

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## SHT

*Tar stora kliv mot ett renodlat industriföretag*

2022-08-30

Analytiker: Lucas Mattsson

**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 analys. 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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

År 2022 har hittills präglats av ett skifte för SHT Smart High-Tech AB ("SHT" eller "Bolaget"), från att vara ett forsknings- och utvecklingsbolag till ett industriellt företag där fokus ligger på försäljning av Bolagets egna produkter. Detta har således speglats i SHT:s finansiella utveckling i form av initialt låga försäljningsintäkter och höga expensionskostnader. Samtidigt har SHT tagit stora steg mot kommersialisering, genom bl.a. tre nya testorders, femte prototypordern från Huawei och en serieleveransorder, varför vi behåller vår positiva syn på Bolaget, där vi estimerar att försäljningen tar fart från år 2023, för att år 2025 uppgå till ca 60 MSEK. Baserat på en målmultipel om EV/S 4,5x på 2025 års försäljning, och en diskonteringsränta om 15 %, erhålls i ett Base scenario ett nuvärde per aktie om 14,8 kr.

#### Högre rörelsekostnader än väntat

Nettoomsättningen under Q2-22 uppgick till 0,3 MSEK (2,4), där minskningen till stor del anses vara hänförlig till en minskad efterfrågan till följd av de hårda covidrestriktioner som har drabbat Kina, då leveranser i huvudsak sker till Asien i dagsläget. Rörelsekostnaderna, exklusive COGS, uppgick till ca -8,8 MSEK (-6,9), vilket motsvarar en ökning om 29 % Q-Q. Kostnadsökningen är något högre än väntat, vilket anses främst vara hänförlig till att bolaget skalat upp personalstyrkan samt engångskostnader till följd av uppsägningslön för tidigare VD.

#### Fortsatt stort intresse för SHT:s teknik

Under H1-22 har SHT fokuserat på marknadsaktiviteter i USA och Europa, vilket har resulterat i totalt tre testorders från bl.a. ett globalt ledande multinationellt dataföretag. Även om det initialt handlar om relativt små beställningar, speglar dessa tre orders ett stort intresse för Bolagets produkter även i Europa och USA, varför Analyst Group ser det som strategiskt riktigt att bygga upp en högteknologisk elektronikkomponenttillverkning även i Göteborg för att på sikt kunna möta en hög efterfrågan.

#### Vi behåller vår långsiktiga positiva syn på Bolaget

Att omsättningen kom in lägre än estimerat samtidigt som rörelsekostnaderna hade ökat mer än väntat medför att vi har svårt att se att SHT kommer infria våra prognoser för år 2022, varför vi har valt att revidera prognoserna för innevarande år. Det är dock tydligt att SHT nu lägger grunden för framtida tillväxt, genom bl.a. uppbyggnad av tillverkningsanläggning i Göteborg, en betydande serieleveransorder, fortsatta testorders och femte prototypordern från Huawei, varför vi behåller våra omsättningsprognoser för år 2023-2025. Vårt att notera dock är att om SHT skulle materialisera flera testorders till skarpa volymleveranser, anser vi att det skulle kunna få en betydande effekt på omsättningen och således värderingsintervallet. Vidare har värderingsintervallet justerats något, då vi tar hänsyn till kapitalstrukturen i värderingen.

AKTIEKURS | 17,9 kr

#### VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR  
8,1 kr

BASE  
14,8 kr

BULL  
21,1 kr

Värderingen baseras på flera antaganden, och både prognoser samt en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

#### SHT SMART HIGH-TECH AB

Senast betalt (2022-08-29)	17,9
Antal Aktier (st.)	13 500 000
Market Cap (MSEK)	241,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-32,5
Enterprise Value (MSEK)	209,2
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.
Lista	Spotlight Stock Market

#### UTVECKLING

1 månad	+100,2 %
3 månader	+55,7 %
1 år	n.a.
YTD	+27,9 %

#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: DELÅRSRAPPORT Q2-22)

Johan Liu	67,3 %
Nordnet Pensionsförsäkring	3,0 %
Chalmers Tekniska Högskola	2,7 %
Göran Ofsén	2,2 %
Jan Bengtsson	1,4 %

#### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Lars Almhem
Styrelseordförande	Johan Liu

#### FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport #3 2022	2022-11-18
-------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	4,7	3,5	13,0	27,8	59,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,6</b>	<b>8,4</b>	<b>15,5</b>	<b>26,8</b>	<b>53,7</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	93%	69%	73%	77%	80%
Rörelsekostnader	-15,9	-25,4	-29,2	-33,3	-37,9
<b>EBITDA</b>	<b>-5,3</b>	<b>-17,0</b>	<b>-13,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>15,8</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-243%	-662%	-151%	-43%	17%
P/S	51,1	69,5	18,5	8,7	4,0
EV/S	44,3	60,2	16,1	7,5	3,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	13,2

<sup>1</sup>Exkl. Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

# KOMMENTAR Q2-RAPPORT

**SERIE-  
LEVERANSORDER  
OM  
450 TSEK**

## Nettoomsättningen drabbades negativt till följd av hårda restriktioner i Kina

För andra kvartalet 2022 uppvisade SHT en nettoomsättning om 0,3 MSEK (2,4), där minskningen till stor del anses vara hänförlig till en minskad efterfrågan till följd av de hårda covidrestriktioner som har drabbat Kina, då leveranser i huvudsak sker till Asien i dagsläget. I takt med att restriktionerna har lättats under sommaren, har verksamheten i Kina startat upp och under augusti 2022 annonserade Bolaget en större serieleveransorder från en Shanghai-baserad industrirobotproducent som tecknat en order om ca 450 tSEK, som det kinesiska dotterbolaget ska producera. Analyst Group ser positivt på att verksamheten i Kina återigen är igång, då det bevisligen råder en hög efterfrågan på SHT:s produkter framförallt i Asienregionen.

Fokus under våren har varit på marknadsaktiviteter i Europa och USA, vilket har resulterat i bl.a. en första testorder till ett globalt ledande multinationellt dataföretag. Det är en initialt liten order, 50 stycken GT-TIM, samtidigt anses ordern vara ett stort och viktigt steg för SHT att bli uppmärksammas av ett stort multinationellt företag, vilket kan skapa ringar på vattnet och leda till att fler större företag får upp ögonen för SHT. De initiala tester kunden har gjort med tidigare prover har visat att Bolagets produkter har en prestanda som överträffar konkurrerande produkter. Vidare har SHT erhållit en mindre order på tre av Bolagets GT-TIM, av ett amerikanskt företag som är ledande inom professionella drönare, samt en mindre order från ett Göteborgsföretag som är långt framme inom rymdindustrin, vilka vill använda Bolagets silikonfria GT-TIM. Dessa tre orders som SHT erhöll efter utgången av Q2-22 speglar ett stort intresse för Bolagets produkter även i Europa och USA, vilket medför att Analyst Group ser det som strategiskt riktigt att bygga upp en högteknologisk elektronikkomponenttillverkning även i Göteborg.

## Ökad rörelseförlust men fortsatt god finansiell ställning

SHT:s rörelsekostnader, exklusive COGS, uppgick till ca -8,8 MSEK (-6,9), vilket motsvarar en ökning om 29 % Q-Q. Kostnadsökningen anses främst vara hänförlig till att Bolaget skalat upp personalstyrkan samt engångskostnader till följd av uppsägningslön för tidigare VD. Under Q2-22 uppgick Bolagets kassaflöde från den operativa verksamheten, efter förändringar av rörelsekapital, till ca -1,6 MSEK/månad. Givet en liknande kapitalförbrukning under kommande månader, och att Bolagets kassa per den sista juni 2022 uppgick till ca 32,5 MSEK, skulle kassan vara förbrukad vid Q1-24, allt annat lika. Dock räknar vi med att SHT kommer att öka sin kapitalförbrukning framgent, i takt med att personalstyrkan ökar och Bolaget fortsätter att investera i sin expansion. Samtidigt, om hänsyn tas till de två miljoner utestående teckningsoptioner som förfaller i november 2022, vilket kan komma att tillföra Bolaget ytterligare kapital, samt med hänsyn till en ökad försäljning framgent, anser Analyst Group att SHT har en god finansiell ställning för att fortsätta exekvera på Bolagets expansionsplaner.

## Sammanfattande tankar om Q2-rapporten

Att omsättningen kom in lägre än estimerat samtidigt som rörelsekostnaderna hade ökat mer än väntat medför att vi kommer att se över våra prognoser för innevarande år. Vårt att notera dock är att år 2022 präglas av det skifte från att vara ett rent forsknings- och utvecklingsbolag med intäkter främst från statligt finansierade projekt, till ett industriellt företag där fokus ligger på försäljning av företags egna produkter. Således drar vi inte några större växlar kring minskning i nettoomsättning under enskilda kvartal, utan ser istället positivt på att Bolaget har accelererat utvecklingen mot ett renodlat tillverkningsbolag. Samtidigt uppvisar SHT att det finns en hög efterfrågan och en stor nyfikenhet för Bolagets produkter, genom att antalet testorders fortsätter att öka, vilket öppnar upp möjligheterna för stark tillväxt under kommande år, vilket är i linje med våra tidigare prognoser. Vidare ser Analyst Group positivt på den serieleveransorder som SHT:s kinesiska dotterbolag erhöll efter utgången av Q2-22, vilket kan bädda för fortsatta orders under kommande kvartal och således ett återkommande kassaflöde. Utöver ovannämnda aktiviteter har SHT även blivit inbjudna till att delta online på en asiatiskt multinationell elektronikproducentens interna inköpskonferens under innevarande månad. Det är elektronikproducentens dotterbolag i Europa med placering i Tyskland som håller i en konferens där SHT ska presentera Bolagets produkter inför den potentiella kundens teknikspezialist, inköpsorganisation och ledning, såväl globalt som för samtliga affärsområden. Således ser Analyst Group att det finns flertalet spännande värdedrivande aktiviteter i korten under kommande 12 månader.

**KASSA OM  
~33 MSEK  
MÖJLIGGÖR  
FORTSATTA  
INVESTERINGAR**

# INVESTERINGSIDÉ

2 – 4  
MILJARDER  
DOLLAR  
MARKNADS-  
STORLEK

70 %  
LÄGRE  
ENERGI-  
FÖRBRUKNING

GODA  
MÖJLIGHETER  
FÖR  
VOLYMORDER  
UNDER 2022/2023

14,8 KR/AKTIE  
I ETT BASE  
SCENARIO

## Bolagets adresserbara marknad drivs av megatrender

Datorer, mobiltelefoner samt andra elektronikprodukter utvecklas ständigt mot att bli allt kompaktare, lättare och med snabbare system samt mer funktionalitet, vilket leder till en teknisk utmaning i att temperaturen i enheterna ökar. När värme genereras i elektronik skapar det en ”ond spiral”, desto mer värme som genereras desto hårdare måste elektroniken arbeta, vilket bildar ytterligare värme i enheten. En hög arbetstemperatur i elektroniken resulterar i att prestandan i tekniken försämras och kortar livslängden på produkterna, t.ex. att mobiltelefonen blir trög och batterikapaciteten minskar. Genom SHT:s produkter elimineras detta problem, då värmen leds bort från elektronikprodukten vilket kyler elektroniken och bidrar till ökad prestanda. Marknadsstorleken för SHT:s produkter beräknas, enligt Bolaget, till 2 – 4 MdUSD, vilket är minst sagt omfattande i storlek, och redan vid en mindre marknadsandel kan betydande intäkter genereras. Behovet av SHT:s lösning är således stort, där megatrenderna ökad digitalisering och *Internet of Things* påskyndar transformationen för hela elektronikbranschen med ökad prestanda, energieffektivisering och kylning, vilket talar för en ökad efterfrågan av Bolagets produkter.

## Patenterad teknik med unikt *Know-How*

Genom tio års forskning inom området och med över elva godkända patent, har SHT skapat goda ekonomiska vallgravar för att skydda framtida kassaflöden och marknadsandelar från konkurrerande företag. Johan Liu (Grundare & Styrelseordförande) tillsammans med andra forskare har byggt upp ett unikt *Know-How*, vilket tillsammans med elva godkända patent samt elva pågående patentansökningar, skyddar den utvecklade produkten; SHT GT, samt tillverkningsprocessen i stora delar av världen. Bolagets patenterade produkt har upp till tio gånger så hög värmeledningsförmåga än konkurrerande material och möjliggör 70 % lägre energiförbrukning utan att ge avkall på prestandan i elektroniken, vilket är unikt på marknaden.

## Flera värde drivare under kommande 12 månader

Efter utgången av Q2-22 erhöll SHT femte prototypordern i rad från Huawei, en världsledande 5G-leverantör av telekomutrustning och konsumentelektronik. Med tanke på att SHT och Huawei har haft ett utvecklingsavtal sedan år 2020, samt att Bolaget tidigare uppgett att tidsspannet mellan första utprovning av material till materialet appliceras i en produkt och SHT erhåller volymorders är ca två år, anser vi stärker möjligheterna för SHT att under år 2023 börja leverera större orders, vilket estimeras vara en av de största värde drivarna framgent. Vidare har SHT:s kinesiska dotterbolag tecknat en betydande order om 450 tSEK för serieleverans av GT-TIM, från ett företag till en applikation för kylning av industriella robotar. Utöver den ekonomiska effekten, anser Analyst Group att ordern sänder ett starkt signalvärde mot potentiella kunder, samt lägger grunden för ytterligare seriebeställningar i takt med att kunden skalar upp egen produktion av industrirobotar.

Förutom den kinesiska marknaden har marknadsaktiviteter i Europa och USA börjat bära frukt, då Bolaget erhållit tre testorders från tre olika företag inom IT-, drönar- och rymdindustrin. Av dessa beställningar ser Analyst Group ordern från den amerikanska ledande IT-leverantören som extra intressant, då kundens tillämpning av GT-TIM är för testning, vilket innebär att TIM:et inte monteras in i en produkt, vilket i sin tur förkortar ledtiden för införande i kundens verksamhet. Med hänsyn till detta, samt att initiala tester har fallit väl ut, anser Analyst Group att det råder goda möjligheter för SHT att erhålla volymorder redan under innevarande år/början på år 2023. Vi ser således att det finns ett flertal värde drivande aktiviteter och triggerer under de närmaste tolv månaderna.

## Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras försäljning ta fart från år 2023 för att under 2025 uppgå till ca 60 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är hur pass snabbt SHT kan materialisera de projekt som finns i Bolagets *pipeline*, bl.a. de prototyporders som Bolaget har erhållit från Huawei, samt flertalet testorders som SHT erhållit den senaste perioden. Baserat på en målmultipel om EV/S 4,8x på 2025 års försäljning, och en diskonteringsränta om 15 %, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 14,8 kr.

# BOLAGSBESKRIVNING

## MEGATRENDER ACCELERERAR BEHOVET AV BOLAGETS PRODUKTER

SHT grundades år 2007 och har historiskt varit ett forsknings- och utvecklingsorienterat bolag med intäkter främst från statligt finansierade projekt. Under de senaste åren har Bolaget genomgått en transformation mot ett innovativt tillverkningsföretag, vilka utvecklar samt säljer högpresterande grafenförstärkt material för kylning av elektronik, kraftmoduler, lysioder och andra värmekänsliga produkter. Megatrender såsom digitalisering och *Internet of Things* accelererar utvecklingen av elektroniken mot mer kompakta och snabbare, vilket medför högre temperaturer som i sin tur försämrar elektronikenhetens prestanda och livslängd. Detta skapar ett behov av bättre och effektivare *Thermal Interface Material* (TIM), där Bolagets patenterade produkter, SHT GT-TIM, effektivt leder bort värmen från elektronikkomponenten, vilket leder till lägre arbetstemperatur och således en längre livslängd av elektroniken.



### Affärs- och intäktsmodell

#### Målkunder



SHT:s affärsidé är att utveckla och sälja lösningar av högpresterande grafenförstärkt material för kylning av elektronik till bland annat globala OEM (*Original Equipment Manufacturer*)-företag såsom Intel, AMD, Nvidia, Ericsson och Huawei, där SHT redan har ett utvecklingsavtal med det sistnämnda företaget. Bolaget fokuserar på försäljning via teknisk utveckling, vilket innebär att SHT ingår utvecklingsavtal med en partner i syfte att skraddarsy en produkt för kundens specifika behov, detta medför att konkurrenter har svårt att ersätta SHT:s produkt, då egenskaperna är designade tillsammans med OEM-kunden vilket skapar en inlåsningseffekt. Dessutom består oftast kundernas produktportföljer av många olika produkter som har utmaningar att hantera värmeutvecklingen, vilket dels öppnar upp merförsäljning i andra produktportföljer, dels en stor möjlighet för SHT att öka försäljningen i takt med att kunden ökar produktionen.

Utöver Bolagets intäktsben mot B2B, avser SHT att sälja grafenförstärkta pads till privatpersoner verksamma inom Gaming och Crypto Mining, via Bolagets web-shop, vilket förväntas bidra till att SHT erhåller löpande intäkter från retail-området (B2C), parallellt med större volymförsäljningar till tillverkningsindustrin (B2B).

### Strategiska utsikter

Med tanke på att stora delar av elektronikutvecklingen är koncentrerad till den kinesiska marknaden har SHT etablerat en fabrik i Kina, via dotterbolaget Ruixi New Material Technology Ltd (Ruixi), vilket medför att SHT kan korta ledtiden på *supply chain* till potentiella kunder i det geografiska området och därmed minska risken för fraktstörningar. Däremot har strikta covidrestriktioner medfört att fabriken har varit stängd stora delar av H1-22, vilket har skapat bland annat tillverknings- och försäljningsutmaningar, då stora delar av potentiella kunder haft motsvarande problem. Mot bakgrund av detta, samt med hänsyn till en allt oroligare världsordning, där den politiska risken inte är helt försumbar, anser Analyst Group att det är strategiskt riktigt att SHT etablerar en motsvarande produktionsenhet i Göteborg för att kunna tillgodose efterfrågan på den europeiska marknaden och således minska beroendet av den kinesiska marknaden.

# FINANSIELL PROGNOSE

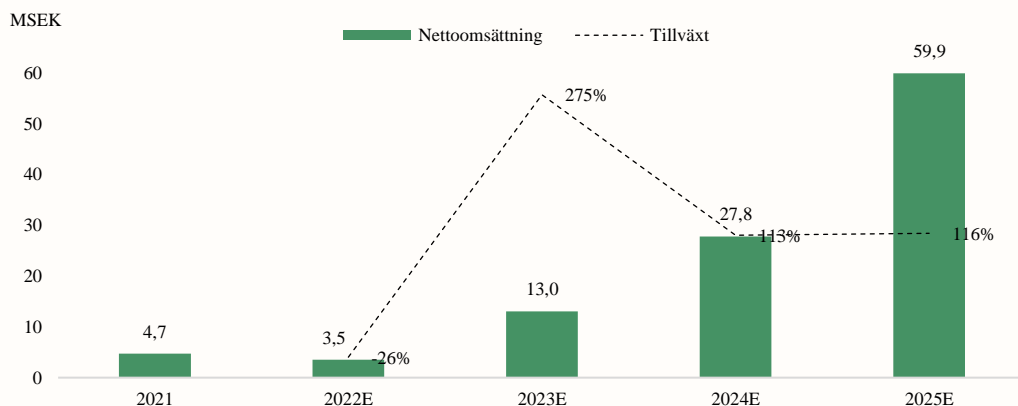
## Omsättningsprognos åren 2022-2025

Idag genomgår SHT ett skifte från att vara ett rent forsknings- och utvecklingsbolag med intäkter främst från statligt finansierade projekt, till ett industriellt företag där fokus ligger på försäljning av företags egna produkter, vilket har bottnat i att Bolaget varit underbemannade och inte kunnat ha säljpersonal ute på fältet. Genom Bolagets nyemission under år 2021, i samband med börsnoteringen, avser SHT bygga ut och automatisera tillverkningsenheten i Göteborg samt stärka organisationen, inte minst inom försäljning. Analyst Group estimerar att år 2022 kommer bli ett år där Bolaget, parallellt med att bygga upp kapaciteten i Sverige, fokuserar på att bygga säljorganisationen, varför vi inte prognostiserar för någon hög försäljning under år 2022, utan intäkterna förväntas fortsatt härstamma till stor del från initialt låga orders från den asiatiska marknaden samt projekt med partners och konsultation.

Analyst Group estimerar att SHT lyckas materialisera prototyporders från Huawei under år 2023, för att sedan börja implementera materialet i produkter och därmed erhålla volymorder. Eftersom SHT har som målsättning att bearbeta stora OEM-kunder så förväntar sig Analyst Group att Bolaget successivt kan skala upp försäljningen till stora volymer, då de stora OEM-kundernas produktportföljer består av många olika produkter som har utmaningar med att hantera värmeutveckling, vilket öppnar upp för merförsäljning eftersom testning och verifiering redan är genomförda. Eftersom SHT:s produkter använder befintlig monteringsmekanik, *pick and place*, som finns hos alla elektronikproducenter, resulterar det i att kunderna inte behöver investera i maskiner för att applicera Bolagets produkt, vilket sänker införsäljningsströsklarna. Utifrån estimerad volymtillväxt, och applicerade prisnivåer, prognostiseras försäljningen öka från 3,5 MSEK under 2022 till 60 MSEK år 2025, motsvarande en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) om 158 % i ett Base scenario.

**Försäljningstillväxten förväntas ta fart under år 2023, i takt med att SHT erhåller volymorder.**

Prognostiserad nettoomsättning och tillväxt, Base scenario



Analyst Groups prognoser

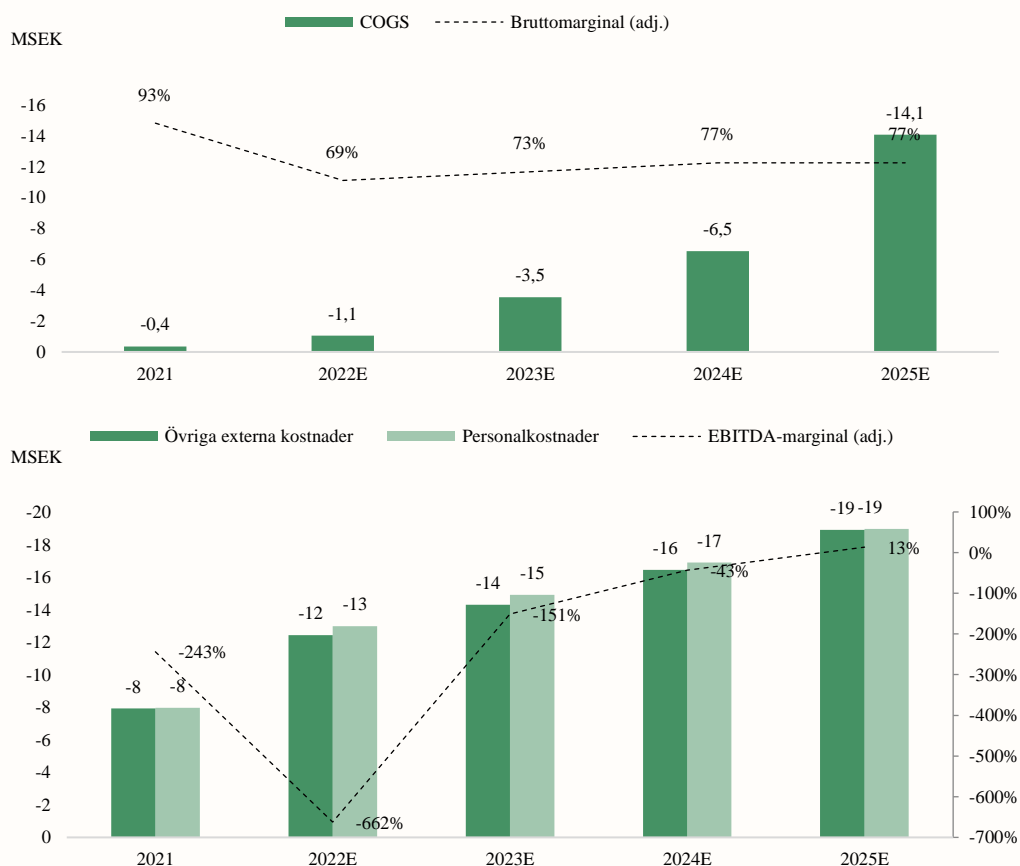
# FINANSIELL PROGNOSE

## Brutto- och rörelsekostnader åren 2022-2025

Med tanke på att SHT har haft en låg andel produktförsäljning och en hög andel konsult- och projektintäkter, har bruttomarginalen varit på nivåer över 90 %. Eftersom SHT inte endast vill vara ett forskningsbolag, utan ett kommersiellt bolag, räknar vi med att bruttomarginalen kommer att minska i takt med att andelen produktförsäljning ökar. Dock kommer SHT, med hjälp av kapitalet från emissionen, investera i en automatiserad produktionslina. Givet full automation räknar vi med att bruttomarginalen kommer att stabiliseras från år 2024 till ca 77 %, eftersom material och tillverkningskostnader kan pressas genom effektiva processer. Utöver tillverkningskostnader räknar vi med att personal kommer utgöra en successivt större andel av de fasta kostnaderna, där en kombination av både heltidsanställda och konsulter antas. Bolagets övriga externa kostnader, vilka bl.a. består av hyres- och patentkostnader samt expansionskostnader, estimeras att öka år 2022, för att därefter öka i takt med att verksamheten i sin helhet växer. Omsättningen estimeras stiga snabbare än kostnaderna, därmed prognostiserar vi att SHT tills år 2025 kan uppnå en EBITDA-marginal om ca 13 % i ett Base scenario.

### Rörelsekostnaderna väntas stiga, men i lägre takt än försäljningen, för att nå 13 % EBITDA-marginal år 2025.

Prognostiserade rörelsekostnader, bruttomarginal och EBITDA-marginal 2021A-2025E, i ett Base scenario



Analyst Groups prognoser

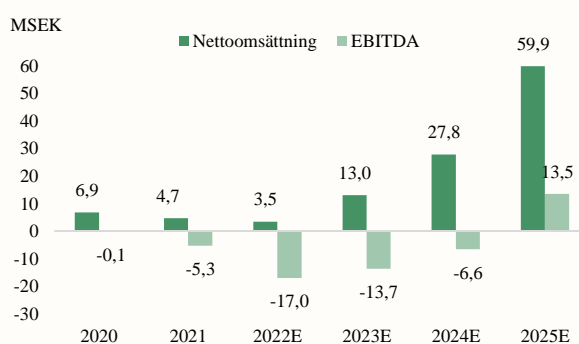


# VÄRDERING

## Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för SHT.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Totala intäkter <sup>2</sup>	11,0	9,5	19,0	33,3	65,4
COGS	-0,4	-1,1	-3,5	-6,5	-14,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,6</b>	<b>8,4</b>	<b>15,5</b>	<b>26,8</b>	<b>51,4</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	93%	69%	73%	77%	77%
Övriga externa kostnader	-7,9	-12,4	-14,3	-16,4	-18,9
Personalkostnader	-8,0	-13,0	-14,9	-16,9	-19,0
<b>EBITDA</b>	<b>-5,3</b>	<b>-17,0</b>	<b>-13,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>13,5</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-243%	-662%	-151%	-43%	13%



Analyst Groups prognoser

<sup>1</sup> Exkl. Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

<sup>2</sup> Inkl. Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

## Värdering: Base scenario

Under resterande del av år 2022 räknar vi med att SHT:s huvudfokus kommer vara att stärka organisationen och få ett första större avtal på plats, för att skapa rätt förutsättningar för en lönsam tillväxtresa. Analyst Group estimerar att försäljningen kan börja ge synlig effekt primärt från år 2023 för att då uppgå till ca 13 MSEK. Värderingen av SHT utgår från försäljningen, där en EV/S-multipel appliceras. Generellt är EV/S-multiplar för tillväxtbolag i tidig fas höga till följd av en initialt låg omsättning men med goda tillväxtutsikter. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplar att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. Givet detta resonemang, och därtill med hänsyn till hur liknande bolag med affärsmodeller som påminner om SHT värderas, anser Analyst Group att en målmultipel om EV/S 4,7x på 2025 års försäljning om ca 60 MSEK är rimlig. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Analyst Group tillämpar en diskonteringsränta om 15 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2025 om ca 282 MSEK resulterar i ett nuvärde per aktie om 14,8 kr idag i ett Base scenario.

**14,8 KR/AKTIE**  
I ETT BASE  
SCENARIO

### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- SHT får ett försäljningsgenombrott med Huawei, vilket lägger grunden för framtida leveranser. Då halvledarindustrin likt många andra branscher oftast följer teknikledare förväntas Bolaget se ett ökat behov från andra globala kunder när SHT:s genombrottsorder materialiseras.
- SHT lyckas materialisera testorders med kunder i Europa och USA, vilket leder till fler volymleveranser och således en högre nettoomsättning än vad som estimerats i ett Base scenario.
- Bolaget skalar upp produktionen ytterligare med hjälp av ökad automatisering. Förbättrad produktion resulterar i ökad kapacitet, samtidigt som tillverkningskostnaderna minskar, vilket ger utrymme för stigande marginaler.

I ett Bull scenario motiveras en högre värdering av aktien, givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om EV/S 5,5x samt en diskonteringsränta om 15 % motiveras ett nuvärde per aktie om 21,1 kr i ett Bull scenario <sup>3</sup>

### Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- SHT:s prototyporders från Huawei leder inte till några volymorders, vilket i ett Bear scenario resulterar i att Bolaget har svårt att hitta nya kunder. Detta skulle sänka tillväxtutsikterna substantiellt och leda till att SHT i högre grad får förlita sig på projekt- och konsultintäkter.
- SHT:s hårda satsningar på en fabrik i Kina samt utveckling av produktionsutrustningar för verksamheten i Göteborg åter upp kassan, och med tanke på att Bolaget förväntas generera negativt kassaflöde de kommande åren föreligger det en stor risk för extern kapitalanskaffning. Med hänsyn till det läget som Bolaget då kan befinna sig i, finns det risk att sådan anskaffning sker till mindre fördelaktiga villkor, och högre utspädning för befintliga ägare.

I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien, givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om EV/S 3,8x samt en diskonteringsränta om 15 % motiveras ett nuvärde per aktie om 8,1 kr i ett Bear scenario. <sup>3</sup>

**21,1 KR/AKTIE**  
I ETT BULL  
SCENARIO

**8,1 KR/AKTIE**  
I ETT BEAR  
SCENARIO

<sup>3</sup>Se Appendix sida 12 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

# VD-INTERVJU, LARS ALMHEM

---



**Ni presenterade nyligen er Q2-rapport och nu befinner vi oss en bit in på det andra halvåret. Skulle du kunna ge oss en sammanfattning för det första halvåret 2022, vad är du mest nöjd med, respektive mindre nöjd med?**

Mest nöjd är jag med att vi dels har strukturerat upp och investerat i våra produktionsprocesser som garanterar volym samt kvalitet lokalt i Sverige, dels att vårt R&D-Team har lyft funktionalitet och producerbarhet på våra produkter samt förtjänstfullt mött olika kunders utmaningar för sina unika applikationer. Vidare är jag nöjd med den fantastiska responsen vi fått från kunder, ofta multinationella och världskända, efter egna tester av våra produkter. Flera av dessa har jag personligen mött, dels online, men även fysiskt.

Mindre nöjd är jag med de förseningar vi fick beroende på nedstängningarna i Kina. Den starka responsen från marknaden fick tyvärr en fördröjning till efter semestern med konsekvensen att en hel del aktiviteter bär frukt ett kvartal senare.

**Under Q2-22 uppvisade ni en negativ tillväxt till följd av bl.a. covidrestriktioner, är detta något vi kan räkna med även under Q3-22 eller ser du att effekterna från dessa problem avtagit?**

Vi ser ännu inga negativa effekter för hösten förutom viss risk för längre sjötransporter. Vi har dock tagit höjd för detta, så om inga nya större världshändelser sker under hösten, så kommer inga nya störningar för vår del. Efter årsskiftet har vi säkrat alla processteg i egen verksamhet i Göteborg och är därför väl rustade för alla eventualiteter.

**Under den senaste perioden har ni presenterat flertalet spännande testorders, finns det någon order som du skulle vilja lyfta fram som extra intressant?**

Den order som vi kallat ”Testorder från ledande global IT leverantör i USA” är lovande ur flera aspekter.

- Vår standardprodukt är testad i kundens applikation och prestandan överträffar konkurrenternas.
- Vår produkt ska inte byggas in i deras produkt, utan användas i deras testutrustningar, därav kortare upphandlingsprocess.
- Kunden är en mycket känd, multinationell mjukvaru- och hårdvaruleverantör.

**Avslutningsvis, vad tycker du att en investerare och aktieägare i SHT bör hålla utkik efter under resten av år 2022?**

Förhoppningsvis kommer resultat från kundtester av våra produkter snart med positiva effekter. Dessutom bör man vara vaksam på en förstående lansering av vår konsumentprodukt, FrostSheet, under september. Senare i höst bör vi se effekter av vår resursförstärkning och fokus på säljsidan. Slutligen kommer förhoppningsvis snart rapporter om lyckade applikationsanpassningar med större volymorder som följd.

*Lars Alnhem, VD, SHT Smart High-Tech AB*

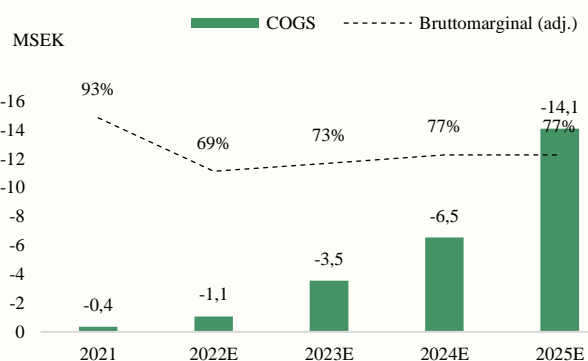
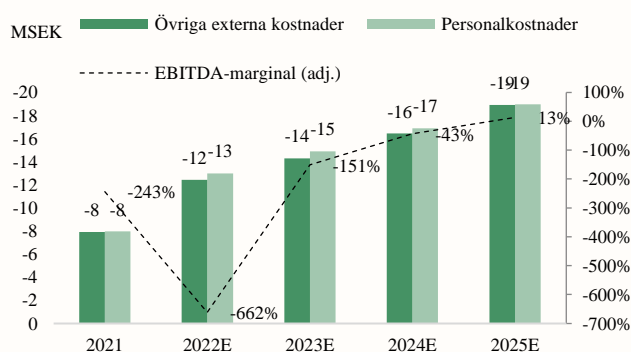
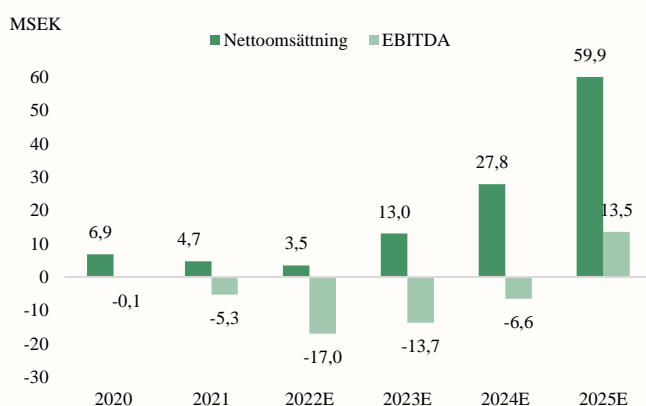
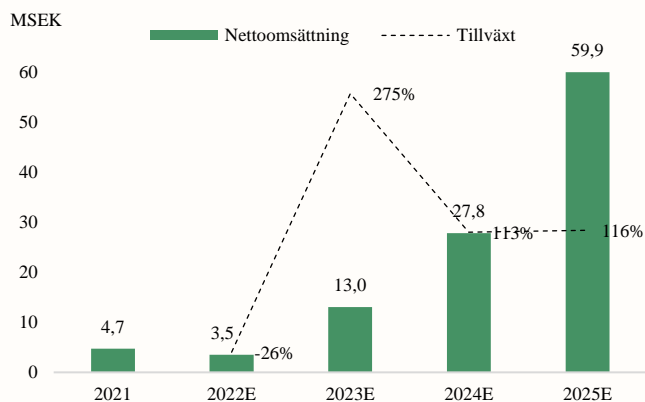
*Augusti, 2022*

# APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	4,7	3,5	13,0	27,8	59,9
Aktiverat arbete för egen räkning	2,1	3,5	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	4,1	2,5	2,0	1,5	1,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>11,0</b>	<b>9,5</b>	<b>19,0</b>	<b>33,3</b>	<b>65,4</b>
COGS	-0,4	-1,1	-3,5	-6,5	-14,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,6</b>	<b>8,4</b>	<b>15,5</b>	<b>26,8</b>	<b>51,4</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	93%	69%	73%	77%	77%
Övriga externa kostnader	-7,9	-12,4	-14,3	-16,4	-18,9
Personalkostnader	-8,0	-13,0	-14,9	-16,9	-19,0
<b>EBITDA</b>	<b>-5,3</b>	<b>-17,0</b>	<b>-13,7</b>	<b>-6,6</b>	<b>13,5</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-243%	-662%	-151%	-43%	13%
Avskrivningar	-0,5	-2,2	-2,7	-3,0	-3,1
<b>EBIT</b>	<b>-5,8</b>	<b>-19,2</b>	<b>-16,4</b>	<b>-9,5</b>	<b>10,4</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-254%	-727%	-172%	-54%	8%

Nyckeltal	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	51,1	69,5	18,5	8,7	4,0
EV/S	44,3	60,2	16,1	7,5	3,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	15,5
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	20,1

<sup>1</sup> Exkl. Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter



# APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	4,7	4,3	15,6	36,5	75,6
Aktiverat arbete för egen räkning	2,1	3,5	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	4,1	2,5	2,0	1,5	1,5
<b>Totala intäkter</b>	<b>11,0</b>	<b>10,3</b>	<b>21,6</b>	<b>42,0</b>	<b>81,1</b>
COGS	-0,4	-1,1	-3,3	-7,1	-13,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,6</b>	<b>9,2</b>	<b>18,4</b>	<b>34,9</b>	<b>67,6</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	93%	74%	79%	81%	82%
Övriga externa kostnader	-7,9	-13,6	-16,3	-18,8	-21,6
Personalkostnader	-8,0	-15,4	-17,4	-19,4	-21,5
<b>EBITDA</b>	<b>-5,3</b>	<b>-19,8</b>	<b>-15,4</b>	<b>-3,3</b>	<b>24,5</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-243%	-456%	-98%	-9%	32%
Avskrivningar	-0,5	-2,5	-3,0	-3,3	-3,6
<b>EBIT</b>	<b>-5,8</b>	<b>-22,3</b>	<b>-18,4</b>	<b>-6,6</b>	<b>20,9</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-254%	-514%	-117%	-18%	28%

Nyckeltal	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	51,1	55,6	15,5	6,6	3,2
EV/S	44,3	48,2	13,4	5,7	2,8
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	8,5
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	10,0

Bear scenario (MSEK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	4,7	2,6	10,4	21,3	36,9
Aktiverat arbete för egen räkning	2,1	3,5	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	4,1	2,5	2,0	1,5	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>11,0</b>	<b>8,6</b>	<b>16,4</b>	<b>26,8</b>	<b>40,9</b>
COGS	-0,4	-1,0	-3,8	-7,2	-12,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>10,6</b>	<b>7,6</b>	<b>12,6</b>	<b>19,6</b>	<b>28,5</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>1</sup>	93%	60%	63%	66%	66%
Övriga externa kostnader	-7,9	-11,8	-13,0	-14,3	-15,8
Personalkostnader	-8,0	-12,2	-13,2	-14,4	-16,4
<b>EBITDA</b>	<b>-5,3</b>	<b>-16,4</b>	<b>-13,7</b>	<b>-9,1</b>	<b>-3,6</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-243%	-631%	-131%	-43%	-10%
Avskrivningar	-0,5	-2,0	-2,4	-2,6	-2,8
<b>EBIT</b>	<b>-5,8</b>	<b>-18,4</b>	<b>-16,1</b>	<b>-11,7</b>	<b>-6,4</b>
EBIT-marginal (adj.) <sup>1</sup>	-254%	-708%	-154%	-55%	-17%

Nyckeltal	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
P/S	51,1	92,7	23,2	11,4	6,5
EV/S	44,3	80,3	20,1	9,8	5,7
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

<sup>1</sup> Exkl. Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter

# 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 frånsäger 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.*

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

## 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

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **SHT Smart High-Tech AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

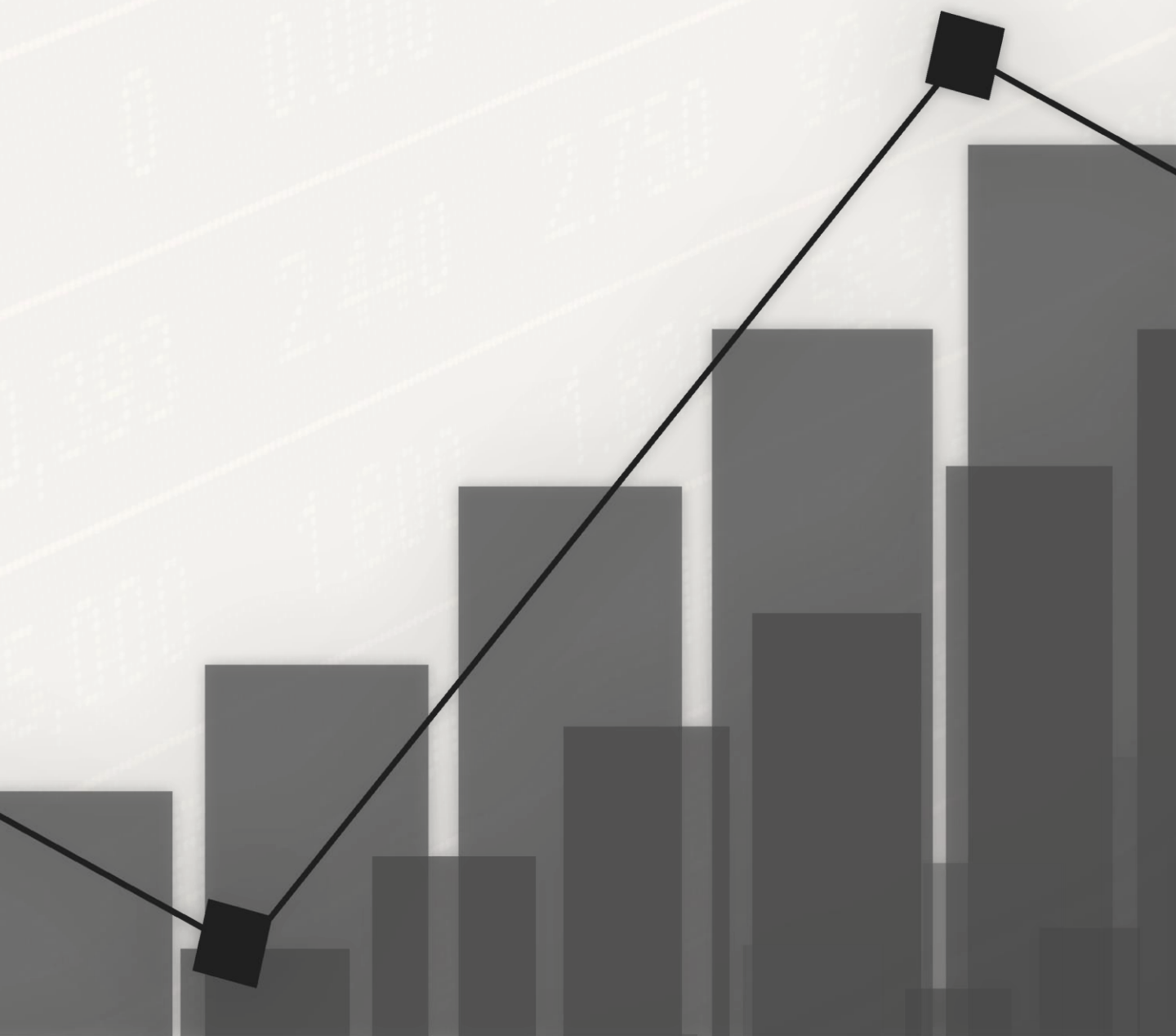
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm