

Uppdatering: Kv3 2024

ENRAD AB

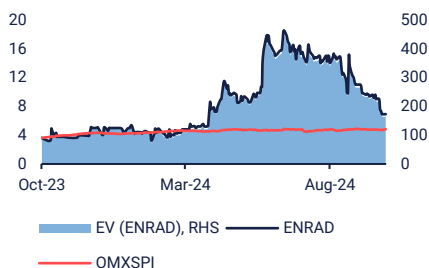
Enrad utvecklar, producerar och säljer kylaggregat och värmepumpar med naturliga köldmedier. Försäljning sker mot kunder inom industri, bygg, kontor och livsmedelsbutiker med flera i Sverige, Norge och Finland.

VD: Andreas Bäckäng
SO: Mats Åström
www.enrad.se

Lista: Spotlight, Stockholm
Aktiekurs, senast: 7,00 SEK
Marknadsvärde: 171 MSEK

Bloomberg: ENRAD:SS
Refinitiv Eikon: ENRAD.ST

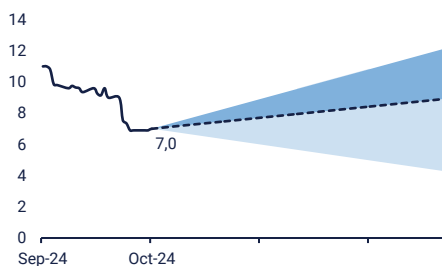
AKTIEKURSUUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	84	43	-3	-36

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Rikt Kurs (SEK)	4,3	8,9	12,1
Upp-/nedsida (%)	-39	27	73

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Ökad produktionskapacitet högt på agendan

Enrad AB:s nettoomsättning på ca 8,0 MSEK under kv3 2024 överensstämde med vår prognos före rapporten. Bolaget planerar att införa två skift under 2025 för att klara av en väntad ökad ordergång det närmaste året. Inom ett år bör Enrad kunna flytta in i nya och större produktionslokaler. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 8,9 SEK (tidigare 9,0).

Försäljning som väntat under kv3, med en hög bruttomarginal

Enrad AB ("Enrad" eller "Bolaget") redovisade en nettoomsättning på ca 8,0 MSEK för kv3 2024. Bolaget offentliggör sedan några månader tillbaka endast beställningar med ett värde överstigande 1 MSEK. Detta såvida det inte handlar om en strategisk partner med stor intäktspotential. Detta har fått till följd att inget om ordergången har rapporterats sedan 4 juli 2024. Beläggningen i fabriken i Borås förefaller vara säkrad under kv4 2024 och en del av kv1 2025. Enrad behöver hitta väsentligt större produktionslokaler för att klara av den väntade tillväxten produktionsmässigt. En lösning på detta väntas bli klar senast inom ett år. Bolaget nådde en bruttomarginal på höga 60% i kv3 2024, vilket förklaras av en gynnsam kundmix. Trots det blev rörelseresultatet före avskrivningar ca 1,0 MSEK lägre än vår prognos. Avvikelsen motsvarar ca 1,5 MSEK högre kostnader för personal och övrigt jämfört med vår prognos före kv3-rapporten. Bolaget hade en kassa på ca 4,6 MSEK den 30 september, jämfört med ca 3,2 MSEK vid utgången av kv2 2024. Det motsvarar ett positivt kassaflöde på ca 1,4 MSEK under kv3 2024. Kapital bundet i varulager och kundfordringar uppgick per 30 september till 24,1 MSEK. Varulagret på ca 15,6 MSEK var belånat till ca 7,0 MSEK hos ett av huvudägarens bolag.

Enrad säljer på en kyl- och värmepumpmarknad med fastighetsägare och livsmedels-handlare som viktiga kunder. I skrivande stund är den norska marknaden mycket stark och den finländska desto svagare, medan den svenska marknaden befinner sig någonsans däremellan. Enrad har positionerat sig som en nischaktör inom naturliga köldmedier till kylmaskiner. Det gör att Enrad bör ha möjlighet att växa snabbare än underliggande marknaden.

Ny rikt Kurs 8,9 SEK per aktie

Vi lämnar vår intäktsprogos för helåret 2024 oförändrad och gör endast en marginell nedjustering avseende 2025. Samtidigt höjer vi intäktsprogosen för 2026 med 11%. Vidare höjer vi bruttomarginalantagandet från 50% till 52% från kv4 2024 och åren 2025–2028. Vi antar sedan att bruttomarginalen successivt faller från 50% 2029 till 45% under åren 2034–2037. Vårt nya motiverade värde för Enrad-aktien minskar då från 9,0 till 8,9 SEK per aktie. Detta värde har beräknats genom att kombinera en kassaflödesvärdering med en jämförande värdering av andra branschbolag. Enrad-aktien har under hösten fallit tillbaka till kursnivåer som bedöms vara attraktiva nog att åter köpa aktien.

Nyckeltal (MSEK)

	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	29,6	42,3	69,6	111,4	150,4	195,5
Totala intäkter	30,3	43,0	70,4	112,9	152,9	199,5
Bruttoresultat	15,1	23,4	37,0	59,4	80,7	105,7
EBITDA	2,0	4,9	14,4	31,3	42,9	56,6
EBIT	0,2	2,8	12,9	29,6	40,9	54,3
Resultat efter finansnetto	1,1	2,4	12,5	29,5	41,5	55,9
Vinst per aktie	0,04	0,10	0,46	1,09	1,45	1,95
Just. Vinst per aktie	0,04	0,10	0,46	1,09	1,45	1,95
Tillväxt, nettoomsättning	48,8%	42,8%	64,7%	60,0%	35,0%	30,0%
Bruttomarginal	48,8%	53,7%	52,0%	52,0%	52,0%	52,0%
EBITDA marginal	6,6%	11,3%	20,4%	27,8%	28,1%	28,4%
EBIT-marginal	0,7%	6,5%	18,3%	26,2%	26,7%	27,2%
EV/Sales	4,0x	4,0x	2,4x	1,5x	1,1x	0,9x
EV/EBITDA	59,9x	34,6x	11,7x	5,4x	3,9x	3,0x
EV/EBIT	567,8x	60,4x	13,1x	5,7x	4,1x	3,1x
P/E	111,0x	70,2x	15,2x	6,4x	4,8x	3,6x

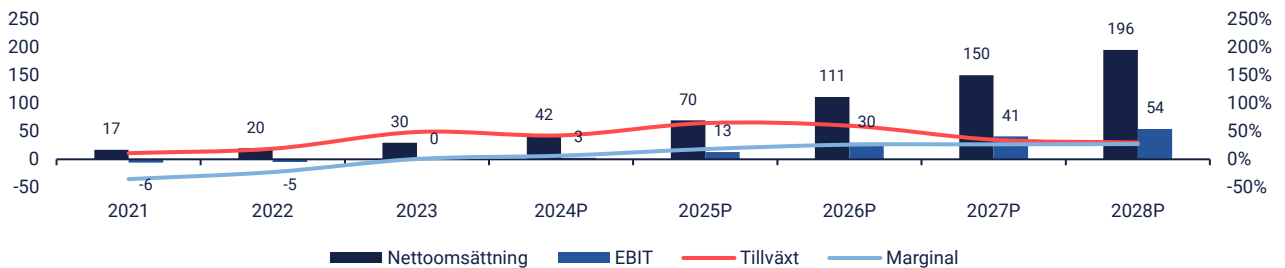
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case

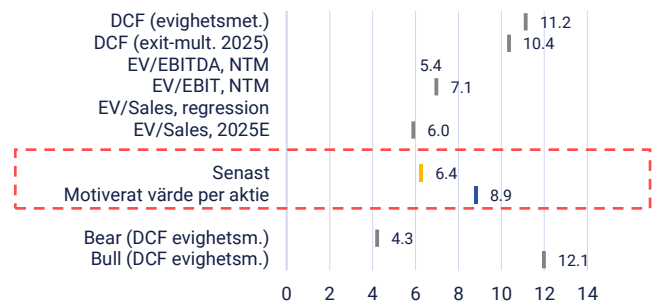
Bra långsiktiga tillväxtutsikter för naturliga köldmedier

- **Enrad gynnas av omställning till naturliga köldmedier.** Enligt ett EU-direktiv ska värme- och kylpumpsbranschen gå över från syntetiska (HFC och HFO) till naturliga köldmedier fram till 2030. Det drivs på av ett kvoteringsystem där allt mindre av tidigare köldmedier får säljas och utbudet av sådana produkter minskar. EU och Sveriges vill minska växthusutsläppen inkluderat utsläppen från kylaggregat och värmepumpar med syntetiska köldmedier. F-gasförordningen är beslutad och verkställd av EU-parlamentet. Syntetiska köldmedium står för ca 63% av de globala utsläppen av PFAS (kemikalier som inte bryts ned naturligt).
- **Enrads VD är en opinionsbildare i Sverige för naturliga köldmedier.** Andreas Bäckäng lever för förändring och har en egen podd som heter "1,5 grader", där han nu kommer att få stöd av Bolagets nya marknadschef Helena Davidsen Warvås. Podden används flitigt i gymnasieskolor och yrkesutbildningar inom kyla och värme. Enrad har länge arbetat med organiskt branschspecifika sökord på internet (SEO). Företagslogotype och namn är varumärkesskyddade i Europa och många domäner är uppköpta för framtida expansion.
- **Omläggning för industriell tillverkning.** Sedan 2021 har Enrad gått från skräddarsydda enheter till maskiner som till större delen monteras och byggs ihop med inköpta standardkomponenter. Detta har gett förutsättningar för en industriell tillverkning och eftermarknad. Enrad har möjlighet att bygga varulager och finansiera kapitalbindningen med lån hos huvudägarens bolag. Nu behöver Enrad expandera sina produktionsfaciliteter för att kunna hantera den väntade tillväxten.
- **Förutsättningar för stark orderingång även under 2025.** Förutsättningarna för Enrads försäljning har förbättrats givet lägre räntor på de nordiska marknader. Vi estimerar att ca hälften av försäljningen hittills i år kommer från Norge, ca 35% från Sverige och ca 15% från Finland. Med en bruttomarginal på dryga 50% bör Enrad resultat förbättras snabbt. De senaste tolv månaderna redovisade Enrad en nettoomsättning på ca 47 MSEK med ett positivt EBIT-resultat på ca 4,3 MSEK exklusive aktiverat arbete.

Intäkter och EBIT (MSEK), Base case scenario



- Motiverat värde om SEK 8,9 per aktie beräknas för de kommande 6–12 månaderna till ett intervall från 4,3 till 12,1 SEK per aktie.
- Motiverat värde motsvarar EV/Sales 2025 om 3,0x.
- Motiverat värde motsvarar EV/EBIT 2025 om 16,5x.
- Referensgruppen handlas till EV/Sales 2025 om 2,5x.
- Referensgruppen handlas till EV/EBIT 2025 om 21,5x.

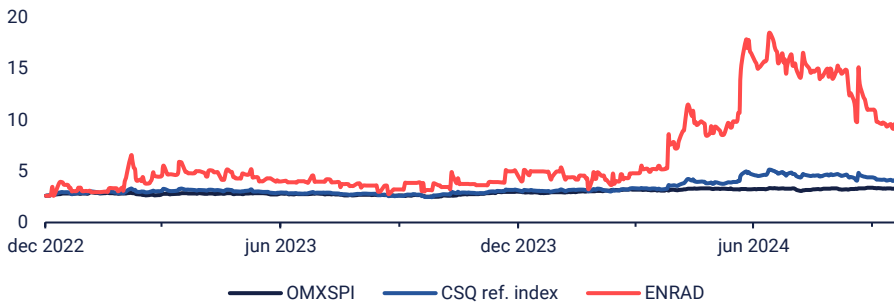


- Värme- och kylpumpsbranschen är konservativ och domineras av företag med lång tradition. Även om produktfloran förnyas med en viss regelbundenhet är aktörerna i branschen ovilliga att genomföra stora förändringar snabbt.
- Inköp av komponenter till kylmaskiner som drivs med naturliga köldmedier är något dyrare än för syntetiska köldmedier. Samtidigt kommer det att bli svårare att hitta ersättningsbart köldmedier inom det syntetiska segmentet. Enrad har arbetat upp ett stort kunnande om naturliga köldmedier och bör kunna kapitalisera på det framöver.
- Med en begränsad kassa och inför en förväntad expansionsfas kan en nyemission i Enrad inte uteslutas.

Aktie- och värderingsutveckling

I grafen nedan visas Enrad-aktiens utveckling jämfört med OMXSPI, CSQ referensindex. Aktien har utvecklats starkare än OMXSPI och CSQ referensindex under det senaste året. Den stack i väg kraftigt uppåt den 25 april 2024 på ett pressmeddelande om beställningar av värmepumpsanläggningar till Norge för ca 5 MSEK. Enrad-aktien nådde en toppnotering på 18,5 SEK den 15 juli men har sedan dess fallit tillbaka kraftigt ned till 6,9 SEK den 25 oktober.

Aktieutveckling (Index 30 dec. 2022 = 2,6 SEK)



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

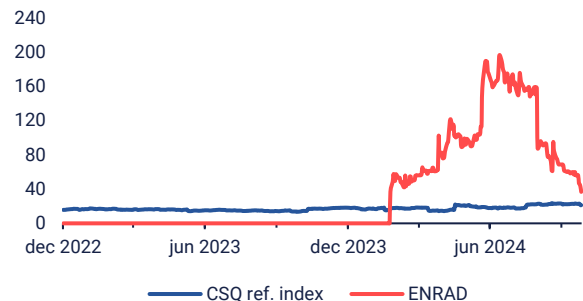
Nedan visas värderingsutvecklingen i förhållande till intäkter och vinst. Notera att värderingsmultiplarna är beräknade på historiska intäkter och lönsamhet rullande 12 månader.

EV/Sales RTM



RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

EV/EBITDA RTM



Historiska data saknas för Enrad t.om februari 2024 då Bolaget haft negativ lönsamhet. RTM/LTM = Rullande tolv månader. Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

Antaganden och prognoser

Stigande räntekostnader har pressat svenska fastighetsägare och konsumenter sedan 2022. Konjunkturavmattningen har medfört att vi idag befinner oss i en mild lågkonjunktur. Speciellt hårt drabbad är nyproduktionen av bostäder som fallit till historiskt låga nivåer. Elpriserna ligger på historiskt låga nivåer, medan fjärrvärmepriserna generellt har stigit på grund av kommunala prishöjningar. Det ger fastighetsägare ett mindre incitament till energibesparande investeringar. Samtidigt driver direktiv om utfasning av syntetiska köldmedium på Enrads försäljning.

Bolaget har rekryterat skickliga personer till sitt norska dotterbolag, där flera större beställningar har erhållits sedan hösten 2023. En stor del av försäljningen under kv3 2024 kom också från Norge. Det har funnits specifika förutsättningar på den norska marknaden med en generellt sett högre prisnivå än i Sverige och Finland, kombinerat med en mycket god efterfrågan. Vi bedömer att kommande räntesänkningar från Riksbankens sida fram till början av 2025 bör göra att den svenska marknaden för värmepumpar gradvis kommer att förbättras.

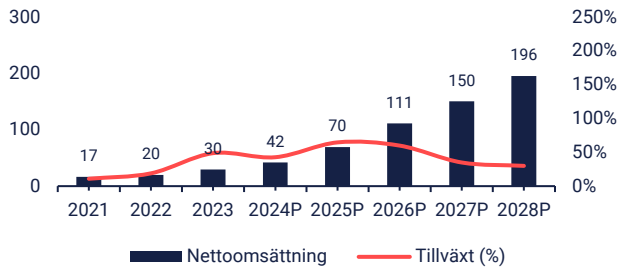
Vår nettoomsättningsprognos för kv4 2024 är 14,0 MSEK, vilket är 11% högre än i kv2 2024. För 2025 har vi antagit att nettoomsättningen blir 16,9 MSEK kv1 2025, 20,2 MSEK kv2 2025, 13,6 MSEK kv3 2025 och 21,0 MSEK kv4 2025. Det motsvarar 120% intäktstillväxt kv1 2025 mot kv1 2024, 60% tillväxt kv2 2025 mot kv2 2024, 70% tillväxt kv3 2025 mot kv3 2024 samt 50% tillväxt kv4 2025 mot kv4 2024. För kommande helår har vi antagit 40% tillväxt 2026 jämfört med 2025, 65% tillväxt 2027 mot 2026 och 60% tillväxt 2028 mot 2027. Anledningen att vi trappar upp tillväxtantagandet från och med 2026 är att Enrad då bör ha större produktionslokaler klara så att de kan hantera en växande orderingång.

Vi höjer vårt bruttomarginalantagande från 50% till 52% från och med kv4 2024 och framåt, för att ta viss men inte full hänsyn till bolagets höga bruttomarginal i kv3 2024.

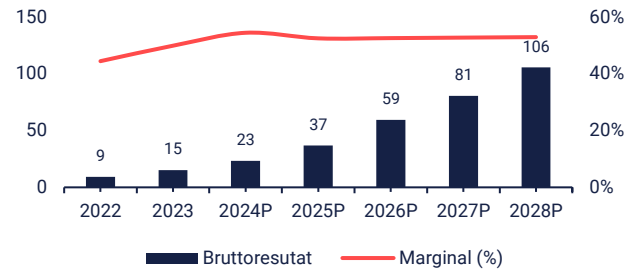
Prognoser och justeringar 2024–2026 (MSEK)

	Uppdaterade prognoser			Tidigare prognoser			Justering		
	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning	42,3	69,6	111,4	42,3	71,6	100,2	0%	-3%	11%
Bruttoresultat	23,4	37,0	59,4	22,5	35,1	48,6	4%	5%	22%
EBITDA	4,9	14,4	31,3	5,3	13,6	23,3	-8%	6%	35%
EBIT	2,8	12,9	29,6	3,5	12,1	21,5	-20%	7%	38%
VPA (SEK)	0,10	0,46	1,09	0,14	0,45	0,81	-29%	2%	34%

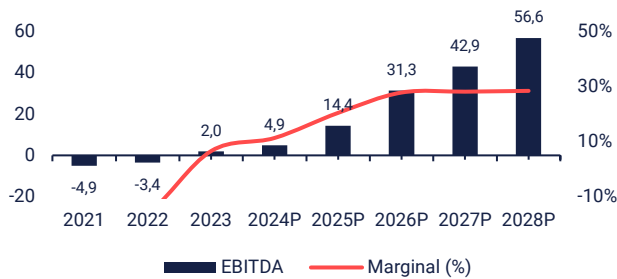
Källa: Carlsquare prognoser

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)


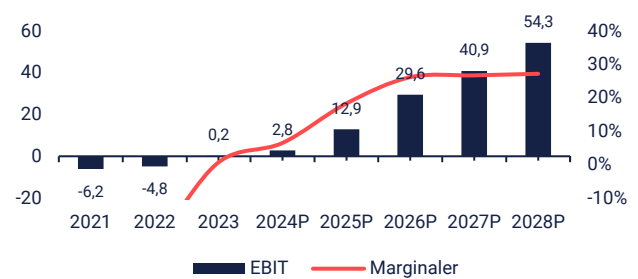
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)


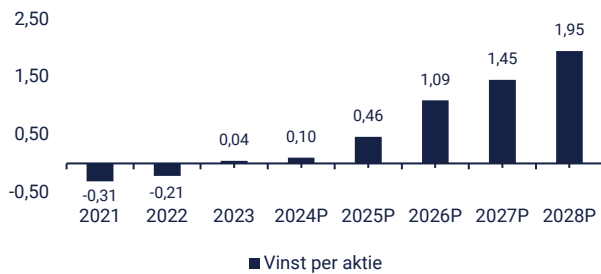
Source: company information and Carlsquare forecasts

EBITDA (MSEK) och marginal (%)


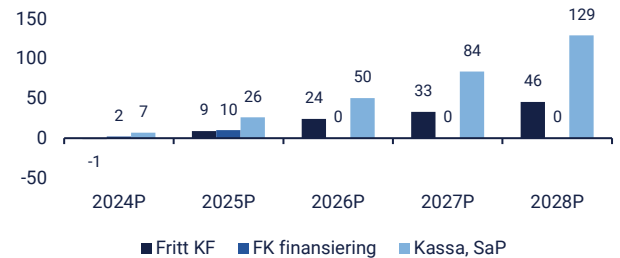
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och marginal (%)


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vinst per aktie (SEK)


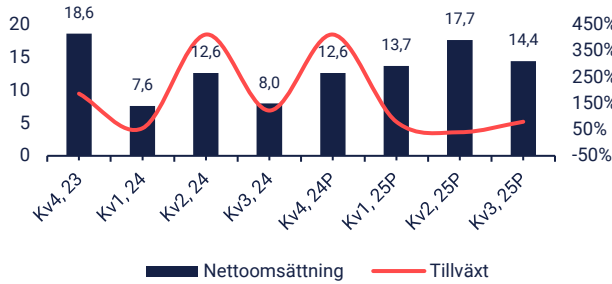
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

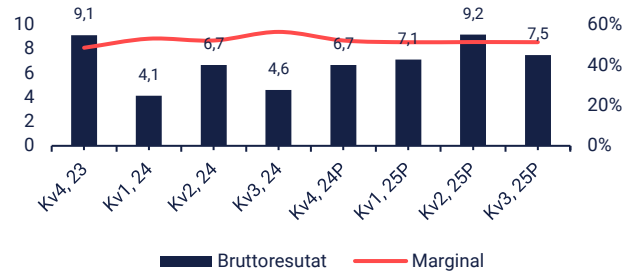
Kvartalsvisa nyckeltal, 2023–2024

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



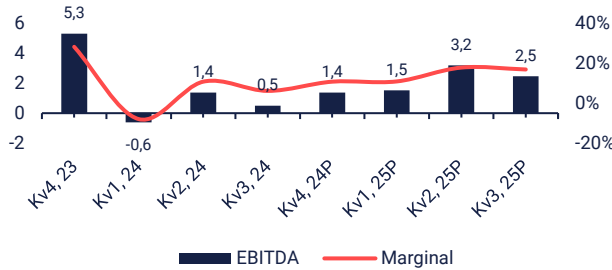
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)



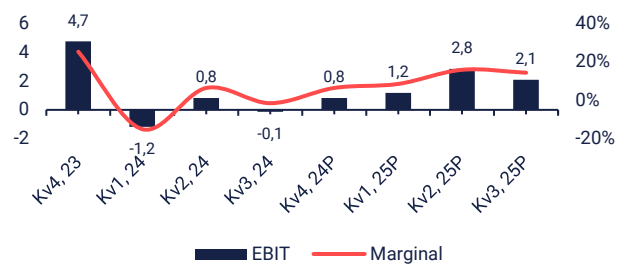
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBITDA (MSEK) och marginal (%)s



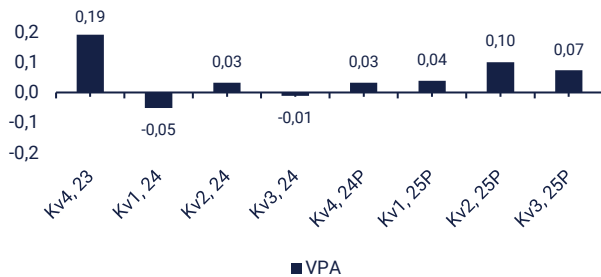
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

EBIT (MSEK) och marginal (%)



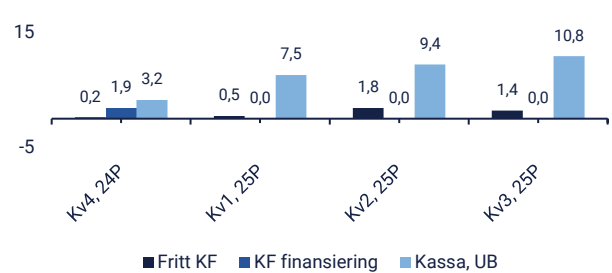
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Vinst per aktie (SEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

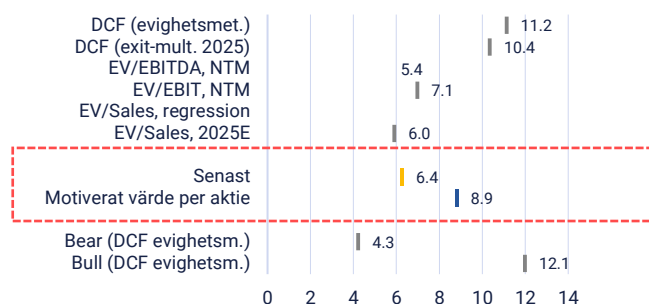
Genom att kombinera en kassaflödesvärdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde till 8,9 SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. Det motiverade värdet är viktat med 40% på EV/Sales och 30% vadera på DCF (exit-multipel) och DCF-värdering. Värderingen bygger på våra uppdaterade resultat- och kassaflödesprognoser för Enrad efter kv3 2024-rapporten. Vi har antagit en bruttomarginal på 52% under perioden från 2025 till 2028. Därefter antas bruttomarginalen minska från 50% 2029 till 45% 2034–2027.

Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

Valuta, SEK/SEK		1,0
EV/Sales 2025P	SEK	6,0
DCF (exit-multipel 2025P)	SEK	10,4
DCF-värdering	SEK	11,2
Motiverat värde per aktie	SEK	8,9
Möjlig upp-/nedsida		30%
Aktier, full finansiering och utspädning	MILJ	24,4
Aktievärde	MSEK	217
Kassa (senast kvartal)	MSEK	4,7
Skuld (senast kvartal)	MSEK	0,0
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	0,0
EV	MSEK	212

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (SEK/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Vår värdering i basscenarioet motsvarar en EV/Sales-multipel 2025 om 3,0x och en EV/EBIT 2025 på 16,5x. Referensgruppen handlas till ett medianvärde för EV/Sales om 2,5x och EV/EBIT på 21,5x på prognoser NTM (kommande tolv månader).

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2022	2023	NTM	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
EV/Sales	2,8x	3,9x	3,5x	4,9x	3,0x	1,9x	1,4x	1,1x
EV/EBITDA	NM	NM	21x	43,7x	14,8x	6,8x	4,9x	3,8x
EV/EBIT	NM	NM	26x	76,1x	16,5x	7,2x	5,2x	3,9x
P/E	NM	NM	26x	89,1x	19,3x	8,2x	6,2x	4,6x

Källa: Carlsquare prognoser

I ett mer optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde till 12,1 SEK per aktie. I ett försiktigare Bear-scenario beräknas ett motiverat värde till 4,3 SEK per aktie. Se tabell nedan för antaganden i de olika scenarierna.

Tillväxt och EBIT-marginaler, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
Tillväxtantaganden, intäkter			
CAGR, 2023-26	47,1%	55,5%	56,9%
CAGR, 2026-29	21,1%	26,4%	27,2%
CAGR, 2023-33	21,9%	25,9%	26,5%
Antaganden, EBITDA-marginal			
Genomsnitt, 2024-26	7,9%	18,8%	20,5%
Genomsnitt, 2027-29	11,2%	26,2%	28,3%
Genomsnitt, 2024-33	11,3%	22,5%	23,6%
2032	13,5%	20,9%	21,0%
Värde per aktie (SEK)	4,3	8,9	12,1

Källa: Carlsquare prognoser

DCF värdering

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering						
PV(UFCF)	MSEK	149	Disk.ränta			
PV(TV)	MSEK	120	Riskfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta	4,8%
EV	MSEK	269	Marknadsriskprem.	6,1%	Belåning	36,3%
Nettokassa (-), senast kv	MSEK	-4,7	Storleksprem.	3,5%	WACC	9,9%
Värde, associerade bolag	MSEK	0,0	Beta	1,1x	Bolagsspecifik premie	3,9%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	0,0	Avkastningskrav, EK	12,9%	Disk.ränta	13,9%
Aktievärde	MSEK	274	Antaganden			
PV(aktiefinansiering)	MSEK	0	CAGR, 2023-33P	25,9%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	274	EBITDA-marg., 2033P	28,2%		
Utestående aktier	Milj.	24	EBIT-marginal, 2033P	27,2%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	0,0	Skattesats	20,6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	24	Värderingsmultiplar			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	0,0	11,2	EV/Sales, NTM	4,5x	EV/EBITDA, NTM	26,9x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	0,0	11,2	EV/Sales, 25P	3,9x	EV/EBITDA, 25P	19,8x
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	4,6x	EV/EBIT, NTM	31,2x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	11,2	P/S, 25P	3,9x	EV/EBIT, 25P	22,2x
Värde per aktie efter fin. & utspäd.	SEK	11,2	EV/Bruttoresultat NTM	8,7x	P/E, NTM	32,9x
Upp-/nedsida		64%	EV/Bruttoresultat 2025P	7,4x	P/E, 25P	25,9x

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales 2025

	Mcap (SEKm)	CAGR, 22-25	Avg. EBITDA-m., 23-25	EV/Sales, 2025P
Ref.gruppens median	7 013	3%	15%	2,4x
Ref.gruppens genomsnitt	15 892	4%	14%	2,3x
Rabatt				0,0%
Använd multipel				2,4x
Nettoomsättning, 2025P	MSEK			70
EV (obelånat marknadsvärde)	MSEK			165
Nuvärde (EV)	MSEK			142
Nettoskuld(+), Nettokassa (-) kv3 2024	MSEK			-4,7
Värde, associerade bolag	MSEK			0,0
Värde, minoritetsintressen	MSEK			0,0
Nuvärde (kassa från nyemissioner)	MSEK			0,0
Aktievärde efter finansiering	MSEK			146
Antal utestående aktier	M			24
Nya aktier från aktiefinansiering	M			0,0
Utestående aktier efter full finansiering	M			24
Valuta	SEK/SEK			1,0
Värde per aktie efter fin. & utspädning	SEK			6,0

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Multipelvärdering medianvärde EV/Sales 2025

	HQ	Mcap (EURm)	EV (EURm)	CAGR		Genomsnitt EBITDA-marg.		EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT	
				2023-2026	2024-2026	NTM	2024E	NTM	2024E	NTM	2024E		
Trane Technologies	IE	81 858	85 520	9,2%	19,7%	4,7x	4,7x	24,1x	24,7x	26,5x	27,2x		
NIBE Industrier	SE	9 112	10 983	1,0%	15,1%	2,8x	3,0x	18,7x	24,6x	26,6x	38,8x		
A. O. Smith Corporation	US	10 299	10 195	3,5%	21,8%	2,8x	2,9x	12,8x	13,6x	13,9x	15,0x		
Beijer Ref	SE	7 013	7 906	9,1%	13,1%	2,4x	2,5x	18,3x	19,7x	23,2x	24,9x		
Lindab International	SE	1 450	1 811	3,5%	14,8%	1,4x	1,5x	9,4x	11,7x	14,5x	18,2x		
Systemair	SE	1 501	1 592	2,2%	12,8%	1,5x	1,5x	11,4x	12,2x	15,7x	17,1x		
Ecoclimate Group	SE	8	6	-0,7%	2,6%	0,3x	0,3x	1,2x	NA,	NA,	NA,		
Median		7 013	7 906	3%	15%	2,4x	2,5x	12,8x	16,6x	19,5x	21,5x		
Genomsnitt		15 892	16 859	4%	14%	2,3x	2,4x	13,7x	17,7x	20,1x	23,5x		
ENRAD (curr.)*	SE	15	14	-	-	2,7x	2,4x	16,3x	34,6x	17,5x	34,6x		
ENRAD (CSQ)*	SE	22	22	56%	20%	4,2x	5,9x	25,1x	51,8x	30,3x	90,3x		

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Marknadsföring mot en konservativ bransch

Värme- och kylpumpsbranschen domineras av stora företag som haft verksamhet under många år. Även om produktfloran förnyas med en viss regelbundenhet är aktörerna ovilliga att genomföra stora förändringar snabbt. De förlitar sig hellre på beprövade produkter och lösningar. Det gäller även konsulter som kan duplicera sitt kunnande kring etablerade produkter och fakturera många timmar för det. Även installatörerna är vana vid att sälja och installera marknadsdominerande produkter som har funnits i många år.

Högre kostnad för inköp och brist på komponenter

Inköp av komponenter till en värme- och kylpumpsanläggning med naturligt köldmedium blir något dyrare jämfört med den syntetiska motsvarigheten. Samtidigt kommer det att bli svårare att hitta ersättningsbart köldmedium inom det syntetiska segmentet, givet en situation med en nedtrappning av utbudet fram till 2030. Detta och de båda F-Gas-förordningar som antogs av EU den 29 januari 2024 driver på omställningen mot naturliga köldmedier.

Kan bara bygga begränsade varulager

Enrad kan belåna varulagret till ca 100% enligt en överenskommelse med ett av huvudägaren Welandsons bolag. Enrads skulder till koncernföretag utgjorde 45% av värdet på varulagret (råvaror och förnödenheter) per 30 september 2024, jämfört med 69% tre månader tidigare. Bolaget har alltså frigjort belåningsutrymme genom sin högre fakturering under kv3 2024.

Konkurrensen inom naturliga köldmedier ökar

Vi räknar med att etablerade tillverkare snart kommer att utveckla kylmaskiner och värmepumpar som kan drivas med naturliga köldmedier. Några av Enrads konkurrenter har redan gjort detta. Andra tillverkare har väsentligt större finansiella resurser än Enrad. Dessa resurser kan användas till marknadsföring samt till att ställa om produktionen. En möjlighet för Enrad som skulle begränsa behovet av nytt kapital för expansion, är att bli underleverantör av värmepumpar och kylaggregat med naturliga köldmedier till andra leverantörer i branschen.

Finansiell ställning

Bolaget har en stark huvudägare som vi räknar med kan låna ut ytterligare för att finansiera Enrads rörelse. Enrads kassa var ca 4,6 MSEK den 30 september 2024, vilket bör kunna täcka personal- och övriga kostnader det närmaste kvartalet.

Låg andel fritt omsättningsbara aktier i Bolaget

Ägarstruktur är koncentrerad med Gösta Welandson via bolag som dominerande ägare med ca 76% av samtliga aktier. Andelen aktier i Enrad som kan handlas på börsen är endast ca 13% enligt Holdings.se. Den höga andelen aktier på fasta händer hämmar omsättningen i Enrad-aktien.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning (MSEK)

	Kv4, 23	Kv1, 24	Kv2, 24	Kv3, 24	Kv4, 24P	Kv1,25P	Kv2,25P	Kv3, 25P
Nettoomsättning	18,6	7,6	12,6	8,0	14,0	13,7	17,7	14,4
Totala intäkter	18,8	7,8	12,8	8,2	14,2	13,9	17,9	14,6
Bruttoresultat	9,1	4,1	6,7	4,6	7,3	7,1	9,2	7,5
EBITDA	5,3	-0,6	1,4	0,5	3,6	1,5	3,2	2,5
EBIT	4,7	-1,2	0,8	-0,1	3,3	1,2	2,8	2,1
Resultat efter finansnetto (EBT)	4,6	-1,2	0,8	-0,3	3,1	1,1	2,7	2,0
Nettoresultat efter skatt	4,6	-1,2	0,8	-0,3	3,1	1,0	2,4	1,8
Vinst per aktie (SEK)	0,19	-0,05	0,03	-0,01	0,13	0,04	0,10	0,07
Tillväxt	Kv4,23	Kv1,24	Kv2, 24	Kv3,24	Kv4, 24P	Kv1,25P	Kv2, 25P	Kv3 25P
Nettoomsättning	187%	55%	413%	123%	-25%	80%	40%	80%
Totala intäkter	177%	53%	385%	117%	-25%	79%	40%	78%
Bruttoresultat	190%	58%	442%	133%	-20%	73%	38%	62%
EBITDA	NM	13%	NM	NM	-32%	NM	131%	390%
EBIT	NM	-10%	NM	88%	-31%	NM	247%	NM
EBT	NM	-17%	NM	-92%	-33%	NM	240%	NM
Vinst efter skatt	NM	-17%	NM	-92%	-33%	NM	206%	NM
Marginaler	Kv4,23	Kv1,24	Kv2, 24	Kv3,24	Kv4, 24P	Kv1,25P	Kv2, 25P	Kv3 25P
Bruttomarginal	49%	53%	52%	56%	51%	51%	51%	51%
EBITDA-marginal	28%	-8%	11%	6%	25%	11%	18%	17%
EBIT-marginal	25%	-15%	6%	-2%	23%	8%	16%	14%
EBT-marginal	25%	-16%	6%	-3%	22%	8%	15%	14%
Nettoresultatmarginal	25%	-16%	6%	-3%	22%	7%	14%	12%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	19,9	29,6	42,3	69,6	111,4	150,4	195,5
Summa intäkter	21,0	30,3	43,0	70,4	112,9	152,9	199,5
KSV	-11,6	-15,2	-19,6	-33,4	-53,5	-72,2	-93,9
Bruttoresultat	9,3	15,1	23,4	37,0	59,4	80,7	105,7
Rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-12,8	-13,1	-18,6	-22,6	-28,0	-37,8	-49,1
EBITDA	-3,4	2,0	4,9	14,4	31,3	42,9	56,6
Avskrivningar	-1,4	-1,8	-2,1	-1,5	-1,8	-2,0	-2,3
EBIT	-4,8	0,2	2,8	12,9	29,6	40,9	54,3
Finansnetto	-0,4	0,9	-0,4	-0,4	0,0	0,6	1,6
EBT	-5,2	1,1	2,4	12,5	29,5	41,5	55,9
Skatt	0,0	0,0	0,0	-1,2	-3,0	-6,2	-8,4
Resultat efter skatt	-5,2	1,1	2,4	11,2	26,6	35,3	47,5
Just. res. Efter skatt	-5,2	1,1	2,4	11,2	26,6	35,3	47,5
Summa res. hänför. till moderbolaget	-5,2	1,1	2,4	11,2	26,6	35,3	47,5
Just. summa res. hänför. till moderbolaget	-5,2	1,1	2,4	11,2	26,6	35,3	47,5
VPA	-0,21	0,04	0,10	0,46	1,09	1,45	1,95
Just. VPA	-0,21	0,04	0,10	0,46	1,09	1,45	1,95
VPA efter utspädning	-0,21	0,04	0,10	0,46	1,09	1,45	1,95
Aktier, slutet av perioden (milj.)	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4
Aktier, genomsnitt (milj.)	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4	24,4
Tillväxt	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	19%	49%	43%	65%	60%	35%	30%
Summa intäkter	21%	44%	42%	64%	60%	35%	30%
Bruttoresultat	31%	62%	55%	58%	61%	36%	31%
EBITDA	31%	NM	144%	195%	118%	37%	32%
EBIT	22%	NM	1229%	362%	129%	38%	33%
EBT	9%	NM	126%	413%	137%	41%	35%
Resultat efter skatt	9%	NM	126%	361%	137%	33%	35%
Just. resultat ef. skatt	9%	NM	126%	361%	137%	33%	35%
VPA	31%	NM	126%	361%	137%	33%	35%
Just. VPA	31%	NM	126%	361%	137%	33%	35%
Marginaler	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Bruttomarginal	44%	50%	54%	53%	53%	53%	53%
EBITDA	-16%	7%	11%	20%	28%	28%	28%
EBITA-marginal	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT-marginal	-23%	1%	6%	18%	26%	27%	27%
EBT-marginal	-25%	4%	6%	18%	26%	27%	28%
Just. vinstmarginal	-25%	4%	6%	16%	24%	23%	24%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2021	2022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Summa immateriella tillgångar	6,7	6,9	6,6	7,1	8,6	10,0	11,4	12,7
Summa materiella tillgångar	0,5	0,8	1,2	1,8	2,2	2,5	2,8	2,9
Summa övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	7,2	7,7	7,8	8,9	10,8	12,5	14,2	15,7
Varulager	6,5	8,3	13,0	15,9	16,4	17,1	17,8	18,6
Kundfordringar	2,1	7,7	7,3	8,7	9,0	9,4	9,8	10,3
Övriga omsättningstillgångar	0,3	0,4	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	1,5
Kassa & likvida medel	1,6	3,2	6,4	7,1	26,1	50,5	83,8	129,3
Summa omsättningstillgångar	10,5	19,7	27,7	32,6	52,5	78,2	112,7	159,6
Summa tillgångar	17,7	27,4	35,6	41,5	63,3	90,8	126,9	175,3
Summa eget kapital	11,9	23,2	23,3	27,6	38,8	65,4	100,7	148,2
Avsättningar	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Långfrist. skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Övriga långfrist. Skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kortfrist. skulder till kreditinstitut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder	0,9	1,5	2,7	3,1	3,2	3,3	3,4	3,6
Övriga kortfristiga skulder	4,4	2,7	9,6	10,8	11,3	12,0	12,7	13,5
Summa kortfrist. skulder	5,3	4,2	12,3	13,9	14,5	15,4	16,2	17,1
Summa eget kapital och skulder	17,7	27,4	35,6	41,5	63,3	90,8	126,9	175,3
Likviditet	2021	2 022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Balanslikviditet	197%	474%	226%	234%	362%	509%	697%	933%
Kassalikviditet	68%	262%	111%	113%	242%	390%	579%	816%
KF löpande verk. /kortfristiga skulder	n.a.	n.a.	n.a.	15%	85%	182%	228%	288%
Beläning	2021	2 022	2023	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-1,6	-3,2	-6,4	-7,1	-16,1	-40,5	-73,8	-119,3
Nettoskuld(+)/nettokassa(-) exkl. leasing	-1,6	-3,2	-6,4	-7,1	-16,1	-40,5	-73,8	-119,3
Nettoskuld/EBITDA	31%	94%	-322%	-145%	-112%	-129%	-172%	-211%
Nettoskuld/EK	0%	0%	0%	0%	26%	15%	10%	7%
Soliditet	67%	85%	65%	66%	61%	72%	79%	85%
Effektivitet	2021	2022	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Avkastning på tillgångar	-1%	-23%	3%	6%	21%	34%	32%	31%
Avkastning på eget kapital	-3%	-30%	5%	10%	34%	51%	43%	38%
Avkastning på investerat kapital	-1%	-19%	1%	7%	29%	61%	78%	97%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
KF, löpande verksam. före delta rörelsekapital	6,2	12,7	28,3	37,3	49,8
Delta rörelsekapital	-4,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,5
KF, löpande verksamhet	2,0	12,4	27,9	36,9	49,3
KF, investeringsverksamhet	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7	-3,8
Fritt KF	-1,2	9,0	24,4	33,3	45,5
KF, finansieringsverksamhet	1,9	10,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	0,7	19,0	24,4	33,3	45,5
Kassa vid periodens ingång	4,6	10,8	40,1	70,8	112,4
Kassa, vd periodens slut	7,1	26,1	50,5	83,8	129,3
Nyckeltal	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
Delta rörelsekapital/Summa intäkter	-10%	0%	0%	0%	0%
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	5%	18%	25%	24%	25%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	42%	86%	89%	86%	87%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-8%	-5%	-3%	-2%	-2%
Fritt KF/EBITDA	-25%	63%	78%	78%	80%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bland annat 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 Bertil Nilsson och Christopher Solbakke äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade Bolaget.