

Analysuppdatering

SVENSKA AEROGEL HOLDING AB

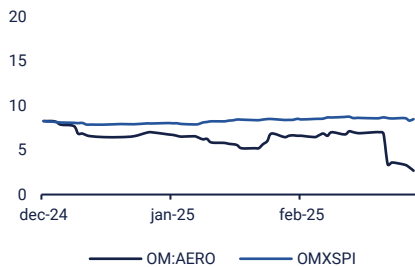
Svenska Aerogel har utvecklat en innovativ och patenterad teknik, Quartzene, som alternativ till traditionell aerogel. Quartzene bidrar till effektivisering och ökad hållbarhet i slutprodukter inom främst bygg- och fastighetsbranschen, transport-, process- samt avancerade tillämpningar utanför det etablerade aerogelmarkanderna.

VD: Tor Einar Norbakk
SO: Jonas Lundberg
www.aerogel.se

Lista: Nasdaq First North Growth Market
Aktiekurs, senast: 2,98 SEK
Marknadsvärde: 28,3 MSEK

CapitalIQ: OM:AERO
Bloomberg: AERO: SS

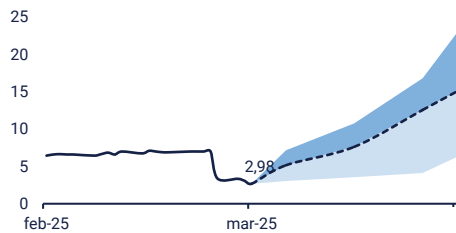
KURSENTVECKLING



	YTD	12M	6M	1M
Utveckling, %	-59,1	-79,8	-80,9	-59,4

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Aktiekurs (SEK)	6,3	15,0	22,9
Upp-/nedsida (%)	134	461	754

Källa: S&P Capital IQ och Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Christopher Solbakke
Equity Analyst

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Växande antal kunder och företrädesemission

Svenska Aerogel Holding AB:s ("Svenska Aerogel" eller "Bolaget") försäljning under kv4 2024 var högre än våra prognoser. Samtidigt har Bolaget meddelat att man genomför en större nyemission för att fylla på kassan. Enligt VD Tor Einar Norbakk avslutades 2024 med 60% ökning av antalet kundprojekt jämfört med året innan. Carlsquare Equity Research sänker motiverat värde till 15,0 (23,5) SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna till följd av en ökad osäkerhet kring när intäkterna kan väntas ta fart.

Lägre kostnadsnivåer och nya avtal kan ge intäkter i närtid

Under kv4 2024 omsatte Svenska Aerogel för drygt 1,0 MSEK. Vår prognos för omsättningen låg på 0,7 MSEK, vilket gör utfallet något högre än våra estimat. Bolaget rapporterade en EBITDA om minus 5,7 MSEK, där vår prognos låg på minus 4,7 MSEK. EBIT blev minus 7,7 MSEK jämfört med vår prognos på minus 6,7 MSEK.

VD Tor Einar Norbakk skriver i rapporten att antalet kundprojekt har ökat med ca 60% under 2024, med en större andel kunder som går in ramp up-fasen. Enligt rapporten förbereder sig flera av dessa kunder för produktlanseringar där Svenska Aerogels material och teknik uppges spela en central roll. Samtidigt introduceras ett nytt segment, Advanced, som riktar sig till kunder med applikationer med hög innovationsgrad. Detta inkluderar bland annat termiskt isolerande textilier där Outlast® Technologies i januari lanserade sin produkt som innehåller Quartzene® globalt.

Kvällen innan kv4 2024-rapporten meddelade Bolaget att man genomför en företrädesemission om 42,7 MSEK, vilket var i linje med våra förväntningar efter kv3 2024-rapporten. Teckningsperioden löper mellan 10 – 24 mars 2025. Emissionen är säkerställd till 57,5%, vilket motsvarar en säkerställd likvid innan emissionskostnader om 24,6 MSEK. Teckningskursen i emissionen är 2,25 SEK per aktie. Vid full teckning uppgår utspädningen till cirka 66,7%. Givet nuvarande marknadsläge för företrädesemissionen räknar vi inte med att teckningsgraden når över den säkerställda nivån. I vårt uppdaterade scenario räknar vi således enbart med att Bolaget får in de 24,6 MSEK som är säkerställda. Givet detta kan Bolaget komma att behöva ytterligare kapitalinjektion redan under första halvåret 2026.

Motiverat värde i ett basscenario 15,0 SEK/aktie

I vårt uppdaterade scenario har vi låtit omsättningsprognoserna för 2025 och framåt förbli relativt oförändrade. Även om antalet avtal ökar och befintliga kunder går in ny fas ser vi en betydande osäkerhet kring när intäkterna faktiskt börjar ta fart. Vi räknar med en nettoomsättning på ca 5,8 MSEK för helåret 2025. I vårt justerade scenario räknar vi med en försäljning på omkring 140 sålda ton Quartzene® och ett positivt resultat 2028.

Genom att kombinera en DCF-modell med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde till 15,0 (23,5) SEK per aktie för de kommande 6–12 månaderna. En stor utspädning från den kommande företrädesemissionen och ytterligare utspädningsrisk åren därefter är en bidragande faktor till att det motiverade värdet justeras ned.

Nyckeltal (MSEK)

	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoomsättning	2,6	5,8	10,6	25,8	47,8	78,8
Bruttoresultat	-13,9	-6,9	-6,3	7,1	23,6	43,5
EBITDA	-30,5	-24,8	-25,1	-11,8	5,1	24,8
EBIT	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,5	24,3
EBT	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,5	24,3
VPA (SEK)	-0,85	-1,48	-0,98	-0,43	0,15	0,82
Tillväxt, nettooms.	-17%	125%	82%	144%	85%	65%
Bruttomarginal	-538,4%	-115,3%	-58,4%	27,4%	49,2%	55,1%
EBITDA-marginal	-1179%	-412%	-232,5%	-45,2%	10,5%	31,4%
EBIT-marginal	-1294%	-458%	-247,8%	-47,3%	9,4%	30,7%
EV/Sales. nuv	29,8x	5,8x	3,2x	1,3x	0,7x	0,4x
EV/EBITDA. Nuv	NM	NM	NM	NM	6,6x	1,4x
EV/EBIT. Nuv	NM	NM	NM	NM	7,5x	1,4x
P/E. nuv	NM	NM	NM	NM	22,5x	4,1x

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 kundprojekt resulterar i omsättning.

Genombrott i försäljningen bör ge en stadig tillväxt

I ett basscenario beräknas ett motiverat värde på 15,0 SEK per aktie (23,5), motsvarande en EV/Sales-multipel 2028 om 5,9x.

- **Materialförsäljningen tar fart vilket ger förväntningar om en 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 att 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.
- **Nyligen signerade leverantörsavtal kan ge intäkter inom kort:** Svenska Aerogel har den senaste tiden annonserat nya leverantörsavtal med bland annat Outlast® Technologies och Matrix Brands avseende ett specialutvecklat aerogelmaterial. Outlast är verksamma inom temperaturreglerande lösningar för textilindustrin och lanserade en produkt innehållande Quartzene® i januari 2025. Vidare har antalet projekt i pipeline ökat med cirka 60 % under 2024 jämfört med motsvarande 2023. Givet ökningen i antalet projekt kan det förväntas att flera projekt närmar sig lansering. En stor andel av de nya projekten är kopplade till transportsektorn och batterisäkerhet för elfordon.
- **Ökande leveranser till återkommande kunder och positivt affärsläge.** Orderin-gången från befintliga kunder som passerat ramp-up fasen i Bolagets affärs-utvecklingsmodell ökade under 2024. I nuläget pågår flertalet utvecklingspro-jekt med samarbetspartners som har potential att signifikant öka orderin-gången.
- **Skalbar produktion som håller stabila kostnadsnivåer väntas skapa lönsamhet.** Historiskt har Svenska Aerogel haft mycket höga kostnader relativt sina intäkter. Bolagets produktionsfaciliteter är etablerade så att kostnadsnivåerna inte ökar i takt med en stigande försäljning, vilket främst avser personalkostnader. Detta bidrar till ökade marginaler för varje krona Bolaget genererar i ex-tra omsättning. Det förväntas skapa en god lönsamhet över tid. Möjligheten att behålla låga kostnader relativt omsättningen bidrar till att Svenska Aerogel förväntas uppvisa högre marginaler än jämförbara bolag.

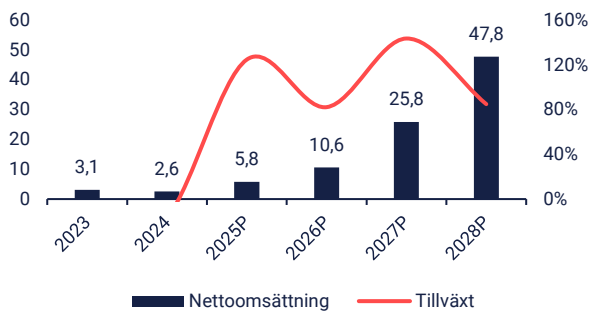
Bolaget befinner sig i en tidig kommersiell fas efter flera års utveckling av produkt, organisation och kompetens

Antaganden och prognoser

Nettoomsättning och bruttoreultat

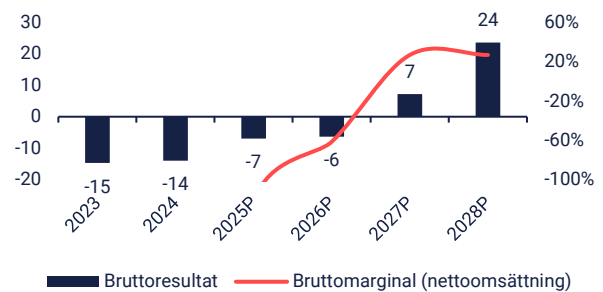
Under 2025 räknar vi med en omsättning om drygt 5,8 MSEK, som ökar till 10,6 MSEK 2026. Detta är en relativt aggressiv tillväxttakt som grundas i det ökande antalet kunder som går in i Ramp-up fasen samtidigt som flera kunder inom olika segment förväntas introducera produkter som innehåller Quartzene® under 2025. Över hela prognosperioden, 2024–2032, räknar vi med en CAGR (årlig tillväxttakt) på 58,1%. En CAGR, 2024 – 2032, om 58,1% överstiger kraftigt den underliggande marknadstillväxten som väntas öka med i genomsnitt drygt 10 - 12% per år de kommande åren. Svenska Aerogel är ett tillväxtbolag i en tidig kommersiell fas, vilket motiverar en högre tillväxttakt än underliggande marknad i stort.

Nettoomsättning (MSEK) och tillväxt (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Bruttoreultat (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

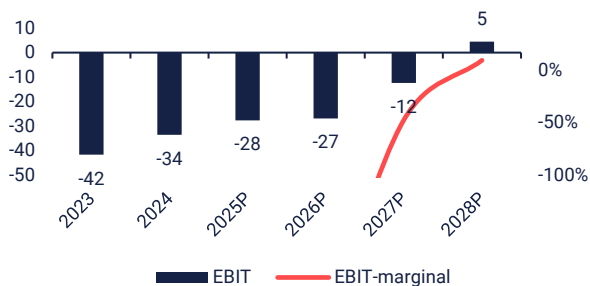
Potential i estimaten givet två nya leverantörsavtal

Svenska Aerogel annonserade under hösten 2024 ett leverantörsavtal med Outlast® Technologies och Matrix Brands avseende ett specialutvecklat aerogel-material. Outlast är verksamma inom temperaturreglerande lösningar för textilindustrin och avser att lansera en lösning med isolerande fibrer som innehåller Quartzene® i januari 2025. Avtalet med Matrix löper över fem år. Dessa avtal bäddar för en större tillväxt för Bolaget från 2025 och framåt, givet att intäkterna från dessa avtal börjar infalla från och med första kvartalet 2025. Vi väljer en defensiv linje än så länge tills dess att intäkterna är på plats och visar sig i redovisade siffror.

Lönsamhet och kassaflöde

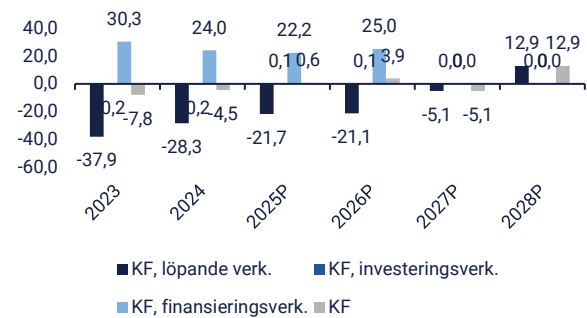
Under prognosperioden förväntar vi oss att EBIT-marginalen förbättras från ca minus 600% 2022 till att stabilisera sig omkring 52,4% 2032. En EBIT-marginal om 52,4% är högre än referensgruppens genomsnittliga EBIT-marginal på cirka 15% under 2022. Skillnaden beror på att bolagen i jämförelsegruppen har flera produkter i sitt sortiment och således lägre marginaler på bolagsnivå. Vi räknar med ett positivt operationellt kassaflöde från och med 2028. Vi räknar inte med att kommande förträdesemission kommer fulltecknas och lägger enbart in den säkerställda nivån om 24,6 MSEK i vårt uppdaterade scenario. Således kommer Bolaget behöva ta in ytterligare kapital inom 12 – 15 månader.

EBIT (MSEK) och marginal (%)



Källa: Bolagsinformation and Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)



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 15,0 (23,5) SEK för de kommande 6–12 månaderna. Vår värdering motsvarar en EV/Sales-multipel 2028 om 6,3x. Referensgruppen handlas till EV/Sales 2025 om 1,8x.

Motiverat värde inom ett intervall

Potential givet en förväntad accelererande tillväxt

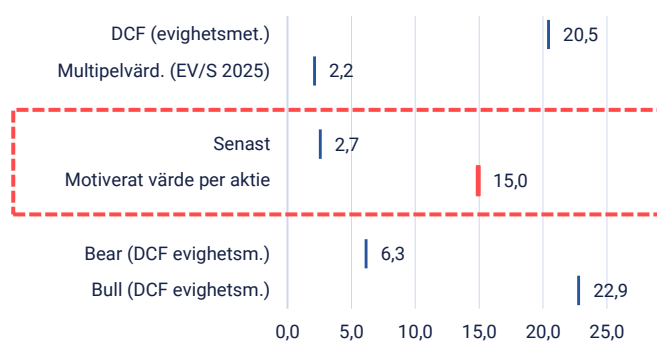
Genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering beräknas ett motiverat värde per aktie till 15,0 (23,5) SEK för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario. I värderingen viktas multipelvärdet och DCF-värdet med 30 respektive 70%. Nedjusteringen av det motiverade värdet sker till följd av lägre värderingsmultiplar i peergruppen, samt en stor utspädning till följd av kommande företrädesemission samt fortsatt utspädningsrisk i framtiden.

Motiverat värde (SEK/aktie), basscenario

Valuta, SEK		1,0
Multipelvärdering, EV/S (oms. 2025), 30% viktning	SEK	2,2
DCF-värdering, 70% viktning	SEK	16,1
Motiverat värde per aktie	SEK	15,0
Möjlig upp-/nedsida		250%
Aktier, full finansiering och utspädning	M	29
Aktievärde	MSEK	343
Kassa (senast kvartalsrapport)	MSEK	6,8
Skuld (senast kvartalsrapport)	MSEK	-1,6
Nuvärde aktiefinansiering	MSEK	38
EV (Obelånat marknadsvärde)	MSEK	300

Källa: Carlsquare prognoser

Motiverat värde inom ett intervall (SEK/aktie)



Källa: Carlsquare prognoser

Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	NTM	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
EV/Sales	51,6x	51,6x	28,3x	11,6x	6,3x	3,8x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	59,4x	12,1x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	66,7x	12,4x
P/E	NM	NM	NM	NM	78,6x	14,5x

Källa: Carlsquare prognoser

DCF värdering

DCF-värdering, basscenario

DCF-värdering						
Nuvärde av kassaflöde (PV UFCF)	MSEK	67,6	Diskonteringsränta			
Nuvärde evighetsvärde (PV TV)	MSEK	357,9	Risikfri ränta	2,3%	Skattejust. ränta	10,9%
EV (Obelånat marknadsvärde)	MSEK	425,6	Marknadsriskpremie	6,7%	Belåning	41,0%
Nettokassa (+), senast kvartal	MSEK	0,7	Storlekspremie	4,2%	WACC	13,5%
Värde, intressebolag	MSEK	0,0	Beta	1,2x	Bolagsspecifik prem.	0,0%
Värde, minoritetsintressen	MSEK	0,6	Avkastningskrav, EK	15,3%	Disk.ränta	13,5%
Aktievärde	MSEK	425,6	Antaganden			
Nuvärde (aktiefinansiering)	MSEK	37,9	CAGR, 2024-2032	58,1%		
Aktievärde efter finansiering	MSEK	463,4	EBITDA-marginal, 2032	52,4%		
Utestående aktier	Milj.	9,5	EBIT-marginal, 2032	52,4%		
Nya aktier från aktiefinansiering	Milj.	19,3	Skattesats	20,6%		
Utestående aktier efter full finansiering	Milj.	28,8	Värderingsmultiplar			
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	44,8	EV/Sales, NTM	73,1x	EV/EBITDA, NTM	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	16,1	EV/Sales, 2024P	73,1x	EV/EBITDA, 2025P	NM
Valuta	SEK	1,0	P/S, NTM	73,1x	EV/EBIT, NTM	NM
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK	44,8	P/S, 2024P	73,1x	EV/EBIT, 2025P	NM
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK	16,1	EV/Bruttovinst., NTM	NM	P/E, NTM	NM
Kurspotential		373%	EV/Bruttovinst., 2024P	NM	P/E, 2025P	NM

Källa: Carlsquare prognoser

Multipelvärdering

Multipelvärdering medelvärde EV/Sales 2026, basscenario

	HQ	Mcap (SEKm)	CAGR, 2023-2026P	Genomsnitt EBIT-marg. 2022-2025P	EV/Sales, 2026P
Aspen Aerogels, Inc.	US	1 695	16%	12%	NA
Cabot Corporation	US	4 739	NA	17%	1,5x
Axalta Coating Systems Ltd.	US	7 037	3%	18%	1,9x
Huntsman Corporation	US	3 676	5%	5%	0,9x
Eastman Chemical Company	US	10 753	3%	15%	1,6x
The Chemours Company	US	3 136	4%	11%	1,1x
Median		4 739	4%	15%	1,5x
Genomsnitt		5 580	7%	13%	1,8x
Rabatt					0,0%
Använd multipel					1,8x
Riskjust. nettoomsättning, 2025P	MSEK				10,6
					19
EV (Obelånat marknadsvärde)	MSEK				0,7
Nettokassa (+), senast kvartal	MSEK				0,0
Värde, intressebolag	MSEK				0,6
Värde, minoritetsintressen	MSEK				37,9
Aktievärde efter finansiering	MSEK				58
Antal utestående aktier	milj.				9,5
Nya aktier från aktiefinansiering	milj.				19,3
Utestående aktier efter full finansiering	milj.				29
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,1
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				2,0
Valuta	SEK/SEK				1,0
Värde per aktie före finansiering och utspädning	SEK				2,1
Aktievärde efter finansiering och utspädning	SEK				2,0

Värderingsintervall

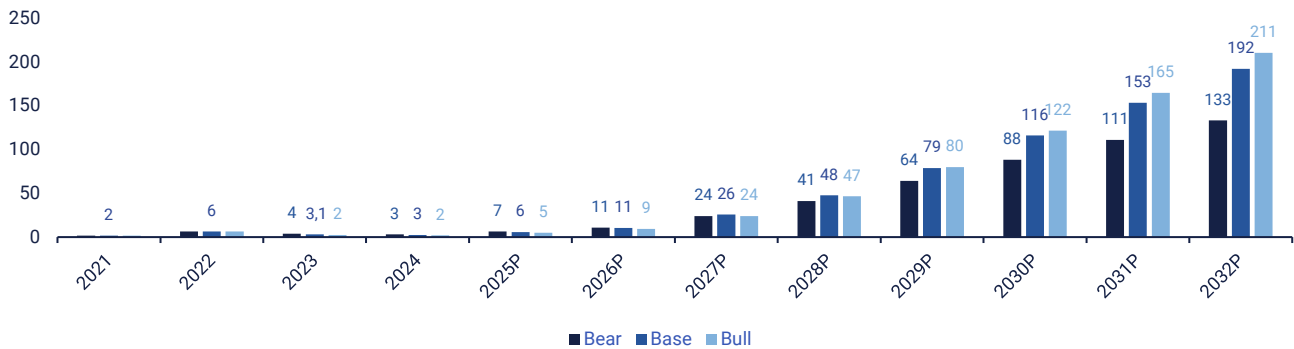
I Bull- och Bear-scenariot har vi använt vår DCF-modell (evighetskapitalisering), men utvecklat alternativa kurvor för tillväxt och lönsamhet.

I ett mer optimistiskt Bull-scenario modellerar vi med en omsättning om 211 MSEK 2032 (bas 192), motsvarande en CAGR, 2024–2032, på 63,9% (Bas 58,1%) och en EBIT-marginal 2032 på 60,2% (Bas 52,4%). I Bull-scenariot beräknas ett värde med vår DCF-modell till 22,9 SEK per aktie.

I ett mer defensivt Bear-scenario modellerar vi med en CAGR, 2024–2032, på 48,6% och en EBIT-marginal 2032 på 43,4%. I Bear-scenariot beräknas ett värde med vår DCF-modell till 6,3 SEK per aktie.

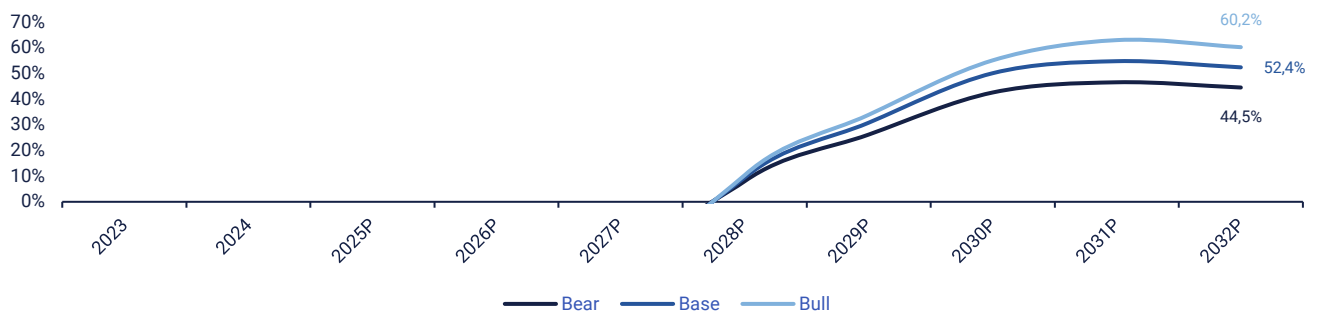
Den antagna utvecklingen för nettoomsättning och EBIT-marginal enligt de tre olika scenarierna framgår nedan.

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 andra företag utsatt för risker och utmaningar. Den största risken som vi ser det är konkurrenssituationen. Den kan bidra till att kommersialiseringen av Quartzene försenas och att omsättningsutvecklingen inte faller ut i linje med våra prognoser.

Konkurrens och finansieringsbehov de största utmaningarna

Konkurrens

Svenska Aerogel är verksamma inom ett konkurrensutsatt marknadssegment. Enligt Bolaget finns det en handfull konkurrenter som erbjuder liknande lösningar inom mesoporösa material samt ytterligare konkurrenter inom liknande verksamhetsområden. Vissa av konkurrenterna har större resurser, främst finansiella. De 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 till att Bolagets lösningar riskerar att inte föredras framför andra lösningar. Vidare kan Bolaget tvingas göra kostsamma anpassningar samt att de tvingas till prissänkningar i syfte att möta denna konkurrenssituation. Carlsquare anser att konkurrenssituationen är den mest betydande riskfaktorn för Bolagets verksamhet. Vi bedömer också detta som 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 marknads-penetration. Men även att den framtida generella marknads- och globala makroutvecklingen kommer att påverka Bolagets resultatutveckling.

Bolaget har hittills främst finansierat utvecklingen av verksamheten genom kapitalanskaffningar. Till dess att Bolaget är självfinansierande via sitt kassaflöde finns en risk att ytterligare kapitalanskaffningar eller lånefinansiering kan behöva genomföras. Enligt våra prognoser kommer Bolaget att nå ett positivt kassaflöde omkring år 2028. Bolaget genomför under kv2 2025 en företrädesemission om 42,7 MSEK, varav 24,6 MSEK är säkerställt. I vårt uppdaterade scenario räknar vi med att Bolaget enbart får in den säkerställda summan. Således behövs ytterligare en kapitalanskaffning eller lån om ca 25 MSEK under första halvåret 2026.

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 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 de 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 dessa patent. Skulle företaget misslyckas med detta finns en risk för en negativ påverkan i form av lägre konkurrensfördelar samt marknadsvärde på patenten. I slutet av 2023 ansökte Bolaget om ett nytt processpatent som ersättning för ett tidigare processpatent vilket minskar de patentrelaterade riskerna. Bolaget har ett pågående ärende om ett nytt produktpatent för SeaQare®. Carlsquare bedömer att risken för att Bolaget inte ska 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, som 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 risken för att de faktiska kostnaderna för utvecklingen av Quartzene kommer att överstiga de budgeterade kostnaderna som stor. Den finansiella påverkan är dock relativt begränsad, då utvecklingskostnaderna ofta finansieras i samarbete med kunden.

Utöver stigande 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 och 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 som inom Bolagets verksamhetsområde. Skulle en eller flera medarbetare eller nyckelpersoner minska eller avsluta sitt engagemang i Bolaget föreligger en risk att denna kompetens kan visa sig tidkrävande att ersätta, vilket kan påverka Bolaget negativt.

Nyckeltal och räkenskaper

Nyckeltal (SEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
SEK	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Pris per aktie	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Marknadsvärde, MSEK	25	25	25	25	25	25	25
EV	20	20	20	20	20	20	20
P/S	8,2x	9,8x	4,5x	2,4x	1,0x	0,5x	0,3x
P/E	NM	NM	NM	NM	NM	12,6x	2,3x
P/KF löpande verks.	NM	NM	NM	NM	NM	2,0x	0,8x
EV/Sales	6,5x	7,8x	3,6x	1,9x	0,8x	0,4x	0,3x
EV/Bruttoresultat	NM	NM	NM	NM	2,8x	0,9x	0,5x
EV/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	4,5x	0,8x
EV/EBIT	NM	NM	NM	NM	NM	4,0x	0,8x
CSQ motiverat värde per aktie	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
CSQ marknadsvärde, MSEK	308	308	308	308	308	308	308
CSQ EV, MSEK	310	310	310	306	311	298	282
P/S, CSQ implicit	98,9x	119,0x	54,1x	29,0x	11,9x	6,4x	3,9x
P/E, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	70,6x	13,0x
P/KF löpande verks., CSQ implicit	-8,1x	-10,9x	-14,2x	-14,6x	-60,7x	23,9x	10,1x
EV/Sales, CSQ implicit	99,7x	119,9x	54,4x	28,8x	12,0x	6,2x	3,6x
EV/Bruttoresultat CSQ implicit	-49,2x	43,5x	13,1x	7,0x	4,0x	2,8x	2,3x
EV/EBITDA, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	66,2x	11,6x
EV/EBIT, CSQ implicit	NM	NM	NM	NM	NM	58,9x	11,4x
Utestående aktier (SaP)	520,6	9,5	20,5	20,5	20,5	20,5	20,5
Utestående aktier, full utspäd. (Genoms.)	459,2	265,1	15,0	20,5	20,5	20,5	20,5
EPS (SEK)	-0,09	-0,85	-1,49	-1,31	-0,60	0,21	1,16
DPS (SEK)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BV per aktie (SEK)	48,5	3577,3	1391,4	82,8	-519,1	-305,9	849,4
tBV per aktie (SEK)	80,6	122,2	2088,6	1372,9	1217,0	1061,1	1638,9
EV per aktie (SEK)	0,0	0,1	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
EK per aktie	0,1	0,1	1,9	0,1	-0,5	-0,3	0,8
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF yield	-148,8%	-111,1%	-85,1%	-83,0%	-19,9%	50,6%	119,5%
FCF yield (obelånat)	-138,2%	-112,0%	-82,5%	-81,2%	-29,0%	32,8%	31,0%

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

Resultaträkning (MSEK), kvartalsbasis

	Kv1, 24	Kv2, 24	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25P	Kv2, 25P	Kv3, 25P	Kv4, 25P
Nettoomsättning	0,5	0,5	0,6	1,0	1,0	1,5	1,6	1,7
Totala intäkter	0,5	0,5	0,6	1,0	1,0	1,5	1,7	1,8
Bruttoresultat	-4,0	-3,7	-4,2	-2,0	-2,5	-2,5	-0,8	-1,1
EBITDA	-10,8	-6,1	-9,0	-7,7	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
Just. EBITDA	-10,8	-6,1	-9,0	-7,7	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
EBIT	-10,8	-6,1	-9,0	-7,7	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
Just. EBIT	-10,8	-6,1	-9,0	-7,7	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
EBT	-11,2	-6,2	-9,0	-7,8	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
Just. EBT	-11,2	-6,2	-9,0	-7,8	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
Vinst efter skatt	-11,2	-6,2	-9,0	-7,8	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
Just. Vinst efter skatt	-11,2	-6,2	-9,0	-7,8	-7,5	-7,6	-6,2	-6,4
Vinst per aktie	0,0	0,0	0,0	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3
Tillväxt	Kv1, 24	Kv2, 24	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25P	Kv2, 25P	Kv3, 25P	Kv4, 25P
Nettoomsättning	25%	10%	10%	10%	50%	10%	12%	12%
Totala intäkter	-69%	87%	35%	7%	129%	182%	197%	73%
Bruttoresultat	-11%	-5%	-12%	47%	37%	31%	82%	46%
EBITDA	-2%	48%	7%	21%	31%	-24%	31%	17%
EBIT	-2%	48%	7%	21%	31%	-24%	31%	17%
EBT	-2%	49%	16%	24%	33%	-21%	31%	18%
Vinst efter skatt	-2%	49%	16%	24%	33%	-21%	31%	18%
Marginaler	Kv1, 24	Kv2, 24	Kv3, 24	Kv4, 24	Kv1, 25P	Kv2, 25P	Kv3, 25P	Kv4, 25P
Bruttomarginal	-876%	-672%	-748%	-200%	-243%	-165%	-46%	-62%
EBITDA-marginal	-2363%	-1115%	-1585%	-750%	-714%	-491%	-369%	-362%
Just. EBITDA-marginal	-2363%	-1115%	-1585%	-750%	-714%	-491%	-369%	-362%
EBIT-marginal	-2363%	-1115%	-1585%	-750%	-714%	-491%	-369%	-362%
Just. EBIT-marginal	-2363%	-1115%	-1585%	-750%	-714%	-491%	-369%	-362%
EBT-marginal	-2453%	-1143%	-1596%	-762%	-714%	-491%	-369%	-362%
Just. EBT-marginal	-2453%	-1143%	-1596%	-762%	-714%	-491%	-369%	-362%
Vinstmarginal	-2453%	-1143%	-1596%	-762%	-714%	-491%	-369%	-362%
Just. Vinstmarginal	-2453%	-1143%	-1596%	-762%	-714%	-491%	-369%	-362%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning (MSEK), helår

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoomsättning	6,4	3,1	2,6	5,8	10,6	25,8	47,8
Summa intäkter	6,4	3,1	2,6	6,0	10,8	26,1	48,0
KSV	-18,6	-17,8	-16,5	-13,0	-17,1	-18,9	-24,4
Bruttoresultat	-12,3	-14,7	-13,9	-6,9	-6,3	7,1	23,6
Andra rörelsekostnader, exkl. KSV och av- & nedskriv.	-27,2	-26,9	-19,6	-20,7	-20,5	-19,5	-19,1
EBITDA	-39,5	-41,6	-30,5	-24,8	-25,1	-11,8	5,1
Just. EBITDA	-39,5	-41,6	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,5
Av- och nedskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-39,5	-41,6	-30,5	-24,8	-25,1	-11,8	5,1
Just. EBIT	-39,5	-41,6	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,5
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-39,5	-41,6	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,5
Just. EBT	-39,5	-41,6	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,5
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Resultat efter skatt	-39,5	-41,6	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,4
Just. res. Efter skatt	-39,5	-41,6	-33,5	-27,6	-26,8	-12,3	4,4
Just. vinst per aktie	-0,7	-0,1	-0,8	-1,5	-1,0	-0,4	0,2
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	9,5	20,5	28,8	28,8	28,8
Aktier, genomsnitt	272,9	459,2	265,1	15,0	24,7	28,8	28,8
Tillväxt	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoomsättning	254,63%	-50,98%	-16,9%	124,8%	82,2%	143,7%	85,0%
Summa intäkter	254,63%	-50,98%	-16,9%	132,7%	79,5%	141,0%	84,3%
Bruttoresultat	-14,45%	20,06%	-5,3%	-50,2%	-9,1%	-213,0%	230,7%
EBITDA	1,37%	-5,44%	26,6%	18,6%	-1,2%	53,2%	142,9%
Just. EBITDA	1,37%	-5,44%	19,5%	17,6%	2,9%	54,0%	136,5%
EBIT	1,37%	-5,44%	19,5%	17,6%	2,9%	54,0%	136,5%
Just. EBIT	1,37%	-5,44%	19,5%	17,6%	2,9%	54,0%	136,5%
EBT	1,37%	-5,44%	19,5%	17,6%	2,9%	54,0%	136,5%
Just. EBT	1,37%	-5,44%	19,5%	17,6%	2,9%	54,0%	136,5%
Resultat efter skatt	1,37%	-5,44%	19,5%	17,6%	2,9%	54,0%	135,4%
Just. res. efter skatt	1,37%	-5,44%	19,5%	17,6%	2,9%	54,0%	135,4%
Just. vinst per aktie	-28,28%	-86,71%	800,4%	74,3%	-34,1%	-56,2%	-135,4%
Marginaler	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Bruttomarginal	-193,00%	-472,71%	-538,4%	-115,3%	-58,4%	27,4%	49,2%
EBITDA-marginal	-621,12%	-1336,05%	-1179,1%	-412,3%	-232,5%	-45,2%	10,5%
Just. EBITDA-marginal	-621,12%	-1336,05%	-1294,0%	-458,1%	-247,8%	-47,3%	9,4%
EBIT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-1294,0%	-458,1%	-247,8%	-47,3%	9,4%
Just. EBIT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-1294,0%	-458,1%	-247,8%	-47,3%	9,4%
EBT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-1294,0%	-458,1%	-247,8%	-47,3%	9,4%
Just. EBT-marginal	-621,12%	-1336,05%	-1294,0%	-458,1%	-247,8%	-47,3%	9,4%
Vinstmarginal	-621,12%	-1336,05%	-1294,0%	-458,1%	-247,8%	-47,3%	9,1%
Just. vinstmarginal	-621,12%	-1336,05%	-1294,0%	-458,1%	-247,8%	-47,3%	9,1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Summa immateriella tillg.	8	5	5	3	1	0	0
Summa materiella tillg.	37	32	31	28	25	22	34
Summa övriga anläggningstillg.	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	45	38	36	31	26	22	34
Varulager	2	2	1	2	3	5	8
Kundfordringar	1	1	0	0	1	1	1
Övriga omsättningstillg.	5	3	2	4	8	11	18
Kassa och bank	6	2	2	6	1	14	29
Summa omsättningstillgångar	13	8	5	12	13	31	57
Summa tillgångar	59	45	41	43	39	54	91
Summa eget kapital	25	34	28	2	-11	-6	17
LF skulder till kreditinst.	4	0	0	25	25	25	25
Övriga långfristiga skulder	3	1	1	1	1	1	1
Summa långfristiga skulder	8	1	1	26	26	26	26
KF skulder till kreditinst.	5	3	3	3	3	3	3
Leverantörsskulder	2	2	1	2	4	6	9
Övriga kortfristiga skulder	18	6	4	7	14	22	32
Summa kortfristiga skulder	26	10	8	11	20	30	44
Summa skulder	33	11	9	37	46	56	70
Summa eget kapital och skulder	59	45	41	43	39	54	91
Likviditet	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Balanslikviditet	0,5x	0,7x	0,6x	1,0x	0,6x	1,0x	1,3x
Kassalikviditet	0,2x	0,1x	0,3x	0,5x	0,1x	0,5x	0,7x
Belåning	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
Nettoskuld(+)/nettokassa(-)	2	2	2	-2	3	-10	-26
Nettoskuld/EBITDA	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
Nettoskuld/EK	-0,1x	-0,1x	-0,1x	NM	NM	NM	NM
Soliditet	43%	75%	69%	4%	NM	NM	19%
Avkastning	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
ROA	-50%	-51%	-51%	-51%	-24%	8%	27%
ROE	-96%	-90%	-70%	-141%	219%	-42%	347%
ROIC	-49%	-59%	-55%	-56%	-63%	-29%	10%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
KF, löpande verksam. före delta RK	-36,0	-26,5	-22,6	-21,7	-7,5	8,1	26,8
Delta RK	-1,9	-1,8	0,9	0,5	2,4	4,8	3,6
KF, löpande verksamhet	-37,9	-28,3	-21,7	-21,1	-5,1	12,9	30,5
KF, investeringsverksamhet	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-15,0
Fritt KF	-37,9	-28,3	-21,7	-21,1	-5,1	12,9	30,4
KF, finansieringsverksamhet	30,3	24,0	22,2	25,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	-7,6	-4,3	0,6	3,9	-5,1	12,9	30,4
Kassa, Ingående balans	14,1	6,0	1,5	2,2	6,1	1,0	13,9
Kassa, Utgående balans	6,4	1,7	2,1	6,0	1,0	13,9	44,4
Nyckeltal	2023	2024	2025P	2026P	2027P	2028P	2029P
KF, löpande verksamhet/Summa intäkter	-12,2	-1093%	-367%	-195%	-19%	27%	39%
KF, löpande verksamhet/EBITDA	0,9	93%	87%	84%	43%	255%	123%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Friskrivning

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

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

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

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

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

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