

## Expansion på agendan och kraftigt växande orderbok

### Orderingång ökar 550 procent första kvartalet

Midsummers ökade fokus på konsumentmarknaden för solpaneler har börjat ge tydlig effekt. I den nyligen publicerade kvartalsrapporten uppger bolaget att orderingången för solcellstak ökat hela 550 procent under första kvartalet. Nettoomsättningen landade totalt på 7,4 miljoner kronor (34), där minskningen hänförs till utebliven försäljning av produktionsutrustning. Bolaget rapporterar ett resultat för kvartalet på -26,7 miljoner kronor (0,7). Vid kvartalets slut uppgår den totala orderboken för solcellstak till 17,1 miljoner kronor och för produktionsutrustning 102,2 miljoner kronor.

### Expanderar utanför Sverige

Inom bolaget pågår intensivt arbete med att förbereda den planerade etableringen av en ny fabrik i Italien. Fabriken har köpts och bolaget sitter nu i förhandlingar med myndigheter i Italien för etableringsstöd, något som verkar gå enligt plan. Den nya fabriken kommer ha en produktionskapacitet på uppemot 50 MW/år. Den nya anläggningen öppnar upp ett antal spännande affärsmöjligheter då bolaget nu kan adressera den europeiska marknaden mer effektivt. Italien är särskilt intressant i den synpunkten, med kombinationen av hög solinstrålning, höga elpriser och fördelaktiga subventioner för solpaneler. Detta, kombinerat med de avtal bolaget nått på Iberiska halvön, öppnar upp en allt större marknad för solpaneler för Midsummer. Under kvartalet levererade också bolaget sin första DUO-maskin till Ryssland, som en del av ramavtalet med Rusnano Group.

### Breddat erbjudande och stärkt organisation

Bolaget har därtill under kvartalet breddat sitt erbjudande ut till kunder. Midsummer kan nu även leverera batterier och laddboxar till kund och tar därmed en ännu större del av värdekedjan. Bolaget stärker också organisationen och har rekryterat flertalet nya personer till produktlinjen solcellstak samt förstärkt styrelsen med bland annat ny styrelseordförande i form av Jan Johansson, före detta vd på SCA och Boliden. Detta, tillsammans med de marknadsföringsinsatser och nya avtal som nåtts med samarbetspartners, bådär väl för framtida expansionen för bolaget. Bolaget lämnar kvartalet med 176 miljoner kronor i kassan, stärkta efter vinterns emissioner, och står väl rustade för expansiv tillväxt under året.

### Midsummer

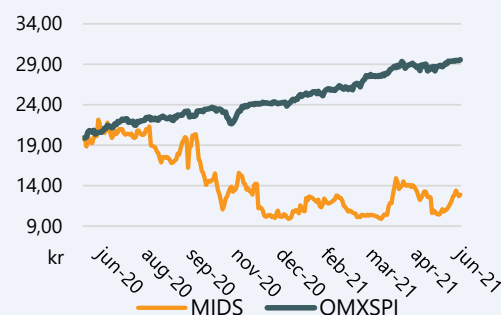
#### Initieringsanalys

Datum	14 juni 2021
Analytiker	Nils Hellström & Johan Hellström

#### Basfakta

Bransch	Solenergi
Styrelseordförande	Jan Johansson
Vd	Sven Lindström
Noteringsår	2018
Listning	First North Stockholm
Ticker	MIDS
Aktiekurs	12,9 kr (2021-06-11)
Antal aktier, milj.	59,2
Börsvärde, mkr	764
Nettoskuld, mkr	33
Företagsvärde (EV), mkr	797
Webbplats	www.midsummer.se

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning	72,0	88,9	221,2	319,7
Just. EBITDA	-88,4	-64,4	-24,3	3,2
Just. Rörelseres. (ebit)	-112,8	-100,4	-64,3	-40,8
Just. Resultat	-131	-112	-76	-52
Just. Vinst per aktie	-2,21 kr	-1,90 kr	-1,29 kr	-0,88 kr
Omsättningstillväxt	-	23,5%	148,8%	44,5%
EBITDA-marginal	-123%	-72,5%	-11,0%	1,0%
Rörelsemarginal	-157%	-113,0%	-29,1%	-12,8%
Vinstmarginal	-181%	-126%	-34%	-16%
P/E-tal	-5,8	-6,8	-10,0	-14,7
EV/ebit	-7,1	-7,9	-12,4	-19,5
P/S-tal	10,6	8,6	3,5	2,4
EV/omsättning	11,07	8,96	3,60	2,49

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringstes

### Grön tillverkning i Sverige och diskret design

Stort fokus läggs från bolaget nu på solcellstak, ett område där vi ser stor potential. Bara den svenska marknaden har ett värde här på upp till 10 miljarder årligen. Med alltmer fokus från kunder på grön tillverkning kan Midsummer uppvisa svensktillverkade solcellspaneler med ett koldioxidavtryck som är 90 procent lägre än konventionella solpaneler. Allt större fokus på gröna tillverkningsprocesser från konsumenter passar bolaget väl. Bolagets fokus på tunnfilmssolceller med en diskret design innebär att de smälter in väl på de flesta tak. Beaktande den stora och långsiktiga investeringen ett solcellstak utgör så är detta en faktor som inte bör underskattas i valet mellan leverantörer. Bolagets solceller har även andra spännande applikationsområden, exempelvis på fordon som nu testas tillsammans med Scania.

### Försäljning av maskiner väntas återupptas 2022

Coronapandemin drabbade Midsummer i form av haltande försäljning av deras produktionsutrustning, DUO-maskinen. Bolagets bedömning är att situationen bör förbättras till hösten eller senast i början av nästa år. Det tvådelade fokuset, på produktionsutrustning och försäljning till slutkund, innebär att bolaget bearbetar marknaden från flera håll och kan verka för att accelerera utvecklingen. Tack vare ett teknologiskt försprång, få liknande produktionsprocesser och kontinuerlig utveckling är chansen god att bolaget lyckas bibehålla detta försprång även framöver.

### Stor potential på snabbväxande marknad

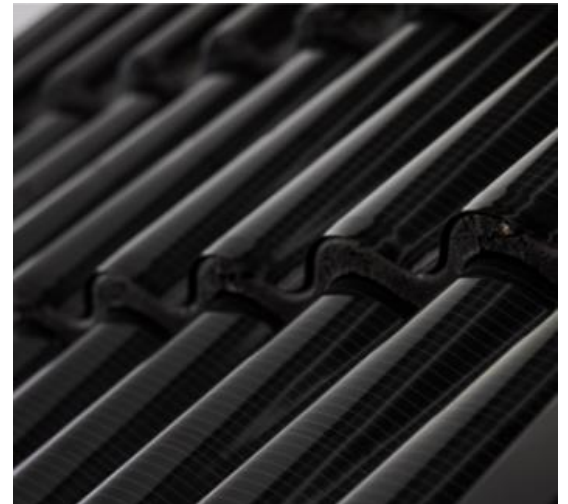
I våra prognoser antar vi en årlig omsättningstillväxt på 65 procent i genomsnitt de närmaste åren. Talar för att bolaget ska lyckas leverera det gör dels den starka orderboken, dels de expansiva satsningar bolaget gör i Europa. Effekterna av pandemin, bland annat den så kallade Green New Deal, har potential att kraftigt öka intresset och investeringarna i grön teknologi. Elektrifieringstrenden och alltmer uppmärksammade elbrister innebär också ett högre fokus både från kommersiella aktörer och privatpersoner på tillförlitlig elproduktion.

### Flera triggers för aktien i närtid

Baserat på en DCF-värdering och en relativvärdering ser vi ett rimligt motiverat värde i dag på 18–21 kronor per aktie på 12–18 månaders sikt. Största triggers i närtid är återupptagen försäljning av produktionsenheter, ett positivt utfall på byggplanerna i Italien samt kraftigt ökande försäljning av solcellstak. Osäkerheterna är många och vi ser störst risk i en kraftigt ökande kostnads massa samt en hårdnande konkurrenssituation. Bolaget har en unik teknologi och brett tekniskt kunnande och vi ser fram emot att följa utvecklingen under året.

## Svensktillverkade solpaneler

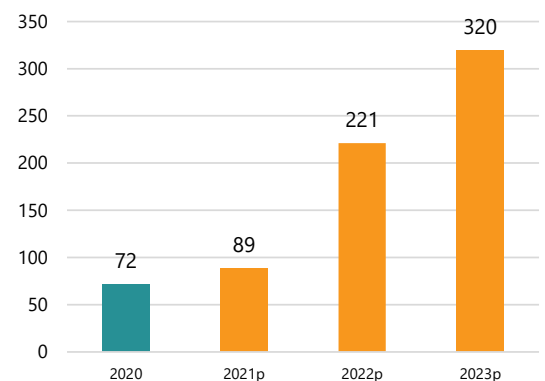
Midsummer erbjuder diskreta, effektiva och miljövänliga solpaneler tillverkade i Sverige.



Källa: Bolaget.

## Stark tillväxt i korten närmaste åren

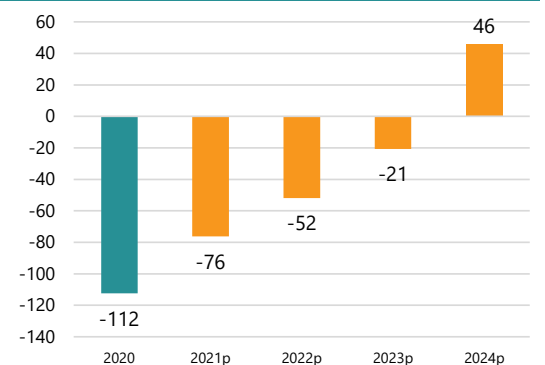
Nettoomsättning, 2020–2023P, i miljoner kronor



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

## Lönsamhet i sikte från 2024

Justerat nettoresultat, 2020–2024, i miljoner kronor



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

## Motiverat värde: 18–21 kronor

## Om Midsummer

Midsummer, med säte i Stockholm, är verksam inom solenergi-branschen. Bolaget innehar en världsledande teknologi för tillverkning av solcellstak och solcellspaneler och tillhandahåller både produktionsutrustning samt försäljning och installation av solcellspaneler. Bolaget grundades 2004 och börsintroducerades år 2018 på Nasdaq Stockholm First North. Bolaget leds i dag av vd och grundare Sven Lindström. Styrelseordförande är Jan Johansson.

### Historik

Midsummer har sin grund redan 2004. Grundarna kommer senast från DVD- och CD-industrin med stor erfarenhet av att skapa maskiner för tillverkning. Tillverkningen här kännetecknades av stor produktions effektivitet, med en kostnad på cirka 50 öre per skiva. Tanken var att vidareutveckla denna teknik till tunnfilmssolceller i syfte att försöka utnyttja denna effektivitet. Det initiala fokuset var på produktion av solceller men i samband med finanskraschen, år 2009, ändrades fokuset mot att i stället tillhandahålla tillverkningsutrustningen.

2013 mer än dubblerades omsättningen för bolaget när en större order mottogs från Polen och 2014 påbörjades samarbete, med flertalet internationella aktörer, för att påbörja utveckling av byggnadsintegrerade solpaneler. 2015 sålde bolaget sex DUO-maskiner, som tillverkningsmaskinen för solcellerna kallas, samt en större installation genomfördes av tunna och flexibla celler på Tele 2 Arena i Stockholm. Det goda momentum bolaget upplevde fortsatte in i 2016, med en full orderbok för nästkommande år och två levererade DUO-maskiner.

2017 lanserade bolaget de byggnadsintegrerade solpanelerna och omsättningen dubblerades för företaget. Året efter börsintroducerades Midsummer på Nasdaq First North Growth Market med ett börsvärde efter introduktionen kring 500 miljoner kronor och en teckningskurs på 16,20 kronor. 2019 lanserade bolaget sin nya produktionslina för byggnadsintegrerade solceller i Järfälla och den nya produkten Midsummer WAVE, världens första solpanel för takpannor, lanserades. Fjolåret var intensivt för bolaget. Midsummer lanserade PowerMesh Technology, en ny teknik för ökad effekt och diskretare utseende, startade ett nytt dotterbolag i Italien samt tecknade avtal på iberiska halvön. Den största solcellsordern någonsin i Sverige inkom också och en UNO-maskin såldes till UNSW Sydney, en prestigöorder till ett universitet världsledande inom solenergiteknik.

### Diskreta miljövänliga solceller

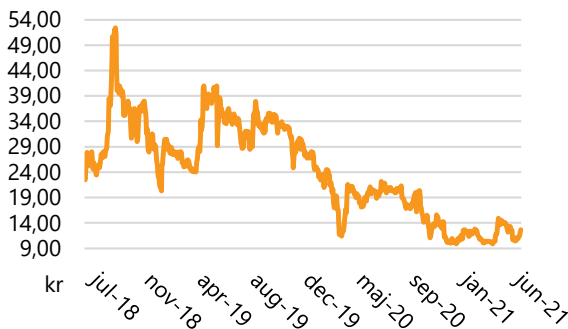
Midsummer är ett svenskt solenergi-bolag med säte i Stockholm som tillverkar diskreta, miljövänliga solcellstak.



Källa: Bolaget.

### Noterat på First North sedan 2018

Kursutveckling för Midsummer, noteringsdatum till 2021-06-04.



Källa: Refinitiv

### Huvudkontoret i Järfälla

Midsummers huvudkontor, forskningsavdelning och produktionsanläggning finns i Järfälla i Stockholm.



Källa: Bolaget

## Produkter

Bolagets produktportfölj kan delas in i två huvudsakliga delar; produktionsutrustning samt solceller och solpaneler. Gemensamt är att bolagets affärsmodell går ut på att äga hela värdekedjan; från produktionen av produktionsutrustningen till försäljning och installation av solcellstak.

## Tunntilmssolceller

CIGS-solceller skiljer sig från traditionella kisel-solceller genom ett antal faktorer. CIGS-solceller, även kallat tunntilmssolceller, kännetecknas av lägre materialanvändning. CIGS-solcellerna som Midsummer tillverkar innehåller inte heller det miljöfarliga ämnet kadmium. De består huvudsakligen av en blandning av koppar, indium, gallium och selen, till skillnad från monokristallina och polykristallina som innehåller kisel. Bolaget har under fjolåret förfinat denna teknik och lanserat vad de kallar Power Mesh Technology. Detta innebär solceller som saknar det vanliga synliga linjerna, vilket innebär minskad resistiv förlust i solpanelerna. Därtill så minskas skuggningen och mängden silver som används för att screentrycka linjerna på framsidan, en större aktiv area uppnås och solpanelerna blir mer visuellt diskreta.

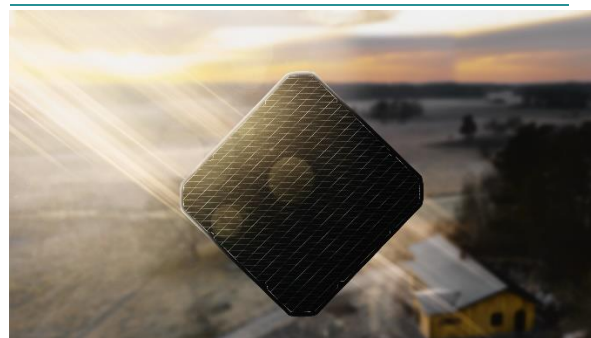
## Midsummer DUO

DUO är bolagets tillverkningsutrustning för CIGS-solceller. Produktionssystemet utgör världens enda nyckelfärdiga system för masstillverkning av kadmiumfria solceller på rostfritt stål. DUO-systemet har ett antal tydliga fördelar gentemot konventionell solcellstillverkning. Stålsubstraten som används i produktionen, som mäter 156x156 mm, passerar genom 25 separata processkammare i en obruten vakuumedja. Detta minskar därmed risken för kontaminering under tillverkningsprocessen. Klimatpåverkan för tillverkningen av bolagets unika böjbara tunntilmssolceller är uppemot 90 procent lägre än vid tillverkning av konventionella solceller. Detta för att det ljusabsorberande skiktet endast är någon  $\mu\text{m}$  (tusendels millimeter) tjockt samt att ingen glas eller aluminiumram behövs för panelerna och att tillverkningen av Midsummers solceller sker helt med förnybar energi.

Därtill så har grundarna använd kunskapen från masstillverkning inom CD- och DVD-branschen till att skapa ett högeffektivt system med en produktionstakt på en färdig solcell var 20:e sekund. Detta innebär några av de lägsta tillverkningskostnaderna i branschen, även vid tillverkning i mindre skala. Bolaget nyttjar därtill data-analys genom att varje enskild solcell får ett unikt ID. Detta ger tillgång till en stor mängd processdata och möjliggör kontinuerlig kvalitetskontroll och processutveckling. Produktionstekniken är världsunik och utgör idag den enda maskinen som kan massproducera CIGS-solceller på kommersiell basis. Maskinen väger cirka 8,5 ton

## 90 procent lägre klimatpåverkan

Bolagets val av tunntilmssolceller och produktionsteknologi innebär upp till 90 procent lägre koldioxidutsläpp än konventionella solceller.



Källa: Bolaget

## Högeffektiv volymproduktion

Bolagets tillverkning av solceller levererar en solcell var 20:e sekund, tillverkat i en obruten vakuumedja utan det miljöfarliga ämnet kadmium.



Källa: Bolaget

## DUO möjliggör massproduktion

Bolagets Produktionsenhet, Midsummer DUO, utgör idag en världsunik teknologi för massproduktion av CIGS-solceller på kommersiell basis.



Källa: Bolaget

Midsummer erbjuder också Midsummer UNO. UNO används inte i massproduktionssyfte utan är en uppgraderad version av DUO för användning inom avancerad solcells forskning. Systemet möjliggör högre flexibilitet och möjliggör större variationen i tillverkningsprocessen.

### Solcellstak

Bolaget säljer inte endast själva produktionsutrustningen utan tillhandahåller även slutprodukten i ett antal olika utföranden. Gemensamt för alla är nyttjandet av tunna, böjbara CIGS-solceller som skapar estetiskt tilltalande och diskreta solcellsinstallationer.

### Midsummer WAVE

Midsummer WAVE består av en unik, vågformad solpanel designad för tvåkupiga takpannor. Solpanelen är anpassad för att passa majoriteten av de mest populära takpannorna i Sverige. WAVE-panelen är endast 2 mm tunn med en vikt på 1,9 kg/panel och kräver ingen håltagning när monteringen sker på taket. Panelerna kan beträdas, installeras enkelt ovanpå befintliga tak och kräver inget bygglov för installation. Effekten är ungefär 110 Wp/m<sup>2</sup> och en verkningsgrad på upp till 16 procent.

### Midsummer SLIM

För plåttak erbjuder bolaget Midsummer SLIM, vilket är en kombination av tunna solpaneler och ett fasat plåttak. Detta innebär alltså en byggnadsintegrerad lösning där solpanelerna och det falsade plåttaket säljs tillsammans. Plåten och solpanelen har samma falsbredd och skapar ett diskret utseende på taket. Solpanelen integreras direkt i plåttaken i fabriken och säljs tillsammans med ett komplett takbyte. Bolaget framhåller att kunder, för samma pris som att beställa ett falsat plåttak, kan beställa Midsummer SLIM.

### Midsummer BOLD

Ytterligare en produkt bolaget erbjuder är Midsummer BOLD. Detta tak är skapat för papp- eller membrantak som har viktbegränsningar. Solcellstaket kan ersätta takpannor eller plåt och monteras utan att penetrera underlaget. Produkten är huvudsakligen inriktad mot större, platta industritak för stora installationer. Detta blir särskilt lämpligt för större platta tak med viktbegränsningar och brandsäkerhetsbestämmelser som innebär att tyngre kiselplattor inte kan installeras. Ingen penetration krävs av det undre, vattentäta skiktet och solpanelerna kan beträdas och snöskottning kan genomföras utan skada.

### Midsummer MAGNUM

Bolaget har också nyligen presenterat sin första 500 Watts-solpanel, Midsummer MAGNUM. Panelen innebär en installation med färre solpaneler och högre effekt och möjliggör enkel, kostnadseffektiv installation till större installationer.



## Marknaden

Midsummer är aktiva på solcellsmarknaden, både internationellt och i Sverige. Försäljning av solcellstak sker idag huvudsakligen inom Sverige medan tillverkningsutrustningen hittills endast sålts på export.

Solcellsbranschen expanderar kraftigt och solceller blir en alltmer vanlig syn på många tak runt om i landet. Installerad effekt i MW har ökat kraftigt i Sverige de senaste åren och denna utveckling spås fortsätta länge framöver. Enligt statistik från Energimyndigheten har totalt installerad kapacitet har ökat från runt 140 MW 2016 till strax över 1089 MW i slutet av 2020. Detta innebär en genomsnittlig årlig tillväxttakt på cirka 67 procent senaste fyra åren. Tittar vi närmare på installationer som understiger 20 kW, ofta villainstallationer, så är tillväxten något högre på 70 procent. Det är därmed uppenbart att användandet av solceller i Sverige ökar kraftigt, något som spås fortsätta av flera branschorganisationer. Samma myndighet framhåller i sina prognoser en förväntad dubbling av solcellsanläggningar på privata fastigheter fram till 2024. Bolaget estimerar marknaden i Sverige till hela 10 miljarder kronor per år för takbyten. Detta baseras på cirka 30 000 takbyten årligen plus ytterligare cirka 10 000 nybyggen, givet ett snittpris på runt 300 000 kronor.

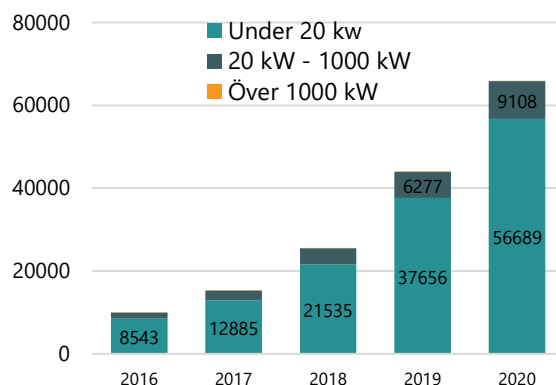
Även globalt är det svårt att blunda för det kraftiga momentum solcellsbranschen upplever just nu. IEA, internationella energirådet, spår i sina prognoser stabil tillväxt kommande femårsperiod globalt för solenergi där installerad kapacitet väntas öka årligen i ett basscenario med cirka 130 GW över åren 2023–2025. Detta kan jämföras med en tillväxt på kring 100 GW årligen 2017–2019. Rapporten framhåller också att investeringsviljan upplevs som god globalt och att regleringar från stater och myndigheter har möjlighet att accelerera denna utveckling kommande år.

Analyshuset Allied Market Research uppger att den globala solenergimarknaden 2018 värderas till strax över 52,5 miljarder dollar och att den väntas växa kring 21 procent årligen fram till 2026, för en värdering på 223,3 miljarder dollar. Även om detta även innehåller mer storskaliga solcellsinstallationer blir det ändå en tydlig indikation på den globala efterfrågan som existerar.

Genom att båda sälja solcellsinstallationer riktade mot slutkunder men även produktionsutrustning så får bolaget exponering mot en större del av denna växande marknad. Tydliga drivare framåt för större implementering av solceller har varit sjunkande kostnader, bättre lagringsmöjligheter, förändrade energipriser och regleringar från stater och myndigheter.

## Kraftig tillväxt i Sverige

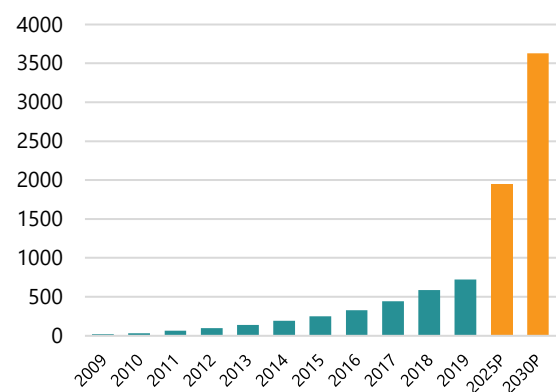
Antal solcellsanläggningar fördelat efter år och effekt, 2016–2020.



Källa: Energimyndigheten

## Kraftig tillväxt väntas

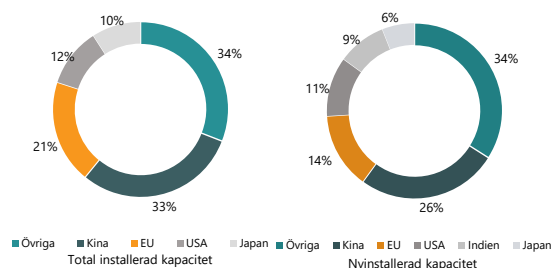
Producerad el från solceller globalt, 2006–2019 samt prognoser för 2025 och 2030, i TWh.



Källa: IEA

## Europa näst största marknaden

Sett till total installerad kapacitet och till årlig installerad kapacitet utgör Europa världens nästa största solcellsmarknad.



Källa: IEA

## Affärsmodell

Under det senaste året har bolaget pivoterat mot att huvudsakligen fokusera på försäljning av solpaneler till slutkund. Försäljning sker idag nästan huvudsakligen genom bolagets egen hemsida direkt mot slutkund, men arbete pågår med att knyta till sig allt fler partners och underleverantörer. Exempel på detta är det nyligen annonserade partnerskapet med tre bolag verksamma inom installationer av solcellstak; Kungstak i Göteborg, Aros Solceller i Väster/Mälardalen och Bjurströms Bygg på Värmdö. Samtliga bolag agerar som både återförsäljare och installatörer av Midsummers samtliga produkter. Bolaget erbjuder totalentreprenad och hjälper kunden från beställning till slutgiltig, färdig installation. Bolaget säljer sina produkter och installerar inom hela Sverige.

Installation av ett nytt solcellstak är ofta ett engångsköp av något större karaktär. Priset varierar med produkt och takstorlek men på bolagets hemsida kan man se prisexempel för en vanlig installation. För installation av Midsummer WAVE solcellspaket, för en villa med totalt 120 kvadratmeter takyta, landar kostnaden kring 170 000 kronor eller 283 000 kronor inklusive komplett takbyte. För Midsummer SLIM, som endast säljs med ett komplett takbyte, landar kostnaden någonstans kring 334 000 kronor. Dessa priser inkluderar ROT-avdrag samt ett grönt avdrag på totalt 15 procent. Eftermarknaden för solcellstak är ofta liten och består endast av en årlig kontroll.

Priset kan generellt sägas vara något högre än för traditionella kiselpaneler, vilket innebär att bolaget tidigare identifierat sin kundgrupp som huvudsakligen ett premiumsegment inom marknaden. Bolaget framhåller dock att det blivit tydligt i takt med den ökande försäljningen att den genomsnittliga kunden inte nödvändigtvis stämmer in i denna grupp. De installationer som genomförts hittills är ofta standardvillor av olika former i hela Sverige. De främsta konkurrensfördelar som bolaget upplever vid beställning av solcellstak från kund är det estetiska utförandet och det faktum att solcellstaken produceras helt och hållet i Sverige samt det låga koldioxidavtrycket.

Bolagets försäljning av produktionsanläggningar sker idag helt och hållet på export där Kina traditionellt har varit den huvudsakliga marknaden. Dock har bolaget tecknat order med bland annat Ryssland och Polen. Maskinerna säljs för ett pris på mellan 3,5 och 5 miljoner dollar, motsvarande ungefär 29–42 miljoner kronor. På detta har bolaget en bruttomarginal runt 70 procent. Den enskilt största köparen av maskiner har traditionellt varit bolaget Sunflare, ett amerikanskt bolag med säte i Kalifornien. Sunflare kontrolleras av familjen Gao, som också är storägare i Midsummer. Bolaget uppger att maskintillverkningen påverkats kraftigt negativt av Covid-19 pandemin, men bolaget estimerar att försäljningen kan återtas under 2022.

## Ökat fokus på slutkundsförsäljning

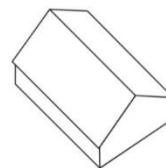
Bolaget har senaste året förnyat sitt fokus på försäljning av solcellstak direkt till kund.



Källa: Bolaget

## Med möjlighet till komplett takbyte

Flera av bolagets solcellstak säljs med möjlighet till komplett takbyte och bolaget har knyttit till sig ett antal samarbetspartners och återförsäljare. Nedan prisexempel på Midsummer WAVE.



### Prisexempel

Installation av Midsummer WAVE-solcellspaket på takpannor 5,5 kW  
Från: 169 000 kr

Komplett takbyte inkl. Midsummer WAVE Solcellspaket 5,5 kW  
Från: 283 000 kr

Sänk din månadskostnad redan från första månaden genom att flytta över bolänet till ett grönt bolån från Hemma.

Villa med 120 m<sup>2</sup> total takyta (seddatsk) varav 50 m<sup>2</sup> av taket täcks med solpaneler. *Prisexemplet inkluderar ROT-avdrag på 30 % och grönt avdrag på 15 %.*

Källa: Bolaget

## Maskinförsäljning på export

Midsummer DUO har hittills endast gått på export med en stor del av försäljningen till bolagets samarbetspartner Sunflare, aktivt på amerikanska och kinesiska marknaden.



Källa: Bolaget

## Ledning och styrelse

Bolaget leds av vd och grundare Sven Lindström. Sven Lindström kommer från en bakgrund inom CD-/DVD-industrin, bland annat som dotterbolagschef för M2 America Corp. Han har även varit produktchef för bolagets inspelningsbara CD-/DVD-format samt arbetat på Mannesmann VDO AG i Frankfurt och IBM. Sven Lindströms ägande uppgår till totalt cirka 1,1 miljoner aktier och cirka 9 500 teckningsoptioner. Styrelseordförande var från 2018 till årsstämman 2021 Jan Lombach, som också varit aktiv i styrelsen sedan 2006. Jan Lombach är advokat med bakgrund i riskkapitalbranschen och har även styrelseuppdrag i Cliens Kapitalförvaltning AB och Sveriges Aktiesparares Riksförbund. Jan Lombach äger idag cirka 3 miljoner aktier och 1,3 miljoner teckningsoptioner. Sedan den nyligen genomförda årsstämman är Jan Johansson ny styrelseordförande. Jan Johansson är f.d VD för bland annat SCA och Boliden och är även aktiv som styrelseordförande i Serneke, OrganoClick, Suominen samt styrelsemedlem i ett antal andra bolag.

I styrelsen ledningen återfinns också den andra grundaren, Eric Jaremalm, som finanschef. Eric Jaremalm har tidigare erfarenhet från bland annat Micronic Japan KK med ansvar för forskning- och utvecklingssamarbete med japanska halvledartillverkare. Eric Jaremalm's ägande uppgår till cirka 680 000 aktier. I styrelsen återfinns också Philip Gao, som innehar cirka 6,3 miljoner aktier. Philip Gao är verksam som vd för Sunflare, bolagets amerikansk-kinesiska samarbetspartner på den amerikanska och kinesiska marknaden. Familjen Gao var tidiga investerare i bolaget och Sunflare utgör den enskilt största kunden för bolaget för produktionsutrustning. Ägandet hos Liang och Philip Gao uppgår idag till 21,4 procent av bolaget. Från den nyligen genomförda årsstämman har också tre nya styrelseledamoter tagit plats i bolaget. Lisa Pers-Ohlsén, före detta marknadschef för Rusta och Comfort-kedjan, samt Claes Hofmann, styrelseordförande Kjellander Sjöberg Arkitektkontor AB och f.d vd för Sundvalls Byggnads AB. Även Johan Magnusson är ny styrelseledamot, som är aktiv som vd och koncernchef för Kährs Group. Under årsstämman avböjde Sven Lindström, Liang Gao och Eva Kristensson omval.

### Ägande per 2021-03-31

Liang Gao	10,7%
Philip Gao	10,7%
Cidro Förvaltning AB	7,4%
Nordea Nordic Small Cap	5,3%
Infologix (BVI) ltd.	5,1%
Jan Lombach privat och via bolag	5,1%
Skandia fonder	4,6%
H. Waldéus AB	3,4%
Länsförsäkringar Fonder	3,3%
SEB Life International	2,4%

Källa: Avanza

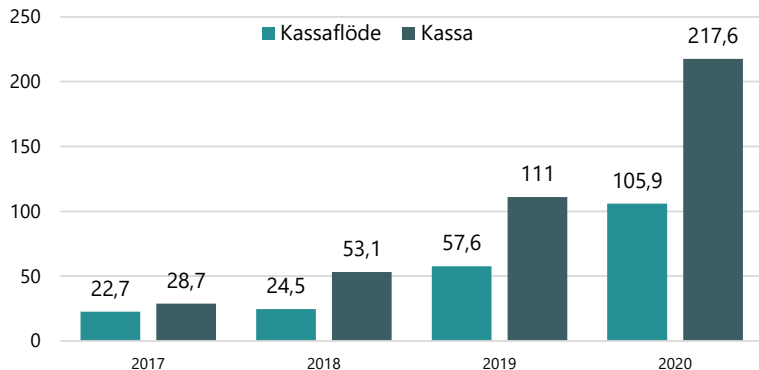


## Finansiell historik

Nettoomsättning senaste året för bolaget uppgick till cirka 72 miljoner kronor, en minskning från 184 miljoner kronor 2019 och 218 miljoner kronor 2018. Historiskt har försäljning av produktionsanläggningar stått för merparten av bolagets omsättning. Under 2019 så stod detta affärsområde, med försäljning, service och reservdelar, för cirka 97 procent av omsättningen och under 2020 var samma siffra cirka 84 procent. Under fjolåret, i takt med att restriktioner kring pandemin kraftigt påverkade maskinförsäljningen, har bolaget ökat fokus på försäljning av solcellstak och solcellspaneler. Tittar vi enskilt på denna del av verksamheten så ser vi att försäljningen av solpaneler och solcellstak ökat nära 99 procent från 2019 till 2020, från 5,7 miljoner kronor till 11,3. Första kvartalet i år uppgick nettoomsättningen till 7,4 miljoner kronor och solcellstak utgjorde 3,5 miljoner kronor av omsättningen, motsvarande cirka 47,2 procent av omsättningen. Det ökade fokuset på solcellstak är tydligt i orderboken efter första kvartalet, som uppgår till hela 17,1 miljoner kronor per sista mars. Ordergången under kvartalet uppgick till 9,9 miljoner kronor, vilket innebär en ökning med 551 procent från samma period föregående år.

### Stark kassa inför året

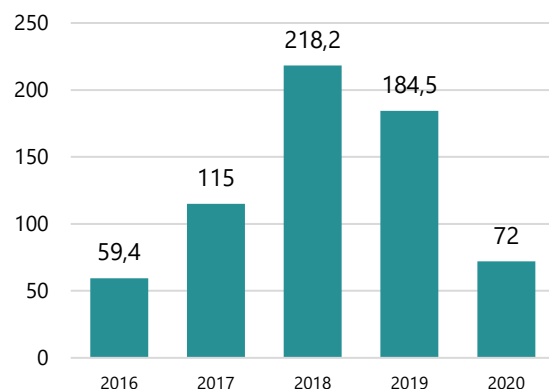
Kassaflöde och kassa, 2017–2020, i miljoner kronor. Källa: Bolaget.



Resultatet för Midsummer under fjolåret uppgick till -90,3 miljoner kronor (-40,3). Totala kostnader uppgick under 2020 till cirka 184,8 miljoner kronor (224,2), där den stora kostnadsskillnaden härrörs till högre råvarukostnader kopplat till den högre försäljningen. Första kvartalet innebar ett rörelseresultat på -23,7 miljoner kronor (4,1) och ett resultat på -27,3 miljoner kronor (0,6). Kassaflödet under 2019 uppgick till 57,6 miljoner kronor, med ett fritt kassaflöde på -132,2 miljoner kronor. Finansieringen inbringade här 200 miljoner kronor genom emitteringen av en grön obligation med löptid på 4 år om totalt 200 miljoner kronor. Under fjolåret hade bolaget ett kassaflöde på 105,9 miljoner kronor, där finansiering tillförde cirka 238,6 miljoner kronor under året. Midsummer lämnar det första kvartalet med likvida medel på 176 miljoner kronor och ett eget kapital på 229,9 miljoner kronor. Totala skulder uppgår till 240,3 miljoner kronor, med 208,5 miljoner kronor i långfristiga skulder.

### Tydlig pandemipåverkan i fjol

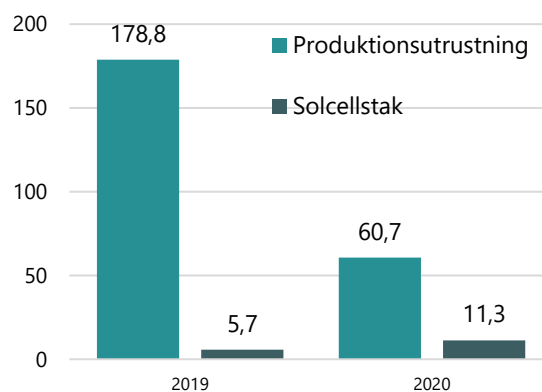
Nettoomsättning, 2016–2020, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget

### Ökande intäktandel från solcellstak

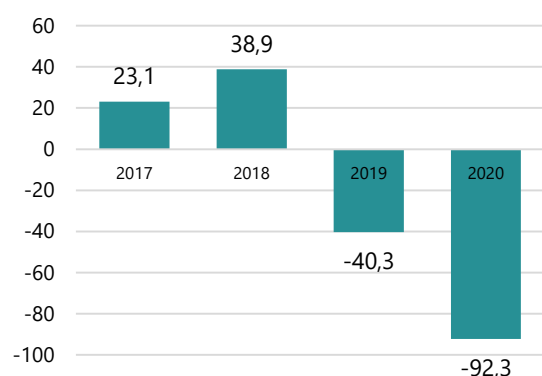
Sedan 2019 har bolaget rapporterat vilken andel intäkter som kommer från verksamhetsområde. Omsättning per affärsområde, 2019–2020, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget

### Röda siffror på slutet

Resultat efter skatt, 2017–2020, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget

## Händelser i närtid

Trots ett utmanande år till följd av pandemin har fjolåret och första kvartalet varit händelserikt för Midsummer med ett antal nya avtal, partnerskap och ordrar.

### Expansion i Europa

Under fjolåret annonserade bolaget att de påbörjat en expansion ut i Europa. I september förra året tillkännagav bolaget att samarbetsavtal tecknats med Rollgum Corp för att tillhandahålla takintegrerade solpaneler till kommersiella kunder i Spanien, Portugal och Andorra. Detta avtal följdes kort därefter upp med ytterligare två avtal som stärker bolagets närvaro på den Iberiska halvön, med Imperialum och Hiansa Panel. Utöver detta har bolaget, till följd av att produktionskapaciteten snart är nådd i den svenska fabriken, påbörjat en etablering i Italien. En fabrikslokal har köpts i Apulia-regionen, vilken är rankad etta i elproduktion från solceller, och ansökan om etableringsstöd har lämnats till den italienska staten. Bolaget uppger att respon- sen från myndigheterna hittills varit positiv och förhoppningen är att kunna publicera resultatet på detta inom kort. Detta innebär att bolaget, till bra finansieringsvillkor och på ett kassaflödespositivt sätt, kan inrätta storskalig produktion av tunnfilmsolceller i Italien. Detta kommer befästa Midsummer som Europas största producent av CIGS-solpaneler med en beräknad toppkapacitet på 50 MW årligen.

### Stärker balansräkningen för tillväxt

Under hösten 2020 genomförde bolaget en riktad emission samt en fullt garanterad företrädesemission. Totalt tillförde den riktade emissionen cirka 30,4 miljoner kronor och företrädesemissionen kring 253,5 miljoner kronor. Totalt, efter kostnader, innebar detta ett tillskott i kassan på 247,9 miljoner kronor. Syftet med emissionerna var att skapa nödvändigt kapital för expansion av produktionskapaciteten i Europa samt att utöka försäljnings- och marknadsorganisationen. Företrädesemissionen blev övertecknad och flera institutionella ägare samt styrelseordförande deltog. Utestående teckningsoptioner, med teckningsperiod mellan 1 november och 30 november 2021, uppgår totalt till 28,3 miljoner och vid full teckning innebär detta ytterligare tillskott på cirka 200 miljoner kronor. Totalt innebär detta att bolaget är starkt rustat för den kommande expansionen.

### Flertalet order

Under 2020 sålde Midsummer sin första produktionslina till det ryska bolaget Rusnano, som en del av ett ramavtal som presenterades i september 2019. Bolaget nådde därtill två ordrar för DUO-maskiner från en asiatisk kund och i oktober nådde bolaget sin största order hittills på solpaneler, där bolaget ska leverera produkten Midsummer BOLD till en industrifastighet i Flen. Detta innebär nästan 800 paneler motsvarande ca 157,8 kW.

### Tar positioner inom Europa

Bolaget har flyttat fram positionerna för sin europeiska expansion, genom samarbetsavtal på Iberiska halvön och inrättande av dotterbolag i Italien.



Källa: Imperialum

### Köper fabrik i Italien

Potentialen på italienska marknaden är stor och Apulia-regionen är ledande i solcellsanvändning.



Källa: Bolaget, Wikipedia

### Första leveransen till Ryssland

Under 2020 levererades första produktionslinan till det ryska bolaget Rusnano, en fortsättning på avtalet som knöts 2019.



**RUSNANO**  
Russian Corporation of Nanotechnologies

Källa: RUSNANO

## Prognoser

Historiskt har bolagets nettoomsättning nästan uteslutande kommit från bolagets försäljning av produktionsutrustning. Beslutet att fokusera på produktionsutrustning startade redan i samband med finanskrisen 2009 då bolaget identifierade större möjligheter här jämfört med försäljning av solpaneler till slutkund. Det senaste året har dock bolaget förnyat sitt fokus på försäljning av solpaneler till slutkund. Detta är dock inte helt nytt och redan 2018 fastställde bolaget att ett långsiktigt fokus att öka andelen intäkter från detta affärsområde. Detta grundar sig i det tekniska försprång bolaget har inom teknologin och en vilja att kapitalisera på detta för att ta en större del av denna framväxande marknad. För att landa i rimliga tillväxtantaganden de kommande åren behöver vi skapa oss en uppfattning om vad rimlig tillväxt kan vara inom de båda områdena.

### Försäljning av Produktionsutrustning

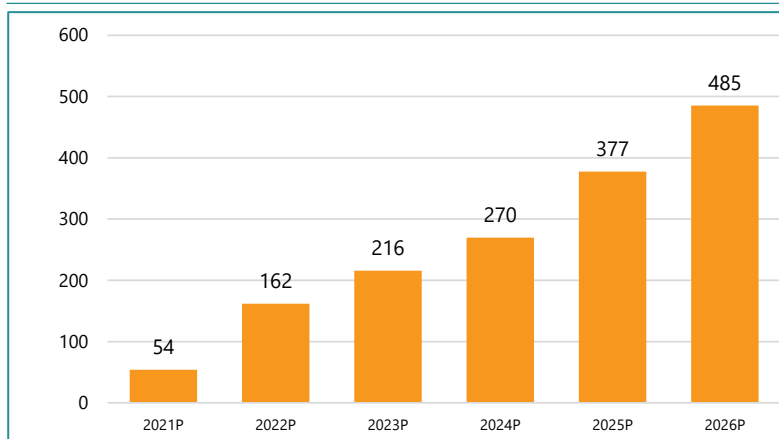
De senaste två åren har de totala intäkterna hänförligt till försäljning av produktionsutrustning uppgått till 178,8 miljoner kronor och 60,7 miljoner kronor. Utöver själva maskinförsäljningen erbjuds också slutkunden själva processen för att få tillgång till den mest effektiva produktionsteknik av solcellerna. Under 2019, vilket vi tittar på då 2020 snedvreds på grund av pandemin, så uppgick själva maskinförsäljningen till 114,7 miljoner kronor och process för solcellstillverkning på 47,6 miljoner kronor. Ytterligare 16,6 miljoner kronor kom in från eftermarknaden, där bolaget erbjuder service och andra underhållstjänster.

Framåtblickande har bolaget själva kommunicerat att maskinförsäljning väntas kunna återstarta tidigast till hösten innevarande år, alternativt början på nästa. Vi antar ett genomsnittligt pris kring 35 miljoner kronor per såld maskin och antar att merparten av maskinkunder även köper processtjänsten. Baserat på siffrorna från 2019 antar vi att processdelen står för ungefär 40 procent av den totala maskinförsäljningen och att serviceintäkter tillkommer på runt 10 procent av de totala intäkterna från maskin- och processförsäljning. Intäkterna från maskinförsäljning 2019 bör med våra antaganden innebära ungefär 3–4 enheter. Vårt att komma ihåg är dock att viss del av intäkterna kommer vid leveranstillfället, något som förklarar maskinförsäljningsintäkterna 2020 på 22,6 miljoner kronor. Detta bör alltså innebära att en maskin levererades under det året och resterande del av priset betalades vid beställningstillfället.

Vi antar att situationen normaliseras något framåt hösten för att bolaget sedan uppnår liknande siffror som under 2019 under nästkommande år. Det är något svårprognostiserat men nuvarande orderboken för produktionsutrustning, som uppgår till 102,3 miljoner kronor, ger en indikation på potentialen här. Vår uppfattning är att pandemiåret snarare försvårat slutfasen i avtalsarbetet och inte nödvändigtvis inneburit förlorad försäljning. Givet leveranstider på någonstans mellan 6–18 månader så antar vi att en maskinförsäljning/leverans sker under resten av 2021. Därefter antar vi att bolaget säljer omkring 3–4 maskiner under 2022, en siffra som vi antar öka med 1–2 maskiner årligen över prognosperioden. Tillsammans med antagen andel intäkter för process och service landar vi i följande prognoser:

## Prognos för Produktionsutrustning

Omsättning från affärsområdet Produktionsutrustning 2021P-2026P, i miljoner kronor.



Källa: Analysguiden

## Försäljning av Solcellstak

Inom affärsområdet Solcellstak har bolaget upplevt stark tillväxt på senaste tiden med en rekordstark ökning i orderboken senaste kvartalet. Denna tillväxt hamnar något i skymundan i rapporten till följd av minskad försäljning av maskiner men kan komma att utgöra en viktig tillväxtfaktor kommande åren för Midsummer.

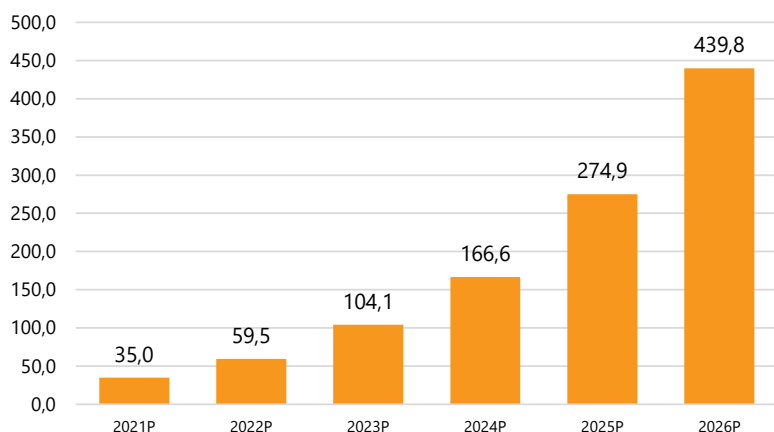
Under första kvartalet landade intäkterna från denna del av verksamheten på 3,5 miljoner kronor. Orderingången under kvartalet var hela 9,9 miljoner kronor och orderboken är vid kvartalets utgång 17,1 miljoner kronor. Det tydliga fokuset från bolagets sida på solcellstak har redan börjat ge effekt, något som vi väntar oss accelererar ytterligare i takt med att fler samarbetspartners knyts till bolaget. Vidare kommer utlandsexpansionen ge en kraftig skjuts, då länderna på Iberiska halvön och inom Italien är starka fästen för solenergi. Vi räknar på innevarande år en omsättning från försäljning av solcellstak kring 35 miljoner kronor. Detta innebär en tillväxt från föregående år på hela 514 procentenheter. Vi baserar detta tillväxtantagande på ett antal faktorer.

Installations- och leveranstiden för solcellstaken varierar men ett rimligt antagande bör vara att det tar omkring maximalt kring 4 månader från beställning till leveranstid, vilket överensstämmer med vissa kundberättelser som bolaget publicerat. Vi kan därmed anta att orderboken på kring 17 miljoner kronor i stort bör levereras i fullt under året. Vi antar sedan en genomsnittlig ordergång per kvartal under året på 6–7 miljoner kronor. Detta ligger under första kvartalets siffror men ger oss viss säkerhetsmarginal. Adderas vi sedan intäkterna från första kvartalet så ser 35 miljoner kronor innevarande år fullt rimligt ut.

Vi skissar därefter på en tillväxt över prognosperioden från det här affärsområdet som genomsnittligen uppgår till 66 procent årligen. Givet den starkt ökande ordergången, allt högre intresse för solceller och intensifierande marknadssatsningar så kan detta komma att vara lågt beräknat. Givet detta landar vi i följande intäktsprognoiser från försäljningen av solcellstak:

## Prognos för Solcellstak

Omsättning från affärsområdet Produktionsutrustning 2021P-2026P, i miljoner kronor.



## Kostnader

Bruttomarginalen de senaste åren har varierat mellan omkring 53 procent och cirka 63 procent under det senaste året. Tittar vi endast på bruttomarginalen från nettoomsättningen uppgick den under fjolåret till cirka 53 procent. Bruttomarginalen på försäljningen av produktionsutrustning ligger kring 70 procent. På Solcellstaken antar vi en bruttomarginal kring 35–40 procent, vilket ligger relativt i linje med jämförbara bolag som säljer solcellsprodukter till slutkund. Vi antar sammantaget en bruttomarginal över tid kring 40–50 procent.

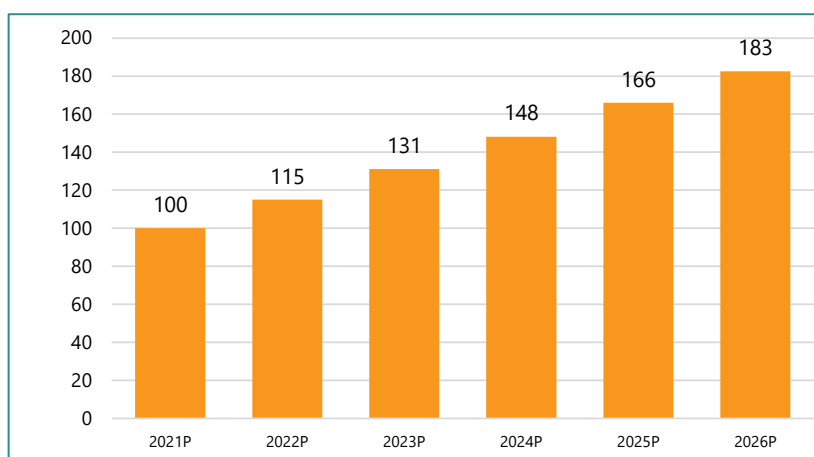
Övriga operativa kostnader exkluderat avskrivningar uppgick under fjolåret till 119,2 miljoner kronor, en ökning med cirka 40 procent från 85 miljoner kronor året innan. Detta är dock i stort hänförligt till valutakursförluster på totalt 29 miljoner kronor. Det är rimligt att anta att bolagets kostnadsmassa kommer fortsätta öka stadigt kommande åren i takt med att bolaget intensifierar sina satsningar utomlands. Dotterbolag har redan etablerats utomlands och när produktionsanläggningen i Italien startas upp kommer kostnaderna öka

ytterligare. Det är ett svårt läge att göra prognoser på då bolaget befinner sig i en snabbväxande fas av sin utveckling men ökningarna i kostnader på omkring 10–15 procent årligen ser inte otänkbara ut, för att sjunka över tid.

Vi antar att kostnaderna för innevarande år landar på kring 100 miljoner kronor. Givet utfallet på första kvartalet, då totala kostnader exkluderat varukostnader och avskrivningar, landade på 22,3 miljoner kronor så ser detta inte otänkbara ut. Det antar en tillväxt i kostnadsmassan drivet av den europeiska expansionen samt utökade försäljnings- och marknadsinsatser. Givet våra antaganden ovan landar vi därmed i följande prognoser för totala kostnader för Midsummer för prognosperioden:

### Prognos för totala kostnader

Totala kostnader för perioden 2021P-2026P, i miljoner kronor.



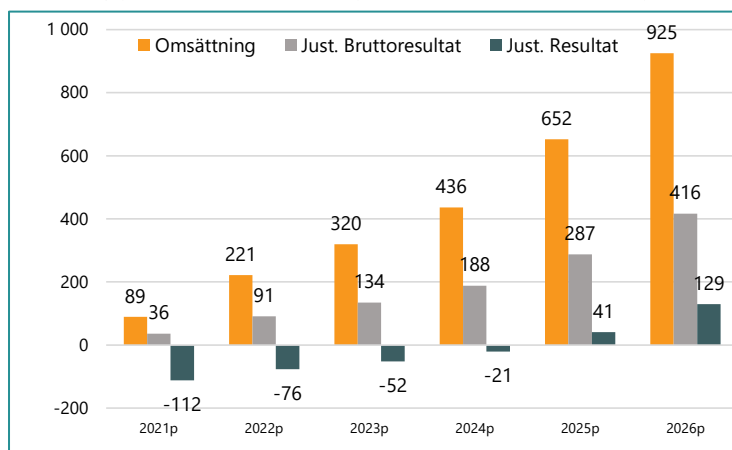
Källa: Analysguiden

### Sammanfattning prognoser

Nedan presenteras antagen nettoomsättning, justerat bruttoreultat och justerat resultat över prognosperioden 2021–2026. Resultaten är beräknade endast med nettoomsättningen och exkluderar därmed eget aktiverat arbete från intäkterna.

### Väntas vända till vinst 2025

Omsättning, justerat bruttoreultat och justerat resultat 2021–2026, i miljoner kronor.



Källa: Analysguiden

## Värdering

Vi värderar Midsummer genom en DCF-värdering över prognosperioden 2021–2026 samt med ett slutvärde. Slutvärdet varierar dels genom ett evighetsvärde och genom en exit-multipel på 4–6 gånger sista årets EBITDA-resultat. Diskonteringsräntan som används är 11,5 procent. Detta baseras bland annat på en systemisk riskpremie på 7,6 procent, ett storleksrelaterat tillägg på 3 procent och bolagets genomsnittliga låneränta. Vi antar vidare kontinuerliga investeringar från bolagets sida under prognosperioden för att bygga ut kapacitet och vidareutveckla bolagets teknologier. Vi nyttjar därtill 15 procents säkerhetsmarginal i beräkningarna i detta läge för att reflektera osäkerheten i prognoserna.

Riskfri ränta	2,0%
Systematisk risk premie	7,6%
Storlekspremie	3,0%
<b>WACC</b>	<b>11,5%</b>
CAGR 2021-2026	65%
Slutvärde, msek	2 113
EBITDA-multipel	4 - 6
<b>Enterprise Value, msek</b>	<b>1 289</b>
Kassa, msek	176
Långfristiga skulder, msek	209
<b>Börsvärde, msek</b>	<b>1255,6</b>
Antal utestående aktier, milj.	59,2
Säkerhetsmarginal i %	0 - 15%
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>18-21</b>
Senaste värde, 2021-05-11, SEK	12,90
Uppsida/nedsida	40 -63%

Källa: Analysguiden

DCF-värderingen innebar att vi landar i ett motiverat värde i nuläget på 18–21 kronor, på 12 – 18 månader sikt. Detta innebär en P/S värdering på antagen försäljning 2022 på kring 6. Tittar vi på jämförbara bolag aktiva inom solenergiindustrin, noterade i Norden, så värderas de i genomsnitt till vid analystillfället till kring 10 gånger senaste 12 månaders rullande omsättning. Skillnader är dock många vid jämförelse med andra solenergi-bolag. Midsummer adresserar i stort något annorlunda marknad och särskiljer sig i produktutbudet med ett fokus på tunnfilmssolceller och egen produktion. Därtill är många bolag i jämförelsegruppen som adresserar industriella aktörer eller driver större solcellsinstallationer. Jämförelsen ger ändå en fingervisning på hur solenergi-bolag värderas. Vid analystillfället värderas Midsummer likt branschen till cirka 10 gånger senaste tolv månadernas omsättning, men vi ser det rimligt som att anta viss multipelkontraktion i takt med att bolaget växer kraftigt. Bolaget har i genomsnitt värderats till mellan 5 och 10 gånger omsättningen och antagandet ser därmed rimligt ut i dagsläget. Antar vi i stället en P/S-värdering i det högre spannet av jämförelsebolag, kring 9–10, innebär det en rikt Kurs uppemot 25–30 kronor.

## Utrymme för höga värderingar

Värderingar för solenergi-bolag noterade i Sverige, baserat på 12 månaders rullande resultat.

Rullande 12 månader	P/S	EV/S	P/EBITDA	EV/EBITDA	P/E	EV/E	Omsättning
Absolicon	28	27	-14	-13	-15	-14	11
Clean Industry	11	8	-4	-3	-4	-3	5
Etrion	3	3	3	3	4	4	295
Implementa Sol	3	3	-93	-90	-91	-87	7
Midsummer	10	10	-10	-10	-6	-7	77
Parans Solar	28	22	-5	-4	-4	-3	4
SavoSolar	1	1	-2	-1	-1	-1	56
SolTech Energy	3	4	19	27	-16	-22	592
<b>Medel</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>-13</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>	<b>131</b>
<b>Median</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>56</b>

Källa: Bolagens finansiella rapporter, Avanza, Refinitiv

## Risker

Midsummer står inför ett antal risker både långsiktigt och i närtid. Bolaget tillhandahåller en avancerad teknologi och har befast ett teknologiskt försprång gentemot många konkurrenter på marknaden. Dock pågår utvecklingen i snabb takt och risken existerar att nya, mer effektiva och billigare teknologier utvecklas av konkurrenter. Detta innebär dels att bolaget kontinuerligt måste utveckla och investera i befintlig teknologi för att möta kontinuerligt förändrade behov från marknaden. På samma not så befinner sig bolaget på en marknad med ett flertal aktörer och risken existerar för prispress och andra aspekter som försvårar bolagets ambitioner att ta större marknadsandelar.

Därtill utgör samarbetet med Sunflare Inc en riskfaktor på sikt. Sunflare samarbetar med bolaget gällande både produktion och försäljning på den kinesiska och amerikanska marknaden och ansvarar även för finansiering av solcellsfabriken i Kina och Asien. Detta innebär att bolaget blivit en av de större kunderna till Midsummer och står för en stor del av omsättningen och resultatet hittills. Sunflare är därtill fortsatt största ägare i bolaget. Trots att risken bedöms som låg och utfallet hittills har varit gynnsamt finns en risk att samarbetet inte utvecklas som tänkt, vilket kan få markant påverkan på både omsättning och resultat för bolaget.

Bolaget är ännu relativt tidiga i sin utlandsexpansion och risken existerar att produkterna inte får fäste som det är tänkt. Skulle utfallet med nya produktionsanläggningen i Italien inte bli gynnsamt skulle även bolaget tvingas investera större summor än förväntat för att öka produktionskapaciteten.

Bolaget har idag en välfylld kassa inför kommande expansion, men är ännu inte lönsamma och kassaflödet under första kvartalet uppgick till -42,3 miljoner kronor. Ytterligare kapital kan tillföras i samband med teckningsoptionernas lösen men risken existerar att bolaget behöver genomföra fler emissioner framöver för att säkra driften, vilket skulle innebära en utspädning av aktieantalet. Antar vi ett kassaflöde likt första kvartalet kommande perioder innebär det att bolaget är finansierat ungefär fyra kvartal framåt.



## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikerna Nils Hellström och Johan Hellström äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Nils Hellström & Johan Hellström