



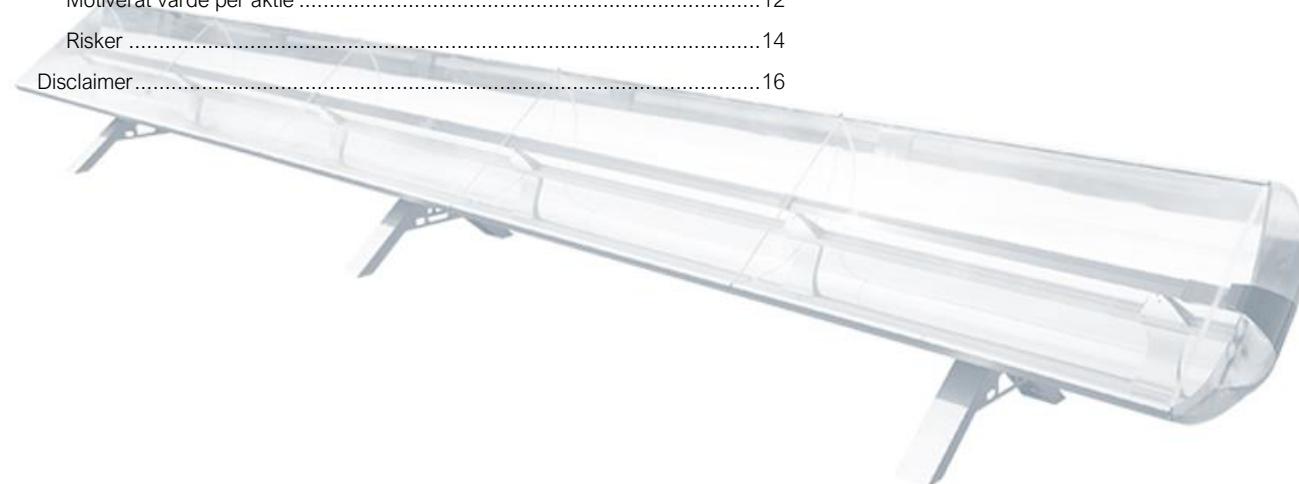
ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS
10 oktober 2019

ABSOLICON

TVÅ STRÅLANDE RAMAVTAL

Innehåll

Två strålande ramavtal	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
En produkt och en affärsmodell som skapar förutsättningar	4
En affärsmodell som möjliggör för bra marginal	4
I väntan på avrop av ramavtal	5
Möjliga intäkter med hög marginal	5
Fem scenarion för potentiella eftermarknadsintäkter	6
Marknadskrafter och marknad	7
Dyra energipriser i Sydafrika driver efterfrågan	7
Liten andel skog i Kenya ger underskott på ved	7
Marknaden i övrigt	8
En stor marknad	8
Samarbeten för framtiden	9
Sweco – kundanpassade möjligheter	9
Uniper – en bra bit kvar men blir de bra blir kan det bli riktigt bra	9
Värdering och antaganden	9
Antagna intäktstillöden från varje såld produktionslina	9
Riskjusterade intäkter	10
Marginaler och EBITDA-resultat	11
Motiverat värde per aktie	12
Risker	14
Disclaimer	16



Två strålande ramavtal

På kort tid har Absolicon meddelat om att två separata ramavtal tecknats till goda villkor. Avtalen påvisar styrkan i Absolicons affärsmodell samt efterfrågan på tekniken. Konvertering av ramavtal är en trigger som kan driva aktievärdet.



Absolicon har utvecklat solfångaren T160 för industriellt bruk och fjärrvärme. T160 är Solar Keymark-certifierad och har i oberoende (liksom globalt accepterade) tester påvisats vara marknadens effektivaste i sin kategori. Affärsmodellen bygger på att sälja produktionslinor som möjliggör för en snabb global uttullning av tekniken. Intäktsmodellen är intressant då den står på tre ben; en intäkt från försäljning av produktionslinan, potentiellt återkommande licensintäkter samt potentiellt återkommande intäkter från försäljning insatsvaror. Med god lönsamhet på licensintäkter skapas möjligheter till bra marginaler över tid.

Bolaget arbetar med flera parallella mer eller mindre långt gånga försäljningsprocesser. Längst framskriden är processen med GreenLine Africa som i juni signerade ett ramavtal för köp av en produktionslina. När detta ramavtal kan konverteras till en beställning är svårt som utomstående att bedöma – men för att bolagets tidsplan (driftsättning under H2 2020) skall hålla bör det ske inom en snar framtid. En konvertering skulle addera potential till aktien.

Företagets momentum just nu är starkt. I oktober signerades ytterligare ett ramavtal med kenyanska Ariya Finergy. I de båda ramavtalen stipuleras fördelaktiga villkor: (i) Försäljningsvärdet på produktionslinorna uppgår till 40–50 MSEK, (ii) licensintäkten motsvarar 4% av försäljningsvärdet på de producerade solfångarna och (iii) värdet på insatsvaror kan uppgå till 30–75 MSEK per år, givet full kapacitet. Även om bolaget har en stor tilltro till att affärerna blir av är ramavtalen inte bindande. Finansiering är heller inte säkrad. Det finns således en risk att de båda processerna avbryts helt utan affär. Det kan också ta tid innan de potentiella återkommande intäkterna blir betydande.

Andra kvartalsrapporten 2019 var över lag i linje med våra förväntningar. Givet att ingen beställning ännu kommit in från GreenLine Africa har vi justerat ner den riskjusterade nettoomsättningen 2019. I basscenariot beräknas ett motiverat värde per aktie till 159 (160) kronor för de kommande 6–12 månaderna i ett basscenario.

Utfall och prognoser, basscenario

	MSEK	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Redovisade nettointäkter		2	27	3	52	84
Redovisat EBITDA		-9	-4	-19	-3	10
EV/Sales		103,1x	8,2x	76,6x	4,2x	2,6x
EV/EBITDA		-	-	-	-	21,9x

Källa: Absolicon (utfall) och Carlsquare (prognoser)

UPPDATERING
ABSOLICON
10 oktober 2019

Datum: 10 oktober 2019
Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Absolicon Solar Collector AB
Lista: SPOTLIGHT
Vd: Joakim Byström
Styrelseordförande: Malte Frisk
Marknadsvärde: 219 MSEK
Senast: 146 SEK
Kort om Absolicon: Absolicon utvecklar effektiva solfångare för industriellt bruk eller fjärrvärme. Affärsmodellen bygger på att sälja produktionslinor. Denna modell möjliggör för att sprida tekniken globalt och kan skapa högre marginaler än branschgenomsnittet.

Möjligheter och styrkor: Bolagets solfångare T160 har enligt oberoende studier marknadens högsta verkningsgrad. Det skapar en tydlig konkurrensfördel. Solar Keymark-certifiering är en globalt gångbar kvalitetsstämpel.

Marknaden växer inom industrisegmentet och flera multinationella koncerner börjar anpassa sina produktionsprocesser för en grön framtid. Bolaget har märkt detta och behöver nu nyanställa för att kunna möta efterfrågan.

Med en referenslina på plats i Sichuan, Kina bör försäljningen av fler linor underlättas i Kina. En andra lina kan vara på plats i Sydafrika under 2020.

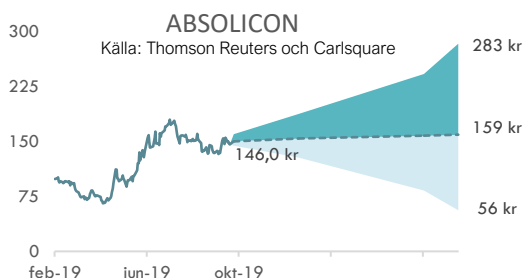
Absolicon har en intressant affärsmodell med förutsättningar för höga marginaler genom licensintäkter.

Risker och svagheter: Tillväxten i den underliggande marknaden drivs till stor del av politiska beslut. Vänder de politiska vindarna kan nya mindre fördelaktiga förutsättningar uppstå.

Intäkter är svåra att prognostisera med kort historik, varierande orderstorlek och begränsad insyn i försäljningsprocesserna.

Bolagets finansiella ställning bedöms som en begränsande faktor även efter emissionen.

Värdering: Bear 56 kr Bas 159 kr Bull 283 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Bolagets vd och grundare, Joakim Byström, har en lång erfarenhet från företagsamhet och driver Absolicon med ett stort engagemang. Joakim har studerat teknisk fysik med en examen i teknologi från Uppsala Universitet. Han har bland annat blivit tilldelad WWF Carl Mannerfelt Prize år 2008. Basen kompetens har stärkts med delförvärvet av Solar++.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare



Joakim Byström med familj är bolagets största ägare. Hans förmåga att bidra med nytt kapital vid eventuellt behov är för oss okänt. Dock för hans ägarskap med sig ett finansiellt incitament att agera i linje med aktieägarnas intresse. I övrigt är ägandeskapet förhållandevis diversifierat.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning



Efter genomförd emission bedömer vi att likvida medel uppgår till knappt nio miljoner kronor. Det ger andrum för bolagets finansiering i det kortare perspektivet. I det litet längre perspektivet finns ett finansieringsbehov.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential



Bolaget har en referenslina i Sverige och en i Kina. Vill det sig väl kommer snart en på plats i Sydafrika. Det kan ge ringar på vattnet. Dessutom har bolaget flera försäljningsprocesser igång varav flera befinner sig i slutliga förhandlingsskeden. Positivt besked från GreenLine Africa kan addera värden till aktien.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk



Långa beslutprocesser skapar volatilitet i intäkterna liksom prognoser och värdering. Konkurrenten är omfattande och kan tillta. Politiska beslut kan snabbt rita om kartan för branschen. Potentiellt lägre energipriser (fossila bränslen) minskar lönsamheten för solvärme och hämmar i så fall investeringsviljan.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



En produkt och en affärsmodell som skapar förutsättningar

Absolicons har utvecklat solfångaren, T160, som tar tillvara på solens energi i form av värme (termisk energi). T160 har förmåga att generera värme upp mot 160°C, vilket lämpar sig för exempelvis uppvärmning av vatten, för industriella processer inom exempelvis textil-, mat-, gummi och plast-, trä och papper samt tillverkningsindustrin. T160 är även anpassad för att generera förnyelsebar värme till fjärrvärmenäten som värmer upp kontor, industriella lokaler och våra hushåll.

Bolagets solfångare T160 är den hittills enda solföljande koncentrerande solfångare som erhållit SOLAR KEYMARK-certifiering. Det innebär att denna möter branschmässiga kvalitetskrav. Certifieringen är gångbar i Europa men har ett globalt erkännande. Därtill har T160 enligt data från schweiziska SPF den högsta förmågan att konvertera solenergi till värme bland alla små paraboliska tråg med en verkningsgrad om 76,6 procent. Den påvisade höga verkningsgraden är en uppenbar konkurrensfördel.

En affärsmodell som möjliggör för bra marginal

Bolagets huvudsakliga affärsmodell bygger på att sälja produktionslinor med en produktionskapacitet om 100 000 kvadratmeter solfångare per år, motsvarande 50 MW. Genom att sälja produktionslinor kan bolaget på ett effektivt sätt göra ett globalt avtryck till god lönsamhet.

Utöver bra marginal på försäljning av produktionslinor (och insatsvaror) erhåller bolaget även en licensintäkt motsvarande en procentsats (fyra procent) av försäljningsvärdet på de solfångare som produceras vid de sålda produktionslinorna. Licensintäkter är tacksamma då stora delar av intäkten också följer med längre ned till lönsamhetsraden i resultaträkningen. Hittills har Absolicon sålt en produktionslina till Heli New Energi i Kina.

Absolicon satsar för närvarande på sälj där den egna försäljningsstyrkan kommer att stärkas upp för att möta efterfrågan och realisera på de möjligheter som finns på marknaden.

Det finns ett antal olika tekniker för att konstruera en solfångare. Absolicon arbetar med solfångare som samlar solens värme i en brännlinje med hjälp av reflektorer/speglar. Denna typ av solfångare tillhör kategorin koncentrerande solfångare och undergruppen PTC, Parabolic Through Collector.

Absolicon har baserat på över 20 års forskning utvecklat solfångaren, T160 anpassad för temperaturspannet 80°C till 160°C. Det skapar möjligheter inom applikationsområden som olika industriella processer och fjärrvärme.



I väntan på avrop av ramavtal

De två icke bindande ramavtalen med GreenLine Africa i Sydafrika och Ariya Finergy i Kenya tillhör höjdpunkterna hittills under året. Ramavtalen är icke bindande till dess att separata avtal upprättas och signeras för de olika delarna. Vidare är inte finansiering säkrad så affärer kan inte räknas hem med 100 procent säkerhet. Dock har GreenLine Africa redan kontaktat finansiärer som är villiga att investera i en lina. Ariya Finergy är ett dotterbolag till Ariya Capital Group vilka själva investerar och erbjuder andra finansieringslösningar inom förnyelsebar energi. Det kan i sin tur tolkas som om att finansiering inte kommer att vara den största utmaningen. Men det är givetvis svårt som extern att bedöma den finansieringsrelaterade risken i projekten. Samtidigt skall nämnas att bolagets ledning har en stor tilltro till att de båda ramavtalen kommer att leda till affärer.

I pressmeddelandet om ramavtalet med GreenLine Africa framgår följande milstolpar med bedömd tidpunkt:

- Pilotinstallationer av T160 säljs under andra halvåret 2019
- Den färdiginspekterade produktionslinan skickas till Sydafrika under första halvåret 2020
- Produktionslinan godkänns och driftsätts under andra halvåret 2020

I pressmeddelandet om ramavtalet med Ariya Finergy framgår följande milstolpar med bedömd tidpunkt:

- Pilotinstallationer av T160 säljs under första halvåret 2020
- Den färdiginspekterade produktionslinan skickas till Kenya under andra halvåret 2020
- Produktionslinan godkänns och driftsätts under första halvåret 2021

Givet ovanstående bedömer vi att ramavtalet med GreenLine Africa bör kunna konverteras till en beställning inom kort för att tidsplanen skall hålla. I affären med New Heli Energy i Kina tog det cirka ett år och åtta månader från beställning till dess att linan godkändes på plats i Kina. Skulle bolaget bekräfta mottagande av en order skapas potentiell uppsida i aktien. Över tid är det viktigt att nya ramavtal och beställningar fortsätter att komma in med en viss regelbundenhet.

Möjliga intäkter med hög marginal

Det var i juni 2019 som bolaget kunde meddela att ett icke bindande ramavtal för försäljning av en produktionslina till Sydafrikanska GreenLine Africa träffats. Cirka fyra månader därefter, alltså i oktober signerades ett andra ramavtal med kenyanska Ariya Finergy. De båda ramavtalen stipulerar villkoren för en affär, alltså försäljningspriset för en produktionslina, liksom storleken på potentiella licensintäkter och återkommande eftermarknadsförsäljning.

Försäljningsvärdet på en produktionslina i avtalet med Greenline Africa uppgår till cirka 40 miljoner kronor. Motsvarande siffra i avtalet med Ariya Finergy är mellan 40 och 50 miljoner kronor. Med ett försäljningspris på dessa nivåer bör bruttomarginalen kunna bli förhållandevis hög, upp mot nivåer omkring 55 procent eller mer.

Rörande potentiellt återkommande licensintäkter anges denna i de båda ramavtalen som en fyraprocentig andel av försäljningsvärdet på de producerade solfångarna. Rörande potentiellt återkommande försäljning av insatsvaror kan den variera mellan 30 och 45 miljoner kronor per år givet full kapacitet under ramavtalet med GreenLine Africa. I avtalet med Ariya Finergy varierar den möjliga försäljningen av insatsvaror mellan 40 och 75 miljoner kronor, givet full kapacitet.

Det skall noteras att licensintäkter och försäljning av insatsvaror är villkorade till att köparna (i detta fall GreenLine Africa och Ariya Finergy) producerar och säljer solfångare till sina kunder. Lyckas inte köparna av produktionslinorna att sälja kommer heller ingen försäljning av insatsvaror att ske och licensintäkter att utebli.

Fem scenarion för potentiella eftermarknadsintäkter

Tabell nedan avser illustrera olika intäktsscenario för ramavtalet med Greenline Energy från "eftermarknadsförsäljning", givet olika beläggningsgrader av produktionslinan. I samtliga scenarion har vi antagit ett pris på sålda solfångare om 2 500 kronor per kvadratmeter.

Fem scenarion för potentiella eftermarknadsintäkter på årsbasis givet olika beläggningsgrad

	Eftermarknadsförsäljning, fem kapacitetsscenario					
	MSEK	100% kap.	75% kap.	50% kap.	25% kap.	10% kap.
Möjliga licensintäkter		10,0	7,5	5,0	2,5	1,0
Intäkter möjlig försälj. Insatsvaror, 30%		39,0	29,3	19,5	9,8	3,9
Summa, möjlig efterförsäljning		49,0	36,8	24,5	12,3	4,9
Antagen marginal licensintäkter		100%	100%	100%	100%	100%
Antagen marginal, insatsvaror		25%	23%	20%	18%	15%
Möjlig vinst		19,8	14,1	8,9	4,2	1,6
Marginal på efterförsäljning		40%	38%	36%	34%	32%

EUR/SEK = 10,6

*Antaget totalt värde på alla insatsvaror = 125 miljoner kronor = genomsnittet av det intervall som nämns i pressmeddelande om ramavtal, GreenLine Africa.
Källa: Absolicon och Carlsquare

Licensintäkten motsvarar fyra procent av solfångarnas försäljningsvärde. Givet att linan går på full kapacitet kan den producera cirka 100 000 kvadratmeter på tolv månader. Alltså kan cirka 10 miljoner kronor generas i licensintäkter över en tolv månadersperiod [$100\% \times 100\,000 \times 2\,500 \times 4\% = 10\,000\,000$]. Ligger kapaciteten istället på tio procent sjunker den potentiella licensintäkten till en miljon kronor [$10\% \times 100\,000 \times 2\,500 \times 4\% = 1\,000\,000$].

Givet en fullbelagd produktionslina uppskattas att insatsvaror kommer att behöva köpas till ett värde om mellan 100 och 150 miljoner kronor. Vidare stipulerar ramavtalet med GreenLine Africa att 30 procent av insatsvarorna ska säljas via Absolicon. Med en lina som går på 100 procent av sin kapacitet kan det alltså inbringa mellan 30 och 45 miljoner kronor (genomsnitt 39 miljoner kronor) i intäkter från försäljning av insatsvaror per år. Går linan istället på 10 procent av sin fulla kapacitet sjunker intäkter från materialförsäljningen till mellan 3,0 och 4,8 miljoner kronor (genomsnitt 3,9 miljoner kronor).

Marginalerna på licensintäkterna är hög då den inte har några direkta relaterade kostnader. Genom att simulera en 100-procentig marginal på licensintäkterna och en marginal på insatsvarorna mellan 25 och 15 procent varierar marginalen på den totala "efterförsäljningen" mellan 40 procent och 32 procent.

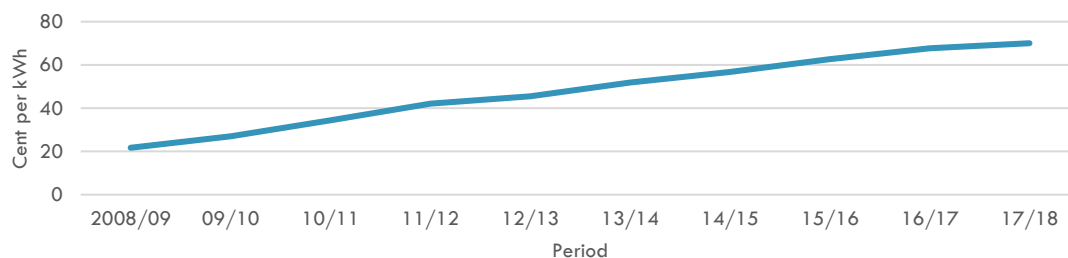
Marknadskrafter och marknad

Dyra energipriser i Sydafrika driver efterfrågan

GreenLine Africa har också identifierat och inlett diskussioner med ett antal potentiella köpare av solfångare. Det ökar i sin tur sannolikheten för eftermarknadsförsäljning. Bland de potentiella köparna finns Pharma Q och Coca-Cola Beverages Africa. Utöver en önskan att skifta energiförbrukningen från förbränning av fossila bränslen till gröna energikällor spåds efterfrågan rimligtvis på av höga energikostnader i landet.

Det statliga bolaget Eskom är den största elproducenten i Sydafrika och förser landet med cirka 95 procent av dess förbrukningen. Eskom har inte byggts ut sin produktionskapacitet (mestadels förbränning av kol) i linje med efterfrågan, vilket har fått priset att stiga. Som framgår har priset ökat med nästan 225 procent från 2008/2009 till 2017/2018.

Utveckling genomsnittligt pris för elektricitet till industrin, Sydafrika



Källa: Department of Energy South Africa och Carlsquare

Många industriella processer i landet drivs med elektricitet och det stigande priset driver därmed på efterfrågan. För att få en bättre förståelse för behovet har vi kollat på data från University of Cape Town som visar att 79 procent av agroindustrins energiförbrukning inom processering kan ersättas med termisk solenergi. Vidare uppskattar GreenCape, tillsammans med Stellenbosch och WWF att behovet inom bara denna sektorn kan vara mellan 425 000 och 3 758 000 kvadratmeter av solfångare.

Liten andel skog i Kenya ger underskott på ved

I Kenya brukas olja och förbränning av ved i stor utsträckning för att driva industriella processer. Dock är endast sex procent av landets yta täckt med skog vilken numera också periodvis skyddas från skövling av lagar och regler. Dessa lagar har i sin tur skapat osäkerhet kring utbudet vilket gör det naturligt för industrier att söka efter gröna alternativ som Absolicon och solvärme. Ariya Finergy

har bland annat varit i kontakt med bolag inom landets stora te-industri men även bolag inom dryckesindustrin (bryggeri och läsk), livsmedelsindustrin och textilindustrin.

Marknaden i övrigt

Det är viktigt att inte förväxla T160 med solcellspaneler som omvandlar solens energi till elektricitet. Hittills har solcellstekniken anammats i större utsträckning än termiska solvärme. Dock är det vår bedömning att marknaden för bolagets solfångare håller på att vakna. Det påvisas inte minst av att 2017 var ett rekordår rörande tillväxt för solvärme för industriella processer (SHIP). Det till följd av att en majoritet av alla länder har satt upp policyer och mål för att bidra till en grönare framtid. Flera multinationella koncerner som H&M, Ikea, Unilever, Levi's, L'Oréal och Siemens har nu börjat följa i samma spår. Utsikterna för Absolicon ser således ljusa ut.

En stor marknad...

Under 2015 nyttjades 48 procent av den globala energiförbrukningen till att producera värme för kontor, industrilokaler, hushåll och industriella processer. Det kan ställas i relation till att 20 procent av energikonsumtionen gick åt för att producera elektricitet och 32 procent av energiförbrukningen gick åt för att transportera människor och varor. Det med referens till REN21:s rapport, "Renewables 2018 Global Status Report".

Bilden nedan illustrerar ovannämnda fördelning av energikonsumtionen under 2015 fördelat på produktion av värme, elektricitet och transport.

Världens energiförbrukning fördelat på värme, elektricitet och transport, år 2015

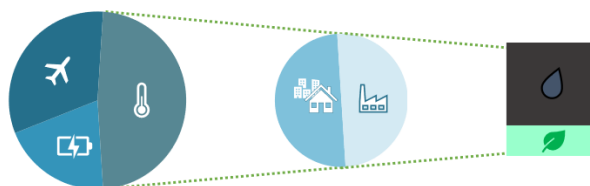


Bild: REN21 och Carlsquare

I bilden framgår även att 73 procent av den energi som förbrukades för att tillfredsställa värmebehovet kom från förbränning av fossila bränslen. Resterande 27 procent av den energiförbrukning som gick åt för att producera värme kom från förnyelsebara energikällor. Traditionella biobränslen utgjorde cirka 61 procent av de 27 procenten förnyelsebar energi. Som bekant har dock framställandet av traditionella biobränslen visat sig medföra nackdelar som skövling av regnskog, försurning och övergödning.

Detta innebär i sin tur att potentialen för Absolicon är god, givet det stora behov som finns inom det segment som bolaget jobbar emot.

Samarbeten för framtiden

Sweco – kundanpassade möjligheter

Bolaget har ingått ett samarbete med ingenjörskonsultfirman Sweco vars kunder består av bland annat kommuner och industrier. Samarbetet innebär att de båda parterna tillsammans skall utvärdera möjligheten att anpassa bolagets teknik för att matcha specifika behov hos Swecos kunder. Ett av de projekten som bolagen jobbar med är relaterat till teindustrin i Rwanda där Absolicons erfarenhet från Kenya kommer väl tillhands. Det andra projektet är ett fjärrvärme-projekt i Östeuropa.

Uniper – en bra bit kvar men blir de bra blir kan det bli riktigt bra

Uniper är ett framstående europeiskt energibolag (och avknoppning från E.ON) med säte i Tyskland. Under 2019 förväntas Uniper omsätta cirka 810 miljarder kronor och har ett marknadsvärde om drygt 100 miljarder kronor. Uniper tillhandahåller i dag främst energi producerad genom förbränning av fossila bränslen, vilket också förklarar det låga P/S-talet. För att anpassa sitt erbjudande för framtiden avser Uniper att stärka sin position genom att kunna erbjuda sina kunder förnyelsebar energi. Därför arbetar Uniper tillsammans med Absolicon för att hitta en samarbetsform som möjliggör för de båda att gemensamt utveckla solenergebaserade energilösningar till Unipers industrikunder. Diskussioner pågår och bolaget bedömer att beslut kan fattas om ett eventuellt partnerskap under andra halvåret 2019. Skulle partskap av någon form tecknas ökar potentialen avsevärt då volymerna bli mycket stora.

Värdering och antaganden

Antagna intäktsflöden från varje såld produktionslina

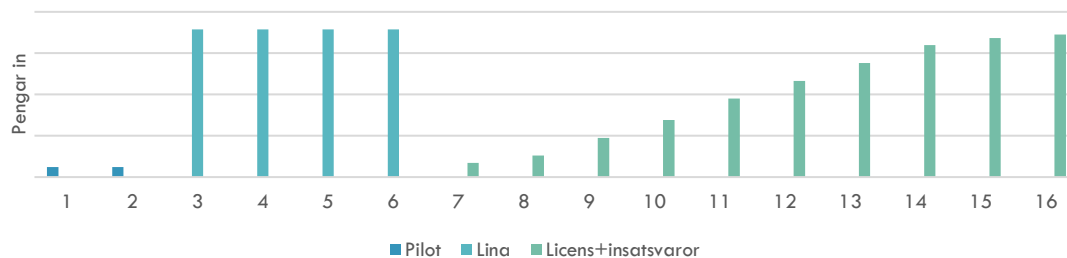
Som tidigare nämnt erhåller bolaget med nuvarande affärsmodell ett säkrat intäktsflöde i samband med försäljning av en produktionslina och två möjliga intäktsflöden i form av licensintäkter och eftermarkandsförsäljning som är beroende av att köparen producerar och säljer solfångare.

Baserat på pressmeddelanden om de båda ramavtalen har vi antagit att ett signerat ramavtal efterföljs av tre milstolpar:

- Tillverkning och uppsättning av pilotanläggning
- Uppbyggnation av produktionslina i Sverige och skeppning
- Godkännande av produktionslinan hos köparen

Med denna information på hand har vi antagit att varje signerat ramavtal genererar intäktströmmar enligt graf överst på nästa sida. På Y-axeln finns intäkt och på X-axeln har vi tid i kvartal.

Antagna intäcksströmmar vid försäljning av en produktionslina



Källa: Absolicon och Carlsquare

Som framgår modellerar vi med att det tar två kvartal att sätta upp en pilotanläggning. Arbetet med att sätta upp och få produktionslinan på plats liksom godkännande tar fyra kvartal. Antagen vinstavräkningen är jämt fördelad över de antagna tidsperioderna.

Storleken på licensintäkter och insatsvaror är beroende av att den sålda produktionslinans beläggs. Vi har antagit att det tar tio kvartal (2,5 år) efter godkännande för linan att beläggas till 100 procent.

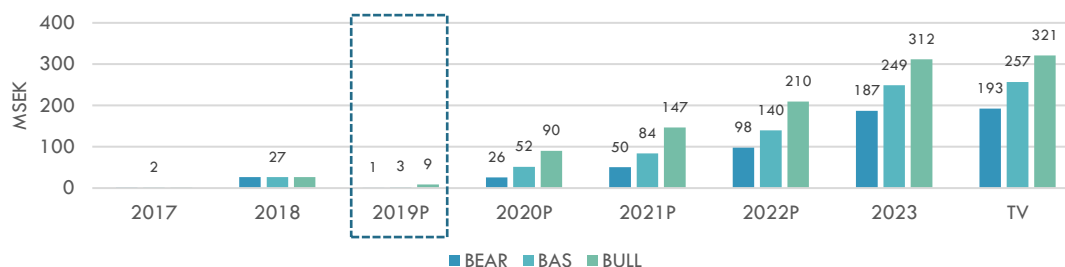
Riskjusterade intäkter

Som bekant har Absolicon nu två utestående ramavtal och arbetar aktivt med flera mer eller mindre långt gångna försäljningsprocesser. Vi har antagit att ramavtalet med GreenLine Energy konverteras till en order innan årsskiftet och att vinstavräkning börjar göras under fjärde kvartalet 2019. Då det finns en risk att ramavtalet inte konverteras har vi riskjusterat samtliga intäcksströmmar (från pilot, produktionslina, licens och insatsvaror) med en sannolikhet om 70 procent. Vi har antagit att ramavtalet med Ariya Finergy konverteras strax efter årsskiftet 2019/2020 och att vinstavräkning inleds under första kvartalet 2020. Vi har även riskjusterat denna händelse med en sannolikhet om 70 procent. Således skapas uppsida i vår värdering om beställningar infaller och riskjusteringen eliminerar.

Vidare modellerar vi med att två nya köpare signeras under 2020. Under nästkommande år, 2021 har vi antagit att tre nya affärer genomförs. Under år 2022 genomförs fyra nya affärer och under 2023 genomförs fem nya affärer enligt våra prognoser. Intäkter från dessa antagna affärer (som det saknas ramavtal för) har vi riskjusterat med en sannolikhet om 50 procent.

Grafen överst på nästa sida visar antagna totala intäkter på årsbasis givet tre olika scenarion. Basscenariot är det scenario som vi ser som mest sannolikt medan bullscenariot är mer optimistisk och bear-scenariot mer försiktigt. Antagna intäkter från de undertecknade ramavtalen är riskjusterade baserade på antagna sannolikheter att avtalen konverteras till beställningar.

Historisk och antagen nettoomsättning på årsbasis, tre scenarion



Källa: Absolicon och Carlsquare

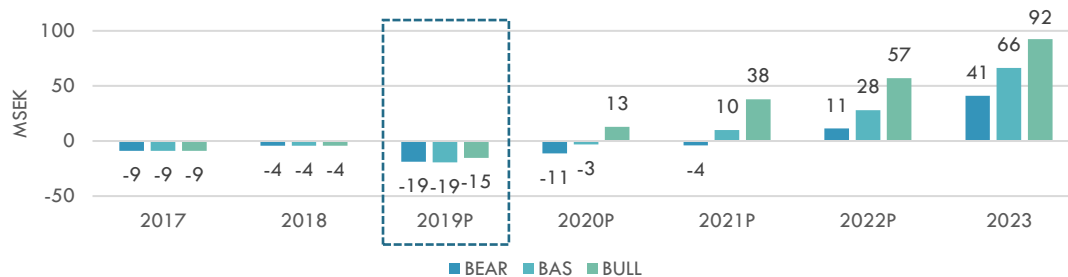
Som framgår modellerar vi med en riskjusterad nettoomsättning på tre miljoner kronor under 2019 i basscenariot. Intäkter under 2019 är kraftigt nedjusterade. Det beror på att ramavtalet med GreenLine Africa ännu inte konverterats, vilket vi räknade med vid det senaste analystillfället. Det stora lyftet antas istället komma 2020 och fortsätter därefter. Intäktsbidraget från Solar++ är i våra scenarion marginella.

Marginaler och EBITDA-resultat.

För intäkter relaterade till sålda produktionsanläggningarna har vi antagit relativt höga bruttomarginaler om cirka 55 procent. Vidare modellerar vi med en bruttomarginal om 20 procent på försäljning av insatsvaror. För de egenproducerade solfångarna för pilotanläggningar har vi antagit en bruttomarginal om 15 procent. Om dessa marginaler är hållbara över tid återstår att se. Rimligtvis kommer prispress på sikt att hålla tillbaka marginalerna.

I basscenariot har vi antagit ett redovisat EBITDA-resultat om cirka minus 19 miljoner kronor. Den långsiktig EBITDA-marginalen är antagen till 30 procent, räknat på nettointäkter. Motsvarande siffra i bull- och bear-scenariot är 35 procent respektive 22 procent. Det är den höga bruttomarginalen på sålda produktionslinor och licensintäkter från producerade solfångare som skapar marginaler väl överstiger branschgenomsnittet i våra scenarion.

Utfall och prognoser EBITDA-resultat räknat på nettointäkter, tre scenarion



Källa: Absolicon och Carlsquare

Motiverat värde per aktie

För att beräkna ett motiverat värde per aktie i de tre scenarierna för de kommande sex till tolv månaderna har nuvärdesberäknat de riskjusterade kassaflödena i en DCF-modell. Vi har använt oss av en diskonteringsränta om 12,7 procent framräknad med en riskfri ränta på noll procent, en markandsriskpremie om 6,8 procent och en småbolagspremie om 3,8 procent – i linje med PWC:s "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden" från mars 2019. Beta är satt till 1,2x.

Genom denna metod beräknas ett motiverat pris per aktie i basscenariot till 159 (160) kronor i basscenariot. I bull- och bear-scenariot är motsvarande värde per aktie 283 kronor respektive 56 kronor. Se följande tabell.

Motiverat värde per aktie

	MSEK	BEAR	BAS	BULL
Wacc		12,7%	12,7%	12,7%
Långsiktig tillväxt		3%	3%	3%
Långsiktig EBITDA-marginal		22%	30%	35%
Rörelsevärde, EV	75		231	417
Restvärde av EV		116%	95%	85%
Kassa	9		9	9
Skuld	-1		-1	-1
Aktievärde	84		239	425
Antal aktier, miljoner stycken	1,5		1,5	1,5
Värde per aktie, kronor	56		159	283
Upp-/nedsida relativt senast betalda kurs (1 46,0 kr)		-62%	9%	94%
		2019P	2020P	2021P
Implicit EV/Sales, BAS		81,3x	4,5x	2,7x
Implicit EV/EBITDA, BAS		-	-	23,3x

Källa: Carlsquare

Vår värdering i basscenariot motsvarar en EV/Sales-multipel på vår intäktsprognos för 2020 om 4,5x. Liknande bolag handlas till en genomsnittlig EV/Sales-multipel på 5,1x rullande 12 månaders intäkter.

I jämförelsegruppen har vi inkluderat bolag aktiva inom förnyelsebar energi. De inkluderade bolagen är alla aktiva inom solenergi men har olika fokus, tekniker och marknader. Finländska Savosolar är möjligen det bolag som kommer närmast. Dock har Savosolar ett par år i ryggen med hög försäljning relativt Absolicon. Savosolar är främst stora inom fjärrvärme och har solfångare med hög effektivitet, dock med en lägre arbetstemperatur än Absolicons T160.

Jämförelsegrupp

	MSEK	Börsvärde	Land	EV/Sales, RTM
Xinyi Solar Holdings Ltd		47 508	China	6,1x
Aurora Solar Technologies Inc		40	Canada	4,9x
Aventron AG		4 504	Switzerland	8,3x
Canadian Solar Inc		10 626	Canada	0,9x
EDP Renovaveis SA		91 931	Spain	7,8x
First Solar Inc		59 703	United States of America	1,8x
Encavis AG		12 635	Germany	10,1x
Indosolar Ltd		21	India	9,9x
Meyer Burger Technology AG		2 672	Switzerland	0,9x
Northland Power Inc		35 446	Canada	7,9x
REC Silicon ASA		890	Norway	1,3x
Real Goods Solar Inc		144	United States of America	1,2x
R Energy 1 SA		124	Greece	7,4x
Savosolar Oyj		175	Finland	2,6x
Sky Solar Holdings Ltd		276	Hong Kong	3,8x
SoITech Energy Sweden AB		1 073	Sweden	6,0x
SunPower Corp		14 345	United States of America	1,4x
Scatec Solar ASA		15 734	Norway	18,6x
Sunworks Inc		112	United States of America	0,2x
Surana Solar Ltd		38	India	1,3x
			Genomsnitt	5,1x
			Median	4,4x

Källa: Carlsquare

Risker

Givet långa beslutsprocesser och begränsad insyn i försäljningsarbetet är våra prognoser osäkra. Perioder utan större beställningar och variation på ordervärde skapar en volatilitet i intäkterna vilket också kan leda till tvärs kast i värderingen av bolaget och aktien.

Ramavtalen med GreenLine Africa och Ariya Finergy är inte bindande och separata avtal för ramavtalets delar skall upprättas. Dessa är alltså inte en färdig affär och därmed riskjusterade med en sannolikhet om 70 respektive 65 procent i vår modell.

Även om bolaget i det korta perspektivet stärkt finanserna genom den senaste emissionen är finansieringen i det litet längre perspektivet inte säkrade.

Även om marknaden ännu inte är fullständigt mogen är konkurrenssituationen inom fjärrvärmesegmentet påtaglig och består av både stora globalt väletablerade aktörer liksom mindre lokala spelare. Givet den omfattande konkurrensen har marginalerna pressats. Ytterligare prispress går inte att utesluta.

Fossila bränslen påverkar efterfrågan. Stigande priset på exempelvis olja, gas och

kol förenklar investeringskalkylerna. Fallande kan förskjuta investeringsviljan inom förnyelsebar energi framåt i tiden.

De potentiella köparna av anläggningar måste genomföra investeringskalkyler, säkra finansiering, och erhålla tillstånd liksom jämföra offerter från olika leverantörer innan ett investeringsbeslut kan fattas. Försäljningsprocesserna är således långa och mycket kan hända på vägen. Samtidigt som bolaget drar på sig ökade fasta kostnader i samband med satsningen skapar långa affärsprocesser volatila intäktsströmmar.

Stigande kostnader för material och insatsvaror kan reducera bolagets marginaler. Intäkter är ofta i annan valuta än utgifterna vilket skapar en valutarisk i verksamheten.

Stigande räntor kan påtagligt dämpa förmågan att investera i nya projekt. Det gör även att investeringskalkylerna blir svårare att räkna hem för nya projekt.

Disclaimer

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 med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. 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.

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.