

Biofrigas

21:a maj, 2024

En investering i Biofrigas Sweden AB ("Biofrigas" eller "Bolaget") ger exponering mot den växande marknaden för flytande biogas. Genom att adressera mer småskaliga verksamheter innehar Biofrigas en tydlig nisch på marknaden där Bolagets kunder kan erhålla upp till 65 % investeringsstöd från Klimatklivet, vilket medför en attraktiv beräknad återbetalningstid om fem år. Med ett första referensprojekt beräknat att vara på plats efter sommaren år 2024 står Biofrigas nu redo att kommersialisera och börja konvertera en stark offertstock till faktiska avtal och avsiktsförklaringar. Givet en förväntad skalbar affärsmodell och en Pre-Money värdering om 4,9 MSEK i pågående företrädesemission ser Analyst Group en attraktiv möjlighet att investera i Biofrigas till en tilltalande Risk/Reward.

Om Bolaget

Biofrigas är specialiserade på att producera flytande biogas genom Bolagets innovativa CryoSep-teknologi, installerad i containerbaserade anläggningar. Denna teknologi möjliggör för lantbruk och livsmedelsindustrier att omvandla organiska restströmmar till flytande biogas, som uppfyller fordonsbränslestANDARDER och är särskilt användbar för tunga fordon och fartyg. Utöver biogas producerar processen även flytande biogen koldioxid, vilket kan ersätta fossilt ursprung av koldioxid. Biofrigas lösningar erbjuder kunderna ekonomiska fördelar såsom nya intäktsmöjligheter, kostnadsbesparingar och ökad självförsörjning, samtidigt som de bidrar till en framtid med netto-noll-utsläpp. Bolaget står nu inför en kommersialisering, med intensifierade marknadsförings- och försäljningsinsatser samt starkare partnerskap. Den första kommersiella anläggningen förväntas levereras efter sommaren och därtill har en avsiktsförklaring med ett lantbruk i Norge avseende leverans av en anläggning ingåtts, vilket validerar att Biofrigas nu är redo för kommersialisering, motiverat av en ökande efterfrågan på flytande biogas samt genom statliga bidrag.

Ett hållbart alternativ

Biogas produceras genom bearbetning av olika typer av organiskt avfall som bryts ned av mikroorganismer utan tillgång till syre.

Adresserar en bred marknad

Biogas är ett förnybart och miljövänligt bränsle som har flertalet användningsområden, såsom fordons- och fartygsbränsle, el- och värmeproduktion eller som råvara eller bränsle i industriella processer.

Starkt värdeerbjudande

Flytande biogas, vilket Biofrigas producerar, är biogas som renas från koldioxid och kondenseras till flytande form för att öka energitätheten och underlätta transport samt lagring.

Affärs- och intäktsmodell

Biofrigas affärsmodell utgår från att sälja kompletta anläggningar med CryoSep-teknologin till Bolagets kunder, vilket är exempelvis lantbrukare, kommunala biogas-anläggningar eller reningsverk. En anläggning beräknas kosta ca 8 – 12 MSEK och givet att kunden erhåller statligt investeringsstöd genom det s.k. Klimatklivet, beräknas investeringens återbetalningstid uppgå till ca fem år för kunden. Biofrigas produkter har långa ledtider och för att gradvis erhålla likviditet under produktionsprocessen tillämpar Bolaget en betalningsmodell som innebär att 30 % erhålls vid order, 30 % när materialet har anlänt, 30 % vid leverans samt 10 % vid godkänt prestandaprov. Således behöver Biofrigas inte binda mycket rörelsekapital under produktionsprocessen. Vidare säljer Biofrigas tillhörande service- och supportavtal, vilket inkluderar underhåll av anläggningen under livslängden, som beräknas till 20 år.



Flera gynnsamma marknadstrender

Genom Klimatklivet, ett finansiellt stöd för investeringar i teknik för en fossilfri framtid, vilket nyligen stärktes och förlängdes till år 2028, kan Biofrigas kunder erhålla upp till 65 % i investeringsstöd vid köp av Bolagets produkter. Därtill har självförsörjningsgraden på flytande biogas minskat de senaste åren till följd av ökad användning, vilket enligt Analyst Group skapat ytterligare behov av ökad produktion.



Redo för kommersialisering

Biofrigas har under de senaste åren lagt mycket tid samt resurser på produktutveckling och står nu redo att börja leverera den första referensanläggningen efter sommaren år 2024. Anläggningen ses som viktig och ett Proof of Concept för att kunna visa upp för potentiella kunder och på så sätt underlätta investeringsbeslut, något som förväntas mynna ut i fler affärer för Biofrigas.



Hög operativ hävstång i affärsmodellen

Biofrigas har under de senaste utvecklingsåren opererat med en stabil kostnadsbas. Analyst Group bedömer att Bolaget initialt kan skala upp utan några större ökningar i rörelsekostnader och med förväntade höga bruttomarginaler om 35-50 %, samt höga nominella intäkter per anläggning, finns förutsättningar att bara genom försäljning av några få anläggningar generera positivt kassaflöde.

Möjliggör produktion för småskaliga verksamheter

Biofrigas konkurrensfördel på marknaden är att Bolagets anläggningar möjliggör för småskaliga verksamheter att producera flytande biogas på ett ekonomiskt hållbart sätt. Övriga aktörer på marknaden som riktat in sig på produktion av flytande biogas adresserar främst större verksamheter. Därav ger Biofrigas teknologi förutsättningar till en stor grupp verksamheter att producera förnybar biogas i flytande form, något som tidigare inte varit möjligt. Givet detta anses de konkurrerande lösningarna för Biofrigas vara begränsade i dagsläget, något som skapar goda förutsättningar för att vinna stora marknadsandelar på sikt. Samtidigt ska det poängteras att marknaden bland de mindre verksamheterna befinner sig i en tidig fas och de

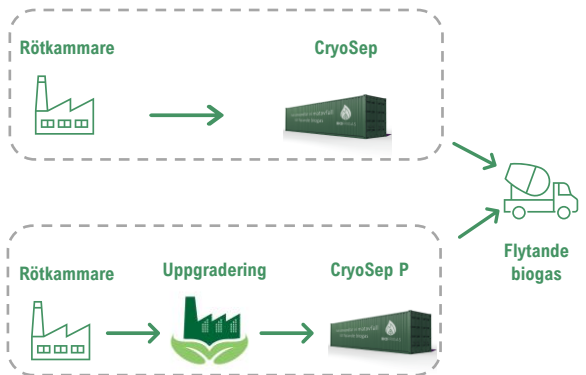


”Efter flera år bestående av produktutveckling står Biofrigas nu redo att leverera den första CryoSep-anläggningen, vilken förväntas stå klar efter sommaren år 2024, något som förväntas innebära en viktig referens för framtida potentiella kunder. Genom att vara en pionjär inom flytande biogas och möjliggöra för mer småskaliga verksamheter att producera, förväntas Biofrigas kunna kapitalisera på det snabbt växande behovet av produktion av flytande biogas”, säger ansvarig analytiker på Analyst Group.

kunder som har valt att investera, eller visat intresse för att investera, är att betrakta som pionjärer på marknaden. För att få en bredare massa att investera i Biofrigas produkter antas Bolagets första referensprojekt, vilket förväntas stå klart efter sommaren år 2024, bli viktigt för att kunna påvisa ett praktiskt exempel på hur anläggningarna fungerar. Således förväntas det nämnda referensprojektet kunna utgöra en trigger för fler aktörer att göra en investering i en Biofrigas-anläggning.

CryoSep – Biofrigas egenutvecklade teknik

CryoSep är containerbaserade anläggningar som möjliggör att mindre producenter kan producera flytande biogas från organiska restströmmar. Biofrigas har två olika typer av anläggningar – CryoSep och CryoSep P. Som utgångspunkt använder CryoSep den gas som produceras i en röttkammare, s.k. rågas, vilken i huvudsak består av metan och koldioxid. I de fall där gasen efter röttkammaren uppgraderats till fordongaskvalitet, används CryoSep P. CryoSep adresserar i huvudsak lantbruket medan CryoSep P adresserar större kunder såsom kommunala biogas-anläggningar eller reningsverk.



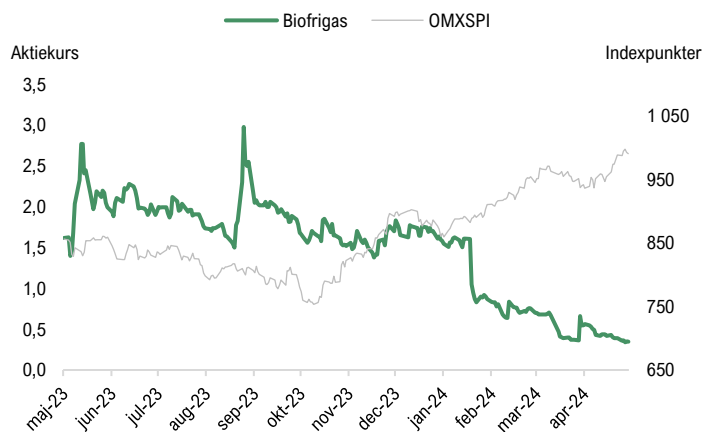
Flytande biogas lämpar sig bäst för transportsektorn och tunga fordon samt fartyg, då dessa har behov av ett bränsle med högt energiinnehåll. Utöver flytande biogas så skapar CryoSep-processen även flytande koldioxid, vilket bl.a. kan användas som ersättning till koldioxid med fossilt ursprung, något som möjliggör nya intäcksströmmar för Biofrigas kunder, alternativt bidrar till lägre kostnader och ökad självförsörjningsgrad i kundens egna verksamheter.

Sett till skillnaden mellan produktionen från CryoSep och CryoSep P, så genererar CryoSep P en högre mängd förvätskad metan, således högre energidensitet, medan CryoSep genererar en högre mängd förvätskad koldioxid.

Nyckeldata per 2024-05-20¹

Senast betalt (SEK)	0,34
Antal aktier (st.)	13 698 433
Börsvärde (MSEK)	4,6
Nettokassa (MSEK)	-4,5
EV (MSEK)	0,1
P/S (LTM)	n.a.
EV/EBIT (LTM)	n.a.
Lista	Spotlight Stock Market
VD	Jonas Stålhandske

Aktiekursens utveckling (12 månader)



¹Exklusive den kommunicerade företrädesemissionen.

Marknadsanalys

Klimatklivet förväntas öka investeringsviljan

Det finns starka regulatoriska drivkrafter som gynnar biogas användandet i Sverige. Klimatklivet är ett investeringsstöd som kan sökas av svenska företag för att möjliggöra satsningar på fossilfri framtidsteknik och grön omställning, vilket delfinansieras av NextGenerationEU, EU:s återhämtningsfond. Klimatklivet kan finansiera upp till 65 % av den totala investeringen för Biofrigas kunder, vilket ökar incitamenten att göra en sådan investering. Givet ett investeringsstöd om 65 % beräknas Biofrigas anläggningar ha en återbetalningstid om ca fem år, vilket skapar en attraktiv ROI.

I december år 2023 beslutade regeringen att förstärka och förlänga Klimatklivet genom ökade anslag och en förlängning av programmet till år 2028. Givet detta förväntas investeringsviljan i projekt som ingår under Klimatklivet öka från år 2024, dit Biofrigas flytande biogas-anläggningar räknas.

Låg självförsörjningsgrad öppnar för ökad produktion

Den svenska produktionen av flytande biogas ökade med 63 % år 2022 till 156 GWh, samtidigt som den totala användningen av flytande biogas uppskattas ha uppgått till 382 GWh, vilket är en ökning om hela 142 %. Givet detta uppgick den svenska självförsörjningsgraden, d.v.s. hur stor andel av användningen som kom från svenskproducerad flytande biogas, till endast 40 %, en siffra som har uppgått till 100 % historiskt. I takt med att användandet av flytande biogas har vuxit kraftigt under de senaste åren har den svenska självförsörjningen dock halkat efter. Därmed anser Analyst Group att det finns ett tydligt behov av att öka produktionen i Sverige, där Biofrigas anläggningar förväntas bli en viktig pusselbit genom att Bolaget adresserar mer småskaliga verksamheter och gör det ekonomiskt hållbart för dessa att producera flytande biogas.

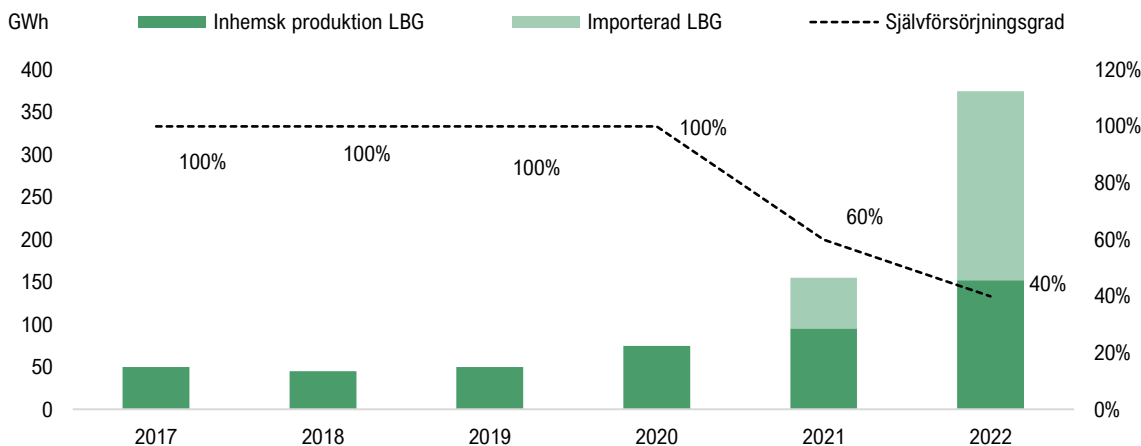
Ökat intresse från transportsektorn och industrin

Som grafen nedan påvisar så har användandet av flytande biogas vuxit starkt sedan år 2021, vilket främst är drivet av transportsektorn och industrin, något som har bidragit till att användningen har vuxit under 13 kvartal i rad. Det ökade intresset drivs primärt av tre faktorer:

- Inom transportsektorn för tunga fordon görs satsningar på fordon som drivs av flytande biogas, bl.a. från Volvo och Scania.
- Sjöfarten drivs idag nästan uteslutande av fossila bränslen och de fartyg som drivs med fossilt framställt flytande naturgas kommer omfattas av handeln med utsläppsätter. Därtill, som en del av EU:s gröna giv införs en "reduktionsplikt" som på sikt tvingar sjöfarten att blanda in flytande biogas i drivmedelsmixen. Bland nya fartyg som produceras idag dominerar drift med flytande gas, vilket förväntas fortsätta driva en växande efterfrågan på flytande biogas under kommande år.
- Industrin står idag för användandet av ca 60 % av energigaserna i Sverige, av vilka endast 20 % av dessa är förnyelsebara. Således finns det gott om utrymme inom industrin att öka användningen av förnyelsebara energigas som flytande biogas.

Ovan är samtliga drivkrafter som förväntas öka efterfrågan på flytande biogas, något som Biofrigas förväntas kunna kapitalisera på genom ett ökat intresse för Bolagets anläggningar. Ytterligare en förväntad drivkraft för flytande biogas är att biogasmarknaden i transportsektorn befinner sig i en tydlig förändring. Den komprimerade gasen, vilken främst används av bussar och taxibilar, förväntas ersättas av eldrivna fordon. Gällande långdistansbussar, vilka inte lämpar sig för elektrifiering, så investeras det nu i fordon med flytande biogas, vilket dessutom ökar fordonens räckvidd.

Den svenska självförsörjningsgraden har minskat under de senaste åren till följd av en stark tillväxt i användandet av flytande biogas.



Källa: Energigas Sverige

Business Case

Nedan beskrivs ett tänkbart händelseförlopp och värde drivare för Biofrigas under kommande år.

- Bolagets första anläggning färdigställs efter sommaren år 2024, vilket utgör ett viktigt referensprojekt och förväntas skapa förtroende och ökat intresse för Bolagets produkter.
- Det ökade intresset och förtroendet förväntas medföra att det ökade antalet utestående offerter och kundförfrågningar som Biofrigas har upplevt under de senaste kvartalen konverteras till faktiska avsiktsförklaringar och avtal.
- Den avsiktsförklaring som ingicks med ett lantbruk i Norge under april år 2024 materialiseras i en order och givet Biofrigas intäktmodell erhåller Bolaget genast 30 % av ordervärdet om 13 MSEK.
- Givet Biofrigas affärsmodell, med en låg burn rate, höga bruttomarginaler och att varje anläggning förväntas ha ett omsättningsvärde om 8-12 MSEK, förväntas Bolaget kunna uppvisa positivt kassaflöde genom enbart ett fåtal sålda anläggningar.
- Efter att ett antal anläggningar har installerats erhåller Biofrigas serviceintäkter, vilket således bidrar till återkommande intäkter för Bolaget.
- På längre sikt förväntas Biofrigas etableras på fler marknader, där exempelvis Tyskland ses som en potentiell marknad.

Slimmad organisation möjliggör skalbar affärsmodell

Biofrigas har under de senaste åren bibehållit en slimmad organisation med en god kostnadskontroll vilket har bidragit till att Bolaget har uppvisat en låg *burn rate* under de senaste åren, trots obefintlig omsättning. Den genomsnittliga operativa kapitalförbrukningen mellan åren 2019-2023 uppgår till ca -4 MSEK per år eller ca -0,3 MSEK per månad. Sett till rörelsekostnaderna så har de i snitt uppgått till ca -8 MSEK per år under samma tidsperiod, eller ca 0,66 MSEK per månad. Givet den produkt som Biofrigas säljer, CryoSep-anläggningar, uppskattar Analyst Group att Bolaget kan uppvisa goda bruttomarginaler om ca 35-50 %. Baserat på detta anser Analyst Group att det inte krävs omfattande omsättning för att uppvisa ett positivt kassaflöde. Till höger illustreras ett exempel på vad som är ett tänkbart finansiellt scenario för Biofrigas. Notera att detta endast är ett exempel och inte Analyst Groups explicita prognoser.



Vid försäljning av två anläggningar under ett givet år med ett omsättningsvärde i mitten av det angivna intervallet om 8-12 MSEK, således 10 MSEK, erhålls en omsättning om 20 MSEK. Med en konservativt antagen bruttomarginal om 40 % erhålls ett bruttoresultat om 8 MSEK. Vidare bedömer Analyst Group att Biofrigas initialt kan hålla kostnadsbasen stabil även vid en uppskalning och med en bibehållen kostnadsbas om -8 MSEK per år erhålls ett break even resultat på EBITDA-nivå. Vidare, vid en försäljning av fyra anläggningar, bibehållen bruttomarginal men med en ökad kostnadsbas till -11 MSEK, hänförlig till att hantera tillväxten, erhålls ett EBITDA-resultat om 5 MSEK. I nedan tabell redovisas de illustrativa beräkningarna.

Illustrativ beräkning (MSEK)	2 anläggningar	4 anläggningar
Nettoomsättning	20,0	40,0
Bruttokostnader	-12,0	-24,0
Bruttoresultat	8,0	16,0
Bruttomarginal	40,0%	40,0%
Rörelsekostnader	-8,0	-11,0
EBITDA	0,0	5,0
EBITDA-marginal	0,0%	12,5%

För att sätta den illustrativa beräkningen i perspektiv till Biofrigas värdering så uppgår Pre-Money värderingen i den pågående företrädesemissionen till ca 4,9 MSEK. Baserat på en försäljning om 2 anläggningar under ett år om 10 MSEK per styck, så skulle det medföra en P/S-multipel om 0,2x. Vid en illustrativ försäljning om 4 anläggningar under ett år och således en försäljning om 40 MSEK, skulle P/S-multipeln uppgå till 0,1x, samtidigt som det illustrativa EBITDA-resultatet uppgår till 5 MSEK, d.v.s. samma som Pre-Money värderingen. Sett till Post-Money värderingen vid full teckning i emissionen så uppgår den till 29,6 MSEK, vilket medför en P/S-multipel om 1,5x respektive 0,7x vid en försäljning av 2 eller 4 anläggningar, vilket Analyst Group anser är för lågt.

Analyst Group anser att ovan illustrativa beräkning synliggör den operativa hävstång som finns i Biofrigas affärsmodell vid högre försäljningsvolym. Dessutom, givet att varje anläggning som Biofrigas säljer har ett högt nominellt försäljningspris om ca 8-12 MSEK, krävs endast ett fåtal anläggningar för att uppnå attraktiva omsättnings- och därmed vinstnivåer. Samtidigt bör det poängteras att marknaden fortsatt är i ett tidigt skede, där de som nu har investerat och visat intresse för att investera är att betrakta som pionjärer, samt att ledtiderna är långa. Likväl anser Analyst Group sammantaget att **Pre-money värderingen om 4,9 MSEK** i den nu pågående företrädesemission, bl.a. givet den operativa hävstången i affärsmodellen och flera marknadstrender som finns i ryggen, utgör **en attraktiv värdering** för Biofrigas sett till att teckna pågående företrädesemission.

Disclaimer

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 vara 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. Läsare kan anta att Analyst Group har mottagit ersättning för att framställa denna analysartikel.

AG Equity Research AB

Riddargatan 12B
114 35 Stockholm

Telefon: 08-410 112 15
E-post: info@analystgroup.se
Hemsida: www.analystgroup.se

Org.nr: 556999-0939

Analyst Group är ett växande analyshus med fokus på små- och microcap-bolag i Sverige. Sedan vår start år 2014 har vi utvecklat en djupgående kunskap och erfarenhet av att analysera och erbjuda aktieanalyser, samtidigt som vi hjälper företag att förbättra sina investerarrelationer för ökad förståelse och transparens. Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.