

ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS
29 augusti 2019

CELL IMPACT

FINANSIERING GER UTRYMME

Innehåll

Finansiering ger utrymme	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse	3
Ägare	3
Finansiell ställning	3
Potential	3
Risk	3
Om bolaget Historik	4
Kort om verksamheten	4
Utveckling under det andra kvartalet	5
Cell Impact grundläggande teknik	5
Från utveckling till produktion	6
Marknaden fortsätter att utvecklas	6
Kunder	7
Risker	7
Bränslecells marknadens utveckling	7
Produktionstekniken inte slår igenom	7
Konkurrenter med större uthållighet	7
Historisk prispress för underleverantörer till fordonsindustrin	8
Finansiell ställning	8
Finansiering ger möjligheter för tillväxt	8
Prognoser & Värdering	8
DCF, bas-scenario	8
Sammanfattning värdering	9
Disclaimer	11

Finansiering ger utrymme

Rapporten för det andra kvartalet 2019 var ungefär som väntat och resultatutvecklingen är främst relaterat till ökad aktivitet i bolaget. Viktigt är även att emissionen blev lyckad och kraftigt övertecknad. Vi ser ett motiverat värde på 9,4 (10,7) kronor per aktie i vårt basscenario.



Cell Impact har efter flertalet år av utveckling av sin teknik, nu kommit till kommersialiseringsfasen. Bolaget har en världsledande teknologi för tillverkning av flödesplattor till bränsleceller. En av de mer positiva händelserna är tyska

Bosch prognos i samband med deras licensavtal med Power Cell där de ser att vätgas och bränsleceller kommer att utgöra 20 procent av samtliga elfordon år 2030. Detta innebär cirka 20 miljoner fordon. Då Bosch är en välrenommerad aktör i fordonsbranschen är detta ett ytterligt gott tecken på att marknaden håller på att vakna. Cummins pågående köp av bränslecellstillverkaren Hydrogenics samt flera uttalanden från stora aktörer på marknaden tyder på ökad aktivitet i närtid. Under kvartalet har även ett antal intressanta order för vätgasdrivna bussar offentliggjorts, däribland 20 stycken från den belgiska tillverkaren Van Hool samt 15 stycken till Aberdeen i Skottland. I Frankrike har även den första bränslecellslinjen startats med en kommande flotta av sex bussar. I takt med takt med nya direktiv från EU parlamentet lär takten öka. Vi har justerat våra estimat för resterande andra halvåret 2019 baserat på en något högre andel kostnader än tidigare bedömning. Personalkostnaderna väntas öka mer än vi tidigare förväntat under andra halvåret, främst på grund av den offensiva satsning bolaget gör. De externa kostnaderna blir på helåret också något högre vilket gör att vi justerar ned vår resultatförväntan för helåret. Fokus för bolaget i nuläget är främst att hålla takten med nuvarande efterfrågan och kvalificera teknik för stora volymer. Med våra nedjusterade prognoser beräknar vi ett värde per aktie om 9,4 (10,7) kronor i vårt bas-scenario. I ett mer positivt bull-scenario blir värdet per aktie 16,4 (18,0) kronor och i ett försiktigare bear-scenario 3,3 (4,3) kronor.

Datum: 29 augusti 2019

Analytiker: Mats Hyttinge, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Cell Impact AB

Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM

Vd: Pär Teike

Styrelseordförande: Baard Eilertsen

Marknadsvärde: 184 MSEK

Senast: 4,2 SEK

Kort om Cell-Impact: Cell Impact har utvecklat en unik teknologi för tillverkning av flödesplattor till bränsleceller. Bolaget arbetar för ett kommersiellt genombrott. Se senast uppdaterade grundanalys [här](#).

Möjligheter och styrkor: Cell Impact är starkt associerat med elektrifieringen i transportsektorn. Cell Impact har utvecklat sin teknologi under många år och börjar nu bli kommersiellt gångbar. De stora möjligheterna börjar först nu framträda då bränsleceller får en ökad uppmärksamhet som ett reellt alternativ till fossila bränslen och ett komplement eller alternativ till batterier i eldrivna fordon. En positiv utveckling av bränslecellsmarknaden har potential att skapa stora värden för bolaget då dess teknik kan ge stora effektivitets- och kostnadsbesparingar. Dock bör poängteras att redan nu är intresset stort för bolagets teknik att man inte bara blir beroende av hela marknadens framtida tillväxt. Miljöhänseenden får allt större vikt och alla sätt att minska skadliga utsläpp kommer att användas. Det har börjat ge avtryck både hos regeringar och allmänhet vilket kommer att skapa nya marknader däribland den för bränsleceller.

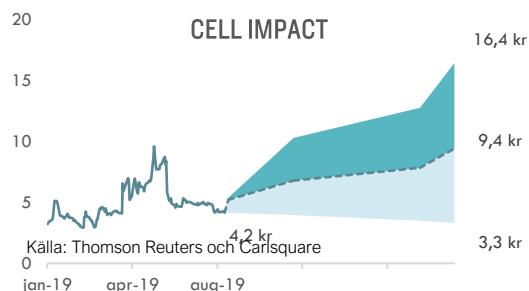
Risker och svagheter: Det finns flera risker relaterat till bolagets affärsverksamhet. Den främsta hänför sig till hur stark utvecklingen för bränslecellsdrevna fordon blir, en marginell produkt eller att den får ett stort genomslag på marknaden. En ytterligare risk är givet den väntade tillväxten för målmarknaden att det kan uppkomma nya finansieringsbehov.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Omsättning	1,7	6,8	20	50	97	165	
Rörelseresultat	-18	-44,4	-34	-18	-4,8	12	
Res f. skatt	-29,9	-44,6	-34	-18	-4,6	12	
Resultat per aktie, kr	neg.	neg.	neg.	neg.	Neg.	0,2	
P/E-tal, ggr	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	

Källa: Cell Impact, Carlsquare.

Värdering:	Bear	Bas	Bull
	3,3 kr	9,4 kr	16,4 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Bolaget leds av Pär Teike som har varit vd sedan 2017. Han har internationell erfarenhet från ledande befattningar inom SKF och Getinge. De övriga i ledningsgruppen har även de varit relativt kort tid i bolaget. Styrelsen har en blandning av olika erfarenhetsbaser vilket bör komplettera varandra på ett bra sätt.

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



Ägarbildens domineras av privatpersoner, förutom den största ägaren som är Östersjöstiftelsen med en ägarandel på drygt 11 procent av kapitalet. Den något spridda ägarbildens på privatpersoner kan vara en osäkerhetsfaktor vid anskaffande av nytt kapital.

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



Emissionen som genomfördes under andra kvartalet 2019 blev lyckad och övertäcknades kraftigt. Det totala beloppet efter kostnader före emissions- och garantikostnader uppgick till 68,7 miljoner kronor. Bolaget har i samband med kapitaltillskottet amorterat av större delen av sin skuld. Likvida medel vid utgången av det andra kvartalet 2019 uppgick till drygt 50 miljoner kronor. Det finns förstås risk för ytterligare finansieringsbehov beroende på om och hur tillväxten blir.

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



Det finns en avsevärd potential för en uppvärdering av bolaget, givet att de lyckas i sin satsning på tillverkning av flödesplattor till bränsleceller. Om bränslecellsmarknaden når de nivåer som prognosticeras finns en stor potential för underleverantörer till de olika aktörerna på denna marknad.

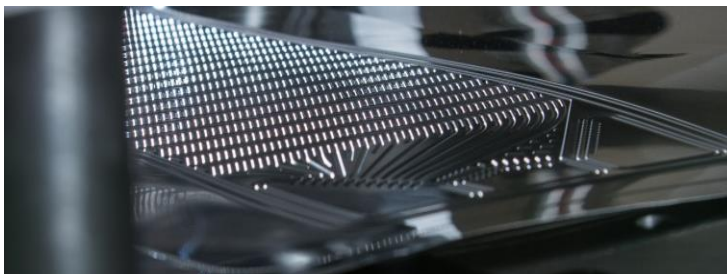
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter 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



En stor del av bolagets framtida värde bygger på en positiv utveckling av bränslecellsmarknaden, dock har bolaget redan kommit långt med gällande struktur på marknaden och ordern från Japanska NKC är väldigt betydelsefull och sänker risken. Det finns förstås alltid risk att utvecklingen inte blir så snabb som marknaden just nu indikerar.

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.



Om bolaget

Historik

Cell Impact (bolaget) kan sägas att ha grundats redan 1999 som Exodyn AB. Verksamheten var även då baserad i Karlskoga med fokus på teknologi för höghastighetslagenhet med ett koncept som härstammar från forskning och teknologi från Bofors. 2004 delas verksamheten i två delar varav Cell Impact har tillverkning av flödesplattor och Dynamis har maskinteknologi. 2007 överförs maskinteknologin från Dynamis till Cell Impact. Under perioden från 2007 till 2013 positionerar sig Cell Impact mot bränslecellsmarknaden som dock inte tar fart. Bolaget fortsätter att utveckla tekniken utan att kommersiell framgång nås.

Fram till 2016 fortsätter utvecklingen inom bolaget som får en ny ledning samt att marknaden börja få mer livskraft och efterfrågan ökar på färdiga flödesplattor. Från 2017 fram till idag har bolaget fortsatt att utvecklas och Pär Teike har kommit in som ny VD. Under 2017 och 2018 togs flera order varav en större värd 2,3 miljoner kronor under det fjärde kvartalet. Vissa av dessa orders bedöms vara strategiskt viktiga med bra underliggande tillväxtpotential.

Kort om verksamheten

Cell Impact riktar sig till en global marknad som leverantör av avancerade flödesplattor till tillverkare av bränsleceller. Bolaget har utvecklat och patenterat en unik metod för höghastighetsformning (adiabatic high-velocity forming) som gör det möjligt att kostnadseffektivt tillverka flödesplattor med avancerade mönster. Det är nödvändigt då krav på mer kostnads- och energieffektiva bränsleceller jämfört med de konventionella formningsmetoder har framkommit.

Bolagets flödesplattor och innovativa produktionsteknologi förbättrar och stärker kundernas konkurrenskraft. Bolagets strategi är att dra fördel av den expansiva bränslecellsmarknaden där intentionen är att expandera kundbasen och bygga affärsrelationer med partners för att skapa tillväxt. Bränslecellsmarknaden rör sig alltmer från produktutveckling mot produkterbjudanden och större volymer vilket gör att bolaget även arbetar för att kvalificera deras teknik för produktion i stora volymer. Då marknaden rör sig alltmer mot produktion arbetar bolaget med att vidareutveckla befintliga och potentiella affärsrelationer mot mer omfattande samarbetsavtal och högvolymproduktion.

Utveckling under det andra kvartalet

Cell Impact har under det andra kvartalet 2019 haft två viktiga händelser där ordern från det japanska Nakanishi Metal Works Co.Ltd (NKC) är viktig ur flera hänseenden. Främst är det ett viktigt tecken på att Cell Impacts teknik är intressant för större tillverkare av bränsleceller, antingen i formen av bolag som NKC eller andra ledande biltillverkare. Särskilt intressant är att det sker i Japan där både Honda och Toyota ligger långt framme inom vätgasteknologi för transportsektorn. Sedan är det viktigt med intäkter, även om de ännu är begränsade i relation till den framtida potentialen.

Den andra viktiga händelsen är Cell Impacts lyckade emission och företrädesemission som tillför bolaget 68,7 miljoner kronor efter emissions- och garantikostnader. Detta kapitaltillskott ger bolaget utrymme att fortsätta sin utveckling av produktionskapacitet och kommersialisering. Bolaget får tid för marknaden att utvecklas ytterligare till att på riktigt vara en kommersiell gångbar och konkurrenskraftig teknik. Totalt sett var utvecklingen under det andra kvartalet 2019 ungefär som väntat även om vi underskattade trenden för personal- och externa kostnader. Vi justerar upp våra prognoser för kostnaderna under andra halvan av året. Vårt fokus är dock fortfarande på den långsiktiga utvecklingen där vi räknar med ett större genombrott i marknaden för bränsleceller under de kommande åren.

Cell Impact grundläggande teknik

Cell Impact har utvecklat en unik och patenterad metod för höghastighetsformning. Det gör att flödesplattor kan tillverkas med hög energidensitet vilket i sin tur möjliggör mer kompakta bränsleceller med högre verkningsgrad.

Produktionsmetoden utnyttjar en fysikalisk egenskap hos metall som gör den mycket varm och i sin tur mycket enklare att forma när den utsätts för en momentan kraft. Metoden som kallas höghastighetsformning (Adiabatic Forming) bygger kortfattat på att en hydrauldriven kolv på en kort sträcka accelereras till en hög hastighet (upp till 15 m/s). När kolvén når sin sluthastighet stöter den ihop med verktyget och överför därmed sin rörelseenergi. Flödesplattan formas genom att den dämpar den energi som överförs. Då kolvéns snabba rörelse med stor precision kan kontrolleras möjliggör detta att processen kan upprepas kontinuerligt utan förändringar i energi eller processer. Processen har korta cykeltider i sig men är beroende av flödet innan och efter processen. I dagsläget ligger cykeltiden på några sekunder vilket är världsklass men kommer att trimmas ned under världsbästa en sekund i takt med att volymer ökar.

Bolagets viktigaste konkurrensfördel ligger i förmågan att producera flödesplattor med avancerade mönster i höga volymer till låg kostnad, vilket kommer att vara avgörande när bränslecellsmarknaden tar fart. Vad vi erfar skiljer sig processen i motsats till traditionell teknik även på att den är avsevärt renare, dvs ingen olja ingår i formningsprocessen, vilket sänker den totala investeringskostnaden i produktionen mindre rengöring av slutprodukt krävs. Till skillnad mot traditionell process är behovet av att byta verktygsdelar avsevärt lägre vilket sparar stora kostnader över ett verktygs livscykel. Fokus i bolagets utvecklingsarbete är att skapa en helhet i produktionssystemet och hämta ut bästa möjliga produktivitet



och kostnader i värdekedjan.

Från utveckling till produktion

Cell Impact är på väg att ta ett stort steg från att vara ett utvecklingsbolag till att kunna hantera betydande volymer. Bolaget har stora förhoppningar om en bränslecellsmarknad som kommer att ta rejäl fart under kommande år. Bolaget har därför drivit på utvecklingen av sin produktionsmetod för att kunna hantera stora volymer. Även om formningsmetoden är utvecklad och klar återstår det några delar i den totala processen för att bolagets system verkligen ska kunna göra skillnad. Det spelar mindre roll om själva utförande är snabbt och ekonomiskt gynnsamt om andra processer runt omkring inte fungerar. Att fortsatt förfina hela processen är något som bolaget arbetar hårt med i dagsläget. Här är kapitalanskaffningen viktigt för att ha resurser att driva denna process i mål.

Bolaget har utvecklat och förfinat sin produktionsteknik under flertalet år. Den senaste ordern från Japanska Nakanishi Metal Works för utveckling och teknikvalidering på 3,4 miljoner kronor visar att det finns substans i produktionstekniken för ledande biltillverkare. Då det är ett japanskt bolag ligger det nära till hands att spekulera i att det är en av de ledande biltillverkarna inom bränslecellsteknik som ligger bakom ordern, dvs antingen Honda eller Toyota. Detta är förstås inget som har kommunicerats.

Marknaden fortsätter att utvecklas

Marknaden för bränsleceller är på väg att ta ett stort kliv framåt. Det som främst driver marknaden framåt är utvecklingen i Kina. Bränslecells-marknaden för fordon är dock ännu i sin linda, men utvecklingen går nu fort framåt med stora tekniska framsteg. Det som tidigare varit det stora hindret är bristen på infrastruktur rörande bränslet till bränslecellerna, nämligen vätgasen har mer och mer börjat få lösningar där vissa områden är mer framträdande. Dessa områden är bland annat Kalifornien samt vissa regioner i Kina och i Japan och Sydkorea där vätgasstrukturen börjar närma sig ett genombrott. Även Tyskland har ett ambitiöst program för att bygga ut tankinfrastruktur.

Vid G20 mötet i Osaka i juni presenterades IEA:s rapport om framtiden för vätgas. Rapporten och vätgasens framtid fick relativt stort avtryck vid G20 mötet. Rapporten som beställts av Japan som stod som värd för G20 mötet pekade att det är högst troligt att världen inte klarar av sina klimatmål utan en satsning på vätgas. Dessa slutsatser kommer troligen att driva på politiska beslut i riktning för ett ökat användande av vätgas samt att fortsätta att driva momentum i marknaden så att vätgas blir en signifikant faktor för hur vätgasen kan hjälpa till att bidra med en renare och säker energi för framtiden.

Marknaden för bränsleceller handlar dock inte bara om marknaden för transporter utan täcker många olika typer av produkter, från stationära kraftverk till lasttruckar och bilar. Värdet av den globala totala bränslecellsmarknaden uppskattades 2015 uppgå till 3,2 miljarder USD och väntas öka till 25,5 miljarder USD 2024.

Cell Impact vars teknik att producera flödesplattorna till bränsleceller är relativt unik och fokuserar primärt mot fordonsindustrin, vilket inbegriper både tunga fordon som lastbilar och bussar samt lättare fordon som personbilar. Det har tidigare varit något av ett moment 22 då biltillverkare inte tagit fram

bränslecellsfordon på grund av bristande infrastruktur.

Kunder

Cell Impact har sedan länge ett tydligt fokus på tillverkning och teknik för flödesplattor till bränslecellsmarknaden. Bolaget har gjort en strategisk omorientering under 2018 från att vara leverantör av produktionsutrustning till att nu primärt vara tillverkare och leverantör av avancerade flödesplattor till bränsleceller.

Kunderna är i första hand fordons- och bränslecellstillverkare som använder bränsleceller som energikälla i olika typer av fordon. Det inkluderar allt från gaffeltruckar, personbilar, bussar och andra tyngre fordon. Men även till andra marknadssegment där bränsleceller kan användas tex i stationär energiutvinning. Detta innebär att det är ett brett spektrum av kunder att bearbeta som oberoende aktör, som de stora biltillverkarna som Toyota, Mercedes eller andra tier 1 leverantörer av bränsleceller. De ledande marknadsaktörerna inom bränsleceller är just nu Borit, Elringklinger, Dana och Ballard för grafitplattor.

Risker

Det finns förstås några risker i ett bolag som visserligen har haft intäkter men som ännu inte visat positivt resultat och som ska gå från lågvolymproduktion till att producera i volym. De primära riskerna som vi har identifierat redovisas nedan:

Bränslecells marknadens utveckling

Då Cell Impact är primärt fokuserat på bränslecellsmarknaden är den primära risken för bolaget att utvecklingen för bränsleceller inte tar fart enligt de olika förväntningar som finns i marknaden. Då bolaget satsar sina resurser på den marknaden är det viktigt att den underliggande marknaden utvecklas i god takt. För att detta ska ske måste infrastruktursatsningarna ta fart. Detta är delvis ett politiskt beslut. Dessutom måste kostnaderna för tekniken fortsätta att minska så att den på sikt blir mer konkurrenskraftig, vilket bolaget visserligen är en del av med sin mer ekonomiska tillverkningsmetod. Mycket talar för att det kommer en positiv utveckling givet alla signaler från marknaden. Det finns förstås osäkerhet rörande tidsaspekten då historiken för den kommersiella utvecklingen av bränsleceller hittills inte har varit odelat positiv.

Produktionstekniken inte slår igenom

Bolaget har en relativt unik tillverkningsmetod som har många fördelar. Dock finns det alltid en risk att de gamla teknikerna är kvar i större utsträckning än förväntat. Det finns dock mycket som talar för att övergången till en effektivare och ekonomiskt mer tilltalande och delvis mer miljövänlig produktion kommer att ta fart under de närmaste åren.

Konkurrenter med större uthållighet

Det finns förstås konkurrens från andra tillverkare av flödesplattor och även delvis av bränslecellstillverkare med produktion internt. Av dessa finns aktörer med större finansiella muskler att uthålligt vänta på ett genombrott för bränslecellsmarknaden även om deras teknik kan vara sämre. Det är troligt att konkurrensen kommer att vara stor framöver särskilt om marknaden utvecklas snabbare och mer åt det

optimistiska hålllet. Några konkurrenter inom tillverkning av flödesplattor är Dana, Elringklinger och Borit.

Historisk prispress för underleverantörer till fordonsindustrin

Underleverantörer till fordonsindustrin är under ständig press nedåt från beställarna att sänka sina priser. Det finns en risk att detta även kommer att gälla över tid inom bränslecellsindustrin. Detta då kostnaderna behöver minska för att göra tekniken konkurrenskraftig relativt alternativen. Dock är Cell Impacts teknik ett medel för att uppnå just detta.

Finansiell ställning

Finansiering ger möjligheter för tillväxt

Som vi tidigare i analysen har diskuterat är den lyckade finansieringen en förutsättning för att utveckla bolaget vidare. Utöver de två emissionerna som inbringade 68,7 miljoner kronor efter kostnader, kan även vidhängande teckningsoptioner utnyttjas under 2020 med en teckningskurs på 6 kronor per aktie. Nyttjas samtliga teckningsoptioner tillförs bolaget ytterligare cirka 39 miljoner kronor före emissionskostnader. Bolaget har även amorterat av drygt 17 miljoner kronor av den långfristiga skulden under det andra kvartalet 2019.

Vid full teckning i båda emissionerna samt fullt utnyttjande av teckningsoptionerna samt övertäckningsoptionen kan den totala kapitalanskaffningen uppgå till cirka 117 miljoner kronor före kostnader.

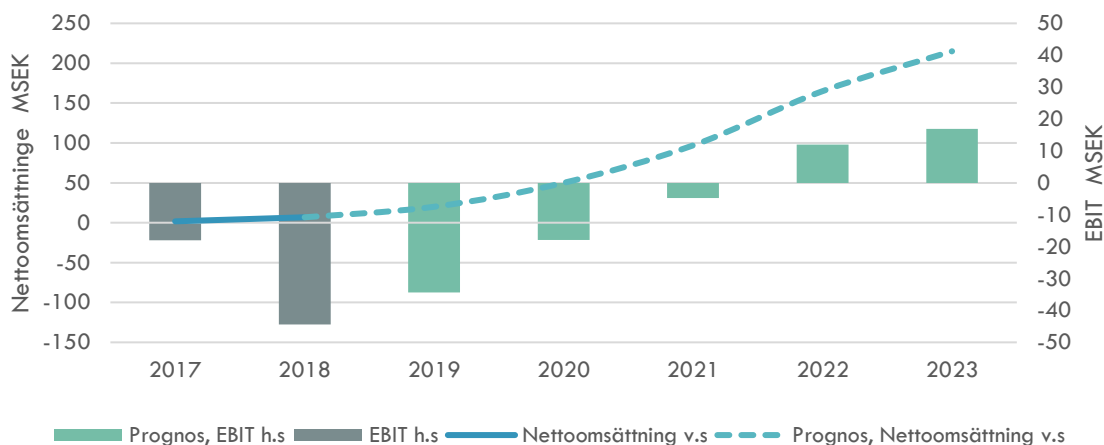
Då bolaget har investerat i utvecklingen av produktionskapacitet till högvolymproduktion av flödesplattor är kapitalanskaffningen nödvändig för att driva processen vidare, vilket bolaget även har gjort under det andra kvartalet med en del av emissionslikviden. Enligt bolaget förväntas över 50 procent av den initiala kapitalanskaffningen gå till att öka produktionskapaciteten och som indikeras i rapporten är vissa investeringar nödvändiga för att arbeta bort flaskhalsar i produktionen. Det eventuella ytterligare tillskott som kan ske genom teckningsoptionerna kommer även det till största delen att gå till produktionskapacitetsökningar.

Prognoser & Värdering

DCF, bas-scenario

I vår kassaflödesmodell har vi använt oss av en diskonteringsränta (WACC) på 11,1 procent och ett långsiktigt tillväxtantagande på 2 procent i vårt basscenario. Prognoserna bygger på ett gynnsamt utfall av satsningen mot bränsle-cellssatsningen som primärt driver omsättningstillväxten genom att marknaden accepterar bolagets lösning. Vidare att marknaden fortsätter att utvecklas avsevärt fortare än tidigare.

Förväntan Bassscenario



Källa: Carlsquare

I vårt bas-scenario räknar vi med att Cell Impact kommer att ha brutto-marginaler i linje med vad liknande bolag (Industrial Machinery & Components, CSImarkets) presterar på marknaden dvs mellan 34 och 37 procent. EBITDA marginalen borde även den röra sig mot vad industrin presterar, det vill säga rörelsemarginaler mellan 13 till 17 procent. Den långsiktiga tillväxten har vi antagit till 2,0 procent per år.

Med dessa antaganden beräknar vi ett motiverat DCF-värde på 417 miljoner kronor vilket ger ett aktievärde på 9,4 (10,7) kronor per aktie i vårt bas-scenario justerat för de högre kostnaderna under 2019. För våra två andra scenarion kallade Bear och Bull-scenarion är prognoserna justerade i ett negativt respektive positivt utfall relativt vårt bas-scenario. För bull-scenariot är utfallet nära bolagets egna förväntningar fram till 2023. För bear-scenariot har vi räknat med att omsättningen utvecklas till drygt 80 procent av bas-scenariot.

Sammanfattning värdering

Sammanfattningsvis ser vi en spännande potential i bolaget även om det självklart finns osäkerheter i prognoserna då de delvis är beroende av ett positivt utfall för bränslecellsmarknaden, även om Cell Impact redan nu har goda förutsättningar. Ordern från NKC ger indikationer om att produktionstekniken verkligen har bäring och tyder på stort intresse från föregångslandet inom vätgas/bränsleceller, Japan. Det finns självklart en del risker förknippade med ett bolag som är på väg in i ny fas med allt vad det innebär i osäkerhet rörande tidsaspekten till att marknadspotentialen materialiseras på allvar.

Vi har som beskrivits tidigare tagit fram tre olika scenarion för bolaget. Vi utgår från ett basscenario samt två olika scenarion med en mer positiv och negativ utveckling jämfört med basscenariot. I dessa tre scenarion använder vi diskonterade prognosticerade kassaflöden (DCF).

Sammanställning scenariovärdering

	BEAR	BASE	BULL
WACC	11,1%	11,1%	11,1%
CAGR, 2019P - 2023P	73,0%	81,1%	89,6%
Tillväxt, evighet	1,0%	2,3%	3,0%
Rörelsevärde	112	379	694
Restvärde (TV), %	126%	103%	98%
Kassa, Dec-2019	38	39	45
Räntebärande skulder, Dec-2019	1	1	1
Nettokassa/skuld, Dec-2019	37	38	44
Aktievärde	149	417	739
Antal aktier, miljoner	44,3	44,3	44,3
Motiverat värde per aktie, SEK	3,3	9,4	16,4

Källa: Carlsquare

För att visa på potentialen har vi gjort de tre scenarion som redovisas ovan, där vi anser att basscenariot är det mest troliga utfallet. Med en i grunden positiv syn på den underliggande bränslecellsmarknaden kan det dock inte uteslutas att det mer positiva scenariot infrias, vilket är närmare det scenario som bolaget har som nya finansiella mål sedan början på 2019.

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 Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.