



## MIDSUMMER AB

ATTRAKTIV VÄRDERING MEN TYDLIGA  
RISKFaktorER ATT TA STÄLLNING TILL

2019-06-26

### BOLAGSÖVERBLICK

ANALYTIKER:  
PETRUS LINDH



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analyser. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

[Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.](#)

---

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter.

Läs vår policy [här](#)

# MIDSUMMER AB (MIDS)

ATTRAKTIV VÄRDERING MEN TYDLIGA RISKFAKTORER ATT TA STÄLLNING TILL



Midsummer AB ("Midsummer" eller "Bolaget") har utvecklat solcellslösningar som bygger på CIGS-teknologi (Copper Indium Gallium Selenide). Främst säljer Midsummer nyckelfärdig produktionsutrustning för tunna, flexibla solceller med hög prestanda. Bolaget erbjuder också färdiga solcellsprodukter, t.ex. Clix by Midsummer, som är ett plåttak med integrerade solceller. Från 2016 till 2018 har Bolaget växt med en CAGR om 92 % och omsatte 218 MSEK år 2018, där Sunflare Inc, vilka har samma storägare som Midsummer, stod för 70 % av omsättningen år 2016 och 2017. Givet att Bolaget kan behålla en god tillväxttakt med bibehållen lönsamhet ser Midsummers värdering attraktiv ut, men Sunflare Inc utgör en osäkerhetsfaktor.

## ▪ Teknologi som möjliggör nya tillämpningar av solceller

Eftersom att man med hjälp av Midsummers produktionslösningar kan tillverka böjbara lättvikts-solceller öppnas nya möjligheter för att använda solpaneler. Främst i lägen där det tidigare inte varit möjligt på grund av traditionella solpanelers tyngd och form. Exempelvis kan Midsummers flexibla solpaneler monteras på fordonstak utan att nämnvärt påverka mobilitet och luftmotstånd. Tack vare den låga vikten kan paneler även monteras på tak och ytor som inte är konstruerade att hålla för tunga vikter. Exempelvis finns det många varma regioner med tak som inte är byggda för att tåla vikt, bland annat i Kalifornien där det finns över 435 miljoner kvadratmeter stora platta tak där det ofta inte går att montera traditionella, kiselbaserade, paneler eftersom dessa väger mycket mer.

## ▪ Prestanda och pris i jämförelse med kiselbaserade solpaneler

Två viktiga faktorer för användning av solpaneler är prestanda och pris. På en yta om 1x1,6m har Midsummers solpaneler en prestanda om ca 200 W, jämfört med traditionella paneler om ca 240 W och på cellnivå är prestandan 15,5 %, jämfört med de traditionella kiselpanelerna om 17 %. När det gäller pris är Midsummers paneler något dyrare och eftersom produkterna inte riktigt når samma prestanda som kiselpaneler innebär Bolagets produkter en högre kostnad per genererad watt. Om man däremot tar installations- och hanteringskostnader i beaktning är Midsummers produkter i vissa fall billigare på grund av flexibiliteten och lättheten.

## ▪ Lönsamheten har minskat de senaste åren

Samtidigt som Bolaget har växt de senaste åren har lönsamheten sjunkit, vilket tydligt ses i bruttomarginalen. År 2016 låg bruttomarginalen på 74 %, efterföljande år minskade den till 61 % för att år 2018 minska till 53 %, motsvarande ett tapp om över 20 procentenheter sedan 2015. Eftersom Bolaget inte redovisar information om priser eller volym är det svårt att bedöma om marginalförsämringen beror på lägre priser eller högre kostnader, men eftersom det i stort sett är samma produkter/bjudande som 2016 kan marginalförsämringen bero på just prissänkningar.



MIDSUMMER AB			
Stängningskurs (2019-06-25)			34,4
Antal Aktier			30 902 200
Market Cap (MSEK)			1 024
Nettokassa(-)/skuld(+)			-41
Enterprise Value (EV)			983
V.52 prisintervall (SEK)			20 - 56
UTVECKLING			
1 månad			-1,99%
3 månader			-5,75%
1 år			55,88%
YTD			34,59%
HUVUDÄGARE			
Liang Gao			20,4 %
Philip Goa			20,4 %
Infologix (BVI)			9,5 %
Sven Lindström			6,2 %
Jan Lombach			5,7 %
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör			Sven Lindström
Styrelseordförande			Jan Lombach
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport Q2 2019			2019-08-23
Delårsrapport Q3 2019			2019-11-13
SAMMANFATTNING			
	2016	2017	2018
Nettoomsättning (MSEK)	59	115	218
<b>Bruttoresultat (MSEK)</b>	<b>56</b>	<b>79</b>	<b>129</b>
<i>Bruttomarginal</i>	<i>74%</i>	<i>61%</i>	<i>53%</i>
Rörelsekostnader (MSEK)	29	41	72
<b>EBITDA (MSEK)</b>	<b>27</b>	<b>38</b>	<b>57</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>45%</i>	<i>33%</i>	<i>26%</i>
P/S	20	10	5
P/E	84	61	32
EV/EBIT	76	53	32

# INVESTERINGSIDÉ

**REVERSE DCF**  
INDIKERAR INPRISAD  
TILLVÄXT OM **20 %**  
CAGR, 2018 - 2028

Givet antaganden om en FCFF-marginal som stabiliseras kring 7 % och en WACC om 11,8 % implicerar dagens värdering en omsättningstillväxt kring 20 % CAGR mellan 2018 och 2028. Som *terminal value* har en EV/EBIT-multipel om 15x använts för EBIT år 2028, med en EBIT-marginal om 14 %. Dessa antaganden ger en fingervisning om vad marknaden har för förväntningar på Midsummers tillväxt, vilket är intressant att ta i beaktning på grund av Bolagets historiska tillväxt. Enligt ovanstående beräkning förväntar marknaden att Midsummer ska växa omsättningen med en CAGR om 20 % under de kommande 10 årsboksluten. Om detta är rimligt kan bedömas på egen hand för att avgöra om Midsummer idag är en lämplig investering.

## Många faktorer spelar in på Midsummers framtidsutsikter

Med få konkurrenter inom effektiva, tunna och flexibla solpaneler bedöms det sannolikt att Midsummers teknologi kommer innebära stark tillväxt för försäljningen om efterfrågan på dessa produkter ökar. Med tanke på den starka trenden som finns för förnyelsebar energi, och inte minst solceller, borde marknaden se de möjligheter som lätta och flexibla solpaneler ger. Sedan 2009 har marknaden för solpaneler visat på tillväxt om 10x, även om tillväxttakten förväntas mattas av kommer marknaden sannolikt fortsätta växa. Dessutom kan Midsummers solpaneler användas för fler applikationer än traditionella paneler, vilket borde innebära en snabbare tillväxt för Midsummer.

Vidare är relationen till Sunflare Inc av stor vikt för Bolagets utveckling, åtminstone så som det ser ut idag. Med tanke på att Sunflare, med samma storägare som i Midsummer, idag står för övervägande del av Midsummers omsättning kommer företaget ha stor påverkan på Bolagets framtid. Sunflare Inc är ett onoterat bolag och det finns därför brist på information om företaget, vilket gör det svårt att bedöma om Midsummer kan fortsätta växa genom Sunflare Inc.

## En hel del riskfaktorer att ta hänsyn till

Det finns vissa frågetecken kring Midsummer, främst när det kommer till redovisning och relationen till Sunflare Inc. Till skillnad från de flesta bolag redovisar Midsummer nästan ingen information om vad omsättning och diverse andra poster består av. Eftersom information om antal sålda produkter, priser, kunder (exklusive Sunflare), produktmix, geografisk mix osv. saknas är det svårt att bilda en uppfattning om Bolagets verksamhet står på stabila grunder. Överlag är mängden information, att som investerare fatta beslut efter, tyvärr undermålig. Detta skapar osäkerhet, informationsasymmetri och leder till en större risk för investerare. Sunflare Inc, som bl.a. ägs av Midsummers största ägare, stod enligt Bolaget för 70 % av omsättningen 2016 och 2017. Oberoende av att Sunflare Inc har ett stort ägande i Midsummer, ökar detta risken eftersom deras bidrag till omsättningen har stor påverkan. Med tanke på att bröderna Goa tillsammans äger Sunflare Inc och drygt 40 % av Midsummer, skulle det kunna finnas intressekonflikter när det gäller var i kedjan mest värde hamnar. Även om Sunflare Inc definitivt har ekonomiska incitament att Midsummer ska lyckas betyder inte det nödvändigtvis att de prioriterar Midsummer i frågor där det eventuellt finns en intressekonflikt mellan företagen.

## Omsättningsminskning i Q1 2019

Nettoomsättningen för det första kvartalet uppgick till 18,7 MSEK, vilket är en nedgång från 53,0 MSEK i Q4 2018. Den stora minskningen förklaras av Bolaget bero på att man under kvartalet har tagit fram ett nytt erbjudande till kunderna med mer förmånliga betalningsvillkor. Vidare har Bolaget under Q1 emitterat en obligation om cirka 200 MSEK för att möjliggöra produktionsökningar framöver. Kontentan blir därför att den svaga försäljningen under Q1 är en engångsföreteelse enligt Bolaget och därmed blir det extra viktigt att kommande kvartal visar starkare siffror.

## Sammanfattning

Midsummers produkt bedöms vara konkurrenskraftig och möjliggör användning av solpaneler i nya sammanhang, vilket sammantaget kan resultera i bra tillväxt framöver. Däremot är det motiverat för Bolaget att ha en värderingsrabatt på grund av relationen till Sunflare Inc som står för en stor andel av omsättningen. Om Midsummer visar att relationen till Sunflare inte innebär en större risk borde en uppvärdering följa eftersom Bolaget kan anses vara relativt lågt värderat sett i relation till deras tillväxtpotential.

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

## Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

## Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

## Övrigt

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

## Innehavsredovisning

Analytikern äger inga aktier.

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)