

Stora avtal bäddar för kommersiellt genombrott

Tunga samförståndsavtal och avsiktsförklaringar

Tredje kvartalet har inneburit ett antal större avtal och avsiktsförklaring för Swedish Stirling. Den första juli meddelade bolaget att man tecknat samförståndsavtal med Samancor för installation av upp till 135 PWR BLOK enheter på deras smältverk TC Smelter, Ferrometals och Tubatse Alloys. Under kvartalet slutförde man även installation en PWR BLOK enhet på TC Smelter smältverket, enligt ett tidigare avtal med Samancor. I augusti slöts ytterligare två avsiktsförklaringar, med Glencore och Richards Bay Alloys. Avtalet med Richards Bays Alloys rör upp till 18 PWR BLOK enheter, om ett värde av cirka 167 miljoner kronor. Glencore avtalet rör upp till 88 PWR BLOK enheter, ett avtal potentiellt värt över 700 miljoner kronor. Sammantaget har bolaget därmed avtal i pipelinen för försäljning i miljardklassen.

Avtal med ABB bäddar för volymleveranser

Kvartalet i stort har kännetecknats av en förberedelse för kommande volymleveranser av PWR BLOK enheter, vilket bolaget förväntar sig inleda under andra halvåret 2021. Detta innebär att man nu utvecklar senaste versionen av sin produkt, benämnd PWR BLOK generation 3. Fokus ligger just nu på att minska produktionskostnaderna och förenkla serieproduktionen. I detta syfte meddelade bolaget i slutet av oktober att man ingått tekniksamarbete med ABB för leverans av komponenter och system till bolagets PWR BLOK enheter.

Blickar mot nya marknader

Bolaget har idag nått avtal med de största ferrokromproducenterna i Sydafrika och den större kommersiella uttrullningen förväntas komma igång under 2021. Bolaget uppger att man aktivt tittar på andra marknader utöver Sydafrika och potentialen är stor inte bara inom ferrokromindustrin utan även inom andra områden där restgaser existerar. På den Sydafrikanska marknaden uppger bolaget att regeringen föreslagit en exportskatt på krommalm, vilket kommer verka till Swedish Stirlings fördel. En exportskatt skulle innebära att den inhemska masugnsindustrin i Sydafrika skulle stärkas, vilka utgör bolagets huvudsakliga marknad. En potentiell framtida marknad som nämndes i en nylig intervju med bolaget är Kina.

Swedish Stirling

Rapportkommentar

Datum 13 november 2020
Analytiker Nils Hellström & Johan Hellström

Basfakta

Bransch Miljöteknik
Styrelseordförande Sven Sahle
Vd Gunnar Larsson
Noteringsår 2016
Listning First North Premier
Ticker STRLNG
Aktiekurs 13,60 (2020-11-13)
Antal aktier, milj. 92,1
Börsvärde, mkr 1252,5
Nettoskuld, mkr 59,4
Företagsvärde (EV), mkr 903
Webbplats www.swedishstirling.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2018	2019	2020p	2021p
Omsättning	58,3	45,2	50,0	55,0
Rörelseres. (ebit)	-14,9	-100,9	-20	-28
Nettoresultat	-19,1	-127	-60	-55
Vinst per aktie	-0,21 kr	-1,38 kr	-0,65 kr	-0,60 kr
Omsättningsstillväxt	12,2%	-22,5%	10,6%	10,0%
Rörelsemarginal	-25,6%	-223,2%	-40,0%	-50,9%
Vinstmarginal	-33%	-281%	-120%	-100%
P/E-tal	-65,5	-9,9	-20,9	-22,7
EV/ebit	-90,1	-13,3	-67,1	-47,9
P/S-tal	21,5	27,7	25,0	22,7
EV/omsättning	23,03	29,70	26,85	24,41

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Starkt genomslag på kort tid

Sammantaget har kvartalet visat på att Swedish Stirling, på relativt kort tid, lyckats nå en imponerande marknadspenetration inom den Sydafrikanska ferrokromindustrin. Skulle samtliga avsiktsförklaringar nyttjas till fullo innebär det intäkter på över 2 miljarder kronor. Det varma mottagandet och den korta tiden det tagit för bolaget att nå stora avtal talar väl för deras teknik och säljarbete. Nästa utmaning består nu i en framgångsrik volymutrustning under andra halvan av 2021.

Blickar mot huvudlistan

I början av november avnoterades bolagets aktie från NGM Nordic SME och den handlas nu på First North Premier. Detta är ett steg i bolagets ambition att långsiktigt ta upp aktien till Nasdaq Stockholms huvudlista. Att aktien handlas på större aktielistor har flera fördelar, då det bland annat för mer uppmärksamhet till bolagets aktie och därmed skapar ett större synlighet för exempelvis institutionella investerare. Intresset för bolaget är fortsatt högt, vilket blev uppenbart i den riktade emissionen tidigare i år där bland annat Daniel Ek från Spotify medverkade. Bolagets aktie har haft en imponerande utveckling de senaste månaderna och ökat nästan 50 procent sedan vår initieringsanalys.

Inga överraskningar i siffrorna

Kvartalet innebär inga större överraskningar från bolaget som ännu inte rapporterar någon nettoomsättning. Intäkterna uppgick till 7 miljoner kronor (9,5), helt bestående av eget aktiverat arbete. Periodens resultat står ut, då det nästan fördubblats till -21,7 miljoner kronor mot 11 miljoner kronor samma period 2019. Detta är i stort på grund av högre finansiella kostnader. Man lämnar kvartalet med en stark kassa på 101,4 miljoner kronor och under kvartalet har teckningsoptioner motsvarande 350 000 nya aktier nyttjas, vilket tillfört bolaget 0,8 miljoner kronor. Med en mycket stark kassa och ett kassaflöde för perioden på -25,1 miljoner kronor ser bolaget fortsatt stabilt ut och på god finansiell grund.

Stark tillväxt förväntas från 2022

Vi bibehåller våra prognoser om stark tillväxt från 2022 och ser fram emot att se resultaten av bolagets kommersiella utrustning senare under 2021. Swedish Stirling ser fortsatt unikt positionerande ut för att lösa ett allt akutare problem på ett sätt som inte bara har ekologiska fördelar utan även ekonomiska. Vi ser fortsatt motiverat värde på 16–20 kr i aktien genom en DCF värdering med en årlig tillväxttakt över perioden på cirka 30–35 procent, en diskontoreringsränta på 12 procent och evighetstillväxt om 3 procent.

Marknad på över 80 miljarder USD

Stor marknad för restgaser globalt

Marknaden PWR BLOK

- **Ferrokrom Sydafrika¹⁾**
>550 enheter/
USD 450m
- **Ferrolegeringar globalt²⁾**
6 500 enheter/
USD 5bn
- **Restgas³⁾**
100 000 enheter/
USD 80bn

Källa: Bolag

Stora avtal i pipelinen

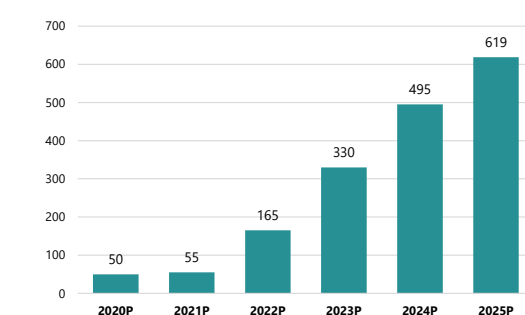
Antar vi en enhetskostnad i likhet med Richard Bay Alloys avtalet så innebär bolagets samtliga avsiktsförklaringar väldigt stor intäktspotential kommande åren.

Kund	Antal	Försäljningsvärde
Samancore	Upp till 135	1252 miljoner kronor
Richards Bay Alloys	18	167 miljoner kronor
Glencore	Upp till 88	816 miljoner kronor

Källa: Bolaget

Stark tillväxt väntas kommande år

Analysguiden intäktsprognoser i miljoner kronor.



Källa: Analysguiden

Motiverat värde: 16–20 kr

Kort om Swedish Stirling

Swedish Stirling (bolaget) grundades år 2008 av nuvarande Vd Gunnar Larsson och är ett svensk miljöteknikbolag med huvudkontor i Göteborg. Bolagets teknologi är baserat på stirlingmotorn, en teknologi med anor från 1800-talet. Genom en evig licens från båtvarvet Kockums på deras högeffektiva stirlingmotor har bolaget utvecklat produkten PWR BLOK. PWR BLOK säljs för närvarande till ferrokromindustrin i Sydafrika, där den används för att ta vara på värmen från gasfacklingen och omvandla den till elektricitet. PWR BLOK får både ekonomiska och ekologiska fördelar för kunden, då elektricitet i många fall är metallindustrins största kostnader. Vidare möjliggör teknologin stora minskningar i utsläpp av koldioxid, då den tar vara på befintlig energi och därmed minskar elförbrukningen som helhet. Bolaget grundades under namnet Ripasso Energy. Det initiala fokuset var på solparaboler med stirlingmotorer men bolaget började inleda studier på användning inom restgaser redan 2015. 2016 börjsintroduceras bolaget på NGM Nordic-MTF och året därpå även i Tyskland på Börse Stuttgart. Bolaget är sedan den 6 november i år noterat på First North Stockholm.

Bolaget har nått ett antal större avtal med flera av de ledande ferrokromproducenterna i Sydafrika. Totalt har bolaget med Samancore, Glencore och Richard Bay Alloys avsiktsförklaringar på totalt 241 PWR BLOK enheter, vilket med ett uppskattat försäljningspris på 8 miljoner kronor per enhet innebär affärer i miljardstorleken. Med dessa avtal har bolaget redan 3 år efter etableringen av produkten nått avsiktsförklaringar motsvarande nästan halva den Sydafrikanska marknaden.

Swedish Stirling leds idag av grundare och Vd Gunnar Larsson. Gunnar har en civilingenjör utbildning från Chalmers och har stor tidigare erfarenhet som företagsledare. Han kommer senast som Vd för skeppsvarvet Kockums och var innan det divisionschef på Ericsson. Gunnar Larsson innehar 2 miljoner aktier i bolaget, vilket motsvarar strax under 2,5 procent av kapital och röster. Inom resten av ledningen återfinns bred erfarenhet av företagande och ett stort tekniskt kunnande. Ordförande är sedan 2015 Sven Sahle, vars ägande uppgår genom bolag till 33,48 procent. Tillsammans med de andra storägande styrelseledamöterna Andreas Ahlström och Erik Wigertz kontrollerar styrelsen genom bolag långt över 50 procent av bolaget. Under året valdes även Carina Andersson in som styrelseledamot i bolaget. Hon har en gedigen bakgrund inom svensk metallindustri och har bland annat innehavt ledande positioner i bolag som Sandvik, Ramnäs Bruk och Fagersta. Hon har därtill bred erfarenhet från styrelseuppdrag från en mängd olika industri- och metallföretag.

Tar vara på outnyttjad energi

Bolagets PWR BLOK teknologi använder restgaser från metallindustrin för att generera elektricitet.



Källa: Bolaget

Motsvarar elen från 700 hushåll

En PWR BLOK enhet har en årlig nettoeffekt på 3500 MWh, vilket motsvarar cirka elförbrukningen av 700 hushåll på årsbasis.



Källa: Bolaget

Effektivaste minskningen i CO2

Lloyds Register har bekräftat att varje investerad krona i PWR BLOK i Sydafrika ger en koldioxidbesparing på 0,51kg, vida överstigande något annat tillämpligt energislag.



Källa: Bolaget

Teknologi och produkt

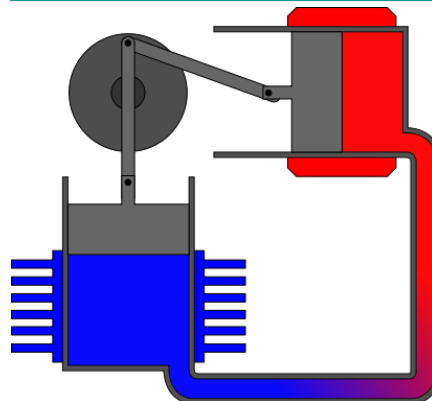
Swedish Stirlings huvudsakliga teknologi är stirlingmotorn, en teknologi med långa anor. Stirlingmotorn är en värmemotor där man utnyttjar temperaturskillnader för att skapa en mekanisk rörelse. Detta åstadkoms genom att man värmer och kyler olika delar av en behållare, vilket gör att gasen i behållaren expanderar och kontraherar. Denna volymförändring leder i sin tur till att en kolv rör sig fram och tillbaka, vilket kan användas för att exempelvis driva en generator. Stirlingmotorn uppfanns redan tidigt 1800-tal men dess användning har hittills varit relativt begränsad. Motorn används idag i bland annat vissa solkraftverk samt inom bland annat den svenska ubåtsflottan.

Baserat på stirlingteknologin har Swedish Stirling utvecklat produkten PWR BLOK 400-F – en containerbaserad stirlingmotor för industrin. Teknologin är baserad på en evighetslicens som bolaget erhållit från försvarsvarvet Kockums på deras världsledande stirlingmotor vilket har vidareutvecklats för industrins behov. PWR BLOK använder restgaserna från industriella tillverkningsprocesser som värme för att sedan producera elektricitet. Detta möjliggör energibesparingar, stora kostnadsreduceringar samt minskning av koldioxidutsläppen. De 14 stirlingmotorerna levererar en sammanlagd nettoeffekt på 400 kW.

Containerlösningen innebär att enheten är flyttbar och relativt enkel att installera. Den installeras i närhet av exempelvis masugnen och istället för att restgaserna facklas i en större låga så leder bolaget restgaserna direkt till PWR BLOK:et där 14 mindre gasfacklor brinner mot stirlingmotorerna inuti containern. Elektricitet genereras sedan genom de anslutna generatorerna i containern och kan matas tillbaka direkt till masugnen. PWR BLOK har en livslängd på minst 25 år och gasen inuti cylinder är en arbetsgas som inte behöver fyllas på under tiden. Den främsta styrkan med PWR BLOK teknologin är dock den höga energieffektiviteten och låga elektricitetskostnaden den åstadkommer. Swedish Stirling har i tester i Sydafrika uppvisat elproduktion till ett jämförelsepris på 21 öre /kWh, med hjälp av restgaser från ferrokromindustrin. Detta innebär 44 procent lägre kostnad är geotermisk producerad el, som framhålls av Annual Energy Outlook 2019 som den näst billigaste energikällan. Den låga energikostnaden har också bekräftats av Lloyds register. Jämför man energikostnaden med sol och vind så är dessa källor minst dubbelt så dyra per kWh. Lloyds Register bekräftar även att PWR BLOK ger större koldioxidbesparingar per investerad krona än något annat energislag.

Motor med överlägsen effektivitet

Bolaget har uppnått en effektivitet på 32 procent i omvandling från värme till elektricitet, vilket vida överstiger konkurrenter.



Källa: Bolaget

Används i svenska ubåtar

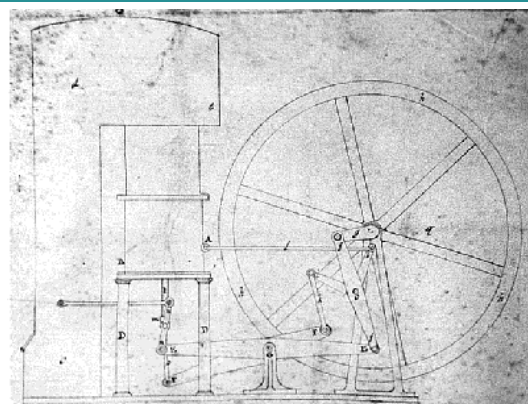
Stirlingmotorn används idag omfattande bland den svenska ubåtsflottan.



Källa: Bolaget, Försvarsmakten

Teknologi med anor från 1800-talet

Stirlingmotorn uppfanns först av Robert Stirling i mitten på 1800-talet.



Källa: Bolaget

Marknad

De många fördelar som stirlingmotorn har gentemot andra traditionella motorer gör den särskilt lämpad som ett miljövänligt alternativ för elproduktion. Enligt Internationella Energi-myndigheten (IEA) uppgick den globala elproduktionen år 2017 till 25 721 TWh, vilket motsvarar en 100 procent ökning sedan 1990-talet. Detta är ett behov som förväntas öka kommande årtiondena, med hela 37 procent fram till 2040. Den globala elproduktionen domineras än idag av kol och naturgas. Förnybara bränslekällor står dag för endast omkring 25 procent av den globala elproduktionen, med vattenkraft som den mest framträdande energikällan. Till följd av de många negativa miljöeffekterna av fossila bränslen läggs riktas allt mer uppmärksamhet mot förnybara alternativ. Behovet att ställa om energianvändningen till förnybara källor är särskilt uppenbart inom industrin. Enligt IEA utgör den industriella sektorn 2018 den största användaren av elektricitet i världen.

Som ett led i att ställa om till mer hållbara energikällor har Swedish Stirling identifierat restgaser inom industrin som ett område med stor outnyttjad potential. Inom ett stort antal industrier och andra verksamheter finns tillverkningsprocesser som ger upphov till restgaser. Dessa restgaser eldas till stor del upp idag, i en process som kallas gasfackling eller fackling, där restgaserna medveten antänds. Enligt IEA stod gasfackling år 2018 för över 275 ton koldioxidutsläpp och ytterligare utsläpp till följd av den orena naturen av gasen. Myndigheten framhåller att gasfackling har minskat sedan 2003 men man är ännu långt ifrån att uppnå de högt ställda utsläppsmålen. Enligt uppgifter från OPEC så facklar oljeindustrin bort 145 miljarder kubikmeter gas årligen, vilket i energi motsvarar mer än hela Afrikas elkonsumention. Metallindustrin som också är framträdande inom produktionen av restgaser är därtill extremt elintensiv. I Sydafrika så uppgår elektricitetskostnaderna till omkring en tredjedel av de totala kostnaderna inom ferrokromindustrin.

Swedish Stirling har hittills fokuserat huvudsakligen på den Sydafrikanska ferrokromindustrin. Detta har varit ett medvetet val av bolaget, där man fokuserat på att etablera en stark närvaro på en marknad initialt för att sedan expandera till andra industrier och geografiska områden. Beaktandes den eventuella tvekan hos industriella aktörer inför ny, kapitalbindande teknologi så är detta ett mycket lämpligt val som skapar förtroende för tekniken och bolaget. Ferrokrom är en viktig råvara som används vid tillverkningen av rostfritt stål. Ferrokrom är en ferrolegering, vilket innebär en legering mellan järn och metallen krom. Ferrokromproduktionen är mycket energikrävande och omkring hälften av energin i processen omvandlas till restgas. Sydafrika utgör en av världens största ferrokromtillverkare och står för omkring en tredjedel av den globala produktionen.

Disclaimer

Aktiespararna, 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.

Ansvariga analytiker:

Nils Hellström och Johan Hellström