

# Meltron AB (publ)

## Ny partnerstrategi trigger för aggressiv tillväxt

**Analys:** Andreas Eriksson | **Datum:** 2021-10-01 | Denna analys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se [emergers.se](https://emergers.se).

Med en teknik och funktionalitet i toppklass siktar Meltron på att skala upp försäljningen rejält via strategiska partnerskap inom de nischer av LED-marknaden som växer allra snabbast. Efter släppta pandemirestriktioner siktar bolaget på att omsätta den rekordstora orderboken till intäkter på 200 MSEK inom tre år. Vårt något mer konservativa basscenario ger fortfarande stöd för en rejäl uppsida med ett motiverat värde på 0,19-0,22 SEK per aktie på 24 mån sikt, justerat för utspädningseffekten från kommande kapitaltillskott och en 30% rabatt med hänsyn till bolagets historik och osäkerheter förknippade med verkställandet av den nya planen.

### Strategiomvandling med fokus på försäljning

Trots Meltrons inriktning på premieprodukter till nischer och kunder med låg priskänslighet har Meltron haft svårt att skala upp försäljningen och kapitalisera på potentialen i sin teknik. På en global marknad som årligen väntas växa med 12,5% och nå 136 miljarder USD 2028 ska Meltron nu på allvar etablera sig genom strategiska partnerskap inom tre av de nischer som växer allra snabbast och där kraven på produkterna är som högst. Med en strategiomläggning ökar bolaget sitt fokus på försäljning och utväxling på bolagets starka produktportfölj, dels genom stärkt egen direktförsäljning, dels genom partnerskap med globala spelare i olika segment. Drivet av en ökad volym och en gynnsam utveckling av produktmixen ser vi förutsättningar för bolaget att lyfta bruttomarginalen från förra årets 24%, mot 40% om några år.

### Prestigeavtal vittnar om premiumkvalitet

Trots en energireducerande konkurrensfördel på 20% jämfört med andra premiumprodukter marknaden menar Meltron ändå att deras främsta styrka ligger i det mervärde de kan erbjuda sina kunder, i form av högre säkerhet, bättre ljus och lägre livscykelkostnader. Med 25 år av forskning och utveckling satsar Meltron på att positionera sig i marknadens toppskikt, en position som bekräftades när bolaget i dagarna meddelat att man tillsammans med Huawei avser arbeta fram en gemensam strategi för hållbara städer. I våras presenterade man även att ett större pharmabolag valt Meltrons lösningar för sina produktionsanläggningar, vilket öppnar upp dörrarna till både ytterligare anläggningar hos kunden i fråga men även resten av läkemedelsbranschen.

### Rekordstor pipeline redo att omsättas

I Meltrons nyligen annonserade säljstrategi ingick även högt uppsatta försäljningsmål. Vårt base case representerar en något försiktigare utveckling än vad bolaget självt räknar med, vilket vid en jämförelse med noterade jämförelsebolag ändå ger stöd för en betydande uppsida i aktien. Trots risker såsom förseningar och utförande av uppskalningen ser vi stöd för ett motiverat värde på 0,19-0,22 SEK per aktie på 24 mån sikt efter justering för utspädningen vid kommande kapitalanskaffning och en rabatt på 30% med hänsyn tagen till bolagets historik där man haft problem att skala upp.

MSEK	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Revenue	1	3	6	18	38
EBITDA	-5	-18	-18	-17	-7
EBIT	-7	-21	-22	-21	-11
EPS Adjusted	-0,36	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02
Sales Growth, %	-40%	195%	81%	215%	111%
EBITDA Margin, %	-432%	-556%	-318%	-95%	-18%
EBIT Margin, %	-619%	-667%	-380%	-116%	-29%
EV/Sales	11,89	1,26	4,72	2,84	1,54
EV/EBITDA	-2,75	-0,23	-1,49	-2,99	-8,40
EV/EBIT	-1,92	-0,19	-1,24	-2,45	-5,36
P/E	-1,97	0,00	-1,03	-2,56	-4,70

Källa: Emergers

### Meltron

**Fair Value, SEK (12-24 m) 0,19 - 0,22**

Current Price, SEK 0,13

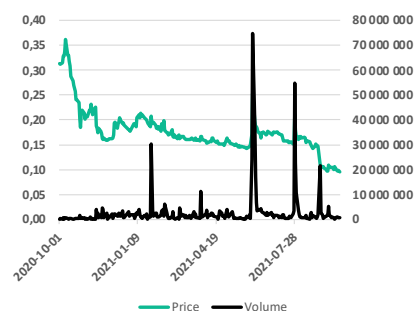
Number of Shares (Millions) 288,2

Market Capitalisation (MSEK) 37

Net Debt (MSEK) 3

Enterprise Value (MSEK) 41

Market NGM Nordic SME



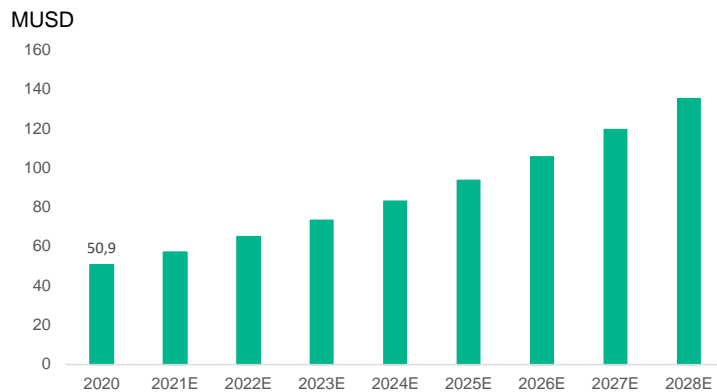
## 30 år som expert på belysning och optik

Sedan 80-talet har Meltron löpande utvecklat belysningsprodukter med en spetskompetens inom branscher som industri, vägar, jordbruk, energi och läkemedel, branscher som alla ställer höga krav på alla komponenter i infrastrukturen för att säkerställa kvalitet, medarbetarnas säkerhet och kanske framförallt hållbarhetsaspekten, som blir allt viktigare för alla. Idag återfinns de största kunderna inom icke-explosiva produkter, väg- och gatubelysning samt industri.

## LED – en mångmiljardmarknad med höga krav

Enligt analysbolaget [Grandviewresearch](#) beräknas LED-marknaden växa till 136 miljarder USD 2028, med en årlig tillväxttakt på 12,5% mellan 2021 – 2028, och det är inom de områden som ställer högst krav på produkterna som tillväxten beräknas vara som högst. Utvecklingen drivs av starka strukturella underliggande drivkrafter, som att gamla belysningslösningar regleras bort, förbjuds och fasas ut för att ersättas med den nya generationens LED, som både är billigare i längden och normalt en betydligt mer miljövänlig lösning.

## Globala marknaden för LED-belysning



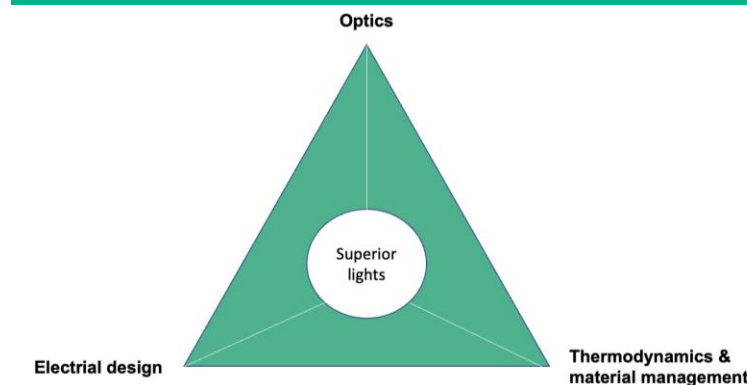
Källa: Emergers, Grand View Research

En allt större betoning på hållbarhet och smarta lösningar tjänar också som underliggande drivkrafter för en fortsatt stark tillväxt av LED-marknaden som också gynnas av flera statligt subventionerade initiativ i framförallt Europa och Nordamerika. Ett exempel på ett sådant initiativ är [Lighting Metropolis](#), ett gränsöverskridande samarbete i Köpenhamnsregionen som går ut på att accelerera utbytet av gammal gatubelysning till kostnadssparande LED. Med en delvis EU-stödd budget beräknas de totala investeringarna i specifika LED-projekt uppgå till 177 MSEK. Majoriteten av produktionen av LED-produkter sker i lågkostnadsländer som Kina vilket ofta återspeglas i produkternas kvalitet. Därför uteblir kostnadsbesparingen för kunden om man ser till hela produktlivscykeln och inkluderar kostnader för underhåll och service när de billigare produkterna oftare behöver bytas ut. Det finns ett mycket starkt makrostöd för Meltron, dels i form av de kostnadsbesparingar stora företag kan göra som blir en bieffekt av att alla vill minska sin klimatpåverkan, och dels i form av stora subventionerade infrastrukturprojekt som tar form främst i Europa och Nordamerika.

De senaste fem åren har LED-marknaden präglats av hård konkurrens där inträdet av flera lågprisaktörer med produkter av sämre kvalitet pressat marginalerna. Efter årtionden av forskning menar Meltron att man har bemästrat de tre komponenter som utgör ”superior lights”, och att det är där bolagets spets ligger. Det handlar om att bemästra optiken så att ljuset blir så bra som möjligt, den elektriska designen för att optimera energiåtgången

samt materialtekniken och termodynamiken för att minska energiförlusterna och säkerställa säkerhet på platser där produkterna installeras. Vanligt inom branschen är att man ofta behöver göra avkall på någon av de tre komponenterna i syfte att utmärka sig inom ett annat område. Det kan finnas fall där produkter bemästrar en eller två av byggstenarna, men att ha god kompetens inom alla tre, och framförallt förmågan att kombinera dem till fullo vilket Meltron menar att de är ensamma om på marknaden att kunna.

## Byggstenar för ”superior lights”



Källa: Emergers

Ett av de produktområden som växer allra snabbast är ATEX (gasexplosionssäkra produkter), och används inom branscher där det inte kan finnas någon som helst risk för explosioner, som exempelvis inom energi eller läkemedel. Säkerheten måste finnas, men utan avkall på vare sig funktionalitet eller termodynamik.

## Det självklara valet i smarta städer

En viktig drivkraft för efterfrågan på Meltrons produkter är tillväxten inom ”smart cities” eller ”smarta städer”. I takt med att världens befolkning ökar och urbaniseringen väntas gå från 56% (2019) till 68% 2050 ställs helt nya krav på storstädernas infrastruktur med ett stort fokus på hållbarhet. Marknaden, som utgörs av smarta byggnader, transport, sjukvård, samhällsservice och miljölösningar värderades år 2020 till 98 miljarder USD och spås, enligt analysbolaget [Grandviewresearch](#), växa med en årlig tillväxttakt på nästan 30% fram till år 2028.

Även om merparten av komponenterna till smarta städer utgörs av IoT, AI och lösningar inom machine learning så kommer det också att krävas någon form av belysningsystem för att lysa upp rummet, byggnaden, bilvägen eller idrottsarenan. Med sina speciella egenskaper, särskilt låg energikonsumtion, är LED det självklara valet för smarta städer.

Som ett led i den strategiomvandling man påbörjat, kunde Meltron tidigare i veckan meddela att man inlett ett samarbete med kinesiska Huawei om en gemensam strategi för att integrera bolagens respektive spetskompetens för att ta den digitaliserade infrastrukturen framåt i ”smarta städer”. Framst är det Meltrons produktfamilj inom vägar & gator som kommer att integreras i samarbetet. Detta första erkännande, med en så stor spelare som Huawei inom smarta städer, borde även ge goda möjligheter för liknande avtal inom andra områden då Meltrons lösningar är modulära och kan integreras med andra tekniker. Meltrons gatubelysning (RS) har, tack vare sin något speciella design, en helt unik förmåga att skapa ett heltäckande ljus utan några ”mörka fläckar”, samtidigt som designen gör det möjligt att fästa CCTV-kameror vid lamphuvudet.

## Tydligt upplyst väg framåt med partnerskap

Meltron har under en längre tid kämpat med att kapitalisera på sina produkter som håller hög kvalitet då man inte har lyckats nå några större försäljningsvolymmer. Vi menar på att bolaget har haft ett för stort fokus på forskning och utveckling trots att man har haft konkurrenskraftiga produkter. Samtidigt som man ska ha respekt för att marknaden generellt präglas av långa pilotprojekt kombinerat med utdragna processer för att certifiera produkter, vilket gör att utrullningsfasen naturligt tar lång tid.

Nu ska alla förberedelser vara gjorda, produktportföljen i stort sett färdigutvecklad och strategiska kunder vara färdigbearbetade. I takt med att pandemirestriktionerna avtar kommer Meltron även kunna ge sig ut och träffa kunder, då fysisk närvaro nästan är en förutsättning för försäljningar av den här typen av tekniska produkter. Och i likhet med de avtal som nyligen slöts med Huawei och det större pharmabolaget är majoriteten av Meltrons potentiella kunder sådana som har kapacitet för stora återkommande inköp.

Meltron siktar på att ingå strategiska partnerskap inom tre olika områden där premieprofilen på bolagets lösningar lämpar sig väl, då konkurrensen främst inte handlar om priset, utan kunden är beredd att göra en större investering som lönar sig på sikt. Dessa partnerskap skapar för Meltrons del möjlighet att erbjuda sina kunder en helhetslösning där man förutom belysningsprodukter även kan inkludera tillhörande kontrollsystem. Diskussioner har förts under en längre tid och är långt gångna enligt bolaget. Partnerskapen riktar in sig på tre specifika nischer:

- **Väg- & gatubelysning**
- **ATEX (icke-explosiva produkter)**
- **Industrier**

Bolaget söker även mindre regionala partners som återförsäljare, vilket tillsammans med bolagets partners inom de tre strategiska nischerna kommer öka Meltrons exponering mot marknaden kraftigt. Det väntas i sin tur öka bolagets varumärkesigenkänning. Direktförsäljningen till kunder kommer att finnas kvar som den gör idag, även om den blir något nedtonad i förhållande till partnerförsäljningen, då kundkontakten ger värdefull feedback direkt från kunderna.

## Produkter

### Meltron RS

Med en fågelformad design har Meltron tagit en ny approach till väg- och gatubelysning där man tack vare den unika formen och optiken bättre kan lysa upp vägarna – med färre installerade enheter. Fågelformen gör det även möjligt att integrera CCTV-kameror eller annan teknik på konstruktionen, vilket är något som eftersträvas på produkterna som ska inkluderas i smarta städer.

### Meltron EX

Framtagen för att vara den säkraste belysningsprodukten på marknaden är **EX** ATEX/IECEX-certifierad och testad för att klara av de absolut tuffaste förhållandena som extremväder, mekaniska vibrationer, stötar, UV-strålning, höga temperaturer och elektromagnetiska störningar. Den garanterar säkerhet för människor som arbetar inom olja & gas, gruvindustrin och annan tung industri.

## Meltron EX

Produktbild



Källa: Meltron

### Meltron HB

Specifikt framtagen till industribyggnader med högt i tak där underhåll är både kostsamt och omständigt. **HB** erbjuder kunden en överlägsen livstid kombinerat med ljusstyrka i toppklass till låg energikostnad, maximal kylning samtidigt som ljuset är det minst bländande på marknaden.

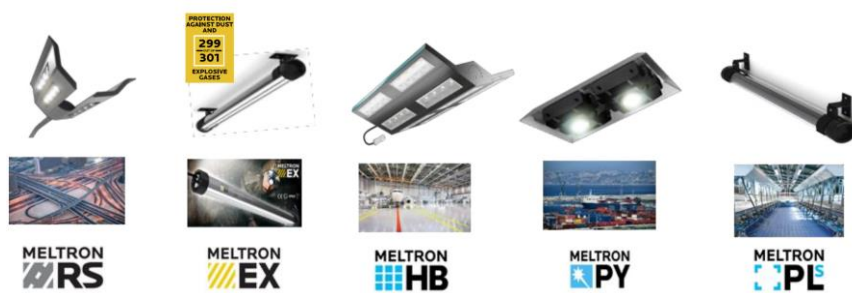
### Meltron PY

Områdesbelysning för utomhusbruk, arenor eller stora industri- och logistikbyggnader. Likt **RS** har **PY** en förmåga att sprida ett jämnt ljus utan några mörka fläckar med färre installerade enheter jämfört med idag.

### Meltron PLs

Utvecklad från Meltron **EX** är **PLs** designad för att fungera i tuffa förhållanden där kemikalier, smuts, damm och vatten är vanligt förekommande. Väldigt högt ljusflöde med väldigt liten energiförbrukning.

## Meltrons produktportfölj



Källa: Meltron

## Prognos

I spåren av Coronapandemin har Meltron byggt upp en rekordstor pipeline, där alla initierade och potentiella projekt räknas in, en pipeline som idag uppgår till 82 MSEK. Största delen, 62 MSEK, kan härledas till potentiella projekt i Mellanöstern där Meltron har goda förhoppningar att etablera sig. Ordervärden i Mellanöstern uppgår till 3-15 MSEK och är något högre än vad man räknar med på övriga marknader som väntas ligga mellan 3-10 MSEK. Ledningen tror att den befintliga pipelinen ska räcka för att uppnå det ambitiösa försäljningsmålet på 32 MSEK för räkenskapsåret 2021/22, och ska ge förutsättningar för att ta bolaget till försäljningsnivåer på 200 MSEK vid 2024/25.

Vår något mer konservativa prognos tar höjd för risken att projekten kan ta längre tid än väntat på grund av långa ledder och tröghet i beslut och beslutsvägar. Att så stor del av försäljningen dessutom väntas ske i Mellanöstern, där risker längre bort från hemmamarknaden alltid är större, motiverar ytterligare försiktighet i vår prognos. Samtidigt är ordervärdena på dessa marknader betydligt högre än på andra geografiska platser. Vi tror starkt på bolagets omläggning av strategin mot partnerskap för att få fart på försäljningen. Men som med mycket annat i branschen är det en process som tar lång tid då alla tekniska komponenter behöver kunna integreras med varandra. Ännu är inga konkreta avtal på plats, även om nyheten om samarbetet med Huawei är ett stort steg i rätt riktning, och närmsta månaderna kommer säkerligen liknande pressreleaser från bolaget som kan sätta bollen i rullning.

Tillverkning i mindre skala brukar innebära låga bruttomarginaler. Senaste året redovisade Meltron en bruttomarginal på 24%. Medan partnerstrategin kommer tynga marginalerna jämfört med direktförsäljning räknar bolaget ändå med att skalfördelarna och mixeffekter ska kunna lyfta bruttomarginalen närmare 40% i takt med att volymerna ökar. Den största triggern för Meltron i närtid är hur snabbt de nya partneravtalen kan komma på plats och få fotfäste, som kan ge en efterlängtdad islossning i försäljningen.

## Finansiell ställning och kapitalbehov

Meltron kommer under hösten 2021 genomföra en företrädesemission (1:1 med en teckningskurs på 0,09 SEK) vilket kommer att inbringa 26 MSEK. Pengarna ska gå till att skala upp försäljningen, bygga ut kapaciteten och betala av bryggglån. Anmärkningsvärt är hur kursen rusat efter nyheten om Huaweisamarbetet, och där befintliga aktieägare nu kommer kunna teckna nya aktier till en kraftig rabatt. Vi förväntar oss att kassan bör kunna ta bolaget till positiva kassaflöden, lite beroende på hur rörelsekapitalet utvecklar sig de kommande åren.

### Kapitalbehov

MSEK

	20/21	21/22e	22/23e	23/24e
EBITDA	-18	-17	-7	0
FCF	-16	-20	-7	0
Net Debt	0	-6	2	2
Kapitalbehov		26		
Kassa	1	6	-1	-1

Källa: Emergers

## Värdering och scenarioanalys

Sedan bolaget grundades har Meltron investerat över 5 MEUR på forskning och utveckling för att kunna erbjuda LED-produkter av absoluta toppklass. En teknik med tillhörande kommersialiseringsmöjligheter bör idag värderas till knappt 30 MSEK, eller en multipel på 4,7x omsättningen 20/21.



Jämförelsen kan göras med liknande bolag som till exempel svenska Fagerhult, ett etablerat bolag, som handlas till 2,4x omsättningen, och de nynoterade danska LED iBond som handlas till 12,4x omsättningen.

## Peer valuation

MSEK

	Mkt Cap	EV	Sales	EBITDA	Growth	EBITDA margin	EV/ Sales	EV/ EBITDA	Net Debt	Share price 1 year
Fagerhult	12 647	15 491	6 924	1 065	-9%	14%	2,2	14,5	2 844	68,7%
LED iBond	143	112	9	-8	0%	-88%	12,1	-14,4	-31	-30,5%
Meltron	27	28	6	-18	54%	-419%	4,8	-1,6	1	-71,7%
Signify	5 385	6 705	6 814	803	10%	12%	1,0	8,4	1 320	43,1%
<b>AVERAGE</b>					<b>14%</b>	<b>-120%</b>	<b>5,0</b>	<b>1,7</b>		<b>2,4%</b>

Source: Emergers, Company reporting

## Base case

Vår beräkning av motiverat värde för Meltron i vårt basscenario bygger på en DCF- och multipelvärdering. Den baseras på en mer konservativ prognos där uppskalningen av försäljningen väntas ta längre tid än vad bolaget självt räknar med. Trots det räknar vi med att försäljningen kommer att öka kraftigt till följd av lyfta pandemirestriktioner och nå nivåer på 18 MSEK 2021/22, 38 MSEK 2022/23 och 55 MSEK 2023/24 samtidigt som bruttomarginalen succesivt ökar till 40% 2023/24. Detta scenario ligger till grund för en kassaflödesvärdering som visar ett motiverat värde på 0,22 SEK per aktie, med ett antagande om en diskonteringsränta (WACC) på 15% och en residualmultipel på 9x EBITDA, samt en rabatt på 30% med hänsyn tagen till bolagets historik samt osäkerheten kring att exekvera den nya strategin. En multipel på 2x omsättningen 2023/24 motsvarar ett motiverat värde på 0,19 SEK per aktie inklusive samma rabatt på 30%. Bägge dessa metoder tar hänsyn till en utspädningseffekt efter kapitaltillskott på totalt 26 MSEK som vi räknar med kommer att behövas för att ta bolaget till positiva kassaflöden.

## DCF Key Assumptions

WACC	15%
Long-term EBITDA-margin	19%
Long-term CAPEX as share of sales	3%
Terminal Value EBITDA-multiple	9x
Total NPV, MSEK	181
NPV per share, SEK	0,31

Source: Emergers

## Bull case

Bolagets egen prognos återspeglas i bull caset, där man räknar med att den stora orderboken ska räcka för att nå en försäljning på 32 MSEK redan nästa år. Dessutom förväntas i det här scenariot en kraftig utväxling på de partnerskap man väntas ingå samtidigt som man bygger ut den egna försäljningskapaciteten. Därmed väntas försäljningen nå 200 MSEK 24/25 och ligger till grund för en kassaflödesvärdering som visar ett motiverat värde på 1,04 SEK per aktie.

## Bear case

I det mer pessimistiska bear caset har vi prognostiserat för en mer dyster utveckling där man inte alls får fart på maskineriet och endast når hälften av den försäljning vi räknar med i vårt base case de första fyra åren, och därefter samma tillväxt som i base caset. Detta skulle enligt en kassaflödesvärdering indikera ett motiverat värde på 0,03 SEK per aktie.

## Scenarioanalys

	Sales 23/24 (MSEK)	DCF (inkl. rabatt)
Bull	120	1,04
Base case	55	0,22
Bear	27	0,03

Källa: Emergers

## Risker

### Störningar i värdekedjan

Pandemin slog hårt mot Meltron, och trots att stora delar av världen börjar öppna upp dröjer eftereffekterna kvar i form av stora förseningar på nyckelkomponenter. Meltron har adresserat problemet genom att köpa in och bygga ett lager av dessa viktiga komponenter, och ser samtidigt hur saker borde återgå till det mer normala under kommande år. Men, det ger samtidigt en tydlig indikation om hur känsligt bolaget är för störningar.

### Brand recognition

Avgörande för ett bolag som konkurrerar med kvalitet istället för pris är att produkterna tas väl emot ute på marknaden och att de fungerar så väl som Meltron säger att de gör. Att en produkt skulle orsaka någon katastrof är tämligen liten, och bolagets förtroende för sina egna produkter återspeglas i den generösa garantin på fem år man ger sina kunder.

### Konkurrens

Det finns såklart konkurrens på LED-marknaden där främst de asiatiska producenterna gjort intåg på marknaden och pressat ner priserna. Meltrons produktinisch tillhör dock den minst priskänsliga på marknaden då kraven på säkerhet och funktionalitet är som allra högst, och här ser vi fortsatt att bolaget kommer att kunna bibehålla sin ställning bland premiumprodukter.

### Utförande

För att Meltron ska kunna blomma ut och frisläppa den potential man besitter kokas allt egentligen ner till hur bra man kan kommersialisera. Historiken ser något dystert ut, men som vi tidigare nämnt präglas marknaden i stort av långa pilotstudier där tillit och varumärkeskänedom är viktiga aspekter som tar tid att bygga. Mycket hänger på hur snabbt, och hur väl de tilltänkta partnerskapen kommer att fungera.

## Bolagsstyrning

**Ville Sistonen** har varit Vd för Meltron sedan 2017. Med examen från Helsingfors handelshögskola inom finans och bakgrund som professionell squashspelare (bästa världsranking: 54) kom Sistonen till Meltron närmast från en roll som CFO på L-Fashion Group Oy, ett bolag med 1700 anställda och en årlig omsättning på 250 MEUR. Innan dess har han också varit CCO på Front Capital, samt en tid som kapitalförvaltare på Mandatum.

**Mikko Sola** tillträdde rollen som CFO under 2020. Sola har en MBA från Tampere universitet, lång erfarenhet inom investment banking och som managementkonsult. Bland annat tillbringade han elva år på SEB Finland och som managementkonsult arbetade han med de största industriföretagen i Finland.

**Göran Lundgren** har varit Styrelseordförande sedan 2016. Med en MSc i teknisk fysik från KTH har han över 40 års erfarenhet av affärsverksamheter i Europa som bl a Vd för Arlanda Express, Vattenfall Eldistribution AB och Vattenfall Produktion i Norden. Lundgren sitter även som styrelseordförande i Solarus Sunpower Holding AB och Sustainable Energy Angels AB.



## Meltron

### Income Statement

MSEK	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Sales	1,8	1,1	3,2	5,7	18,0	38,0	55,0
Operating Costs	-9,3	-5,7	-20,7	-23,9	-35,1	-45,0	-55,1
EBITDA	-7,5	-4,6	-17,6	-18,1	-17,1	-7,0	-0,1
Depreciation	-1,9	-2,0	-3,5	-3,6	-3,8	-3,9	-4,1
Amortisation of Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-9,4	-6,6	-21,1	-21,7	-20,9	-10,9	-4,2
Non-recurring Items	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Associated Companies	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net Financial Items	-0,1	0,0	-2,1	-3,6	-1,0	-1,0	-1,0
<b>Pre-tax Result</b>	<b>-9,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-23,2</b>	<b>-25,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>-11,9</b>	<b>-5,2</b>
Tax	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Minority Interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Net Result</b>	<b>-9,5</b>	<b>-6,6</b>	<b>-23,2</b>	<b>-25,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>-11,9</b>	<b>-5,0</b>

### Capital Expenditure

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Capital Expenditure, Absolute	2,3	0,0	2,4	1,8	3,8	3,9	4,1
As a Pct of Sales	126,2	-1,9	74,7	30,7	20,9	10,4	7,5
Depreciation Multiple	1,2	0,0	0,7	0,5	1,0	1,0	1,0

### Key Ratios

Share Price: SEK 0,13

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Share Price at 31 Dec	0,27	0,54	0,19	0,16	0,13	0,13	0,13
Number of Shares (Millions)	18,64	18,64	160,11	288,22	577,11	577,11	577,11
Market Cap	5,1	10,0	30,9	46,1	75,0	75,0	75,0
Enterprise Value	4,8	9,7	34,9	47,2	70,2	77,5	77,8
EPS (Reported)	-0,51	-0,36	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02	-0,01
EPS (Adjusted)	-0,51	-0,36	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02	-0,01
CEPS	-0,51	-0,36	-0,14	-0,09	-0,04	-0,02	-0,01
P/CEPS	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Book Value/Share	0,7	0,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
P/BV	0,4	1,0	2,4	3,5	4,4	14,2	241,7
Dividend	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividend Payout Ratio (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Sales	2,7	9,1	11,0	8,3	3,9	2,0	1,4
EV/EBITDA	-0,6	-2,1	-2,0	-2,6	-4,1	-11,1	-962,8
EV/EBIT	-0,5	-1,5	-1,7	-2,2	-3,4	-7,1	-18,4
P/E (Adjusted)	-0,5	-1,5	-1,3	-1,8	-3,4	-6,3	-15,1
Sales Growth, Y/Y (%)	-	-39,9	194,6	80,8	215,0	111,1	44,7
EBIT Growth, Y/Y (%)	-	-29,6	217,7	3,0	-4,0	-47,7	-61,3
EPS Growth (Adjusted), Y/Y (%)	-	-30,4	-59,3	-39,5	-56,8	-45,5	-58,3
EBITDA Margin (%)	-419,7	-432,4	-556,0	-317,5	-95,0	-18,3	-0,1
EBIT Margin (%)	-528,4	-618,7	-667,4	-380,1	-115,9	-28,7	-7,7
Return on Equity (%)	-	-128,2	-199,4	-194,9	-144,7	-106,1	-177,8
Tax Rate (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1

### Financial Position

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Interest-Bearing Net Debt	0	0	4	1	-5	2	3
Net Debt/Equity	0,0	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,5	8,9
Equity Ratio	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5	0,2	0,0
Net Debt/EBITDA	0,0	0,1	-0,2	-0,1	0,3	-0,4	-34,3

Source: Emergers, Company reports

---

Andreas Eriksson | Tel: 073 7307335 | Mail: andreas@emergers.se

**DISCLAIMER**

Information som tillhandahålls här eller på Emergers webbplats emergers.se är inte avsedd att vara finansiell rådgivning. Emergers mottar ersättning för att skriva om bolaget på den här sidan. Bolaget har givits möjlighet att påverka faktapåståenden före publicering, men prognoser, slutsatser och värderingsresonemang är Emergers egna. Analysartiklar skall ej betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i bolagen som det skrivs om. Emergers kan ej garantera att de slutsatser som presenteras i analysen kommer att uppfyllas. Emergers kan ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. För fullständiga villkor se emergers.se.

---

Emergers  
Incirrata AB  
Enbacken 16  
187 44 Täby

Tel: 0739 – 19 66 41  
Email: johan@emergers.se  
Org nr: 556815-7837,  
företaget innehar F-skattsedel