

# Swedish Stirling AB

## Innovativ finansieringskombo speglar Swedish Stirlings styrkor med flertal triggers framöver

Johan Widmark | 2022-02-17 10:00 | Denna uppdragsanalys är enbart i informationssyfte. Analysen är inte investeringsrådgivning och detta är inte ett erbjudande om att köpa aktier. För mer information, se disclaimer på [emergers.se](https://emergers.se).

Med en kombination av lån och CO2-länkade preferensaktier visar Swedish Stirling både teknikens kapacitet för CO2-minskning och PWR BLOKS acceptans som "bankable" på marknaden för projektfinansiering, och öppnar därmed för en utrullning som inte ska behöva ta bolagets kassa på 235 MSEK i anspråk för projektfinansiering. Så med ett flertal triggers såsom en möjlig hållbarhetscertifiering och flytt till huvudlistan, ytterligare kontrakt i Sydafrika och ett första pilotprojekt med SMS Group i pipeline, samt VDs köp av 204 000 aktier, fortsätter vi se stöd för ett motiverat värde på 26-36 SEK på 18-24 mån sikt.

### Innovativ kombo av lån och CO2-länkade preferensaktier

Beskedet om projektfinansiering på 162 MZAR (96 MSEK) för bolagets första leverans på 25 PWR BLOK till Glencore med den sydafrikanska banken The Industrial Development Corporation of Africa ("IDC") innebär ytterligare ett viktigt steg mot att realisera potentialen i bolagets pipeline på totalt 241 enheter i Sydafrika. Finansieringsavtalet motsvarar ca 40% av produktionskostnaden (knappt ¼ av initiala avtalsvärdet med Glencore) medan resterade 60% väntas finansieras av bolagets planerade emission av preferensaktier på 130 MSEK, där bolaget förbinder sig till både en kvartalsvis utbetalad kupong och en faktisk CO2-reduktion genom att inte ta ut vissa av de utsläppsrätter PWR BLOK producerar i Sydafrika. Sammantaget innebär kombinationen av lån och CO2-länkade preferensaktier en innovativ finansieringslösning som reflekterar både teknikens kapacitet för CO2-minskning och PWR BLOKS acceptans som "bankable" på marknaden för projektfinansiering.

### NPV på 9 MSEK per verk till Glencore

Exakta villkor för preferensaktiens kupong och CO2-minskning är ännu inte klara. Låneavtalet har enligt bolaget en mycket konkurrenskraftig ränta, vilket vi med hänsyn till den sydafrikanska inflationen på drygt 4% uppskattar till väl över 10% ränta, samtidigt som avtalen med både IDC och Glencore är i lokal valuta. Med en förväntad total försäljning i avtalet för Lion på 413 MSEK fördelad över 8 år med tyngdpunkten förskjuten mot slutet, plus 7 års option till förlängning, antagande om en kapitalkostnad på 8% för preferensaktien och 11% för lånet samt en löpande underhållskostnad på 1% av kapitalbeloppet, ser vi nu ett totalt diskonterat nettonuvärde på 9 MSEK per PWR BLOK för stamaktieägarna. De nya affärer som nu förhandlas (80 MW+ uppges vara under förhandling just nu) väntas finansieras med en ökad andel lån (70%) med målet om att inte behöva ta bolagets digra kassa på 235 MSEK i anspråk för projektfinansiering. En helt okänslig extrapolering av vår beräkning för ett verk på Lion till samtliga 241 PWR BLOK i bolagets pipeline motsvarar då ett totalt värde på 2,2 miljarder SEK eller 17 SEK per aktie, utan hänsyn till fallande produktionskostnader eller ytterligare potential utanför dessa tre av avsiktsförklaringar.

### Hållbarhetsverifiering ytterligare trigger framöver

Vi har tidigare framhållit finansieringsfrågan som en av bolagets tre viktigaste triggers, vid sidan av fasta avtal med de två återstående ferrokromproducenterna i Sydafrika och nästa steg med SMS Group. Men parallellt med preferensaktien ser vi ytterligare en trigger segla upp i form av en möjlig verifiering av den miljönytta PWR BLOK skapar, genom en oberoende granskning. Eftersom PWR BLOK i Sydafrika reducerar mer koldioxid per investerad krona än något annat jämförbart energislag ser vi det sannolikt med en hållbarhetscertifiering av bolaget framöver. Tillsammans

Se även intervju med vd

**Konvertibelavtal minskar osäkerheten**  
| Se intervju med vd  
**Gunnar Larsson**

[emergers.se/stirling\\_c/](https://emergers.se/stirling_c/)

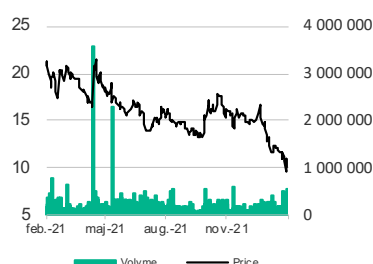
Läs även vår analys

**SMS-avtal öppnar för bred och effektiv utrullning i Europa**

[emergers.se/stirling\\_f/](https://emergers.se/stirling_f/)

### Swedish Stirling

|                                  |                |
|----------------------------------|----------------|
| <b>Fair Value, SEK (18-24 m)</b> | <b>26 - 36</b> |
| Current Price, SEK               | 9,99           |
| Number of Shares (Millions)      | 128,4          |
| Market Capitalisation (MSEK)     | 1 283          |
| Net Debt (MSEK)                  | -225           |
| Enterprise Value (MSEK)          | 1 057          |
| Market                           | First North    |



med preferensaktien och en potentiell flytt till huvudlistan skulle det tvinga in bolaget på radarskärmen hos en mängd index och institutionella hållbarhetsinvestorer i Sverige och internationellt.

### Flertal triggers stödjer motiverat värde väl över dagens nivå

Nu ligger bolagets fokus på att leverera och installera PWR BLOK på Lion Smelter och teckna nya avtal med Samancor och Richards Bay Alloys, samt SMS Group i Europa. Så med ett flertal triggers 2022 och stöd av Vds förvärv av 204 000 aktier under Q4'21, en möjlig hållbarhetscertifiering och flytt till huvudlistan, ytterligare kontrakt i Sydafrika och ett första pilotprojekt med SMS Group i pipeline, fortsätter vi se stöd för ett motiverat värde på 26-36 SEK på 18-24 mån sikt.

### Finansiell prognos och nyckeltal

| MSEK             | 2019  | 2020  | 2021  | 2022   | 2023  | 2024  |
|------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| Sales            | 0     | 0     | 0     | 4      | 22    | 71    |
| Income           | 45    | 53    | 67    | 44     | 47    | 71    |
| EBITDA           | -99   | -20   | -25   | -41    | -57   | -67   |
| EBIT             | -101  | -24   | -38   | -56    | -72   | -82   |
| EPS Adjusted     | -1,49 | -0,50 | -0,54 | -0,47  | -0,69 | -1,03 |
| Sales Growth, %  | n.m.  | n.m.  | n.m.  | n.m.   | 409%  | 229%  |
| EBITDA Margin, % | n.a.  | n.a.  | n.a.  | -9,7   | -2,6  | -0,9  |
| EBIT Margin, %   | n.a.  | n.a.  | n.a.  | -13,3  | -3,3  | -1,2  |
| EV/Sales         | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 248,80 | 48,88 | 14,87 |
| EV/EBITDA        | -8,9  | -56,4 | -69,2 | -25,6  | -18,5 | -15,8 |
| EV/EBIT          | -8,7  | -48,1 | -45,3 | -18,8  | -14,7 | -12,9 |
| P/E              | -7,2  | -26,4 | -28,1 | -21,2  | -14,4 | -9,7  |

Källa: Emergers