

## Uppdatering: Kv4 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

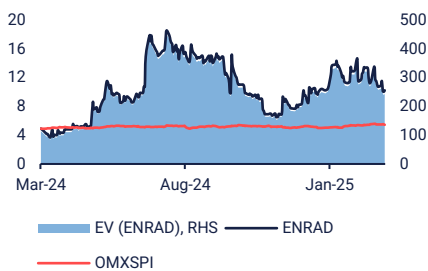
SO: Mats Åström

www.enrad.se

Lista: Spotlight, Stockholm  
Aktiekurs, senast: 10,20 SEK  
Marknadsvärde: 275 MSEK

Bloomberg: ENRAD:SS  
Refinitiv Eikon: ENRAD.ST

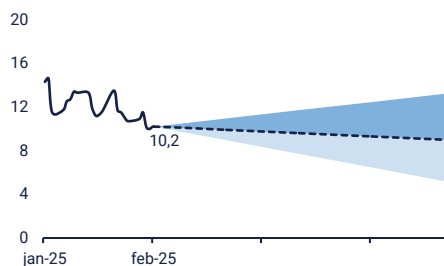
### AKTIEKURSUUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	138	-3	-32	-30

Källa: S&P Capital IQ

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Rikt Kurs (SEK)	5,2	9,0	13,2
Upp-/nedsida (%)	-49	-12	30

Källa: Carlsquare prognoser2

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
Senior Equity Analyst

Christopher Solbakke  
Equity Analyst

## Full fart framåt med kapitaltillskott i mars

Enrad AB:s nettoomsättning blev 14,8 MSEK under kv4 2024, vilket översteg vår prognos om 14,0 MSEK i nettoomsättning med 6%. Till följd av en lägre bruttomarginal och ökade övriga kostnader blev rörelseresultatet ca 4 MSEK lägre än vi hade väntat oss. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie till 9,0 SEK, jämfört med tidigare 8,9 SEK per aktie.

### Lägre bruttomarginal och högre kostnader sänkte kv4-resultatet

Enrad AB ("Enrad" eller "Bolaget") redovisade en nettoomsättning på ca 14,8 MSEK i kv4 2024, vilket översteg vår prognos om 14,0 MSEK med ca 6%. Ledningen ser en fortsatt kraftigt tillväxt i kv1 2025.

Bruttoresultatet på 5,5 MSEK i kv4 2024 blev 25% lägre än vår prognos om 7,3 MSEK. Den låga bruttomarginalen på 37% jämfört med vårt estimat på 52% förklaras med strategisk försäljning till en låg marginal samt utrangeringar ur varulagret. Rörelseresultatet blev minus 0,6 MSEK i kv4 2024, jämfört med vår prognos om 3,3 MSEK. Den totala resultatavvikelsen jämfört med vår prognos på 3,9 MSEK kan delas upp i 1,8 MSEK på bruttoresultatnivå och 2,1 MSEK på övriga externa kostnader, personalkostnader och avskrivningar. Enrad expanderar produktionen och har anställt mer personal under perioden. Inför 2025 väntar ytterligare tillväxt i intäkter, men även i fler anställda tjänstemän.

Bolagets kassa uppgick den 31 december 2024 till ca 4,7 MSEK. Vid utgången av kv4 2024 hade Enrad likviditet bundet i kundfordringar och varulager på ca 26 MSEK. Detta varulager var per 31 december 2024 belånat till ca 11 MSEK hos ett av huvudägarnas bolag. Enrad genomför under mars 2025 en fullt garanterad företrädesemission som kommer att inbringa knappt 26 MSEK till bolaget.

Norge var Enrads starkaste marknad under helåret 2024 och väntas bli det även under kv1 2025. Enrad har positionerat sig som en nischaktör inom naturliga köldmedier till kylmaskiner. Bolaget har en stark loka säljorganisation i Norge och håller konkurrenskraftiga priser, vilket driver försäljningen i en annars svag marknad.

### Aktiens motiverade värde 9,0 SEK

Vi sänker våra prognoser för Enrads nettoomsättning med 4% för 2025 och 2026 samt med 1% för 2027. Samtidigt höjer vi våra långsiktiga tillväxtantaganden för Enrads intäkter från 2029 till och med 2037. Vi antar en bruttomarginal på 52% 2025-2028 som sedan antas falla från 50% 2029 till 45% 2034-2037. Vårt nya motiverade värde för Enrad-aktien ökar till 9,0 SEK i Bas-scenariot, jämfört med tidigare 8,9 SEK per aktie. Aktiens motiverade värde har beräknats genom att kombinera en kassaflödesvärdering med en jämförande värdering av andra branschbolag.

### Nyckeltal (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	29,6	43,1	66,8	106,9	149,6	202,0
Totala intäkter	30,3	44,0	67,9	108,1	150,9	203,4
Bruttoresultat	15,1	21,9	35,8	56,8	79,1	106,4
EBITDA	2,0	1,3	11,7	27,5	39,1	53,4
EBIT	0,2	-1,1	10,3	25,6	36,8	50,6
Resultat efter finansnetto	1,1	-1,4	10,0	25,6	37,4	52,1
Vinst per aktie	0,04	-0,06	0,34	0,85	1,18	1,64
Just. Vinst per aktie	0,04	-0,06	0,34	0,85	1,18	1,64
Tillväxt, nettoomsättning	49%	46%	55%	60%	40%	35%
Bruttomarginal	49%	49%	52%	52%	52%	52%
EBITDA marginal	7%	3%	17%	25%	26%	26%
EBIT-marginal	1%	-3%	15%	24%	24%	25%
EV/Sales	4,0x	5,8x	3,7x	2,3x	1,7x	1,2x
EV/EBITDA	59,9x	191,4x	21,2x	9,1x	6,4x	4,7x
EV/EBIT	567,8x	NM	24,2x	9,7x	6,8x	4,9x
P/E	111,0x	NM	30,4x	12,0x	8,7x	6,2x

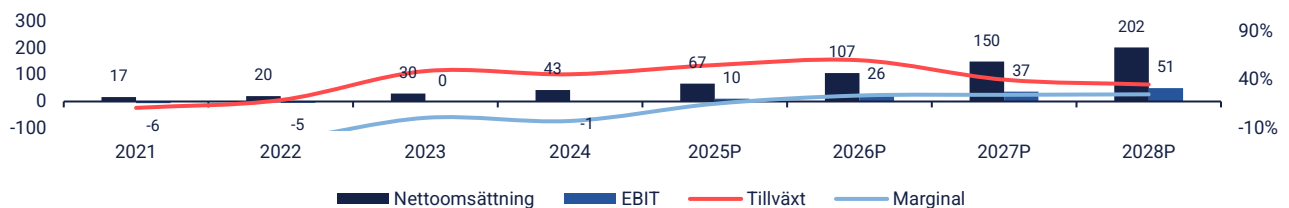
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

# Investment case

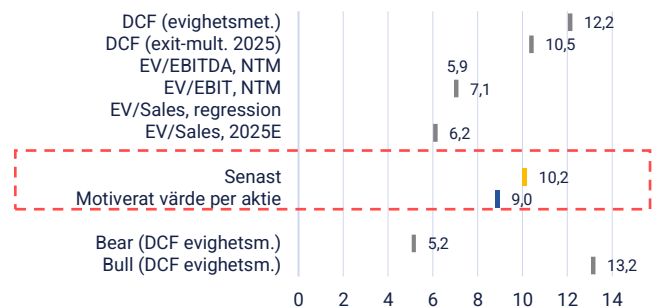
## Bra långsiktiga tillväxtutsikter för naturliga köldmedier

- 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 av ett kvoteringsystem där allt mindre av tidigare köldmedier får säljas och utbudet av sådana produkter minskar. EU och Sveriges vill minska växthusutsläppen inklusive utsläppen från kylaggregat och värmepumpar med syntetiska köldmedier. F-gasförordningen är 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 får stöd av Bolagets marknadschef Helena Davidsson Warvås. Podden används flitigt i gymnasieskolor och yrkesutbildningar inom kyla och värme. Enrad har länge arbetat med organiskt branschspecifika sökord på internet. 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 skraddarsydda 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.
- Goda förutsättningar för stark omsättningsökning 2025.** Enrads försäljning under 2024 fördelade sig ca 60% i Norge, 30% i Sverige och 10% i Finland. Vi estimerar att bolagets nettoomsättning ökar med ca 50% 2025 jämfört med 2024. Förutom en stark orderingång under kv1 2025, finns inom nio till tolv månader möjlighet till en ökad försäljning i Nederländerna, som är en ny marknad där Enrad etablerar sig. Med en bruttomarginal på ca 50% bör Enrad resultat kunna förbättras snabbt.

### Intäkter och EBIT (MSEK), Base case scenario



- Motiverat värde om SEK 9,0 per aktie beräknas för de kommande 6–12 månaderna till ett intervall från 5,2 till 13,2 SEK per aktie.
- Motiverat värde motsvarar EV/Sales 2025 om 3,2x.
- Motiverat värde motsvarar EV/EBIT 2025 om 20,8x.
- Referensgruppen handlas till EV/Sales 2025 om 2,3x.
- Referensgruppen handlas till EV/EBIT 2025 om 13,4x.

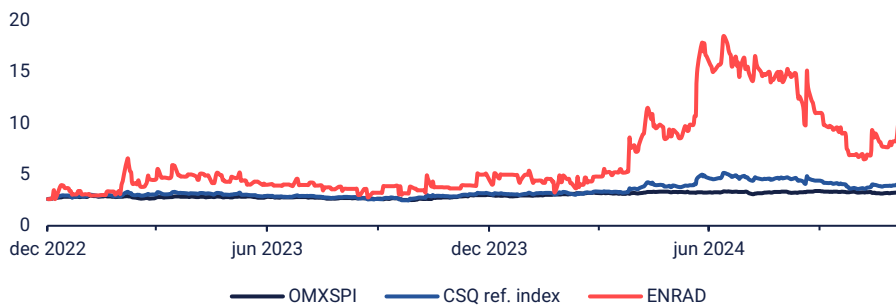


- Värme- och kylpumpsbranschen är konservativ och domineras av företag med lång tradition. Även om produktfloran förnyas med en viss regelbundenhet är aktörerna i branschen ovilliga att genomföra stora förändringar snabbt.
- Inköp av komponenter till kylmaskiner som drivs med naturliga köldmedier är 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.
- Enrad genomför i februari-mars 2025 en fullt garanterad företrädesemission som ger ca 26 MSEK i emissionslikvid före potentiella emissionskostnader.

## 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 2024, men rekylerade sedan kraftigt nedåt till 6,5 SEK som lägst den 30 oktober 2024. Därefter skedde en ny kraftig kursuppgång under kort tid till 13,8 SEK den 1 januari 2025. Efter en något lägre topp på 13,5 SEK den 22 januari 2025 har aktien fallit ned mot 10 SEK-nivån. Den sistnämnda kursnivån sammanfaller med teckningskursen i företrädesemissionen som genomförs i mars 2025.

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



Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare

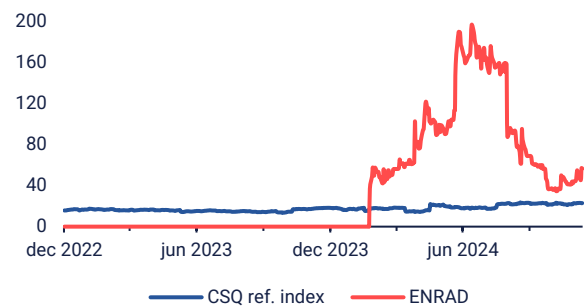
Nedan visas värderingsutvecklingen i förhållande till intäkter och vinst. Notera att värderingsmultiplarna är beräknade på historiska intäkter och lönsamhet rullande 12 månader.

### 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 pressade svenska fastighetsägare och konsumenter mellan 2022 och 2024. Från andra halvåret 2024 har vi gått in i en ny fas där räntesänkningar från Riksbanken har börjat lätta på trycket för fastighetsbolagen, medan konsumenterna fortfarande håller hårt i sina plånböcker. Speciellt hårt drabbad har nyproduktionen av bostäder varit som fallit till historiskt låga nivåer. En viss återhämtning har dock börjat ske från och med kv4 2024. Elpriserna ligger på historiskt låga nivåer, medan fjärrvärmepreiserna 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.

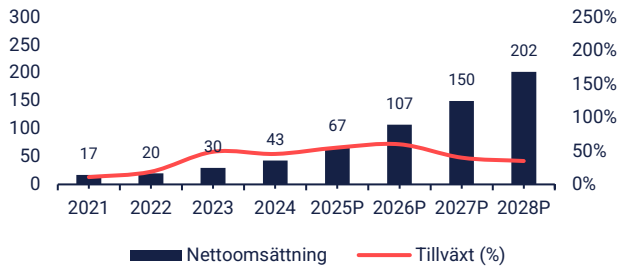
Enrad har rekryterat skickliga personer till sitt norska dotterbolag, där också ca 60% av bolagets intäkter genererats sedan hösten 2023. Det har funnits specifika förutsättningar på den norska marknaden med en generellt sett högre prisnivå än i Sverige och Finland, där Enrad håller konkurrenskraftiga priser framförallt i Norge. Vi uppfattar emellertid den underliggande marknaden för värmepumpar som svag i de nordiska länderna, kopplat till en låg byggaktivitet.

För 2025 har vi antagit att nettoomsättningen blir 16,0 MSEK kv1 2025 (vilket täcks av ordergången hittills), 17,7 MSEK kv2 2025, 11,6 MSEK kv3 2025 och 21,5 MSEK kv4 2025. Det motsvarar 110% intäktstillväxt kv1 2025 mot kv1 2024 (tidigare 120% tillväxt), 40% tillväxt kv2 2025 mot kv2 2024 (tidigare 60% tillväxt) samt 45 % tillväxt kv3 2025 mot kv3 2024 och kv4 2025 mot kv4 2024 (tidigare 70% och 50% antagen tillväxt). För kommande helår har vi antagit 60% tillväxt 2026 jämfört med 2025 (tidigare 40%) då vi räknar med att försäljningen i Nederländerna kommer igång detta år, 40% tillväxt 2027 mot 2026 (tidigare 65% tillväxt) och 35% tillväxt 2028 mot 2027 (tidigare 60% tillväxt). För perioden 2029-2037 har vi höjt våra tillväxtantaganden avseende Enrads nettoomsättning något jämfört med prognoserna efter kv3 2024-rapporten. Vi har antagit att Enrad håller en bruttomarginal på 52% under perioden från 2025 till 2028.

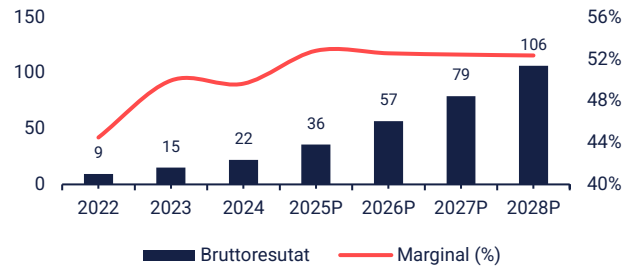
### Prognoser och justeringar 2025–2027 (MSEK)

	Uppdaterade prognoser			Tidigare prognoser			Justering		
	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning	66,8	106,9	149,6	69,6	111,4	150,4	-4%	-4%	-1%
Bruttoresultat	35,8	56,8	79,1	37,0	59,4	80,7	-3%	-4%	-2%
EBITDA	11,7	27,5	39,1	14,4	31,3	42,9	-18%	-12%	-9%
EBIT	10,3	25,6	36,8	12,9	29,6	40,9	-20%	-14%	-10%
VPA (SEK)	0,34	0,85	1,18	0,46	1,09	1,45	-27%	-22%	-19%

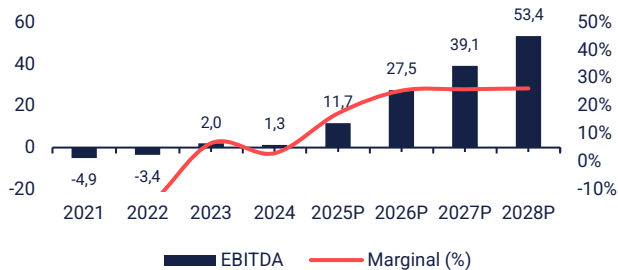
Källa: Carlsquare prognoser

**Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)**


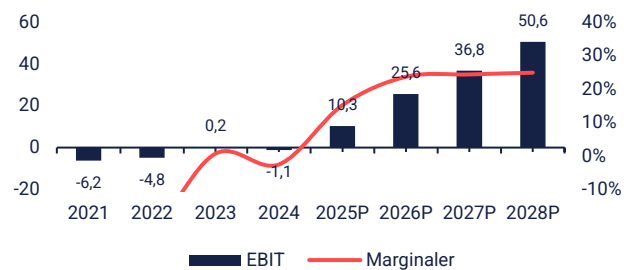
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Bruttoresultat (MSEK) och marginal (%)**


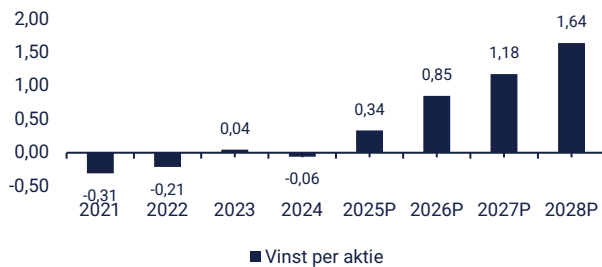
Source: company information and Carlsquare forecasts

**EBITDA (MSEK) och marginal (%)**


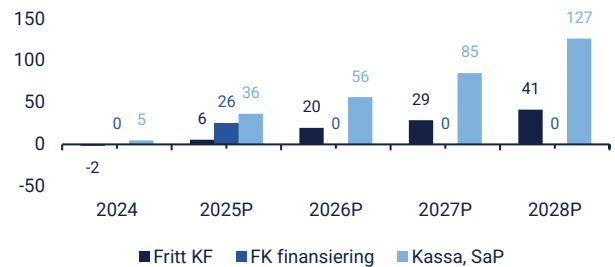
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**EBIT (MSEK) och marginal (%)**


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Vinst per aktie (SEK)**


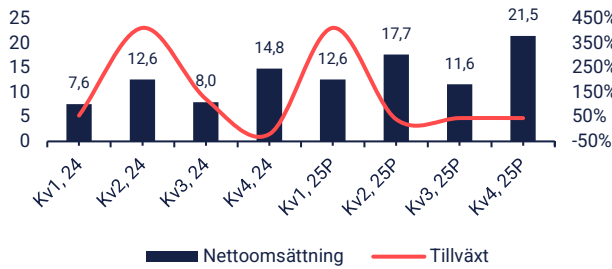
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Kassaflöde (MSEK)**


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

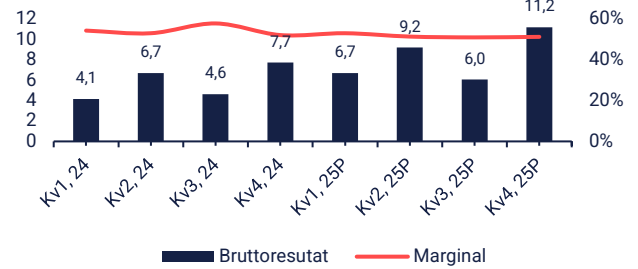
## Kvartalsvisa nyckeltal

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



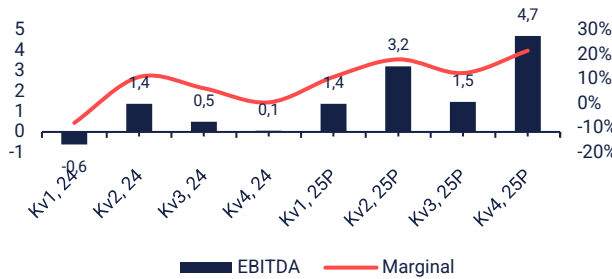
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

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



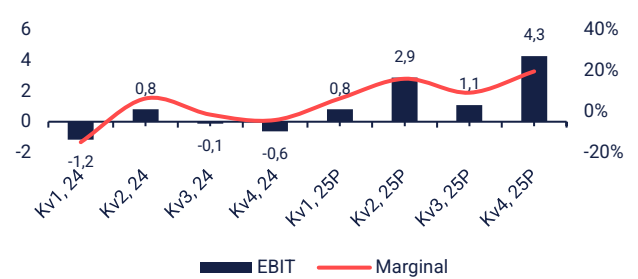
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBITDA (MSEK) och marginal (%)



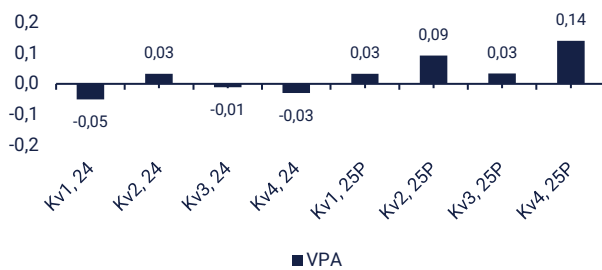
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBIT (MSEK) och marginal (%)



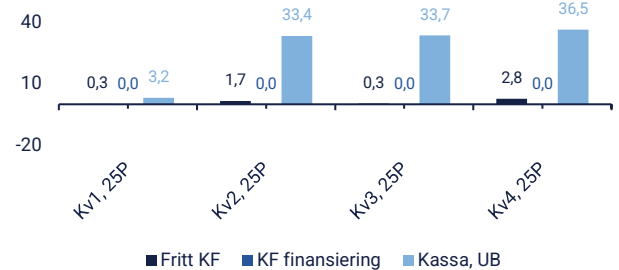
Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Vinst per aktie (SEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Kassaflöde (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Värdering

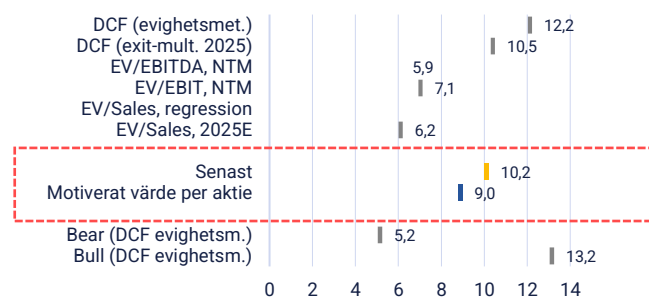
Genom att kombinera en kassaflödesvärdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde till 9,0 SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario (tidigare 8,9 SEK per aktie). Det motiverade värdet är viktat med 40% på EV/Sales och 30% vardera på DCF (exit-multipel) och DCF-värdering. Värderingen bygger på våra uppdaterade resultat- och kassaflödesprognoser för Enrad efter kv4 2024-rapporten, där vi har antagit en bruttomarginal på 52% 2025-2028, som faller till 50% 2029 och till 45% 2034–2037.

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

Valuta, SEK/SEK		1,0
EV/Sales 2025P	SEK	6,2
DCF (exit-multipel 2025P)	SEK	10,5
DCF-värdering	SEK	11,1
Motiverat värde per aktie	SEK	9,0
Möjlig upp-/nedsida		-12%
Aktier, full finansiering och utspädning	MILJ	27,0
Aktievärde	MSEK	242
Kassa (senast kvartal)	MSEK	4,7
Skuld (senast kvartal)	MSEK	0,0
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	23,3
EV	MSEK	214

Källa: Carlsquare prognoser

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



Källa: Carlsquare prognoser

Vår värdering i basscenarioet motsvarar en EV/Sales-multipel 2025 om 3,2x och en EV/EBIT 2025 på 20,8x. Referensgruppen handlas till ett medianvärde för EV/Sales om 2,3x och EV/EBIT på 13,4x på prognoser NTM (kommande tolv månader).

### Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2023	2024	NTM	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EV/Sales	3,9x	5,7x	3,6x	3,2x	2,0x	1,4x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA	NM	NM	22x	18,3x	7,8x	5,5x	4,0x	3,5x
EV/EBIT	NM	NM	27x	20,8x	8,4x	5,8x	4,2x	3,6x
P/E	NM	NM	28x	26,8x	10,5x	7,6x	5,5x	4,6x

Källa: Carlsquare prognoser

I ett mer optimistiskt Bull-scenariot beräknas ett motiverat värde till 13,2 SEK per aktie (tidigare 12,1 SEK). I ett försiktigare Bear-scenario beräknas ett motiverat värde till 5,2 SEK per aktie (tidigare 4,3 SEK).

### Tillväxt och EBIT-marginaler, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
<b>Tillväxtantaganden, intäkter</b>			
CAGR, 2023-26	44,1%	51,4%	52,6%
CAGR, 2026-29	19,8%	24,7%	25,4%
CAGR, 2023-33	20,6%	24,4%	24,8%
<b>Antaganden, EBITDA-marginal</b>			
Genomsnitt, 2024-26	11,4%	22,2%	24,0%
Genomsnitt, 2027-29	9,6%	24,4%	26,5%
Genomsnitt, 2024-33	11,4%	22,3%	23,6%
2032	12,4%	19,4%	19,8%
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>5,2</b>	<b>9,0</b>	<b>13,2</b>

Källa: Carlsquare prognoser

## DCF värdering

### DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering						
PV(UFCF)	MSEK	173	Disk.ränta			
PV(TV)	MSEK	129	Riskfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta	4,8%
EV	MSEK	302	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%	<b>Disk.ränta</b>	<b>13,9%</b>
Aktievärde	MSEK	307	<b>Antaganden</b>			
PV(aktiefinansiering)	MSEK	23	CAGR, 2023-33P	24,4%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	330	EBITDA-marg., 2033P	20,5%		
Utestående aktier	Milj.	27,0	EBIT-marginal, 2033P	19,3%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	2,6	Skattesats	20,6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	29,6	<b>Värderingsmultiplar</b>			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	0,0	11,4	EV/Sales, NTM	4,5x	EV/EBITDA, NTM	27,7x
Aktievärde efter finansiering och utspädning	0,0	11,1	EV/Sales, 25P	2,8x	EV/EBITDA, 25P	11,4x
Valuta	SEK/SEK	1,0	P/S, NTM	4,6x	EV/EBIT, NTM	31,9x
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	11,4	P/S, 25P	2,9x	EV/EBIT, 25P	12,2x
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspäd.</b>	<b>SEK</b>	<b>11,1</b>	EV/Bruttoresultat NTM	8,7x	P/E, NTM	34,2x
Upp-/nedsida		9%	EV/Bruttoresultat 2025P	5,4x	P/E, 25P	13,8x

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	7 266	7%	14%	2,5x
Ref.gruppens genomsnitt	14 694	7%	14%	2,3x
<b>Rabatt</b>				<b>0,0%</b>
Använd multipel				2,5x
Nettoomsättning, 2025P	MSEK			43
EV (obelånat marknadsvärde)	MSEK			107
Nuvärde (EV)	MSEK			107
Nettoskuld(-), Nettokassa (+) kv4 2024	MSEK			5
Värde, associerade bolag	MSEK			0
Värde, minoritetsintressen	MSEK			0
Nuvärde (kassa från nyemissioner)	MSEK			23
Aktievärde efter finansiering	MSEK			135
Antal utestående aktier	M			24,4
Nya aktier från aktiefinansiering	M			2,6
Utestående aktier efter full finansiering	M			27,0
Valuta	SEK/SEK			1,0
<b>Värde per aktie efter fin. &amp; utspädning</b>	<b>SEK</b>			<b>5,0</b>

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

### Multipelvärdering medianvärde EV/Sales 2025

	HQ	Mcap (EURm)		CAGR	Genomsnitt EBITDA-marg.		EV/Sales		EV/EBITDA		EV/EBIT	
		2023-2026	EV (EURm)		2024-2026	2024	2024	2024	2024			
Trane Technologies	IE	76 246	79 921	6,8%	20,4%	3,9x	4,2x	19,5x	21,5x	21,4x	23,7x	
NIBE Industrier	SE	7 266	8 977	7,3%	15,9%	2,3x	2,5x	15,1x	19,5x	22,0x	31,9x	
A. O. Smith Corporation	US	9 171	9 125	2,9%	21,7%	2,5x	2,5x	11,8x	11,7x	13,0x	13,0x	
Beijer Ref	SE	7 286	8 380	9,3%	13,1%	2,3x	2,7x	18,0x	21,1x	22,5x	26,9x	
Lindab International	SE	1 366	1 745	4,9%	14,4%	1,4x	1,5x	10,7x	11,7x	17,3x	19,2x	
Systemair	SE	1 518	1 608	NA	14,0%	1,4x	n.m.	10,3x	n.m.	14,5x	n.m.	
Ecoclimate Group	SE	4	1	12,5%	-0,5%	0,1x	0,1x	NA	NA	NA	NA	
<b>Median</b>		<b>7 266</b>	<b>8 380</b>	<b>7%</b>	<b>14%</b>	<b>2,3x</b>	<b>2,5x</b>	<b>13,4x</b>	<b>19,5x</b>	<b>19,3x</b>	<b>23,7x</b>	
Genomsnitt		14 694	15 680	7%	14%	2,0x	2,2x	14,2x	17,1x	18,4x	22,9x	
<b>ENRAD (curr.)*</b>	<b>SE</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	-	-	<b>3,7x</b>	<b>2,3x</b>	<b>22,4x</b>	<b>21,2x</b>	<b>23,7x</b>	<b>21,2x</b>	
<b>ENRAD (CSQ)*</b>	<b>SE</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>51%</b>	<b>23%</b>	<b>3,2x</b>	<b>5,7x</b>	<b>19,6x</b>	<b>NM</b>	<b>23,9x</b>	<b>NM</b>	

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 belåna varulagret via huvudägarens bolag

Enrad kan belåna varulagret till ca 100% enligt en överenskommelse med ett av huvudägaren Welandsons bolag. Enrads skulder till koncernföretag utgjorde 38 procent av värdet på varulagret (råvaror och förnödenheter) per 31 december 2024, jämfört med 39 procent ett år tidigare. Enrad låg i mitten av 2024 på betydligt högre belåningsnivåer av varulagret, överstigande 50 procent.

### 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 4,7 MSEK den 31 december 2024, men likviditeten kommer att lyftas till ca 30 MSEK när den fullt garanterade företrädesemissionen har genomförts under mars 2025.

### 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)

	Kv1,24	Kv2, 24	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25P	Kv2,25P	Kv3,25P	Kv4, 25P
Nettoomsättning	7,6	12,6	8,0	14,8	16,0	17,7	11,6	21,5
Totala intäkter	7,8	12,8	8,2	15,3	16,2	17,9	11,9	21,9
Bruttoresultat	4,1	6,7	4,6	7,7	8,3	9,2	6,0	11,2
EBITDA	-0,6	1,4	0,5	0,1	2,4	3,2	1,5	4,7
EBIT	-1,2	0,8	-0,1	-0,6	2,0	2,9	1,1	4,3
Resultat efter finansnetto (EBT)	-1,2	0,8	-0,3	-0,7	1,9	2,8	1,0	4,2
Nettoresultat efter skatt	-1,2	0,8	-0,3	-0,7	1,8	2,5	0,9	3,8
Vinst per aktie (SEK)	-0,05	0,03	-0,01	-0,03	0,07	0,09	0,03	0,14
<b>Tillväxt</b>	<b>Kv1,24</b>	<b>Kv2,24</b>	<b>Kv3,24</b>	<b>Kv4,24</b>	<b>Kv1,25P</b>	<b>Kv2,25P</b>	<b>Kv3,25P</b>	<b>Kv4,25P</b>
Nettoomsättning	55%	413%	123%	-20%	110%	40%	45%	45%
Totala intäkter	53%	385%	117%	-19%	109%	40%	45%	43%
Bruttoresultat	58%	442%	133%	-16%	101%	38%	31%	45%
EBITDA	13%	NM	NM	-99%	NM	134%	191%	7981%
EBIT	-10%	NM	88%	-113%	NM	253%	NM	NM
EBT	-17%	NM	-92%	-116%	NM	248%	NM	NM
Vinst efter skatt	-17%	NM	-92%	-116%	NM	213%	NM	NM
<b>Marginaler</b>	<b>Kv1,24</b>	<b>Kv2,24</b>	<b>Kv3,24</b>	<b>Kv4,24</b>	<b>Kv1,25P</b>	<b>Kv2,25P</b>	<b>Kv3,25P</b>	<b>Kv4,25P</b>
Bruttomarginal	53%	52%	56%	51%	51%	51%	51%	51%
EBITDA-marginal	-8%	11%	6%	0%	15%	18%	12%	21%
EBIT-marginal	-15%	6%	-2%	-4%	13%	16%	9%	20%
EBT-marginal	-16%	6%	-3%	-5%	12%	16%	9%	19%
Nettoresultatmarginal	-16%	6%	-3%	-5%	11%	14%	8%	17%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK)**

	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Nettoomsättning	19,9	29,6	43,1	66,8	106,9	149,6	202,0
Summa intäkter	21,0	30,3	44,0	67,9	108,1	150,9	203,4
Kostnad såld vara (KSV)	-11,6	-15,2	-22,2	-32,1	-51,3	-71,8	-97,0
Bruttoresultat	9,3	15,1	21,9	35,8	56,8	79,1	106,4
Rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-12,8	-13,1	-20,5	-24,1	-29,3	-40,0	-53,1
EBITDA	-3,4	2,0	1,3	11,7	27,5	39,1	53,4
Avskrivningar	-1,4	-1,8	-2,4	-1,4	-1,9	-2,3	-2,7
EBIT	-4,8	0,2	-1,1	10,3	25,6	36,8	50,6
Finansnetto	-0,4	0,9	-0,3	-0,3	0,0	0,6	1,5
EBT	-5,2	1,1	-1,4	10,0	25,6	37,4	52,1
Skatt	0,0	0,0	0,0	-1,0	-2,6	-5,6	-7,8
Resultat efter skatt	-5,2	1,1	-1,4	9,0	23,0	31,8	44,3
Just. res. Efter skatt	-5,2	1,1	-1,4	9,0	23,0	31,8	44,3
Summa res. hänför. till moderbolaget	-5,2	1,1	-1,4	9,0	23,0	31,8	44,3
Just. summa res. hänför. till moderbolaget	-5,2	1,1	-1,4	9,0	23,0	31,8	44,3
Vinst per aktie (VPA)	-0,21	0,04	-0,06	0,34	0,85	1,18	1,64
Just. VPA	-0,21	0,04	-0,06	0,34	0,85	1,18	1,64
VPA efter utspädning	-0,21	0,04	-0,06	0,34	0,85	1,18	1,64
Aktier, slutet av perioden (milj.)	24,4	24,4	24,4	27,0	27,0	27,0	27,0
Aktier, genomsnitt (milj.)	24,4	24,4	24,4	25,7	27,0	27,0	27,0
<b>Tillväxt</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoomsättning	19%	49%	46%	55%	60%	40%	35%
Summa intäkter	21%	44%	45%	54%	59%	40%	35%
Bruttoresultat	31%	62%	44%	64%	58%	39%	35%
EBITDA	31%	NM	-34%	793%	134%	42%	36%
EBIT	22%	NM	-632%	NM	148%	44%	38%
EBT	9%	NM	-233%	NM	157%	46%	39%
Resultat efter skatt	9%	NM	-233%	NM	157%	38%	39%
Just. resultat ef. skatt	9%	NM	-233%	NM	157%	38%	39%
VPA	31%	NM	-233%	NM	154%	38%	39%
Just. VPA	31%	NM	-233%	NM	154%	38%	39%
<b>Marginaler</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Bruttomarginal	44%	50%	50%	53%	53%	52%	52%
EBITDA	-16%	7%	3%	17%	25%	26%	26%
EBITA-marginal	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT-marginal	-23%	1%	-3%	15%	24%	24%	25%
EBT-marginal	-25%	4%	-3%	15%	24%	25%	26%
Just. vinstmarginal	-25%	4%	-3%	13%	21%	21%	22%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Balansräkning (MSEK)

	2021	2022	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
Summa immateriella tillgångar	6,7	6,9	6,6	6,8	8,4	9,7	11,0	12,1
Summa materiella tillgångar	0,5	0,8	1,2	1,7	3,2	4,5	5,8	6,9
Summa övriga anläggningstillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,5</b>	<b>11,5</b>	<b>14,3</b>	<b>16,8</b>	<b>19,1</b>
Varulager	6,5	8,3	13,0	15,2	15,5	16,2	16,8	17,7
Kundfordringar	2,1	7,7	7,3	11,1	11,3	11,7	12,1	12,6
Övriga omsättningstillgångar	0,3	0,4	1,0	1,3	1,4	1,5	1,6	1,8
Kassa & likvida medel	1,6	3,2	6,4	4,7	36,5	56,4	85,2	126,7
Summa omsättningstillgångar	10,5	19,7	27,7	32,3	64,7	85,7	115,8	158,8
<b>Summa tillgångar</b>	<b>17,7</b>	<b>27,4</b>	<b>35,6</b>	<b>40,8</b>	<b>76,2</b>	<b>100,0</b>	<b>132,6</b>	<b>177,9</b>
Summa eget kapital	11,9	23,2	23,3	23,7	58,7	81,7	113,5	157,8
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	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfrist. Skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
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	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3
Övriga kortfristiga skulder	4,4	2,7	9,6	15,2	15,5	16,2	16,9	17,8
Summa kortfrist. skulder	5,3	4,2	12,3	17,1	17,5	18,3	19,1	20,1
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>17,7</b>	<b>27,4</b>	<b>35,6</b>	<b>40,8</b>	<b>76,2</b>	<b>100,0</b>	<b>132,6</b>	<b>177,9</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2021</b>	<b>2 022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Balanslikviditet	197%	474%	226%	189%	370%	469%	607%	790%
Kassalikviditet	68%	262%	111%	93%	273%	373%	510%	693%
KF löpande verk. /kortfristiga skulder	NA	NA	NA	7%	58%	134%	176%	231%
<b>Beläning</b>	<b>2021</b>	<b>2 022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	-1,6	-3,2	-6,4	-4,7	-36,5	-56,4	-85,2	-126,7
Nettoskuld(+)/nettokassa(-) exkl. leasing	-1,6	-3,2	-6,4	-4,7	-36,5	-56,4	-85,2	-126,7
Nettoskuld/EBITDA	31%	94%	-322%	-357%	-311%	-205%	-218%	-237%
Nettoskuld/EK	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	67%	85%	65%	58%	77%	82%	86%	89%
<b>Effektivitet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Avkastning på tillgångar	-1%	-23%	3%	-4%	15%	26%	27%	29%
Avkastning på eget kapital	-3%	-30%	5%	-6%	22%	33%	33%	33%
Avkastning på investerat kapital	-1%	-19%	1%	-3%	22%	49%	64%	82%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Kassaflöde (MSEK)

	2024	2025P	2026P	2027P	2028P
KF, löpande verksam. före delta rörelsekapital	2,7	10,4	24,9	34,1	47,0
Delta rörelsekapital	-1,5	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5
KF, löpande verksamhet	1,1	10,2	24,5	33,7	46,5
KF, investeringsverksamhet	-2,9	-4,5	-4,6	-4,8	-5,0
Fritt KF	-1,7	5,7	19,9	28,9	41,5
KF, finansieringsverksamhet	0,0	26,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	-1,7	31,8	19,9	28,9	41,5
Kassa vid periodens ingång	6,4	4,7	36,5	56,3	85,2
Kassa, vd periodens slut	4,7	36,5	56,3	85,2	126,7
<b>Nyckeltal</b>	<b>2024</b>	<b>2025P</b>	<b>2026P</b>	<b>2027P</b>	<b>2028P</b>
Delta rörelsekapital/Summa intäkter	-1%	0%	0%	0%	0%
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	3%	15%	23%	22%	23%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	93%	87%	89%	86%	87%
KF, investeringsverksamhet/Summa intäkter	-7%	-7%	-4%	-3%	-2%
Fritt KF/EBITDA	-129%	49%	72%	74%	78%

Källa: Bolagsinformation 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 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.