



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Halvledare & Halvledarutrustning | Sverige | 20 juni 2023

Midsummer

Återupptar bevakning efter avslutad nyemission

Vi tar åter upp bevakning efter avslutad nyemission


Vi återtar bevakning efter den nyss avslutade nyemissionen, som innebar att bolaget tillförs 180 mkr före emissionskostnader. Vi har antagit att bolaget får in ytterligare 60 mkr via de vederlagsfria teckningsoptioner som har getts ut i samband med emissionen. Detta totalbelopp är lägre än det totala önskade beloppet på ca 273 mkr före kostnader, men får ändå anses vara ett styrketecken i dagens svåra finansieringsklimat för mindre bolag med stora kapitalbehov. Vi bedömer att bolaget därmed måste skala ner på ambitionerna med att bygga upp verksamhet i Sverige samt att produktionen i Italien stannar på 40 MW/år, att jämföra med total tillgänglig kapacitet på 50 MW.

Nya antaganden för priser och volymer

Vi har uppdaterat våra antaganden för priser och volymer framför allt för Italien, där vi ser högre priser, men lägre volymer samt en senare start än tidigare. Vi har även flyttat bidragsfinansiering från intäkter till jämförelsestörande poster. Den senaste tiden har det kommit allt fler politiska initiativ där lokalt producerade europeiska produkter ofta är en förutsättning för att åtnjuta stöd. Detta bör vara stödjande för efterfrågan på Midsummers produkter.

Nytt motiverat värde 5,6-6,0

Med nya antaganden om priser, volymer samt antal aktier sätter vi ett nytt motiverat värde på 5,6-6,0. Vi utgår fortfarande från en EV/S multipel om 4 (baserat på sektorns värdering om 4,2x för -23e) på försäljningen för -25e, samt diskonterar detta med ett avkastningskrav på 18%. Detta ger ett värde på 5,8 kr/aktie. Skulle vi använda sektormultipeln på -25e om 3x så ger det i stort sett samma resultat. Vårt estimat för -24e innehåller som tidigare det andra bidraget från den italienska staten på ca 160 mkr. Vår bedömning att bolaget kan nå break-even mot slutet av 2025 kvarstår. En investering i Midsummer-aktien är fortsatt förenat med hög risk, men samtidigt en väsentlig potential om bolaget lyckas med sin expansion.

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk	
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	5.6 - 6.0 SEK
Totala intäkter	-58,1%	-50,7%	-35,0%	Totala intäkter	79	86	376	533	Aktiekurs	2,5 SEK
EBIT, just.	N.m.	N.m.	-N.m.	Tillväxt	-42%	9%	>100%	42%	Riskenivå	Hög
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-155	-143	-68	18	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, just.	-190	-181	-108	-22		
				EPS, just.	-2,7	-1,6	-0,8	-0,2		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.		
Kommande händelser				EK/aktie	2,6	1,8	1,9	1,7		
Q2 - rapport	16 augusti 2023			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Q3 - rapport	01 november 2023			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	17,7%	Neg.		
Bolagsfakta (mSEK)				ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Antal aktier	118m			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.		
Börsvärde	296			EV/Sales	13,0x	6,1x	1,6x	1,1x		
Nettoskuld	226			EV/EBITDA	-	-	-	31,9x		
EV	522			P/EK	4,5x	1,4x	1,3x	1,5x		
Free float	79%			FCF yield	-	-	8%	-		
Daglig handelsvolym, snitt	436k			Nettoskuld/EBITDA	-4,1x	-1,6x	2,0x	12,4x		
Bloomberg Ticker	MIDS SS EQUITY									
Analytiker										
Örjan Rödén										
orjan.roden@penser.se										
				</						

Investment case

Vi bedömer att efterfrågan på förnyelsebar energi kommer att vara fortsatt stark på grund av höga gas och elpriser i Europa. Solkraft, till skillnad från vind och andra förnyelsebara energislag, är småskaligt, vilket innebär relativt korta ledtider då tillståndprocessen är enklare och energin produceras i anslutning till konsumtionen, vilket eliminerar behovet av stora investeringar i elnät. En solenergianläggning höjer dessutom värdet på en fastighet, vilket tillsammans med den kostnadssänkande effekten från ersättning av gas eller el leder till ett starkt incitament för fastighetsägare att investera i en solanläggning. Även om den svenska marknaden är en viktig drivare av efterfrågan, ser vi störst potential på den europeiska marknaden då solenergi i Sverige bara producerar dagtid och på den tid på året då efterfrågan på elenergi är som lägst.

Midsummer producerar en speciell form av solceller med varumärken som "Slim"- eller "Wave" som är lätta konstruktioner vilka antingen smälter in på befintligt tegeltak eller ersätter ett traditionellt falsat plåttak. "Bold" är ytterligare en efterfrågad produkt på marknaden. Den lätta konstruktionen möjliggör installationer på veka takkonstruktioner som inte kan bära lasten av en traditionell solcellsanläggning. "Wave" smälter in på befintliga tegeltak på ett helt annat sätt än traditionella solpaneler i ramar, och tilltalar många kunder som inte uppskattar den synliga förändringen som en traditionell solcellsanläggning orsakar. Produkten säljs till ett klart premiumpris jämfört med traditionella anläggningar, även om pris till kund inte skiljer sig lika mycket på grund av enklare installation.

Midsummers teknik bygger på tunnfilmsteknik, en halvledare applicerad på ett stålsubstrat, och skiljer sig väsentligt från traditionella solpaneler vad gäller produktion och transport. Detta leder till en marknadsledande position vad gäller koldioxidavtryck, och lägre avtryck än vind- och vattenkraft. Vi bedömer att tunnfilmsteknik kommer att utvecklas starkt relativt traditionella paneler, då den traditionella panelen har tappat sina stora konkurrensfördelar; en fullt globaliserad värld med stort beroende av export från Kina och låga priser på fossil energi, som är den viktigaste produktionsfaktorn för traditionella paneler.

Midsummer bygger en helt ny fabrik i Italien, som helt finansieras med bidrag och mjuka lån. Därigenom öppnas den sydeuropeiska marknaden upp för Midsummer. Förutsättningar för sol är betydligt bättre i Sydeuropa än på våra breddgrader, vilket skapar utrymme för högre tillväxt och bättre marginaler.

Samhällets strävan efter en mer hållbar livsstil kommer sannolikt att gynna efterfrågan på Midsummers produkter. Det är framför allt "ren energi till alla" som kommer att vara den största drivkraften bakom detta.

Bolagsprofil

Midsummer är en svensk producent av solceller. Tekniken bygger på en egenutvecklad produktionsprocess, som i korthet utgår från ett halvledarskikt, som innebär att olika metaller "målas" på ett underlag, t.ex. plåt, för att sedan fräsas och etsas till att få den önskade strukturen.

Värdering

Vi värderar Midsummer med en EV/S-multipel på 4 baserat på försäljningen 2025, diskonterat till nuvärde med WACC. EV/S-multipeln är i linje med större bolag noterade i USA. Midsummer är idag en liten och lokal svensk spelare, men vi bedömer att bolaget, via sin expansion i Europa, kommer att betraktas som en stor, regional aktör och därmed värderas i linje med liknande företag. Med denna metod värderar vi Midsummer till 5,8 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 5,6-6,0 kr.

Beräkning Motiverat värde

Försäljning 2025e, mkr	353
EV/S multipel (medel av konk., avr. nedåt)	4
Företagsvärde 2025e, mkr	1 410
Nettoskuld 2025e, mkr	-237
Aktievärde 2025e, mkr	1 173
WACC	18,0%
Diskonterat värde idag, mkr	843
Aktier, m	144,4
Värde per aktie	5,8

Källa: EPB

DCF sammanfattning

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremie	Långsiktig EBIT-marginal
Företagsvärde (EV)	Småbolagspremie	Avskrivningar, % av omsättning
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra risk-premie	Capex, % av omsättning
Minoritetsintressen och övrigt	WACC	Rörelsekapital, % av omsättning
Eget kapital		Skattesats
Antal utstående aktier, full utspädning		
Eget kapital per aktie		

Källa: EPB

DCF känslighetsanalys

Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal					
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
17,0%	2	2	2	2	3	17,0%	2	2	2	3	3
17,5%	2	2	2	2	2	17,5%	1	2	2	2	3
WACC 18,0%	2	2	2	2	2	WACC 18,0%	1	2	2	2	2
18,5%	2	2	2	2	2	18,5%	1	1	2	2	2
19,0%	1	2	2	2	2	19,0%	1	1	2	2	2

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	184	72	94	53	53	340	497
Övriga rörelseintäkter	17	47	42	26	32	36	36
Totala intäkter	201	119	136	79	86	376	533
Kostnad sålda varor	-107	-41	-92	-92	-59	-217	-273
Bruttoresultat	94	78	44	-13	26	159	260
Övriga rörelsekostnader	-85	-128	-117	-143	-169	-228	-241
EBITDA	9	-50	-73	-59	-143	100	18
Jämförelsestörande poster	0	0	0	97	0	168	0
EBITDA, justerad	9	-50	-73	-155	-143	-68	18
Avskrivningar	-32	-24	-38	-34	-38	-40	-40
EBITA, justerad	-23	-74	-111	-190	-181	-108	-22
EBIT	-23	-74	-111	-93	-181	60	-22
EBIT, justerad	-23	-74	-111	-190	-181	-108	-22
Finansnetto	-12	-18	-19	4	-4	-3	-3
Resultat före skatt	-35	-92	-130	-89	-185	57	-25
Resultat före skatt, justerad	-35	-92	-130	-186	-185	-111	-25
Total skatt	-5	0	1	1	0	0	0
Nettoresultat	-40	-92	-130	-88	-185	57	-25
Nettoresultat, justerad	-40	-92	-130	-185	-185	-111	-25
Intäktstillväxt	-	-41%	14%	-42%	9%	>100%	42%
Bruttomarginal	50,9%	>100%	46,9%	Neg.	49,2%	46,8%	52,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS, justerad	-1,30	-1,99	-2,18	-2,73	-1,57	-0,77	-0,17
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Midsummer, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-23	-74	-111	-93	-181	60	-22
Övriga kassaflödesposter	19	2	20	-32	34	37	37
Förändringar i rörelsekapital	-69	-7	28	24	-1	-14	14
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-73	-80	-63	-101	-148	83	29
Investeringar i anläggningstillgångar	-31	-29	-90	-42	-40	-35	-35
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-14	-24	-25	-20	-25	-20	-20
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-45	-53	-115	-62	-65	-55	-55
Fritt kassaflöde	-118	-133	-179	-163	-213	28	-26
Nyemission / återköp	0	248	126	0	225	0	0
Övriga poster	176	-9	-7	13	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	176	239	119	13	225	0	0
Kassaflöde	58	106	-60	-150	12	28	-26
Nettoskuld	111	-2	56	243	231	203	229

Källa: Midsummer, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Övriga immateriella tillgångar	31	45	53	54	60	60	60
Materiella anläggningstillgångar	36	67	142	137	158	173	188
Övriga anläggningstillgångar	25	15	12	21	21	21	21
Summa anläggningstillgångar	93	127	208	213	240	255	270
Varulager	24	27	30	20	21	123	178
Kundfordringar	6	23	23	3	3	18	25
Övriga omsättningstillgångar	118	126	71	223	223	223	223
Likvida medel och kortfristiga placeringar	111	218	159	2	14	42	16
Summa omsättningstillgångar	259	393	283	249	261	406	443
SUMMA TILLGÅNGAR	352	520	491	461	501	661	712
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	100	256	253	175	215	272	247
Summa eget kapital	100	256	253	175	215	272	247
Långfristiga räntebärande skulder	214	209	208	10	210	210	210
Långfristiga leasingsskulder	0	0	0	15	15	15	15
Övriga långfristiga skulder	1	0	0	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	215	209	208	27	227	227	227
Kortfristiga räntebärande skulder	8	6	8	215	15	15	15
Leverantörsskulder	16	34	10	21	21	123	148
Kortfristiga leasingsskulder	-	-	-	5	5	5	5
Övriga kortfristiga skulder	12	14	13	18	18	18	70
Summa kortfristiga skulder	36	55	30	259	59	162	238
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	352	520	491	461	501	661	712

Källa: Midsummer, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäktstillväxt	-	-41%	14%	-42%	9%	>100%	42%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	50,9%	>100%	46,9%	Neg.	49,2%	46,8%	52,3%
EBITDA-marginal	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	29,4%	3,7%
EBITDA-marginal, justerad	4,9%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,7%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	17,7%	Neg.
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Midsummer, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Midsummer, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Varulager / totala intäkter	12%	22%	22%	26%	25%	33%	33%
Kundfordringar / totala intäkter	3%	19%	17%	4%	4%	5%	5%
Leverantörsskulder / KSV	15%	83%	11%	23%	36%	57%	54%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	19%	33%	15%	>100%	26%	59%	46%
Rörelsekapital / totala intäkter	60%	>100%	74%	>100%	>100%	59%	39%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,7x	1,1x

Källa: Midsummer, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	111	-2	56	243	231	203	229
Soliditet	29%	49%	51%	38%	43%	41%	35%
Nettoskuldsättningsgrad	1,1x	0,0x	0,2x	1,4x	1,1x	0,7x	0,9x
Nettoskuld / EBITDA	12,3x	0,0x	-0,8x	-4,1x	-1,6x	2,0x	12,4x

Källa: Midsummer, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	-1,30	-1,99	-2,18	-1,30	-1,57	0,39	-0,17
EPS, justerad	-1,30	-1,99	-2,18	-2,73	-1,57	-0,77	-0,17
FCF per aktie	-3,82	-2,85	-3,01	-2,41	-1,81	0,19	-0,18
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,24	5,50	4,26	2,59	1,82	1,88	1,71
Antal aktier vid årets slut, m	30,9	46,6	59,4	67,7	118	144	144
Antal aktier efter utspädning, snitt	30,9	46,6	59,4	67,7	118	144	144

Källa: Midsummer, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	8,2x	2,0x	3,6x	4,5x	1,4x	1,3x	1,5x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	13,0x	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	8%	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	4,7x	4,2x	7,1x	13,0x	6,1x	1,6x	1,1x
EV/EBITDA, justerad	104,0x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	31,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EV	938	501	965	1 024	522	588	588
Aktiekurs	26,8	10,8	15,3	11,5	2,5	2,5	2,5

Källa: Midsummer, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Midsummer (MIDS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se