 mars 2024 uppgick bolagets kassa till ca 27 MSEK.

### Motiverat värde i ett basscenario

Till följd av den lägre än förväntade omsättningen under kv1 2024 har vi justerat ned de kortsiktiga förväntningarna marginellt för försäljningen av Quartzene® för året 2024. Vi räknar nu med en nettoomsättning på ca 5,7 MSEK, ned från tidigare 6,7 MSEK under 2024. I vårt justerade scenario räknar vi med en försäljning på omkring 250 ton Quartzene® och ett positivt resultat 2028. I slutet av prognosperioden (2023–2032) räknar vi med en försäljning om drygt 1000 ton Quartzene®.

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde på 0,38 (0,40) SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en implicit EV/Sales-multipel 2027 på 8,4x. Referensgruppen, bestående av företag inom Aerogel- och kemikalier, handlas till en EV/Sales-multipel 2025 om 1,3x.

### Nyckeltal (MSEK)

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	3,1	5,7	10,5	18,7	47,7	87,7
Bruttoresultat	-14,7	-14,3	-15,1	-14,2	5,4	34,5
EBITDA	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
EBIT	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
EBT	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
VPA (SEK)	-0,09	-0,04	-0,03	-0,02	-0,01	0,01
Tillväxt, nettooms.	-51%	83%	84%	78%	155%	84%
Bruttomarginal	-472,7%	-245,1%	-140,9%	-75,0%	11,2%	39,3%
EBITDA-marginal	-1336%	-641%	-325,4%	-177,5%	-26,2%	19,5%
EBIT-marginal	-1336%	-641%	-325,4%	-177,5%	-26,2%	19,5%
EV/Sales. nuv	52,9x	11,7x	6,4x	3,6x	1,4x	0,8x
EV/EBITDA. Nuv	NM	NM	NM	NM	NM	3,9x
EV/EBIT. Nuv	NM	NM	NM	NM	NM	3,9x
P/E. nuv	NM	NM	NM	NM	NM	10,7x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser. VPA=Vinst Per Aktie

## Innehållsförteckning

Investment case .....	3
Genombrott i försäljningen bör ge en stadig tillväxt.....	3
Antaganden och prognoser.....	4
Värdering.....	6
Motiverat värde inom ett intervall .....	6
Risker och utmaningar .....	9
Konkurrens och finansieringsbehov de största utmaningarna .....	9
Nyckeltal och räkenskaper.....	11
Friskrivning.....	15

## Investment case

Svenska Aerogel har utvecklat Quartzene®, ett innovativt och patenterat alternativ till traditionella aerogeler. Den underliggande marknaden väntas växa med i genomsnitt cirka 10 - 12% per år framöver. En viktig komponent i Bolagets utveckling är hur väl de lyckas med övergången från utveckling till kommersiell fas. Materialets unika egenskaper och flexibilitet skapar goda förutsättningar för Bolaget att växa betydligt snabbare än marknaden förutsatt att pågående kundprocesser resulterar i omsättning. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde om 0,38 SEK (0,40) per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

## Genombrott i försäljningen bör ge en stadig tillväxt

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde på 0,38 SEK per aktie (0,40), motsvarande en EV/Sales-multipel 2027 om 8,4x.

- **Materialförsäljningen skjuter fart vilket ger förväntningar om stark tillväxt.** Fram till 2019 uppvisade Svenska Aerogel ingen omsättning till följd av att fokus låg på utvecklingen av Quartzene®, organisationen och kompetensen. Under 2023 började även materialförsäljningen rulla i gång. Bolaget befinner sig i en tidig kommersiell fas. Tydliga planer för en fortsatt kommersialisering väntas skapa en stor tillväxt och en stark position på en adresserbar marknad som väntas växa med omkring 10 - 12% per år.
- **Nytt leverantörsavtal av aerogelmaterial till patenterad tandkräm:** Svenska Aerogel har nyligen tecknat avtal som innebär att Bolaget blir exklusiv leverantör av aerogelmaterial till tandkräm mot ilningar. Tandkrämen kommersialiseras av det brittiska bolaget Matrix, och planerad lansering är kv1 2025. Matrix kommer även investera i Svenska Aerogels fabrik. Marknaden för tandkräm mot ilningar förväntas under 2025 nå en storlek om cirka 3,9 miljarder USD. Avtalet öppnar för exponering mot ytterligare en stor marknad.
- **Ökande leveranser till återkommande kunder och positivt affärsläge.** Orderingen från befintliga kunder som passerat ramp-up fasen i Bolagets affärsutvecklingsmodell ökade under 2023. I nuläget pågår flertalet utvecklingsprojekt med samarbetspartners som har potential att signifikant öka orderingen.
- **Samarbetsavtal med världsledande aktör inom processindustrin.** Under 2022 ingick Svenska Aerogel ett samarbete med en globalt ledande aktör inom processindustrin. Avtalet, som förväntas nå standarden under 2024, är ett bevis på Bolagets förmåga att signera kunder av en betydande storlek. Det innebär i termer av försäljning potentiellt 30 ton Quartzene® per år när samarbetet når pilotfasen.
- **Skalbar produktion som håller stabila kostnadsnivåer väntas skapa lönsamhet.** Historiskt har Svenska Aerogel haft mycket höga kostnader relativt intäkterna. Bolagets produktionsfaciliteter är etablerade så att kostnadsnivåerna inte stiger i takt med en ökad försäljning, vilket främst avse personalkostnader. Detta bidrar till ökade marginaler för varje krona Bolaget genererar i extra omsättning, vilket förväntas skapa en god lönsamhet över tid. Möjligheten att behålla låga kostnader relativt omsättningen bidrar även till att Svenska Aerogel förväntas uppvisa högre marginaler än jämförbara bolag.

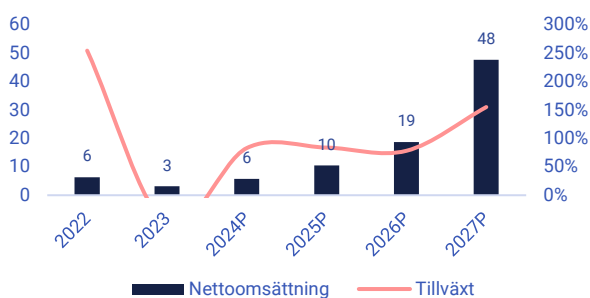
Bolaget befinner sig i en tidig kommersiell fas efter flera års utveckling av produkt, organisation och kompetens

## Antaganden och prognoser

### Stark position på marknaden skapar goda tillväxtutsikter

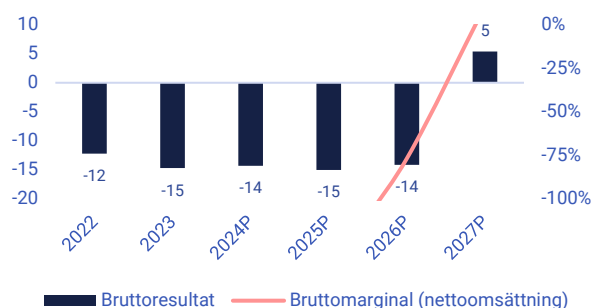
Under 2024 räknar vi med en omsättning om drygt 5,7 MSEK, som ökar till 10,5 MSEK 2025. Över hela prognosperioden, 2024–2032 räknar vi med en CAGR på 68,8%. En CAGR, 2023 – 2032, om 68,8% överstiger kraftigt den underliggande marknaden som väntas växa med i genomsnitt drygt 10 - 12% de kommande åren. Svenska Aerogel är ett tillväxtbolag i en tidig kommersiell fas, vilket motiverar en högre tillväxttakt än marknaden i stort.

#### Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

#### Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Utveckling av produktionslinan ger förbättrade marginaler

Bolaget har relativt nyligen påbörjat implementeringen av ett effektivitetsprogram som förväntas ge besparingar om drygt 10 MSEK den kommande 12-månadersperioden. Detta program påverkar hela kostnadsbasen, inkluderat kostnad för sålda varor. En ökning av marginaler kan därför förväntas framöver, främst från och med kv3 2024.

Som en del av effektivitetsprogrammet ingår ett flertal fördelaktiga effekter i produktionslinan som eliminering av flaskhalsar, kontinuerliga processer, utrustningsoptimering samt en digital och autonom drift hänförlig till produktionslinan.

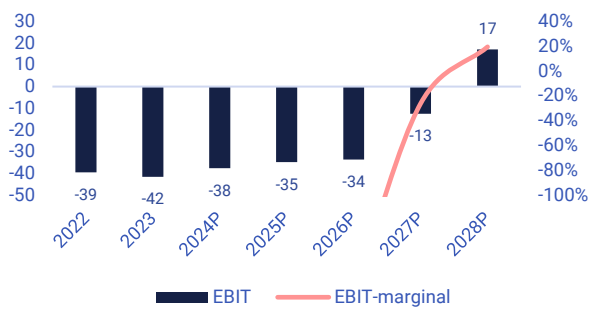
Förbättringarna förväntas bidra till en potentiell ökning av produktionskapaciteten med över 70% jämfört med nuvarande produktionslina. Utöver en ökning av kapaciteten i befintlig anläggning kan en ökning till 600 årston från nuvarande 225 årston genomföras till drygt 40% av tidigare beräknat investeringsbehov. Det påverkar givetvis våra prognoser för framtida investeringar som i det uppdaterade caset sjunker från 55 MSEK till ca 25–30 MSEK för att nå en produktionskapacitet om 1000 ton per år.

Utöver en ökning i produktionskapacitet ger även förbättringarna i produktionen en betydande reduktion av tillverkningskostnader med ca 33% vilket kommer visa sig genom en ökning av marginalerna. Kostnadsminskningen bidrar till att vi modellerar med ett positivt resultat i 2028.

## Lönsamhet och kassaflöde

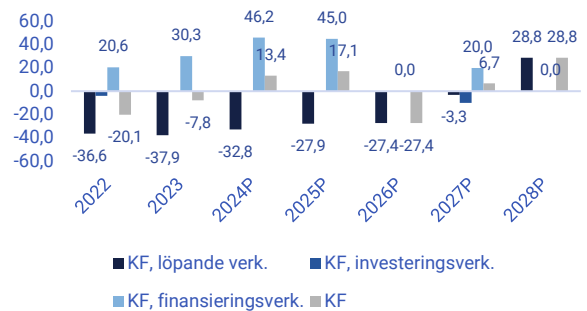
Under prognosperioden förväntar vi oss att EBIT-marginalen ökar från ca minus 600% 2022 till att stabilisera sig omkring 55% 2032. En EBIT-marginal om 55% är högre än referensgruppens genomsnittliga EBIT-marginal om cirka 15% (2022). Skillnaden beror på att bolagen i jämförelsegruppen har flera produkter i sitt sortiment och således lägre marginaler på bolagsnivå. Vi räknar med positivt operationellt kassaflöde från och med 2028. Ytterligare kapitalanskaffningar, alternativt upptagande av lån, kommer att behöva genomföras.

### EBIT (MSEK) och marginal (%) 2022-2028P



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

### Kassaflöde (MSEK) 2022-2028P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Värdering

Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering till ett genomsnittligt värde beräknas ett motiverat värde per aktie till 0,38 (0,40) SEK för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2027 om 8,4x. Referensgruppen handlas till EV/Sales 2025 om 1,3x.

## Motiverat värde inom ett intervall

### Potential givet en förväntad accelererande tillväxt

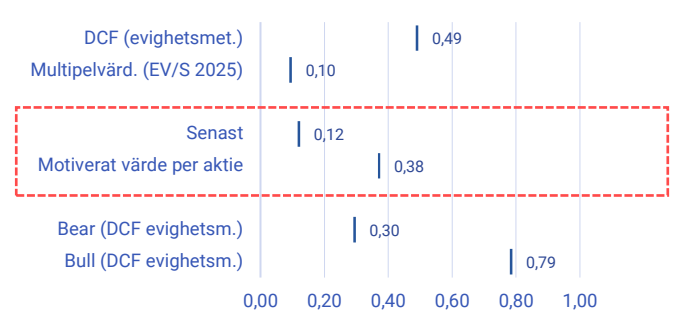
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 0,38 (0,40) SEK för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. I värderingen viktas multipelvärdet och DCF-värdet med 30 respektive 70%. Nedjusteringen av det motiverade värdet sker till följd av sänkta prognoser för den kortsiktiga omsättningstillväxten.

#### Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

Valuta, SEK		1,0
Multipelvärdering, EV/S (oms. 2025), 30% viktning	SEK	0,10
DCF-värdering, 70% viktning	SEK	0,50
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>SEK</b>	<b>0,38</b>
Möjlig upp-/nedsida		200%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	1 397
<b>Aktievärde</b>	<b>MSEK</b>	<b>526</b>
Kassa (senast kv-rapport)	MSEK	27,2
Skuld (senast kv-rapport)	MSEK	-6,4
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	102
<b>EV</b>	<b>MSEK</b>	<b>403</b>

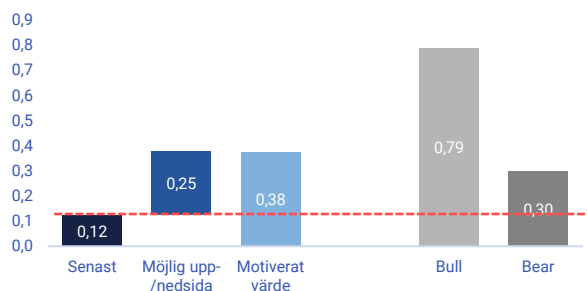
Källa: Carlsquare prognoser

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



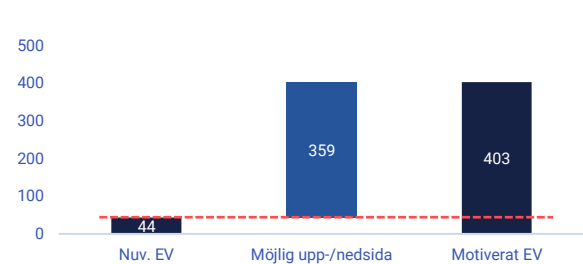
Källa: Carlsquare prognoser

#### Motiverat värde per aktie (SEK), tre scenarion



Källa: Carlsquare prognoser

#### Visualisering av EV, basscenario (MSEK)



Källa: Carlsquare prognoser

#### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EV/Sales	120,8x	70,6x	38,4x	21,5x	8,4x	4,6x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	9,2x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	23,5x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	23,5x

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering						
PV(UFCF)	MSEK	62	Disk.ränta			
PV(TV)	MSEK	528	Risikfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta	10,1%
EV (Obelånat marknadsvärde)	MSEK	590	Marknadsriskprem.	6,7%	Belåning	41,0%
Nettokassa (+), senast kvartal	MSEK	-1,7	Storleksprem.	4,2%	WACC	13,2%
Värde, intressebolag	MSEK	0,0	Beta	1,2x	Bolagsspecifik prem.	0,0%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	0,8	Avkastningskrav, EK	15,3%	<b>Disk.ränta</b>	<b>13,2%</b>
Aktievärde	MSEK	590	<b>Antaganden</b>			
PV (aktiefinansiering)	MSEK	102	CAGR, 2023-2032	68,8%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	692	EBITDA-marginal, 2032	55,5%		
Utestående aktier	Milj.	398	EBIT-marginal, 2032	55,5%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	984	Skattesats	20,6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	1 382	<b>Värderingsmultiplar</b>			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	1,5	EV/Sales, NTM	176,9x	EV/EBITDA, NTM	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	0,5	EV/Sales, 2024P	103,4x	EV/EBITDA, 2024P	NM
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	176,9x	EV/EBIT, NTM	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	1,5	P/S, 2024P	103,4x	EV/EBIT, 2024P	NM
<b>Aktievärde efter finansiering och utspädning</b>	<b>SEK</b>	<b>0,50</b>	EV/Bruttovinst., NTM	NM	P/E, NTM	NM
Upp-/nedsida		286%	EV/Bruttovinst., 2024P	NM	P/E, 2024P	NM

Källa: Carlsquare prognoser

## Multipelvärdering

### Multipelvärdering medelvärde EV/Sales 2025, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2023-2026P	Genomsnitt EBIT-marg. 2022-2025P	EV/Sales, 2025P
Aspen Aerogels, Inc.	US	730	54%	13%	NA
Cabot Corporation	US	3 523	NA	16%	7,2x
Axalta Coating Systems Ltd.	US	5 258	4%	15%	10,8x
Huntsman Corporation	US	4 939	6%	6%	16,2x
Eastman Chemical Company	US	9 140	6%	14%	10,0x
The Chemours Company	US	4 324	3%	13%	8,3x
Median		4 939	6%	14%	1,3x
Genomsnitt		4 718	18%	13%	1,3x
<b>Rabatt</b>					<b>0,0%</b>
Använd multipel					1,3x
riskjust. nettoomsättning, 2025P	MSEK				10,5
EV (Obelånat marknadsvärde)	MSEK				14
Nettokassa(+), senast kvartal	MSEK				20,8
Värde, intressebolag	MSEK				0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK				0,8
PV(kassa från nyemissioner)	MSEK				102,3
Aktievärde efter finansiering	MSEK				138
Antal utestående aktier	milj.				398
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				984,2
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				1 382
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				0,1
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				0,1
Valuta	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				0,1
<b>Aktievärde efter finansiering och utspädning</b>	<b>SEK</b>				<b>0,10</b>

## Värderingsintervall

I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering), men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet.

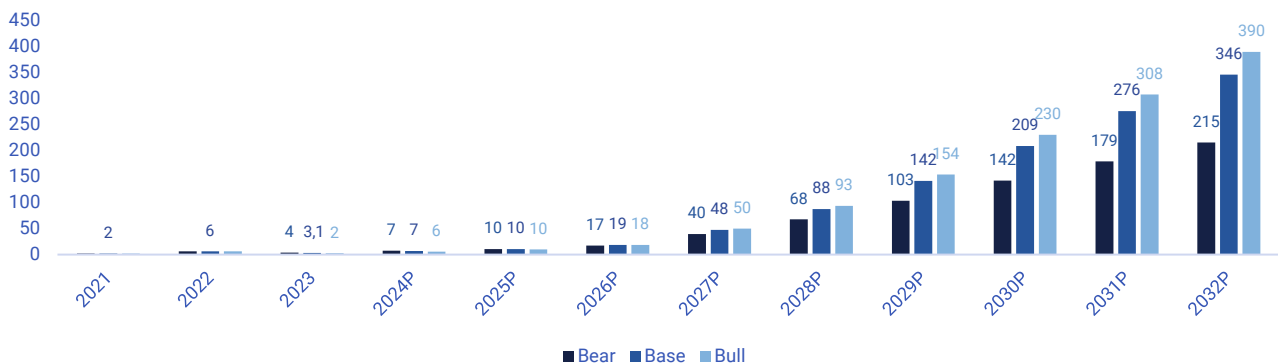
Vår värdering i basscenariot motsvarar en EV/Sales-multipel om 8,4x 2027. Det senare kan jämföras med referensgruppen bestående av företag verksamma inom aerogeler och kemikalier som handlas till en EV/Sales-multipel 2024 på 1,3x.

I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi med en omsättning om 390 MSEK 2032, motsvarande en CAGR, 2023–2032, på 75,6% (bas 68,8%) och en EBIT-marginal 2032 på 63,9% (bas 55,5%). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 0,80 SEK.

I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi med en CAGR, 2023–2032, på 56,7% och en EBIT-marginal 2032 på 47,2%. I Bear-scenariot beräknas ett värde per aktie med vår DCF-modell till 0,30 SEK.

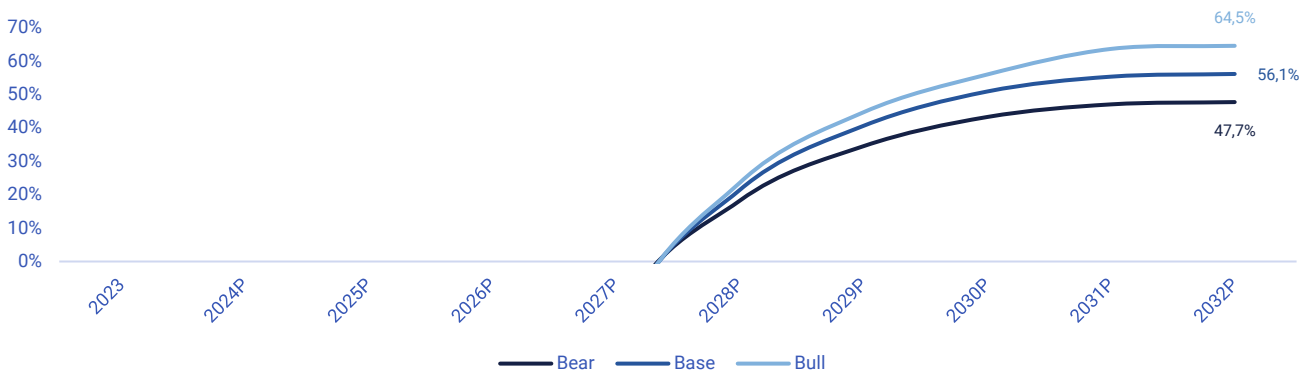
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBIT-marginal i de tre scenariona framgår nedan.

### Nettoomsättning (MSEK), tre scenarion 2021-2032P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBIT-marginal, tre scenarion 2023-2032P



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



# Risker och utmaningar

Svenska Aerogel är som alla andra företag utsatt för risker och utmaningar. Som vi ser det är den största risken konkurrenssituationen. Den kan bidra till att kommersialiseringen av Quartzene drar ut på tiden och att omsättningsutvecklingen inte faller i linje med våra antaganden.

## Konkurrens och finansieringsbehov de största utmaningarna

### Konkurrens

Svenska Aerogel är verksam inom en konkurrensutsatt marknad, där ett flertal aktörer tampas om marknadsandelar. Enligt Bolaget finns det en handfull konkurrenter som erbjuder liknande lösningar inom mesoporösa material samt ytterligare konkurrenter med liknande verksamhetsområden. Vissa av konkurrenterna har större resurser, främst finansiella, och kan därför antas ha bättre förutsättningar att lyckas än Svenska Aerogel. Detta till följd av att dessa konkurrenter har lättare att nå sina mål inom bland annat projektutveckling, marknadsaktiviteter och distribution. Större finansiella resurser ger även bättre förutsättningar för allokering av kapital till projektutveckling. En omfattande konkurrens bidrar även till att Bolagets lösningar riskerar att inte föredras framför andra lösningar. Vidare att Bolaget tvingas göra kostsamma anpassningar avseende investeringar samt kan tvingas till prissänkningar i syfte att möta konkurrenssituationen. Carlsquare anser att konkurrenssituationen är den i nuläget största riskfaktorn för Bolagets verksamhet och det främsta hindret för att nå ett större kommersiellt genombrott med Quartzene.

### Finansieringsbehov

Svenska Aerogel befinner sig i en övergång till en kommersiell fas. Bolaget har historiskt uppvisat negativa resultat till följd av att fokus legat på forskning och utveckling av Quartzene. Framtida resultat är beroende av att Bolaget lyckas kommersialisera Quartzene samt uppnår en tillfredsställande marknadspenetration. Men även framtida generell marknads- och global makroutveckling kommer att påverka ekonomiska resultatutveckling.

Bolaget har fram tills nu finansierat utvecklingen av verksamheten främst genom ett antal kapitalanskaffningar. Till dess att Bolaget är självfinansierande via sitt kassaflöde föreligger en risk att ytterligare kapitalanskaffningar, alternativt lånefinansiering, kan behöva genomföras. Enligt våra prognoser kommer Bolaget att nå ett positivt kassaflöde omkring år 2028. Ytterligare kapitalanskaffningar, alternativt upptagande av lån, kommer således att behöva genomföras de närmaste åren.

### Tillstånd

Bolaget är beroende av att uppfylla de krav som ställs av kontrollerande myndigheter på verksamheten. Detta avser exempelvis hälsa och miljö för att få driva verksamheten enligt affärsplan och befintliga tillstånd. I nuläget innehar Svenska Aerogel bland annat tillstånd att öka produktionen till maximalt 1 000 ton med torr produkt per år samt att använda spillvattensystem upp till 1000 ton per år. I det fall Bolaget inte fullgör dessa skyldigheter föreligger en risk att Bolaget bötfälls och i värsta fall förlorar sina tillstånd, vilket kan ge en negativ inverkan på verksamheten. Carlsquare anser att risken för att Bolaget inte skulle uppfylla kontrollerande myndigheters krav som mycket begränsad.

## Risker relaterade till patent

Tillverkningen av Quartzene är patentskyddad. Det betyder att värdet på Bolagets tillgångar är beroende av hur väl Bolaget lyckas erhålla framtida och försvara befintliga patent. För att på bästa möjliga sätt upprätthålla de konkurrensfördelar Svenska Aerogel har genom sin patentportfölj är det viktigt att undvika obehörig användning av patenten samt att upprätthålla patenten. Skulle företaget misslyckas med det finns en risk för en negativ påverkan i form av lägre konkurrensfördelar samt värde på patenten. I slutet av 2023 ansökte Bolaget om ett nytt processpatent som ersättning för ett tidigare processpatent vilket tar ned patentrelaterade risker. Bolaget har även ett pågående ärende om ett nytt produktpatent för SeaQare®. Carlsquare anser att risken för att Bolaget inte lyckas erhålla nya och försvara befintliga projekt och patent som begränsad.

## Utveckling av Quartzene

En viktig del av Svenska Aerogels utvecklingsarbete är vidareutveckling av Quartzene. Utvecklingsarbetet är förenat med kostnader, vilket påverkas av omfattningen och tidsåtgången för de olika utvecklingsprojekten. Skulle kostnader för utvecklingsarbetet överstiga de budgeterade kostnaderna kan Bolaget potentiellt löpa en risk att verksamheten påverkas negativt. Carlsquare uppskattar att risken för att faktiska kostnader för utvecklingen av Quartzene överstiger budgeterade kostnader som stor. Den finansiella påverkan är dock relativt begränsad, då utvecklingskostnaderna ofta finansieras i samarbete med kunden.

Utöver ökande kostnader i samband med materialutveckling föreligger även en risk att omsättningsutvecklingen påverkas negativt av att kunders produktutvecklingscykel drar ut på tiden. Vi bedömer risken för att detta inträffar som stor, men att den varierar från projekt till projekt. Denna risk är beaktad i våra prognoser.

## Beroende av kvalificerade medarbetare och nyckelpersoner

Medarbetare med en hög, relevant kompetens innehar viktiga roller i Svenska Aerogel. Det är av avgörande betydelse att ha stor förståelse för produkten på en teknisk nivå. Men det gäller även att kunna utvärdera kundernas behov på ett effektivt sätt. Utöver medarbetare har även nyckelpersoner i styrelse och ledning specifik kompetens kring såväl tekniska faktorer samt inom Bolagets verksamhetsområde. Skulle en eller flera medarbetare eller nyckelpersoner minska eller avsluta sitt engagemang i Bolaget finns givetvis en risk att denna kompetens kan visa sig tidkrävande att ersätta, vilket kan påverka Bolaget negativt.

# Nyckeltal och räkenskaper

## Nyckeltal (SEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
SEK	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Marknadsvärde, MSEK	156	66	66	66	66	66	66
EV	155	68	46	46	46	46	46
P/S	24,5x	21,3x	11,6x	6,3x	3,6x	1,4x	0,8x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	NM	10,6x
P/KF löpande verks.	NM	NM	NM	NM	NM	NM	2,3
EV/Sales	24,4x	21,9x	8,0x	4,4x	2,4x	1,0x	0,5x
EV/Bruttoresultat	NM	NM	NM	NM	NM	8,5x	1,3x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	2,7x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	NM	2,7x
CSQ motiverat värde per aktie	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
CSQ marknadsvärde, MSEK	527,9	527,9	526,6	526,6	526,6	526,6	526,6
CSQ EV, MSEK	527,3	530,3	514,4	497,3	524,7	518,0	489,2
P/S, CSQ implicit	83,1x	169,5x	92,3x	50,2x	28,2x	11,0x	6,0x
P/E, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	NM	31,5x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	-14,4x	-13,9x	-16,0x	-18,9x	-19,2x	-161,7x	18,3x
EV/Sales, CSQ implicit	83,0x	170,2x	90,2x	47,4x	28,1x	10,9x	5,6x
EV/Bruttoresultat CSQ implicit	-40,0x	-35,2x	-36,3x	92,5x	15,2x	7,1x	4,0x
EV/EBITDA, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	NM	28,5x
EV/EBIT, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	NM	28,5x
Utestående aktier (SaP)	397,8	520,6	943,6	1388,9	1388,9	1388,9	1388,9
Utestående aktier, full utspäd. (Genoms.)	272,9	459,2	732,1	1166,3	1388,9	1388,9	1388,9
EPS (SEK)	-0,71	-0,09	-0,04	-0,03	-0,02	-0,01	0,01
DPS (SEK)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BVper aktie (SEK)	109,7	48,5	31,4	28,7	4,5	-4,5	7,5
tBV per aktie (SEK)	151,9	80,6	47,1	26,8	20,2	25,1	22,8
EV per aktie (SEK)	0,6	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
EK per aktie	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-23,5%	-57,0%	-49,4%	-42,0%	-41,3%	-4,9%	43,3%
FCF yield (obelånat)	-25,5%	-53,0%	-45,9%	-38,9%	-38,6%	-23,4%	33,0%

SaP = Slutet av perioden. Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis**

	Kv2, 23	Kv3, 23	Kv4, 23	Kv1, 24	Kv2, 24P	Kv3, 24P	Kv4, 24P	Kv1, 25P
Nettoomsättning	0,3	0,4	1,0	0,5	1,6	1,7	1,9	2,1
Totala intäkter	0,3	0,4	1,0	0,5	1,6	1,8	2,0	2,2
Bruttoresultat	-3,5	-3,8	-3,8	-4,0	-3,1	-3,4	-3,8	-3,5
EBITDA	-11,8	-9,6	-9,6	-10,8	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
Just. EBITDA	-11,8	-9,6	-9,6	-10,8	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
EBIT	-11,8	-9,6	-9,6	-10,8	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
Just. EBIT	-11,8	-9,6	-9,6	-10,8	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
EBT	-12,2	-10,7	-10,2	-11,2	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
Just. EBT	-12,2	-10,7	-10,2	-11,2	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
Vinst efter skatt	-12,2	-10,7	-10,2	-11,2	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
Just. Vinst efter skatt	-12,2	-10,7	-10,2	-11,2	-9,5	-8,6	-8,6	-8,4
Vinst per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tillväxt</b>	<b>Kv2, 23</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23</b>	<b>Kv1, 24</b>	<b>Kv2, 24P</b>	<b>Kv3, 24P</b>	<b>Kv4, 24P</b>	<b>Kv1, 25P</b>
Nettoomsättning	0%	0%	0%	25%	10%	10%	10%	13%
Totala intäkter	-13%	-84%	-68%	-69%	462%	330%	107%	381%
Bruttoresultat	21%	-218%	-87%	-11%	11%	9%	2%	12%
EBITDA	-4%	-32%	2%	-2%	19%	11%	11%	22%
EBIT	-4%	-32%	2%	-2%	19%	11%	11%	22%
EBT	-5%	-40%	0%	-2%	22%	20%	16%	25%
Vinst efter skatt	-5%	-40%	0%	-2%	22%	20%	16%	25%
<b>Marginaler</b>	<b>Kv2, 23</b>	<b>Kv3, 23</b>	<b>Kv4, 23</b>	<b>Kv1, 24</b>	<b>Kv2, 24P</b>	<b>Kv3, 24P</b>	<b>Kv4, 24P</b>	<b>Kv1, 25P</b>
Bruttomarginal	-1202%	-904%	-405%	-876%	-191%	-192%	-192%	-160%
EBITDA-marginal	-4033%	-2309%	-1014%	-2363%	-582%	-479%	-437%	-383%
Just. EBITDA-marginal	-4033%	-2309%	-1014%	-2363%	-582%	-479%	-437%	-383%
EBIT-marginal	-4033%	-2309%	-1014%	-2363%	-582%	-479%	-437%	-383%
Just. EBIT-marginal	-4033%	-2309%	-1014%	-2363%	-582%	-479%	-437%	-383%
EBT-marginal	-4178%	-2563%	-1074%	-2453%	-582%	-479%	-437%	-383%
Just. EBT-marginal	-4178%	-2563%	-1074%	-2453%	-582%	-479%	-437%	-383%
Vinstmarginal	-4178%	-2563%	-1074%	-2453%	-582%	-479%	-437%	-383%
Just. Vinstmarginal	-4178%	-2563%	-1074%	-2453%	-582%	-479%	-437%	-383%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK), helår**

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	6,4	3,1	5,7	10,5	18,7	47,7	87,7
Summa intäkter	6,4	3,1	5,9	10,7	18,9	47,9	87,9
KSV	-18,6	-17,8	-20,2	-25,8	-33,1	-42,6	-53,4
Bruttoresultat	-12,3	-14,7	-14,3	-15,1	-14,2	5,4	34,5
Andra rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-27,2	-26,9	-23,2	-19,7	-19,4	-17,9	-17,4
EBITDA	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
Just. EBITDA	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
Av- och nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
Just. EBIT	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
Just. EBT	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	17,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4
Resultat efter skatt	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	16,7
Just. res. Efter skatt	-39,5	-41,6	-37,5	-34,8	-33,5	-12,6	16,7
Just. vinst per aktie	-0,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Just. vinst per aktie, full utspädning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktier, slutet av perioden	397,8	520,6	943,6	1388,9	1388,9	1388,9	1388,9
Aktier, genomsnitt	272,9	459,2	732,1	1166,3	1388,9	1388,9	1388,9
<b>Tillväxt</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoomsättning	254,63%	-50,98%	83,13%	83,87%	78,25%	155,28%	83,81%
Summa intäkter	254,63%	-50,98%	87,94%	82,64%	76,78%	153,60%	83,45%
Bruttoresultat	-14,45%	20,06%	-2,55%	5,00%	-5,88%	-137,91%	542,35%
EBITDA	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	236,58%
Just. EBITDA	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	236,58%
EBIT	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	236,58%
Just. EBIT	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	236,58%
EBT	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	236,58%
Just. EBT	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	236,58%
Resultat efter skatt	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	233,03%
Just. res. efter skatt	1,37%	-5,44%	9,82%	7,30%	3,58%	62,55%	233,03%
Just. vinst per aktie	-28,28%	-86,71%	-53,76%	-26,33%	-24,87%	-62,55%	-233,03%
<b>Marginaler</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Bruttomarginal	-193,00%	-472,71%	-245,11%	-140,91%	-75,02%	11,21%	39,26%
EBITDA-marginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,51%
Just. EBITDA-marginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,51%
EBIT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,51%
Just. EBIT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,51%
EBT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,51%
Just. EBT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,51%
Vinstmarginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,01%
Just. vinstmarginal	-621,12%	-1336,05%	-641,08%	-325,38%	-177,48%	-26,21%	19,01%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Balansräkning (MSEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Summa immateriella tillg.	11	8	7	5	3	1	0
Summa materiella tillg.	41	37	35	31	28	35	32
Summa övriga anläggningstillg.	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	53	45	41	36	31	36	32
Varulager	2	2	1	1	3	6	10
Kundfordringar	0	1	0	0	0	1	2
Övriga omsättningstillg.	5	5	2	3	7	15	20
Kassa och bank	14	6	19	36	9	16	45
Summa omsättningstillgångar	22	13	23	42	19	38	76
<b>Summa tillgångar</b>	<b>74</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>78</b>	<b>50</b>	<b>74</b>	<b>108</b>
Summa eget kapital	44	25	30	40	6	-6	10
LF skulder till kreditinst.	5	4	19	19	19	39	39
Övriga långfristiga skulder	8	3	2	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	13	8	21	21	21	41	41
KF skulder till kreditinst.	5	5	5	5	5	5	5
Leverantörsskulder	2	2	1	2	3	7	10
Övriga kortfristiga skulder	11	18	5	8	12	25	39
Summa kortfristiga skulder	18	26	11	14	20	37	54
Summa skulder	31	33	32	36	42	79	96
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>74</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>76</b>	<b>48</b>	<b>72</b>	<b>106</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Balanslikviditet	1,2x	0,5x	2,1x	2,9x	0,9x	1,0x	1,4x
Kassalikviditet	0,8x	0,2x	1,8x	2,5x	0,4x	0,4x	0,8x
<b>Belåning</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-1	2	-12	-29	-2	-9	-37
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	NM	-0,1x	NM	NM	NM	NM	NM
Soliditet	59%	43%	46%	51%	13%	NM	10%
<b>Avkastning</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
ROA	-36%	-50%	-46%	-42%	-50%	-28%	10%
ROE	-59%	-96%	-103%	-92%	-179%	129%	-47%
ROIC	-48%	-49%	-59%	-62%	-76%	-77%	-31%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Kassaflöde (MSEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
KF, löpande verksam. före delta RK	-32,4	-36,0	-32,2	-29,7	-28,4	-7,7	20,5
Delta RK	-4,2	-1,9	-0,7	1,8	1,0	4,5	8,3
KF, löpande verksamhet	-36,6	-37,9	-32,8	-27,9	-27,4	-3,3	28,8
KF, investeringsverksamhet	-4,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-10,0	0,0
Fritt KF	-36,6	-37,9	-32,8	-27,9	-27,4	-3,3	28,8
KF, finansieringsverksamhet	20,6	30,3	46,2	45,0	0,0	20,0	0,0
Periodens kassaflöde	-16,0	-7,6	13,4	17,1	-27,4	16,7	28,8
Kassa, Ingående balans	34,2	14,1	6,0	19,4	36,5	9,0	15,8
Kassa, Utgående balans	18,2	6,4	19,4	36,5	9,0	25,8	44,5
<b>Nyckeltal</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	-5,8	-12,2	-561%	-261%	-145%	-7%	33%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	0,9	0,9	87%	80%	82%	26%	168%

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 Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.