



UPPDRAGSANALYS
15 november 2018

CORTUS ENERGY

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Reser pengar efter motgång	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
Kort om Cortus Energy	4
Nyemission till låg kurs.....	5
Motiverat värde över emissionskurs.....	5
Prognoser och värdering	6
Prioriterade projekt.....	6
Affärsmöjligheter i Europa	6
Riskjusterade intäkter	8
Riskjusterade intäkter	8
En riskfylld investering	11
Disclaimer	13

Reser pengar efter motgång

Cortus Energy genomför en emission som vid full teckning kan inbringa 55,4 MSEK efter kostnader. 80 procent av emissionslikviden säkrad är via garantier eller åtaganden. En lyckosam produktionsättning kan skapa ringar på vattnet.



Bolagets absolut viktigaste projekt just nu är det i Höganäs tillsammans med Höganäs AB. Tidigare målsättning var att inviga anläggningen (om 6 MW) i mitten på 2018 för att sedan testa och kalibrera och produktionsätta och leverera energigas under 2019. Vid detta tillfälle var bolagets uppskattning att installationen skulle generera återkommande intäkter om

19 MSEK per år. Uppförandet och installationen av anläggning har dock försenats och varit mer kostsamt än beräknat. Detta påvisar risker, då inte bara de associerade till finansiering. Givet att bolaget väl får upp anläggningen skall denna också generera goda driftdata, vilket i dag inte är garanterat.

Med detta tvingas bolaget genomföra en emission tidigare än väntat. Likviden (55,4 MSEK efter kostnader) skall gå till att (i) färdigställa anläggningen i Höganäs, (ii) betala av ett kortfristigt bryggglån om 20 miljoner kronor liksom (iii) fortsätta driva verksamheten. Emissionskursen är 0,13 kronor per nytecknad aktie (för varje befintlig aktie erhåller aktieägaren en uniträtt, två uniträtter berättigar till köp av en unit för 0,26 SEK omfattande två nya aktier och en teckningsoption). Teckningsperioden löper till den 22 november. För den som inte vill teckna finns möjlighet att sälja uniträtter till den 20 november. Affärsmöjligheterna i USA, Japan, Tyskland, Frankrike och andra marknader avses delfinansieras med den eventuella likviden från TO.

Trots bakslag befinner sig Cortus Energy i en mycket intressant och avgörande fas för framtiden. Kan anläggningen i Höganäs driftsättas och generera fördelaktiga driftdata har bolaget en första referensanläggning i industriell skala. Det skapar i sin tur avsevärt förbättrade förutsättningar för att inom en snar framtid ro i land en beställning från Japan och USA. Vidare har en avsiktsförklaring signerats med det tyska bolaget Infinite Fuels och avsikten är att i samarbetet undersöka möjligheten att med WoodRoll®-tekniken utvinna biometan från biomassa. Den tyska marknaden är intressant med avveckling av kärnkraft. I basscenariot beräknas ett motiverat pris per aktie om 0,18 kronor efter antagen fulltecknad emission för de kommande sex månaderna. Det är över emissionskursen om 0,13 kronor per aktie.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MEUR	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Nettointäkter		1,2	4,3	0,3	10,6	64,9
EBITDA		-20,4	-18,7	-29,7	-26,0	-16,6
EBITDA-marginal		neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Implicit EV/Sales		121,9x	35,1x	602,8x	14,3x	2,3x

Siffrorna är riskjusterade med sannolikheter. Källa: Cortus och Jarl Securities

Datum: 15 november 2018
Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Cortus Energy AB
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Rolf Ljunggren
Styrelseordförande: Per-Olov Norberg
Marknadsvärde: 81 MSEK
Senast: 0,16 SEK
Om Cortus: Cortus Energy har utvecklat en förgasningsteknik av biomassa som producerar syngas. Tekniken har även potential inom andra områden. Bolaget är nu i fasen att kommersialisera tekniken.

Möjligheter och styrkor: Projektet i Höganäs är bolagets viktigaste projekt just nu. I det korta perspektivet är färdigställandet och leverans av testdata en potentiell värde drivare. Givet att anläggningens driftsätts enligt plan har bolaget snart en första referensanläggning i industriell skala som kan ge ringar på vattnet.

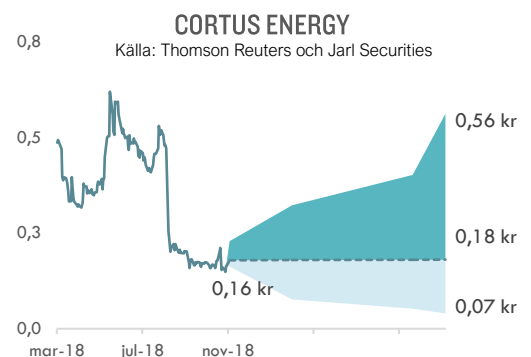
Cortus Energy har flera parallella affärsmöjligheter. Potentialen i Japan är hög, dels på grund av höga inmatningstariffer och dels då stora statliga stöd kan erhållas vilket reducerar finansieringsbehovet.

Risker och svagheter: Marknaden drivs till stora delar av stimulanser som skapar ekonomi i investeringar i förnybar energi. Det är en avgörande faktor för tillväxt som står utanför bolagets kontroll.

Att växa affären kräver större kapitalinvesteringar. I dag kan bolaget inte finansiera nya anläggningar med eget kapital och är därmed beroende av bidrag och annan extern finansiering. Ökad försäljning av turn key anläggningar minskar trycket på finansieringsbehovet.

Bolaget saknar intäkter som täcker rörelsekostnaderna.

Värdering efter emission: **Bear** 0,07 kr **Bas** 0,18 kr **Bull** 0,56 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Rolf Ljunggren har en bakgrund som ingenjör och säljare på bland annat AGA. COO Håkan Sigfridsson har gedigen erfarenhet från internationell industri. Process- och teknikchef, Marko Amovic, har arbetat med WoodRoll i sex år. En erfaren projektledare och en COO anställdes under hösten 2017.

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



Vd liksom styrelseordförande återfinns bland bolagets tio största ägare. Det ökar dess finansiella incitament att agera å aktieägarnas intresse. Vidare har dessa vid flera tillfällen tidigare tillfört nytt kapital för att stötta utvecklingen vilket de även gör i den pågående nyemissionen.

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



Bolagets verksamhet är till naturen kapitalintensiv. I dag saknas större betydande intäkter som täcker kapitalbehoven över tid. Emissionen är dock garanterad till 80 procent.

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



Kan Cortus sätta upp en kommersiell anläggning i Höganäs skapas en fin referenskund. Det bör rimligtvis underlätta framtida försäljning. Driftsättning och en beställning från Japan eller Kalifornien är potentiella triggers som kan få aktien att stiga över vårt motiverade värde per aktie.

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 tillväxtutsikterna 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



Osäkerheten kring genomförandet av affärer, utveckling och anpassning samt finansieringsfrågan gör att risken i bolaget är mycket hög.

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.



Kort om Cortus Energy

Cortus Energy AB (Cortus Energy eller bolaget) har utvecklat en förgasningsteknik av biomassa som producerar syngas. Den höga renheten och det höga energivärdet skapar goda förutsättningar för gasen att ersätta fossila bränslen inom industrin. Syngasen kan även användas vid produktion av förnybar el eller fjärrvärme.

Den tilltänkta affärsmodellen står på tre ben. Det första innebär att intäkter genereras från försäljning av den energi som produceras i anläggningen. I detta upplägg ansvarar Cortus Energy för drift och kvarstår som (del)ägare av anläggningen. Detta upplägg gäller för avtalet med Höganäs AB. Det andra affärsupplägget innebär att bolaget säljer nyckelfärdiga anläggningar. Försäljning av en anläggning uppskattas genererat intäkter från projektstart med en marginal uppskattad till omkring 20 procent. Det tredje affärsupplägget innebär att bolaget licensierar ut teknologin och erhåller licensintäkter som en procentsats av värdet på först anläggningen och sedan den producerade gasen.

Det absolut viktigaste på bolagets agenda just nu är färdigställandet av anläggningen i Höganäs. Dels då det blir bolagets första kommersiella anläggning sedan starten 2006, dels många andra affärsmöjligheter, så som i Frankrike, Tyskland, USA och Japan som hänger på att Höganäsprojektet blir framgångsrikt. Affärsmöjligheten i Japan, som drivs i samarbete med Forest Energy (FE), har potential att ge beställningar om totalt 25 stycken 2,4 MW el-anläggning under en fem-årsperiod.

I november 2017 togs det första spadtaget till anläggningen om 6 MW som är under konstruktion i Höganäs. Avsikten var att anläggningen skall invigas mot slutet av andra kvartalet 2018, vilket den gjorde. Dock hade bolaget tänkt sig att anläggningen vid detta skede också skulle vara redo för att testas och kalibreras inför produktionssättning och leverans av energigas under första halvåret av 2019. Med anledningar av bland annat bristfällig projektledning och förseningar i leverantörsledet ligger projektet efter den ursprungliga tidsplanen. Till detta har ny teknik tillsammans med hög efterfrågan fått priset på insatsvaror att överstiga den indikativa budgeten. Det har i sin tur medfört att Cortus Energy nu måste ta in nya externa pengar, tidigare än väntat.

Nyemission till låg kurs

Bolaget genomför en nyemission som vid full teckning kommer inbringa 65 miljoner kronor före relaterade emissionskostnader (55,6 miljoner kronor efter kostnader). Emissionen har teckningsförbindelser från delar av styrelsen, inkluderat vd Rolf Ljunggren, om totalt motsvarande 3,2 miljoner kronor. Till detta garanterar ett garantkonsortium ytterligare 49 miljoner kronor. Med andra ord är emissionen täckt till drygt 80 procent, motsvarande 52,2 miljoner kronor av det totala emissionsbeloppet.

Per avstämningsdagen (6 november) motsvarade varje befintlig aktie en uniträtt som i par om två ger rätten att teckna en unit bestående av två nytecknade aktier och en teckningsoption till en kostnad om 0,26 kronor (0,13 kronor per aktie och 0,5 teckningsoption). Teckningsperioden löper under perioden till och med den 22 november 2018. För den som önskar att avstå från att teckna emissionen finns möjlighet att sälja uniträtter i marknaden fram till den 20 november.

Av emissionsnettolikviden kommer 20 miljoner gå till att betala tillbaka det bryggglån som togs upp i september 2018. Av resterande 35,6 miljoner är 7,8 miljoner kronor avsatta för att finansiera färdigställandet av anläggningen i Höganäs. De kvarvarande 27,8 miljoner kronorna kommer användas för att driva rörelsen. Vi beräknar att denna kostar mellan 5 och 7 miljoner kronor i kvartalet.

Motiverat värde över emissionskurs

Försejning och ökade kostnader påvisar risker under uppbyggnadsfasen av komplexa anläggningar likt WoodRoll®. Givet att bolaget med likvid från emissionen kan färdigställa anläggningen finns även risker i nästkommande test- och kalibreringsfas. Dessa risker kan innebära att intäkter från projektet försenas ytterligare. Även när anläggningen är satt i produktion finns risker, däribland kan Höganäs AB kräva Cortus Energy på ersättning vid driftstörningar.

Dock kommer anläggningen i Höganäs bli bolagets första kommersiella anläggning. Givet att denna kan generera goda driftdata är det en referens som kan inbringa fler affärer i Sverige men även på andra marknader som i Frankrike, Tyskland, USA och Japan där bolaget har pågående projekt. Dessa är samtidigt villkorade till att goda driftdata kan presenteras från anläggningen i Höganäs.

I det korta perspektivet ser vi således färdigställandet av anläggningen i Höganäs och påbörjandet av testning och kalibrering som en första möjlig värddrivare. Produktionsättning och leverans är en andra konkret värddrivare som vi förväntar oss under 2019.

I ett basscenario har vi beräknat ett motiverat pris per aktie efter antagen fulltecknad emission om 0,18 kronor. Det efter antagandet om att emissionen tecknas till 100 procent. Det motiverade värdet i basscenario är över emissionskursen om 0,13 kronor per nyemitterad aktie. I ett mer optimistiskt scenario är det motiverade värdet per aktie 0,56 kronor. I både bas- och bullscenariot är det motiverade värdet per aktie över emissionskursen. Dock i ett mer defensivt bear-scenario beräknas ett motiverat pris per aktie om 0,07 kronor per aktie, under emissionskursen.

Prognoser och värdering

För att uppskatta ett motiverat värde per aktie har vi modellerat för tre scenarion med utgångspunkt från de tre prioriterade affärsmöjligheterna plus projektet med Engie. Ett bas-scenarion, ett optimistiskt bull-scenarion och ett defensivt bear-scenarion.

Prioriterade projekt

Väl satt i produktion kommer anläggningen i Höganäs generera återkommande intäkter om cirka 16 miljoner kronor per år under 20 år. Förseningen har förskjutit dessa potentiella intäkter minst sex månader framåt. Givet kommande test- och kalibreringsfas bedömer vi att intäkter kan bli aktuella någon gång under andra halvan av 2019, alternativt i början på 2020, det innebär också att vi justerar våra prognoser därefter. Samtidigt skall noteras att bolaget uppskattar Höganäs AB:s fulla behov till ytterligare anläggningar om effekt om 20 MW. Som tidigare nämnts har anläggningen en effekt om 6 MW. Ytterligare affärer med Höganäs AB är således inte en omöjlighet. I basscenariot har vi antagit att bolaget har totalt 2 anläggningar år 2021 likt den i Höganäs och år 2025 har antalet stigit till sex stycken. Varje anläggning är antagen att generera intäkter på årsbasis om 19 miljoner kronor.

Projektet i Frankrike, Tyskland, Japan och USA har rimligtvis ett sekundärt fokus till färdigställandet av anläggningen i Höganäs. Det då affärsmöjligheternas genomförande fortlöpande är villkorade till att Cortus kan visa upp tillfredställande driftsdata. Projektet i Japan tillsammans med Forest Energy är avsikten att bolaget själva ska stå som delägare. I basscenariot har vi antagit att bolaget har en mindre anläggning på plats under 2020. En andra anläggning sätts upp under 2021. År 2025 har bolaget totalt 8 anläggningar i Japan tillsammans med FE. Vi har antagit att dessa genererar intäkter på årlig basis om totalt 54 miljoner kronor (per styck) under den prognostiserade perioden. Det antagna ägarskapet stiger från 40 procent till 44 procent allt eftersom bolaget själva kan ta en större andel av finansieringen. För projektet i Mariposa, Kalifornien är avsikten att sälja en (eller flera) nyckelfärdig anläggning. Den antagna intäkten per såld anläggning är minst 100 miljoner kronor. Denna siffra kan anses låg, men i detta skede väljer vi att vara konservativa i våra antaganden. Vinsten på försäljningen motsvarar 12 procent, alltså 12 miljoner kronor. I basscenariot har vi antagit att en första order kommer under 2020.

Affärsmöjligheter i Europa

Vidare har det globala energibolaget Engie SA lagt en beställning på en basic engineering av en anläggning för produktion av vätgas. Projektet är alltså i tidig fas men öppnar upp för ett nytt applikationsområde för WoodRoll®. Bolaget bedömer att ett investeringsbeslut från Engie kan komma att fattas under 2019. I vårt basscenarion kommer en större intäkt från en försäljning av en nyckelfärdig anläggning under 2021.

Bolaget meddelade i september 2018 att ett LOI (avsiktsförklaring) signerat för ett samarbete med tyska Infinite Fuels. Tyskland är en intressant marknad och avser fasa ut kärnkraften till 2022. Utfasningen har dock ökat behovet av naturgas från

Ryssland. Denna skall också fhasas ut över tid och målet är att år 2020 skall motsvarande 65 TWh naturgas vara ersatt med förnybar naturgas såsom biogas och SNG. I dag är cirka en fjärdedel av det utsatta målet för 2020 uppnått. Det innebär i sin tur att landet har mycket kvar att göra vilket också medför att potentialen är stor. Denna affärsmöjlighet är i tidig fas men från tysk sida är ambitionen att bli projekt nummer ett efter Höganäs. Vi modellerar därför att en beställning på en nyckelfärdig anläggning kommer för leverans 2021 (ett år efter bolagets egen affärsplan) i bas- och bull-scenariot.

Efter lyckade tester i juni 2018 med produktion av syntetisk naturgas vid testanläggningen i Köping har fem nya internationella intressenter besökt Höganäs och inlett diskussioner om kommande möjligheter.

Till detta skall nämnas att bolaget beviljats stöd från Energimyndigheten för en genomförbarhetsstudie för att producera grönt flygbränsle. Stödet motsvarar cirka 0,4 miljoner kronor. Ett bra resultat skapar ytterligare ett intressant potentiellt tillämpningsområde för WoodRoll®.

Tabell nedan visar antaganden kring egna anläggningar liksom sålda nyckelfärdiga anläggningar.

Antaganden, tre scenarion

	Stycken	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
BAS									
Installerade anläggningar, biogas		0	1	1	2	3	4	5	6
Antagen sannolikhet			75%	75%	56%	42%	32%	24%	18%
Installerade anläggningar, elektricitet JP		0	0	1	2	4	6	8	8
Antagen sannolikhet				38%	26%	18%	13%	9%	6%
Sålda nyckelfärdiga anläggningar USA, FR & DE		0	0	1	3	2	1	1	1
Antagen sannolikhet				38%	38%	26%	18%	13%	9%
BULL									
Installerade anläggningar, biogas		0	1	2	3	5	7	9	11
Antagen sannolikhet			75%	56%	42%	32%	24%	18%	13%
Installerade anläggningar, elektricitet JP		0	0	2	5	9	14	18	18
Antagen sannolikhet				38%	26%	18%	13%	9%	6%
Sålda nyckelfärdiga anläggningar USA, FR & DE		0	0	1	3	4	3	3	2
Antagen sannolikhet				38%	26%	18%	13%	9%	6%
BEAR									
Installerade anläggningar, biogas		0	1	1	2	3	3	3	3
Antagen sannolikhet			75%	75%	56%	42%	32%	24%	18%
Installerade anläggningar, elektricitet JP		0	0	1	2	2	2	2	2
Antagen sannolikhet				38%	26%	18%	13%	9%	6%
Sålda nyckelfärdiga anläggningar USA, FR & DE		0	0	1	0	1	0	0	0
Antagen sannolikhet				38%	26%	18%	13%	9%	6%

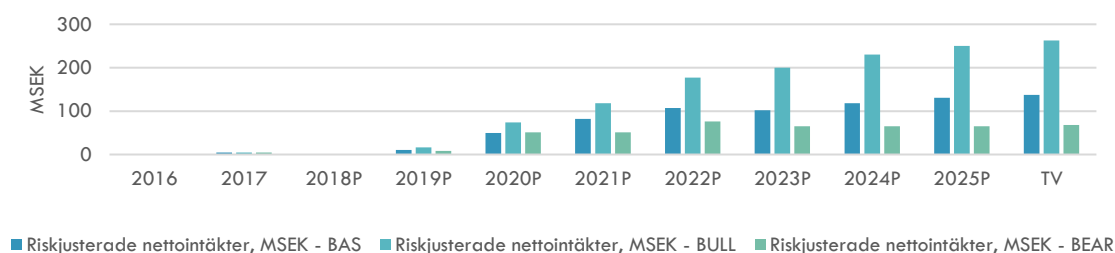
Källa: Jarl Securities

Riskjusterade intäkter

Som det framgår i tabellen ovan är samtliga scenarion med tillhörande intäkter riskjusterade med sannolikheter för att anläggningar faktiskt driftsätts eller säljs. Händelser med dess antagna sannolikheter är villkorade till varandra. Till exempelvis är uppsättning av en anläggning i Japan 2020 i basscenarioet villkorat till att anläggningen i Höganäs driftsätts under 2019. (Därav de fallande sannolikheterna). Samtliga scenarier är riskjusterade med samma sannolikheter.

Nedan visas riskjusterade nettointäkterna i de tre scenariona. I basscenarioet och bear-scenarioet har vi antagit att anläggningen i Höganäs genererar intäkter under fjärde kvartalet 2019. I bull-scenarioet har vi antagit att anläggningen genererar intäkter under hela andra halvåret av 2019. Till detta erhåller bolaget en förskottsbetalning för uppförandet av en nyckelfärdig såld anläggning. I basscenarioet är denna på 5 miljoner kronor. I bull- och bear-scenarioet 7,5 respektive 2,5 miljoner kronor. Som tidigare nämnts är samtliga intäkter riskjusterade.

Tre scenarion



Källa: Jarl Securities

Riskjusterade intäkter

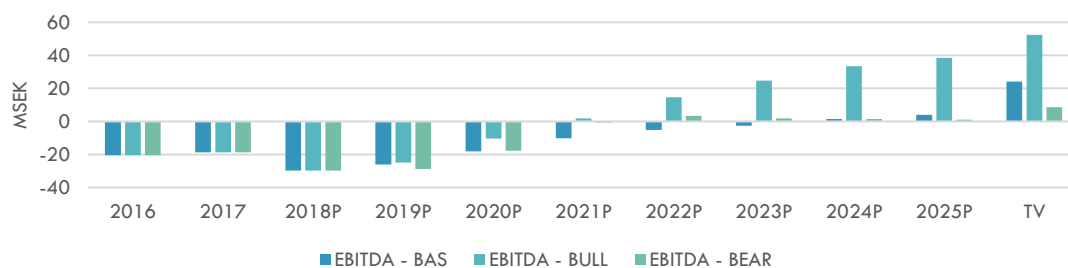
Att sätta upp en anläggning är kapitalkrävande. Vi modellerar med att en elproducerande anläggning i Japan kostar 150 miljoner kronor att sätta upp medan en anläggning motsvarande den i Höganäs kostar i snitt 120 miljoner. I den fasen som bolaget befinner sig i nu är bolaget i behov av aktieägarna för att finansiera investeringar som inte är nyckelfärdiga anläggningar. Det kommer rimligtvis vara en mix mellan försäljning av nyckelfärdiga och ägda anläggningar under de kommande åren. Mixen innebär således att kapitalbehovet för att realisera på tillväxtplanerna kan reduceras.

Inom ett par år är det inte omöjligt att bolaget kan vända sig till obligationsmarknaden och även banker för att finansiera majoriteten av kostnaderna för de egna anläggningarna. Detta då leveransavtal tecknas över en längre period, mellan 20 och 25 år. Det skapar i sin tur relativt förutsägbara intäktsflöden.

Nedan följer antagna EBITDA-resultat. Vi modellerar med stigande personalkostnader från andra halvan av 2018. I bas-scenariot görs ett positivt riskjusterat EBITDA-resultat först 2024 medan ett positivt EBITDA-resultat levereras redan 2021 i bull-scenariot. Med detta sagt kommer bolaget även med all sannolikhet behöva genomföra nyemissioner för att finansiera rörelsen.

Vidare modellerar med långsiktiga EBITDA-marginaler om 17,5 procent i basscenariot och 20 procent i bullscenariot. Det är i linje med liknande bolag (främst kraftförsörjning). I bear-scenariot modellerar vi med 12,5 procent EBITDA-marginal i evighet.

Tre scenarion



Källa: Jarl Securities

Som tidigare nämnts har vi antagit att Cortus Energy har en hög belåningsgrad. Vi modellerar med att bolagets långsiktiga kapitalstruktur utgörs till 80 procent av lån. Det sänker diskonteringsräntan (wacc) till 7,7 procent. En diskonteringsränta om 7,7 procent kan vid första anblick anses låg. Dock skall inte glömmas att intäkterna är riskjusterade. Beräkningen av diskonteringsräntan är baserad på en riskfri ränta om 0,6 procent, en förväntad avkastning på marknadsportföljen om 6,4% över den riskfria räntan samt en småbolagspremie om 3,9 procent (referens PWC:s "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden", mars 2017). Betat är antaget till 1,2x och lånekostnaden justerat för skatteeffekter till 6,6 procent.

Nedan visas det av oss beräknade motiverade värdet per aktie i de tre scenariona efter antagen fulltecknad emission. I bas-scenariot beräknas ett motiverat värde per aktie om 0,18 kronor vilket är över emissionskursen om 0,13 kronor per nyemitterad aktie (tecknas i par om två för 0,26 kronor plus en teckningsoption).

DCF-värdering

	BEAR	BAS	BULL
Wacc	7,8%	7,8%	7,8%
CAGR, 2018 - 2025	40%	54%	67%
Långsiktig tillväxt	5%	5%	5%
Långsiktig EBITDA-marginal	13%	18%	20%
Rörelsevärde, MSEK	41	151	531
Varav restvärde, MSEK	100%	100%	100%
Nettokassa MSEK, december 2018	29	28	29
	70,0	178,3	559,8
Utstående aktier, miljoner	1004	1004	1004
Motiverat värde per aktie	0,07	0,18	0,56
Upp-nedsida rel. emissionskurs (0,13 per ny aktie)	-46%	37%	329%
Implicit EV/Sales, 2019	5,1x	14,3x	31,9x

Källa: Jarl Securities

Vi har kompletterat DCF-värderingen med en multipelvärdering. Jämförelsegruppen inkluderar SolTech Energy, Northland Power och EDP Renovaveis. SolTech Energy äger och driver solcellsinstallationer. Northland Power bygger, äger och driver anläggningar som genererar grön energi baserat på bland annat biomassa, vind och sol. EDP Renovaveis är kanske mest kända som elproducenter baserad på vindkraft. Med andra ord är jämförelsegruppen långt från perfekt då bolagen skiljer sig från Cortus Energy på flertalet punkter inkluderat teknologi och marknader. Dock ger multipelvärderingen en kompletterade bild till DCF-värderingen. Som framgår i tabell nedan beräknas ett motiverat värde per aktie med EV/Sales-multipeln till 0,11 baserat på prognoserna för 2019 i bas-scenariot.

Multipel-värdering

Bolag	EV/SALES, RTM
SolTech Energy Sweden AB	8,7x
Northland Power Inc	7,3x
EDP Renovaveis SA	7,0x
Genomsnitt	7,7x

	BEAR	BAS	BULL
Nettoomsättning, 2019P	8	11	17
Implicit EV, 2019P	62	81	128
Nuvärde, Implicit EV	60	78	123
Nettokassa, december 2018	29	29	29
Implicit aktievärde	89	107	152
Utestående aktier, miljoner	1 004	1 004	1 004
Värde per aktie, kronor	0,09	0,11	0,15

Källa: Jarl Securities

En riskfylld investering

Cortus Energy befinner sig onekligen i en mycket intressant och sannolikt i ett avgörande läge med fullt fokus på Höganäs-projektet. En investering i Cortus Energy är dock riskfylld. Cortus Energy har tidigare varit nära att få upp anläggningar men fallit på vägen. Då syftar vi främst på Italien som också är ett exempel på att vägen mellan intentionsavtal och intäkter är lång. Att oförutsägbara händelser orsakar fördröjningar i affärsprocessen eller tvingar processen att avbrytas är en ofrånkomlig risk och högst påtaglig från början till slut.

Efter det omfattande utvecklingsarbetet och drifttester i Köping skalas tekniken upp 12 gånger till Höganäs. Även om WoodRoll-processens förgasningssteg endast simulerats i större skala är huvuddelen av maskiner i Höganäs av beprövad industriell standard och tekniken väl beprövad. En uppskalning för med sig tekniska risker. Därför skall det bli mycket intressant att ta del av driftdata när denna väl är på plats. Är denna inte i linje med förväntningar kan det innebära ytterligare förseningar till produktionssättning i Höganäs. Därmed också intäkter och övriga affärsmöjligheter blir försenade ytterligare. Givet att anläggningen kommer på plats har bolaget ansvar för att denna också är i drift. Vid längre driftstörningar riskerar bolaget att bli ersättningskyldig till Höganäs AB.

Fördröjningar i det viktiga projektet i Höganäs skapar även förseningar i de övriga projekten i portföljen. Relationer skadas av förseningar.

Samtidigt är bolagets investeringsbehov omfattande och affärsprocesserna är långa. Efter att ett intentionsavtal tecknats måste Cortus Energy lägga fram en skiss/plan på uppförande liksom på att tekniken kommer att fungera under lokala förhållanden och för givet ändamål. Denna del kontrolleras dock av bolaget, vilket är en fördel, men kan ändå visa sig ha brister som får processen att försenas.

Det är ofta tidigare nämnda plan som ligger till grund för ansökan rörande nödvändiga tillstånd, så som till exempel miljö- och bygglov från lokala myndigheterna. Det är inte bara själva uppförandet av anläggningen, utan även godkännande kring infrastruktur runt omkring med transport av biobränsle etcetera.

Utöver det administrativa är även finansieringen ofta beroende av stöd (bidrag) från en specifik organisation eller myndighet för att kunna igångsätta ett projekt. Finansiering för bolagets tillväxt är inte säkrad.

Efterfrågan på förnybar energi drivs delvis av stödprogram inkluderat fördelaktiga inmatningstariffer. Dessa beslutas av politiker. Förändringar i stödprogram kan skapa både möjligheter och utmaningar för bolagets verksamhet.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

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