

Teknikledarskap och tillväxtpotential till låg värdering



Cell Impact

26 juni, 2025

Cell Impact AB ("Cell Impact" eller "Bolaget") har utvecklat den patenterade teknologin *Cell Impact Forming™* för utveckling och tillverkning av avancerade flödesplattor. Teknologin har flera fördelar jämfört med konkurrerande metoder och under de senaste åren har Cell Impact initierat flertalet kunddialoger som idag fortgår och genererar intäkter i form av bl.a. simuleringar och prototypserier, om än i lägre volymer. I takt med att projekten fortskrider och således närmar sig serieproduktionsfas förväntas Cell Impact dock erhålla orders som tidigare försenats och därigenom omsättningstillväxt och lönsamhetsförbättringar – något som förväntas börja realiseras under H2-25. I ljuset av detta anser Analyst Group att Pre-Money värderingen om 13,9 MSEK i den pågående företrädesemissionen bjuder in till ett intressant investeringstillfälle.

Om Bolaget

Cell Impact är ett svenskt teknikbolag som utvecklar och tillverkar avancerade flödesplattor i metall för bränsleceller och elektrolysörer – nyckelkomponenter i vätgasbaserade energisystem. Bolaget levererar globalt till tillverkare inom den växande vätgasindustrin. Kärnan i verksamheten är den egenutvecklade teknologin Cell Impact Forming™, en patenterad formningsmetod som möjliggör energieffektiv, helt torr och skalbar produktion i högt tempo. Tekniken ger konkurrensfördelar genom lägre tillverkningskostnader, bättre kvalitet och minskad miljöpåverkan. Bolaget har stark kompetens inom designoptimering, vilket möjliggör produktion av effektiva flödesplattor anpassade för Cell Impact Forming™. Cell Impact arbetar nära kunderna för att optimera, färdigställa och producera alla processteg för en färdig flödesplatta. Genom att kombinera teknologi med kundanpassad design bidrar Cell Impact till att möjliggöra storskalig och hållbar produktion av vätgasteknik. Bolaget är därmed väl positionerat att kapitalisera på omställningen mot ett fossilfritt energisystem.

Om den pågående företrädesemissionen

Cell Impact genomför just nu en företrädesemission om ca 62,7 MSEK. Emissionen är säkerställd till ca 60 % genom tecknings- och garantiåtaganden. Teckningskursen uppgår till 0,02 MSEK per aktie och motsvarar en Pre Money-värdering om 13,9 SEK. Nettolikviden från emissionen, givet full teckning, estimeras uppgå till cirka 52,5 MSEK, vilka avses att disponeras för följande användningsområden:

- **78,6 %:** Rörelsekapital för att möjliggöra övergången till högvolymproduktion och säkerställa lönsamhet
- **21,4 %:** Återbetalning av bryggglån

Affärs- och intäktsmodell

Cell Impacts affärsmodell bygger på flera kompletterande intäktsströmmar kopplade till utveckling och produktion av kundanpassade flödesplattor. Intäkter genereras från serieproduktion av flödesplattorna, designtjänster, försäljning av verktyg och prototyper samt, i vissa fall, licenser för lokal produktion hos kund. Den långsiktigt viktigaste intäktskällan är volymförsäljning av flödesplattor, möjliggjord genom ökad automation och effektivitet i produktionen. Bolagets design- och ingenjörskompetens används för att optimera kundens plattdesign redan i ett tidigt skede, vilket bidrar till bättre produktionsutfall och lägre kostnader på sikt men även projektbaserade intäkter från verktyg och prototyper initialt. Vidare kan Cell Impact även leverera produktionsutrustning och erhålla licensintäkter, vilket skapar en skalbar och återkommande intäktsmodell. Bolaget är därmed positionerat att skapa värde i hela kedjan – från design och prototyp till serieproduktion av stora volymer samt lokal tillverkning hos kunden.



Flera pågående kundprojekt

Cell Impact har byggt upp en stark projektpipeline med flertalet aktiva projekt, vilka redan genererar försäljning men i mindre volymer. I takt med att dessa fortskrider närmar sig dessa projekt dock faser med produktion av högre volymer. Försenade orderbeslut förväntas börja realiseras under H2-25, vilket bedöms kunna driva tillväxt och förbättrad lönsamhet från H2-25 och in i 2026.



Flera fördelar jämfört med konkurrenter

Cell Impacts teknologi Cell Impact Forming™ ger lägre installations- och driftskostnader än konventionell formning, bland annat genom längre verktygslivslängd och kompaktare maskiner. Tekniken är skalbar, mer miljövänlig och kräver varken smörjmedel eller vattenintensiv rengöring, samtidigt som energiförbrukningen är lägre, vilket sammantaget utgör starka konkurrensfördelar för Cell Impact.



Har investerat i ökad effektivitet

Cell Impact har genom programmet *Fas II* investerat i att öka produktionskapaciteten och graden av automation för att förbättra kostnadseffektivitet och lönsamhet. Programmet innebär en uppgradering som har resulterat i stabilare produktion, högre kvalitet och bättre förutsättningar att möta volymökningar på ett effektivt sätt, varigenom Bolaget nu står redo för storskalig produktion av flödesplattor.

Fas II möjliggör kostnadseffektiv högvolymproduktion

Uppbyggnaden av Cell Impacts flödesplattproduktion har gjorts i två faser där *Fas I* syftade till att bygga upp egenproduktion av flödesplattor för att utveckla processer, fånga marknadens intresse och validera teknologin. Därefter har Cell Impact investerat i produktivitets- och lönsamhetsprogrammet *Fas II* för att öka produktionskapaciteten samt graden av automation i tillverkningen och därmed kostnadseffektiviteten. Programmet innebär en uppdaterad design och funktion av den egenutvecklade teknologin Cell Impact Forming™. *Fas II* leder också till stabilare produktion och högre kvalitet på flödesplattorna, vilket tillsammans med en starkt kapacitet gör Cell Impact redo att på ett kostnadseffektivt sätt leverera på en förväntad ökande efterfråga med höga volymer.



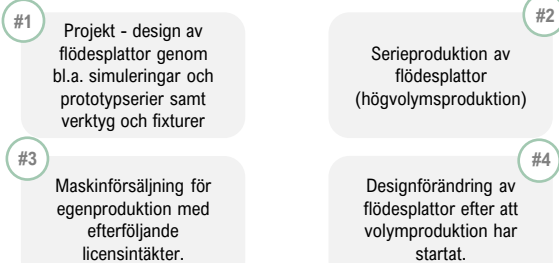
Analytikerkommentar

*”Cell Impact har genomfört investeringar i lönsamhetsprogrammet *Fas II* för att öka effektiviteten och möjliggöra högvolymproduktion. Genom flertalet pågående kundprojekt estimeras Cell Impact erhålla orders från dessa under H2-25 och framgent, med stark omsättningstillväxt och lönsamhetsförbättringar som följd”,* säger ansvarig analytiker på Analyst Group.

Arbetar nära kunderna genom hela processen

Cell Impacts affär präglas av långa utvecklingsprocesser där Bolagets strategi är att arbeta nära kunderna från initiala tester till volymproduktion. Den **första intäktsströmmen** innefattar design av flödesplattorna, vilket görs genom simuleringar, verktyg och prototypserier, där Cell Impact tillsammans med kunden säkerställer hög kvalitet och underlättning av storskalig produktion. Dessa steg genererar intäkter men volymerna är små och omsättningen därmed begränsad. Däremot skapar denna process inläsningseffekter för kunderna, vilket ökar sannolikheten för serieproduktion av högre volymer i ett senare skede, givet att kunden är nöjd, vilket är **den andra intäktsströmmen**, något som förväntas bli en viktig del att exekvera på framgent för att växa och förbättra lönsamheten.

Intäktsströmmar



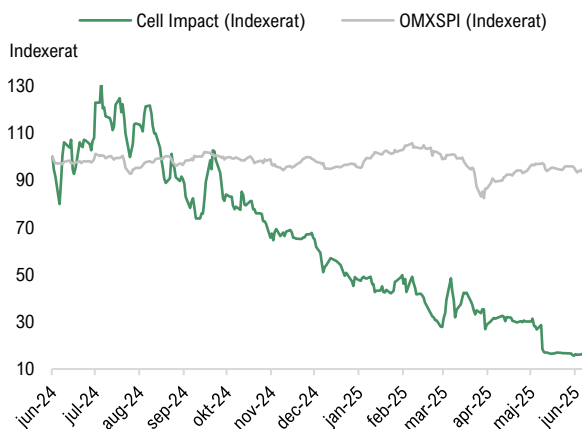
Cell Impact har en egen produktionsanläggning i Karlskoga för egen serieproduktion, däremot kan Bolaget även sälja maskiner för tillverkning av flödesplattor hos kunder, något som har möjliggjorts på ett smidigt sätt genom *Fas II*. Utöver maskinförsäljningen genereras då även licensintäkter för att kunderna använder Bolagets patenterade teknologi Cell Impact Forming™, vilket utgör **den tredje intäktsströmmen**. Slutligen arbetar Bolaget nära kunden även efter att volymproduktion har påbörjats, där intäkter även kan genereras genom potentiella designförändringar som kunden kan behöva göra, vilket är **en fjärde intäktsström**.

Under de senaste åren har Cell Impact genomfört ett stort antal marknadsaktiviteter, bl.a. mässor, kundbesök och besök från kunder i Bolagets egna produktionsanläggning, vilket har genererat ett stort intresse med flertalet aktiva kundprojekt. Utvecklingsprocesserna har dock tagit längre tid än väntat, vilket har medfört försenade orders, där en osäker makromiljö bidragit till marknadens försiktighet. Däremot har en hög kundaktivitet bibehållits och i takt med att kundprojekt fortskrider, d.v.s. simuleringar och prototypserier framgångsrikt genomförs, närmar sig Cell Impact mer storskalig produktion med flera kunder. Försenade orders väntas börja realiseras under H2-25 givet de fördelar som Cell Impact Forming™ innebär jämfört med konventionell tillverkning, vilket enligt Analyst Group skapar förutsättningar för en successiv ökning av produktionsvolymerna och därigenom stark tillväxt och lönsamhetsförbättringar från den tidpunkten och vidare under år 2026.

Nyckeldata

Teckningskurs (SEK)	0,02
Antal aktier före företrädesemission	696 271 128
Pre Money-värdering (MSEK)	13,9
Bruttolikvid (MSEK)	62,7
Post Money-värdering (MSEK)	76,6
EV/S (LTM)	0,6x ¹
EV/EBITDA (LTM)	neg.
Lista	Nasdaq First North
VD	Daniel Vallin

Aktiekursens utveckling (12 månader)



¹Baserat på teckningskursen om 0,02 kr

Marknadsanalys

Flera fördelar jämfört med konventionell tillverkning

Cell Impact Forming™ innehar flera fördelar jämfört med konventionell formningsteknik, även kallad progressiv formning, vilket är den primära konkurrerande tekniken till Cell Impact Forming™. Främst medför Bolagets teknologi lägre kostnader, både sett till installationskostnader samt driftskostnader, då verktygslivslängden är längre och kostnaden därmed kan reduceras med upp till 50 %. Teknologin har även kvalitetsmässiga fördelar genom att den formar plåten i ett enda steg, och i mycket hög hastighet, vilket möjliggör tillverkning av flödesplattor med enhetlig form och minimala variationer, något som är avgörande för kvaliteten i slutprodukten.

Vidare är Cell Impact Forming™ skalbar genom att vara enklare att installera samt en mindre maskin som kräver mindre yta. Teknologin anses även vara mer miljövänlig genom att smörjmedel och oljor inte behövs för att minska friktion och verktygsslitage, något som även medför att vattenintensiv rengöring kan undvikas. Slutligen är även energianvändningen lägre, vilket är fördelaktigt ur såväl ett miljö- som kostnadsmässigt perspektiv.

Fördelar med Cell Impact Forming™

Lägre kostnader



Skalbar



Högre kvalitet



Mer effektiv och miljövänlig



Flera användningsområden för Cell Impacts flödesplattor

Cell Impact producerar flödesplattor som används i bränsleceller och elektrolysörer. Bolagets kunder utgörs således bl.a. av fordons- och bränslecellstillverkare som erbjuder vätgasdrivna bränsleceller som energikälla i elektriska fordon. Bränsleceller kan även användas till reservkraft för exempelvis datacenter och sjukhus.

Elektrolysörer används vid grön vätgasproduktion, i denna process kan flödesplattor vara en viktig komponent och Cell Impact har arbetat under flera år med internt utvecklingsarbete för att kunna tillverka flödesplattor till elektrolysörer med befintlig produktionslina. Under år 2024 erhöll Cell Impact bl.a. en order om 18 MSEK avseende leveranser av flödesplattor, verktyg och fixturer till en europeisk kund inom elektrolysområdet, vilken förväntas generera intäkter t.o.m. mitten av år 2026.

Cell Impacts flödesplattor har flera användningsområden



Transport



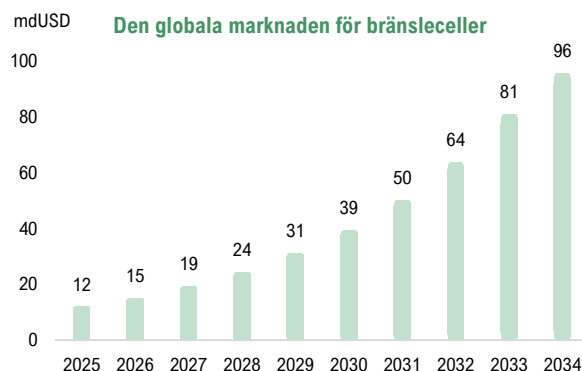
Reservkraft



Elektrolysörer

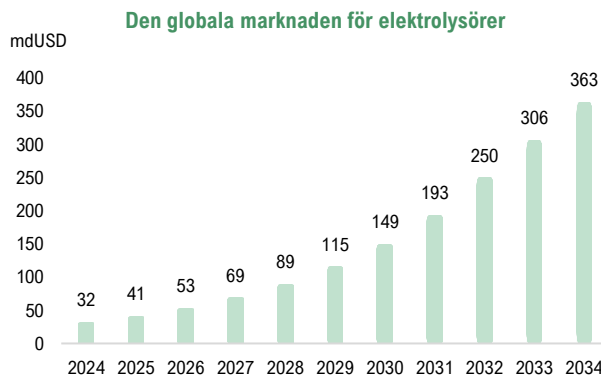
Marknaden för bränsleceller

Den globala marknaden för bränsleceller beräknas enligt Precedence Research att uppnå en total omsättning om cirka 12 mdUSD under år 2025. Marknaden för bränsleceller estimeras därefter växa med en årlig tillväxttakt (CAGR) om cirka 26,2 % CAGR fram till år 2034, för att då uppgå till cirka 96 mdUSD. Tillväxten förväntas vara hänförlig till ökad efterfrågan på ren energi, bränslecellers höga verkningsgrad samt låga utsläpp. Tillväxten drivs även av statliga subventioner samt tekniska framsteg som ökar effektiviteten.



Marknaden för elektrolysörer

Den globala marknaden för elektrolysörer beräknas enligt Precedence Research att uppnå en total omsättning om cirka 41 mdUSD under helåret 2025. Marknaden för elektrolysörer estimeras därefter växa med en årlig tillväxttakt (CAGR) om cirka 27,3 % CAGR fram till år 2034, för att då uppgå till cirka 363 mdUSD. De största tillväxtsegmenten utgörs av industriell energiomställning inom stål-, kemikalie- och transportsektorer, vilka är sektorer som är svåra att elektrifiera i den gröna omställningen. Politiska incitament förväntas ge ett avgörande stöd för tillväxten, då flera geografiska marknader har incitamentsprogram för grön vätgas för att kunna frigöra samhället från fossilbaserad energi.



Sammantaget präglas Cell Impacts underliggande marknader av en hög förväntad tillväxt, primärt driven av den gröna omställningen.

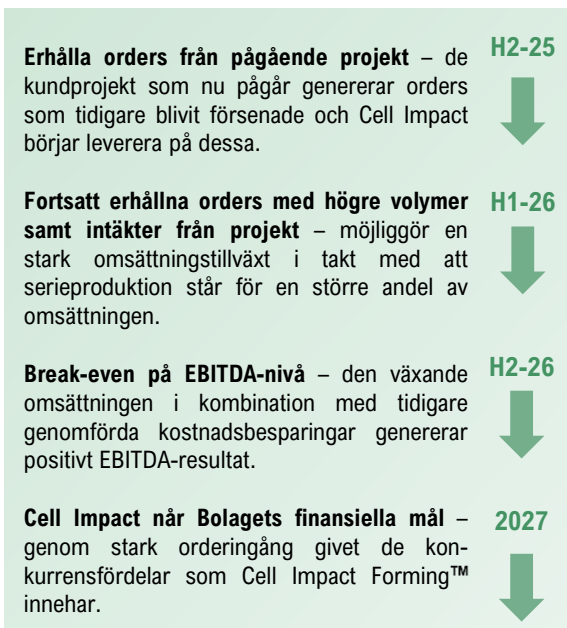
Business Case

Cell Impact har genom den egenutvecklade teknologin Cell Impact Forming™ en unik och patenterad teknik för tillverkning av flödesplattor med flera fördelar mot konventionell tillverkning. Under de senaste åren har flera marknadsorienterade aktiviteter genomförts, vilket har resulterat i flertalet pågående kundprojekt. Dessa projekt befinner sig dock fortsatt i projektfas där simuleringar och olika tester görs för att säkerställa högsta möjliga kvalitet av flödesplattorna. I takt med att dessa projekt fortskrider ökar sannolikheten att dessa kunder väljer Cell Impact Forming™ för produktion av successivt högre volymer. Givet detta samt att Cell Impact har investerat i produktivetsprogrammet Fas II anses Bolaget nu stå redo att erhålla och leverera på orders för serieproduktion av högre volymer, vilket förväntas generera stark omsättningstillväxt och förbättrad lönsamhet.

Cell Impact har finansiella mål som stipulerar ett försäljningsmål om 200 – 250 MSEK år 2027 och >600 MSEK år 2030. Vidare är lönsamhetsmålet på medellång sikt (EBITDA-marginal) över 15 % men där Bolaget ser potential för högre lönsamhet på lång sikt.

Potentiella värde drivare under kommande år

Nedan beskrivs ett enligt Analyst Group tänkbart händelseförlopp och potentiella värde drivare för Cell Impact under kommande år, vilket grundar sig i Bolagets affärsstrategi.



Låg värdering i förhållande till försäljningspotentialen

I Cell Impacts nu pågående företrädesemission uppgår Pre-Money värderingen till 13,9 MSEK. Givet att Cell Impact skulle nå den nedre delen av den finansiella målsättningen år 2027 om 200 MSEK, där tidigare nämnda potentiella värde drivare blir nyckelfaktorer för att nå detta, indikerar Pre-Money värderingen en P/S-multipel om 0,07x, vilket anses vara mycket lågt.

Det ska dock nämnas att flera steg kvarstår för att uppnå målsättningen om 200 MSEK i omsättning år 2027, där erhållna orders under H2-25 och därefter en fortsatt växande orderbok för serieproduktion ses som viktig. Ett osäkert makroekonomiskt och geopolitiskt läge utgör även osäkerhetsfaktorer under kommande år, där bl.a. USA har minskat landets engagemang i klimatavtal, medan ökade konservativa influenser i EU har försvagat den politiska viljan för ambitiös klimatpolitik. Cell Impact har dock fortsatt att göra framsteg i kunddialoger även under ett mer osäkert klimat, varigenom Bolaget ändå anses ha kommit närmare orders med högre volymer.

Vidare finns validering för Cell Impacts leveranskapacitet i historiken då Bolaget under år 2022 uppvisade en omsättning om 76,8 MSEK. Därtill har investeringarna i Fas II intensifierats sedan dess, vilket ytterligare antas ha förbättrat produktionseffektiviteten. Detta bevisar enligt Analyst Group att Cell Impact har kapacitet att leverera på serieproduktionsorders på ett skalbart sätt, där produktion kan ske både i Bolagets egen anläggning och hos kunden.

Tillgångsvärde indikerar dold värdepotential

Trots att Cell Impact är i ett tidigt skede bedömer vi att ett illustrativt värde kan härledas utifrån det industriella fotfäste som etablerats genom Bolagets teknik och produktionsanläggning i Karlskoga. Ett sådant underliggande värde kan illustreras genom Bolagets totala investeringar i form av OPEX- och CAPEX-investeringar, vilket kan ses som en illustrativ totalkostnad för att utveckla den teknik och produktionskapacitet som Bolaget har byggt upp. Detta illustrerar en tydlig inträdesbarriär och understryker att Bolaget etablerat en betydande industriell vallgrav.

År 2018 implementerades strategin för det Cell Impact är idag med Cell Impact Forming™ som huvudprodukt. Sedan år 2018 uppgår Bolagets totala OPEX- och CAPEX-investeringar till ca 741 MSEK. Det bör dock noteras att alla historiska investeringar inte per definition är värdeskapande, men det ackumulerade kapitalet utgör likväl en relevant värdeindikator i detta skede. I relation till en Pre-Money värdering om 13,9 MSEK samt Post Money-värdering om 76,6 MSEK framstår diskrepansen gentemot de ackumulerade investeringarna som en tydlig finger-visning om det underliggande tillgångsvärdet som inte reflekteras i aktiekursen.

Sammantaget har Cell Impact under de senaste åren har byggt upp en portfölj med kunddialoger som genererar försäljning i små volymer men där orders avseende högre volymer har uteblivit. Vi förväntar oss att i takt med att kundprojekten fortskrider så ökar sannolikheten för orders med högre volymer. De pågående projekten förväntas börja generera orders under H2-25 och intäktsbenet serieproduktion väntas därefter successivt stå för en högre andel av omsättningen, något som blir en katalysator för tillväxt. I förhållande till en Pre Money-värdering om 13,9 MSEK anser vi att detta erbjuder en attraktiv *risk/reward*, särskilt i ljuset av Bolagets hållbarhetsprofil, underliggande tillgångsvärde samt långsiktiga lönsamhetspotential.

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 fransäger 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.