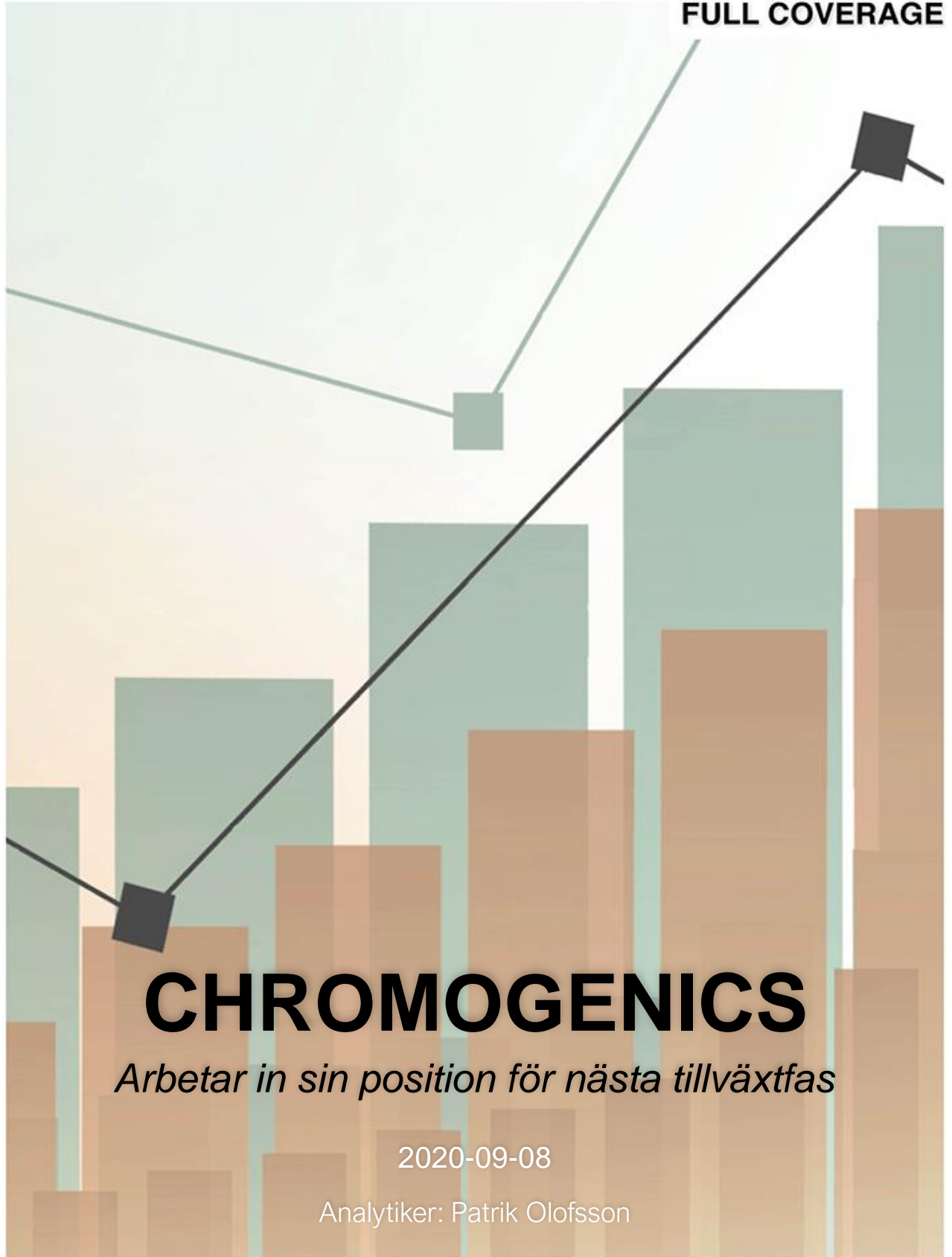


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



CHROMOGENICS

Arbetar in sin position för nästa tillväxtfas

2020-09-08

Analytiker: Patrik Olofsson

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 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. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

ChromoGenics knoppades av från Ångströmlaboratoriet 2003 och har sedan dess utvecklat en patenterad elektrokrom teknologi, *ConverLight®*, som gör det möjligt att styra genomskinligheten på glas och därigenom även reglera inflödet av både värme och ljus. Glaset förbättrar byggnadens energiprestanda, ökar välbefinnandet hos de som arbetar i lokalerna och är kostnadseffektiva jämfört med andra solskydd, då de är helt underhållsfria. Genom användning av dessa produkter kan förbrukning av energi för kylning av fastigheter minskas väsentligt, i vissa fall med upp till 50 %. ChromoGenics aktie är noterad på Nasdaq First North Growth Market sedan 2017.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q2-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-13
Värdering	14
Bull & Bear	15
Ledning & styrelse	16-17
Appendix	18-19
Disclaimer	20

VÄRDEDRIVARE

4 av 10

ChromoGenics har befunnit sig i en kommersiell fas sedan 2016 där Bolaget under 2019 kunde påvisa ett försäljningsmässigt genombrott. Organisationen har idag ett betydligt större säljfokus än tidigare och marknaden som ChromoGenics adresserar är omfattande. Det finns således flera drivare som kan skapa en högre värdering, om rådande möjligheter kan tillvaratas effektivt. En viktig faktor för att kunna driva en lönsam tillväxt är den pågående installationen av de sputtringsmaskiner som tidigare har förvärvats.

HISTORISK LÖNSAMHET

2 av 10

Historiskt har ChromoGenics inte visat lönsamhet men nuvarande, rapporterad, omsättning har varit växande. Dock har 2020 inletts svagt som en följd av Covid-19. Bolaget har varit i behov av externt kapital för att fortsatt kunna bedriva verksamheten, något som sänker betyget. Det ska förtydligas att betyget enbart utgår från historisk lönsamhet och är ej framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

5 av 10

VD Leif Ljungqvist anslöt efter sommaren 2020 och har erfarenheter som kommer väl tillhands för att bidra till att vidareutveckla ChromoGenics från rådande läge. Sedan maj 2018 har Bolaget vunnit orders motsvarande ca 53 MSEK, det kan jämföras med 6,9 MSEK i omsättning för helåret 2017 och 11,2 MSEK för helåret 2018. Under 2019 uppgick omsättningen till ca 45 MSEK. Detta är en stark bedrift och kvitto på att organisationen har förmågan att generera försäljning. För ett högre betyg hade vi velat se ett större totalt insynsägande, samt att nyckelpersoner fortsätter driva på för att Bolaget ska leverera över tid.

RISKPROFIL

6 av 10

ChromoGenics är idag en liten aktör och med tanke på de utmaningar som uppstod med produktionstekniken under 2018 och med leveranser under 2019/2020 har varumärket tagit viss skada. En faktor som är avgörande för ökad tillväxt, utöver nödvändig investering i egen sputtringskapacitet, är att Bolaget vänder runt och visar att de faktiskt har ett starkt produkt erbjudande. Idag är resultatet negativt och ytterligare externa kapitalanskaffningar kan inte uteslutas. Närmast är effekterna från Covid-19 viktiga att bevaka, där en negativ påverkan har kunnat ses under första halvan av 2020.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

CHROMOGENICS AB (PUBL) (CHRO)

ARBETAR IN SIN POSITION FÖR NÄSTA TILLVÄXTFAS



Sammanfattningsvis var Q2-rapporten i linje med våra förväntningar där försäljningsminskningen inte kom som någon överraskning med tanke på de effekterna som Covid-19 medfört, vilket för ChromoGenics inneburit fördröjda beställningar. Under hösten är det viktigt att installationsarbetet av sputtringsmaskinerna fortlöper enligt plan, vilket är ett viktigt steg på stigen till återtagen tillväxt för ChromoGenics. Med anledning av ett förändrat marknadsklimat väljer vi att revidera vår helårsprognos, där vi estimerar att ChromoGenics kan nå en omsättning omkring 23 MSEK under 2020. Givet gjord prognos härleds ett värde per aktie om 25 kr i ett Base scenario på 2020 års prognos.

Som väntat låg försäljning under Q2

Under Q2-20 uppgick nettoomsättningen till 4,0 MSEK (12,5), med ett rörelseresultat (EBIT) om -15,5 MSEK (-17,6). ChromoGenics känner fortsatt av effekterna från Covid-19, vilket resulterat i bl.a. förskjutna orders från kunder. Som en konsekvens har Bolaget under våren beslutats om bl.a. om uppsägningar och permittering av personal, och de större ordervärdena som var att räkna med under våren är att vänta först längre fram.

Burn rate under kontroll

ChromoGenics är inte är lönsamma idag och försäljningen är för tillfället sviktande, varför det blir viktigt att kassaflödet från den löpande verksamheten utvecklas så neutralt som möjligt. Under Q2-20 uppgick den operativa kapitalförbrukning till ca -6,5 MSEK/månad, att jämföra med -6,3 MSEK/månad under Q1-20. Under vårens avslutning har därmed ChromoGenics, trots en svagare försäljning, lyckats hålla sin kapitalförbrukning under kontroll, vilket vi såklart ser positivt på.

Fortsatt fokus på säkerställd kvalitet och produktion

Som vi tidigare har kommunicerat så är det av fortsatt stor vikt att ChromoGenics kan säkerställa sin kvalitet och produktionskapacitet, där Bolaget i sin Q2-rapport skriver att arbetet med monterings- och installationsprocessen relaterat till sputtringsmaskinerna fortsätter, där intrimningen av processen för Wolframoxid beräknas vara klar under november och motsvarande intrimning av processen för Nickeloxid beräknas vara avslutad under december. Det här blir därmed två viktiga milstolpar att hålla utkik efter under hösten.

Viktigt att utvecklas med god likviditet

Givet en fortsatt *burn rate* i linje med H1-20, skulle det innebära att ChromoGenics är finansierade fram tills slutdelen av 2020, allt annat lika. Samtidigt ska det nämnas i Bolaget i balansräkningen har ca 15 MSEK i tillgängliga fordringar, vilka kan komma att inkluderas i kassaflödet under hösten. Det, i kombination med en försäljning som vi fortfarande tror kan öka kommande månader, kan ge ett kontrollerat kassaflöde.

AKTIEKURS 18,6 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2020 ÅRS PROGNOSE

BEAR 15 kr	BASE 25 kr	BULL 30 kr
----------------------	----------------------	----------------------

ChromoGenics AB (publ)	
Aktiekurs (2020-09-07)	18,6
Antal Aktier (st.)	7 073 343
Market Cap (MSEK)	131,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	18,5
Enterprise Value (MSEK)	150,1
V.52 prisintervall (SEK)	14,00 – 59,00
Lista	Nasdaq First North Growth Market

UTVECKLING	
1 månad	-30,5 %
3 månader	-16,9 %
1 år	-64,7 %
YTD	-59,0 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET PER 2020-06-30)	
Avanza Pension	6,5 %
Clearstream Banking S.A. W8IMY	4,1 %
RGG-ADM Gruppen	3,1 %
Nordnet Pensionsförsäkring AB	2,2 %
Dan Sandberg	1,8 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Leif Ljungqvist
Styrelseordförande	Johan Hedin

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport 3 2020	2020-11-20

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E	2021E
Nettoomsättning	11,2	45,2	23,2	48,3
Omsättningstillväxt	64%	303%	-49%	108%
Bruttoresultat	-10,6	0,2	9,2	22,8
Bruttomarginal	neg.	0,4%	39,8%	47,2%
EBIT	-72,1	-74,9	-61,9	-46,9
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.
Nettoresultat	-73,4	-77,9	-70,3	-49,4
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.
P/S	11,7	2,9	5,7	2,7
EV/S	13,3	3,3	6,5	3,1
EV/EBIT	-2,1	-2,0	-2,4	-3,2

KOMMENTAR Q2-20

Inför rapporten låg vårt huvudsakliga fokus på bl.a. följande punkter:

- Hur försäljningen utvecklats under kvartalet.
- ChromoGenics kapitalförbrukning (*burn rate*) och finansiella ställning.
- Vad som kunde utläsas i VD-ordet från Leif Ljungqvist.

4,0 MSEK OMSÄTTNING UNDER Q2-20

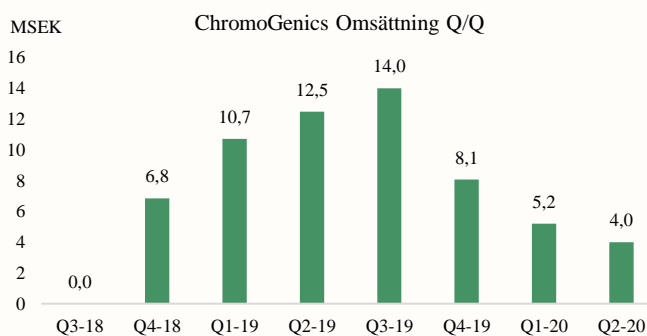
Som väntat var försäljning under årets andra kvartal låg, där omsättningen uppgick till 4,0 MSEK (12,5), med ett rörelseresultat (EBIT) om -15,5 MSEK (-17,6). Föga förvånande så har ChromoGenics fortsatt blivit påverkade av pandemin även under Q2, vilket medfört fördröjda beställningar från kunder och förskjuten ordergång samt fakturering.

Till följd av fördröjda beställningar tappade ChromoGenics i försäljningen även under årets andra kvartal. Som en konsekvens av rådande ekonomiskt läge, bedömer ChromoGenics fortsatt att omsättningen under 2020 kommer att understiga utfallet för 2019.

Historiska räkenskaper, Y-Y

tSEK	Q2-19	Q2-20
Nettoomsättning	12 481	3 994
Övrigt (netto)	1 137	2 210
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-12 315	-4 796
Bruttoresultat (ej. just.)	1 303	1 408
Bruttomarginal	10,4%	35,3%
Övriga externa kostnader	-9 500	-8 485
Personalkostnader	-7 301	-6 894
Av- och nedskrivningar	-1 976	-1 492
Övriga rörelseintäkter och rörelsekostnader	-105	-24
EBIT	-17 579	-15 487
EBIT-marginal	neg.	neg.

Källa: Bolaget



Som en konsekvens av ett tufft klimat har Bolaget infört kostnadsbesparingar, vilka dock förväntas få störst effekt nu under årets tredje kvartal (juli-september). Bl.a. har ett tiotal uppsägningar genomförts per den 30 juni, varför vi räknar med att se lägre personalkostnader i Q3-rapporten som presenteras i november. Med tanke på att ChromoGenics inte är lönsamma idag, och försäljningen för tillfället är sviktande, är det viktigt att kassaflödet från den löpande verksamheten utvecklas så neutralt som möjligt. Vid utgången av kvartalet uppgick kassan till ca 36 MSEK, vilket kan jämföras med ca 61 MSEK vid utgången av mars i år. Under Q2-20 uppgick bolagets operativa kapitalförbrukning, s.k. *burn rate*, till ca -6,5 MSEK/månad, att jämföra med -6,3 MSEK/månad under Q1-20. Under vårens avslutning har därmed ChromoGenics, trots en svag försäljningsutveckling, lyckats hålla sin kapitalförbrukning under kontroll, vilket vi såklart ser positivt på.

Frågan nu är hur länge nuvarande likviditet räcker till, med en antagen *burn rate* om -6,5 MSEK/månad även framgent, och med hänsyn till den utgående kassan under juni om 36 MSEK, skulle det innebära att ChromoGenics är finansierade fram tills slutdelen av 2020, allt annat lika. Samtidigt ska det nämnas i Bolaget i balansräkningen har ca 15 MSEK i tillgängliga fordringar, vilka kan komma att inkluderas i kassaflödet under hösten. Det, i kombination med en försäljning som vi fortfarande tror kan öka kommande månader, kan resultera i ett starkare rörelsekapital och därmed förlänga kassalikviditeten. Dessa faktorer blir därför extra viktiga för en investerare att bevaka under de närmaste månaderna, där Q3-rapporten i november utgör en värdefull datapunkt.

Gällande VD-ordet tycker vi att Leif Ljungqvist ger en bra sammanfattning av läget, där han bl.a. skriver följande:

”Jag ser som nyttillträdd VD fram emot uppgiften att tillsammans med alla kompetenta personer inom ChromoGenics skapa ett avstamp för ökad omsättning med sikte på positivt resultat. Det ska bli väldigt spännande att medverka till att ta svenskt utvecklad teknik inom CleanTech till en marknad som länge har efterfrågat den typ av produkter som vi kan leverera.”

Stort fokus ligger fortsatt kring intrimning och att fastställa produktionsprocessen enligt konceptet ytbeläggning på plastfolie genom s.k. rulle-till-rulle-process. Intrimningen av processen för Wolframoxid beräknas vara klar under november och motsvarande intrimning av processen för Nickeloxid beräknas vara avslutad under december. Det här blir därmed två viktiga milstolpar att hålla utkik efter.

INVESTERINGSIDÉ

ChromoGenics står inför en accelererande kommersialisering av sin ConverLight-teknologi. Bolaget har under 2019 genomgått en strategisk omvandling, där förvärven av egna sputtringsmaskiner säkerställt en egen komplett produktionslinje som kan hantera en avsevärt större produktionsvolym och under bättre kvalitetskontroll. Högre försäljning i kombination med bättre bruttomarginaler kan därmed uppnås, något som vi anser är avgörande för att driva värderingen av aktien över tid. Vi estimerar att ChromoGenics i ett Base scenario kan nå en omsättning omkring 23 MSEK under 2020 och givet gjord prognos härleds ett värde per aktie om 25 kr i ett Base scenario.

ChromoGenics adresserbara marknad består av ca 4 miljarder kvadratmeter planglas

Sett till den globala planglasmarknaden för byggnader har Freedonia sammanfattat att denna, enligt fördelning, består av följande volymer planglas: *nybyggnation* 1,9 miljarder kvadratmeter, *retrofit* 1,9 miljarder kvadratmeter och *interiörglas* 900 miljoner kvadratmeter.¹ Exklusive interiörglas, kan ChromoGenics adresserbara marknad således grovt uppskattas uppgå till ca 3,8 miljarder kvadratmeter planglas. Sett till marknaden för t.ex. dynamiska glas, likt ConverLight Dynamic, väntas denna att växa från 0,6 miljoner kvadratmeter 2018 till 38 miljoner kvadratmeter 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt om 74 %. ChromoGenics marknad är således minst sagt omfattande i storlek, växer kraftigt och redan vid en mindre andel kan betydande intäkter genereras.

Stark IP-portfölj och upparbetad offertvolym överstigande 350 MSEK

Genom användning av teknologier som ConverLight kan förbrukning av energi för kylning av fastigheter minskas väsentligt, i vissa fall med upp till 50 % enligt Bolaget. Tekniken har sitt ursprung från Chalmers och Ångströmlaboratoriet och baseras på över 30 års forskning och utveckling, sedan start har över 500 MSEK investerats i teknikutveckling. Sammanlagt har ChromoGenics produkter levererats och installerats på tusentals kvadratmeter glas- och fasadytor på kommersiell basis. I samband med Q2-rapporten 2020 kommunicerade Bolaget att de har en ordervolym om ca 9,7 MSEK inför tredje kvartalet 2020.

Har förvärvat produktionsanläggning – säkerställer därmed produktionskvaliteten

ChromoGenics kommunicerade den 30 maj 2019 att de förvärvat en produktionsanläggning och genomför en företrädesemission om ca 86 MSEK, vilken övertecknades till 180 %. Investeringen i egen sputtringskapacitet gör att ChromoGenics kan säkra sin produktionskvalitet och öka bruttomarginalerna, vilket i kombination med kortare leveranstider möjliggör en högre tillväxttakt i försäljningen. Det vissa kanske inte heller känner till är att det inte finns någon annan aktör i hela Skandinavien som har denna sputtringskapacitet *in house*, geografiskt finns närmaste aktörer i Tyskland. Det ger ChromoGenics en unik position.

Affärsmodell som underlättar global expansion

Den uttalade strategin att samarbeta med isolerglastillverkare är en viktig del av både marknads-, produktions- och distributionsstrategin. Ett samarbete med isolerglastillverkare gör att en lokal marknadsnärvaro kan etableras betydligt fortare. Samtidigt blir skalbarheten i tillverkningen bättre om fokus kan ligga på marknadsföring och expansion av folietillverkning av ConverLight istället för isolerglastillverkning. Förberedelser har även gjorts för att långsiktigt kunna ha möjlighet att etablera s.k. *FreeForm*TM-hubbar, d.v.s. anläggningar för utskärning, kontraktering och glaslamining som etableras på olika marknader i syfte att komma geografiskt närmare slutproduktion. Det skulle minska distributions- och logistikkostnader och underlätta en global expansion för ChromoGenics.

Covid-19 påverkar omsättningen för 2020 – som en följd revideras estimat

Ett flertal av ChromoGenics kunder är stora fastighetsägare som gör återkommande beställningar av Bolagets produkter. Till följd av Covid-19 har de större förväntade ordererna under H1-2020 fördröjts, vilket förskjuter ChromoGenics ordergång och fakturering under innevarande år. ChromoGenics har själva sagt att omsättningen för 2020 bedöms understiga utfallet för 2019. Analyst Group estimerar att omsättning uppgår ca 23 MSEK 2020. Baserat på en multipelvärdering och P/S 7 som målmultipel på 2020 års försäljning, erhålls ett per aktie om 25 kr på 2020 års prognos. ChromoGenics arbetar intensivt för att etablera sig som en starkare aktör på marknaden, Bolaget är dock inte lönsamma och vid en försenad tillväxt med fortsatt negativt resultat kommer det belasta likviditeten. Nyemissioner har tidigare varit nödvändigt för att ta verksamheten framåt, där senaste kapitaliseringen skedde via en företrädesemission under februari/mars 2020, där likviden syftade till att finansiera marknadsetableringen av ConverLight, investeringar samt lånrelaterade betalningar.

¹Freedonia Group Industry Study with Forecasts for 2017, 2013

9,7 MSEK
I ORDER-
VOLYM
INFÖR
Q3-20

~23 MSEK
I ESTIMERAD
OMSÄTTNING
2020

BOLAGSBESKRIVNING

ChromoGenics knoppades av från Ångströmlaboratoriet 2003 och har sedan dess utvecklat dynamiska glas för kommersiella fastigheter. Från 2016 har Bolaget varit i en kommersiell fas och erbjuder idag tre produktlinjer: *ConverLight Dynamic*®, *ConverLight Static*® och *ConverLight Energy*®. Idag är försäljningen fokuserad mot Skandinavien och i ett nästa steg ska Bolaget expandera globalt, med initialt fokus mot Europa. ChromoGenics kunder är antingen entreprenörer eller fastighetsägare och bland tidigare vunna affärer kan aktörer som t.ex. Akademiska Hus i Göteborg, Saldeen Real Estate, IHUS, Vasakronan, Humlegården m.fl. nämnas.

URVAL AV
BEFINTLIGA
REFERENS-
KUNDER

HUMLEGÅRDEN

VASAKRONAN

IHUS

AKADEMISKA HUS

SALDEEN
REAL ESTATE AKTIEBOLAG

ConverLight® finns i flera produktlinjer

ConverLight Dynamic® är ett elektrokromt glas med dynamiskt solskyddande egenskaper. När solljuset ökar på fasaden blir det dynamiska glaset mörkare och solenergens instrålning minskar. Det sker sömlöst vilket gör att man inte märker transformationen och leder till förbättrad inomhuskomfort och solskydd när det behövs.

ConverLight Static®
Ett effektivt statiskt solskyddsglas med isoleringsförmåga i världsklass till ett konkurrenskraftigt pris.

ConverLight Energy® är panelglaset med inbyggda solceller som gör att fasaden genererar mer energi än den förbrukar. Panelerna kan fås i oändliga kombinationer av färger och mönster vilket öppnar för möjligheten att skapa ett helt eget designuttryck för fasaden.

Affärsmodell och intäktsmodell

ChromoGenics utvecklar, producerar och marknadsför solskyddsglasen ConverLight. Produkten kommer i olika produktlinjer och tekniken tillåter insläpp av ljus, men stoppar upp till 90 % av oönskat värmeinslag. Glasen förbättrar byggnadens energiprestanda, ökar välbefinnandet hos de som arbetar i lokalerna och är kostnadseffektiva jämfört med andra solskydd, då de är helt underhållsfria. Bolaget intäktsmodell kan sägas baseras på att betalning erhålls motsvarande såld kvadratmetervolym, där historiska leveranser har kunnat bestå av volymer från 250 kvadratmeter till upp till närmare 700 kvadratmeter. Med en starkare balansräkning, vilket skett i och med den företrädesemission som genomfördes under februari/mars 2020, får Bolaget större möjlighet att ta sig an större projekt med större volym.

Framgent förväntas nuvarande produktportfölj med ConverLight Dynamic vara den stora försäljningsdrivaren, även om ytterligare produkter kan komma att tillkomma. Det ska nämnas att ConverLight har funktionaliteten att kunna distribueras som en plastfilm istället för färdiga isolerglas. Detta innebär att tekniken kan göras tillgänglig i redan etablerade, lokala distributionskanaler för fasadglas och fönster. En sådan affärsmodell möjliggör en snabbare försäljningstillväxt.

Kostnadsdrivare

Med tanke på den investering som sker under våren 2019 där ChromoGenics investerar i två sputtringsmaskiner, får ChromoGenics full kontroll över produktionsprocessen. ChromoGenics har annars varit beroende av underleverantör för att sputtra sina produkter. Genom att investera i egen sputterkapacitet säkerställer ChromoGenics sin produktionskvalitet, minskar leveranstider och reducerar sina tillverkningskostnader betydligt. För att kunna hantera den förväntade tillväxten antas ChromoGenics till viss del vara i behov av att rekrytera ytterligare personal, där antalet säljare framförallt estimeras öka. Dock antas ökningen vara relativt låg, i relation till estimerad försäljningsökning.

Strategisk utsikt

Lönsamheten i affärsmodellen är till stor del beroende av produktionsprocessen och dess effektivitet. En viktig faktor för att Bolaget ska närma sig svarta siffror är dels den investering som gjordes under våren 2019 i att kunna hantera sputtringsprocessen *in-house*, dels att ChromoGenics produkter får ett större fäste på marknaden. I ett första steg kommer Bolaget att bearbeta den skandinaviska marknaden och kan marknadsandelen öka där, blir ett naturligt nästa steg att expandera vidare ut i Europa. Bolaget är idag en relativt liten aktör och det är viktigt att ChromoGenics kan erhålla det förtroende som krävs från kunder för att större volymer ska kunna levereras.

MARKNADSANALYS

Dynamiska glas kan reglera mängden solljus samt energiförbrukning

Dynamiska, eller s.k. smarta glas, kan förändra egenskaper såsom transparens för att begränsa mängden solljus och därigenom även mängden värme som släpps in i en byggnad. Dynamiska glas kan delas upp i *aktiva* och *passiva* teknologier där aktiva glas har funktioner som kan styras aktivt medan passivas funktioner reagerar på värme eller ljus. De största möjligheterna för aktiva glas i framtiden bedöms vara just möjligheterna till flexibilitet i styrningen och kommer att vara avgörande för en bred marknadstillväxt.

Den globala marknaden för elektrokroma glasfönster väntas växa i hög takt

Tillväxten i marknaden för de flesta energieffektiva byggnadslösningar såsom elektrokroma glas drivs av tre övergripande faktorer. Den första, för fastighetens dagliga användare mest påtagliga, är förbättrad komfort och inomhusmiljö. Den andra är ett politiskt drivet miljö- och energiperspektiv och den tredje som rör energi- och kostnadseffektivitet för fastighetsägaren. Marknaden för t.ex. dynamiska glasfönster, vilket ConverLight Dynamic är ett exempel på, väntas drivas av liknande faktorer där den främsta faktorn är förbättrad komfort och inomhusmiljö samt energi- och kostnadseffektivitet.

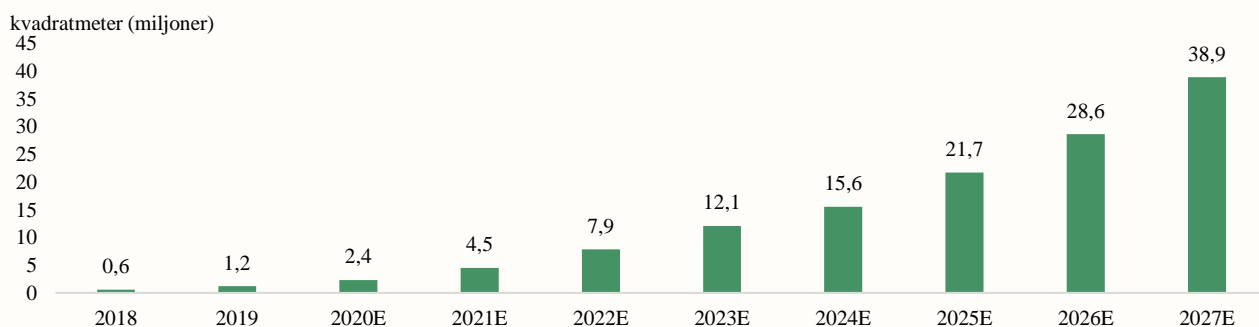
Även om en av de större drivkrafterna med att använda elektrokroma glas är energieffektivisering är komfort en minst lika viktig komponent. De positiva effekterna av ökad trivsel och förbättrat inomhusklimat visar sig oftast relativt snabbt medan minskad energiförbrukning har en mer långsiktig effekt - både på miljön och avkastningen på den investering som gjorts i byggnaden. Utöver samma funktionalitet som finns i ett exteriört solskydd, innehar t.ex. dynamiska glas även isolerglasets egenskaper. Med dynamiska glas får kunden fördelarna som ett exteriört solskydd har, som ökad komfort och energieffektivitet, men utan nackdelarna med skymd sikt och underhållskostnader.

Som resultat av ovan nämnda faktorer väntas marknaden för just dynamiska glas att växa från 0,6 miljoner kvadratmeter under 2018 till 38 miljoner kvadratmeter 2027. Detta motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxt ("CAGR") om 74 %. ChromoGenics adresserbara marknad är således minst sagt omfattande i storlek och redan vid en mindre andel kan betydande intäkter genereras. Då det ska även tilläggas att ChromoGenics har andra produkterlinjer utöver detta (ConverLight Static, ConverLight Energy)

74 %
ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

Marknaden för elektrokroma glasfönster väntas drivas av förbättrad komfort, politiska direktiv och energieffektivitet.

Globala marknaden för smarta glasfönster, 2020-2027



Källa: n-tech Research Report Smart Window Markets

ChromoGenics adresserbara marknad består av ca 4 miljarder kvadratmeter planglas

Sett till den globala planglasmarknaden för byggnad har en rapport från Freedonia sammanfattat fördelningen enligt följande: *nybyggnation* 1,9 miljarder kvadratmeter, *retrofit* 1,9 miljarder kvadratmeter och *interiörglas* 900 miljoner kvadratmeter.¹ Exklusive interiörglas, skulle det baserat på denna rapport kunna sägas att ChromoGenics adresserar en marknad som totalt uppgår till ca 3,8 miljarder kvadratmeter planglas. Samhällstrenden visar även gynnsam utveckling för användningen av planglas där sådana glas används frekvent i nybyggnationer inom ChromoGenics nuvarande marknader. Genom Bolagets patenterade och förenklade lösning för ökad energieffektivitet, bedöms chanserna som goda att Bolaget successivt kan ta en allt större andel av marknaden.

3,8
MILJARDER
KVADRAT-
METER
PLANGLAS

FINANSIELL PROGNOSE

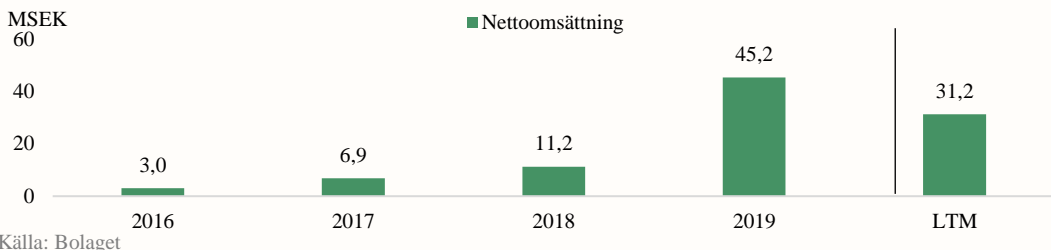
ChromoGenics grundades 2003 och arbetade under många år med att utveckla den teknik som idag ligger till grund för Bolagets erbjudande. Från 2016 har ChromoGenics kommersialiserat sina produkter och tjänster. Följande är en sammanfattning av senast rapporterade kvartal och år.

Resultaträkning, tSEK ¹	2018	2019	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20
Nettoomsättning	11 240	45 248	1 872	2 532	0	6 836	10 712	12 481	13 993	8 062	5 194	3 994
Övrigt (netto)	-540	-5 357	0	0	0	0	-1 637	1 137	0	0	1 498	2 210
Råvaror och förnödenheter	-21 265	-39 706	-9 143	-8 214	-4 317	-11 750	-8 625	-12 315	-18 937	-14 589	-6 319	-4 796
Bruttoresultat (ej. just.)	-10 565	185	-7 271	-5 682	-4 317	-4 914	450	1 303	-4 944	-6 527	373	1 408
Bruttomarginal	neg.	0,4%	neg.	neg.	neg.	neg.	4,2%	10,4%	neg.	neg.	7,2%	35,3%
Övriga externa kostnader	-27 661	-38 383	-4 262	-4 769	-3 157	-4 288	-7 874	-9 500	-3 227	-4 336	-9 557	-8 485
Personalkostnader	-26 501	-27 326	-6 061	-2 257	-2 143	-4 152	-5 972	-7 301	-2 628	-4 181	-7 640	-6 894
Av- och nedskrivningar	-6 948	-7 925	-3 376	-4 457	-3 036	-8 321	-1 978	-1 976	-7 865	-8 843	-1 687	-1 492
Övriga rörelseintäkter och rörelsekostnader	-375	-1 448	-324	443	107	187	-171	-105	-707	1 485	-208	-24
EBIT	-72 050	-74 897	-21 294	-16 722	-12 546	-21 488	-15 545	-17 579	-19 371	-22 402	-18 719	-15 487
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	18	46	18	0	0	0	20	5	19	22	8	29
Finansiella kostnader	-1 410	-3 001	0	0	0	-1 410	-792	-685	-670	-854	-768	-3 481
EBT	-73 442	-77 852	-21 276	-16 722	-12 546	-22 898	-16 317	-18 259	-20 022	-23 234	-19 479	-18 939
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-73 442	-77 852	-21 276	-16 722	-12 546	-22 898	-16 317	-18 259	-20 022	-23 234	-19 479	-18 939
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

¹ChromoGenics räkenskaper upprättats i enlighet med årsredovisningslagen och BFNAR 2012:1 (K3). De tillämpade principerna är oförändrade mellan 2018 och 2019, förutom att Bolaget för 2019, och efterföljande perioder, valt att byta resultaträkning till kostnadslagsindelad för att de finansiella rapporterna kommer att innehålla mer tillförlitlig och relevant information om effekterna av företagets transaktioner. Bytet tillämpas retroaktivt och tidigare års jämförelsetal för helår 2018 och 2019, samt Q1 och Q2 för 2019 samt 2020, i resultaträkningen, har räknats om. Detta har inte resulterat i någon annan resultat effekt än vad som tidigare har rapporterats.

Under 2019 växte ChromoGenics minst sagt kraftigt, men till följd av Covid-19 har 2020 varit utmanade, något som fått effekter i försäljningen.

Historisk omsättning, helårsbasis



ChromoGenics har under 2018 varit tyngt av omleveranser till kunder, vilka också till viss del fortsatt under 2019/2020 i kombination med produktionsproblem. ChromoGenics har identifierat problemen, som inte hade med själva teknologin att göra, utan var produktionstekniskt relaterade. Framgent förväntas Bolaget ha bättre kontroll på kvaliteten och dessutom ha möjligheten att tillverka i betydligt högre volymer. Trots dessa utmaningar har ändå ChromoGenics levererat flera orders under det senaste året, där kommunicerade ordervärden totalt uppgår till omkring 53 MSEK sedan inledningen av H2-18. Den investering som gjordes under våren 2019 i två sputtringsmaskiner är en nyckelfaktor för att kunna realisera den tillväxtresa ChromoGenics vill göra, men ett orosmoln på kort sikt finns i form av Covid-19 och de ekonomiska konsekvenser som uppstår och som en följd påverkar ChromoGenics under 2020.

FINANSIELL PROGNOSES

Omsättningsprognos 2020-2023

De finansiella prognoserna sträcker sig till 2023 och är således kopplade till bl.a. ChromoGenics egna vision om att leverera 100 000 kvm ConverLight årligen. Analyst Groups estimat utgår primärt från följande produkter:

- **ConverLight – Dynamic, Static och Energy:** ChromoGenics totala fasadkoncept består av tre produktlinjer och ger en fastighet dynamiskt solskydd, världsledande isolerförmåga och en sammanhållen design. Samtidigt som ett nettoöverskott av energi genereras.
- **ConverLight-folie:** ChromoGenics är idag den enda tillverkaren som har en foliebaserad teknologi med tillverkning på rulle. ConverLight-folien väger endast ca 500 gram per kvadratmeter och kan snabbt och relativt billigt transporteras till redan etablerade aktörer inom distributionskedjan såsom isolerglastillverkare och lokala fönster- och fasadtillverkare vilket gör det enklare jämfört med konkurrenter att expandera till nya marknader. Enligt Analyst Groups prognos estimeras ChromoGenics öka sin försäljningsvolym avseende leverans av enbart ConverLight-folie under H2-2020/H1-2021.

ChromoGenics primära fokus kommer att ligga på försäljning och produktion av befintliga produkter. Parallellt med detta kommer dock Bolaget fortsatt att utveckla sitt produkterbjudande, och nya applikationer kan tillkomma. Vid ett sådant scenario kan de finansiella prognoserna komma att uppdateras.

ConverLight-portföljen är kommersiell med befintlig försäljning

Sammanlagt uppskattar Analyst Group att ChromoGenics produkter har levererats och installerats på över 10 000 kvadratmeter glas- och fasadytor på kommersiell basis. ChromoGenics har inte kommunicerat vad priset per såld kvadratmeter uppgår till, men baserat på kommunicerade orders för ConverLight, där även volymen framgår, utgår Analyst Group från följande genomsnittliga försäljningspriser per kvadratmeter. Notera att det är just genomsnittliga värden och att exakt prisbild kan skiljas sig mellan affärer och även förändras över tid.

Uppskattad prissättning (genomsnitt) per produktkategori	Genomsnittligt pris (kr) per kvadratmeter
Pris per kvadratmeter ConverLight (genomsnitt av produktlinjerna)	5 900 kr/kvm
Pris per kvadratmeter vid försäljning av ConverLight folie	2 950 kr/kvm

Som nämnt har flera tusen kvadratmeter ConverLight levererats och installerats, framgent förväntas tillväxttakten ske exponentiellt över tid, även om Covid-19 resulterar i negativa effekter på kort sikt, och från H2-2020/H1-2021 estimeras ChromoGenics öka volymen av renodlad försäljning av folie som säljs direkt till distributörer.

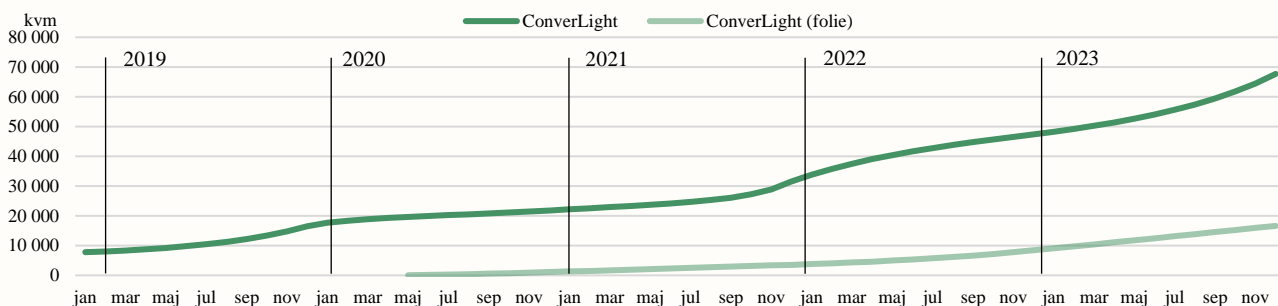
ChromoGenics förväntas initialt fokusera på Skandinavien och norra Europa i ett första skede. Givet att Bolaget kan bygga bra referensaffärer och skala upp verksamheten kan en mer global expansion ske i ett nästa steg. En viktig del i den expansionen är att ChromoGenics från 2020/2021 förväntas börja sälja ConverLight på foliebas till redan etablerade aktörer i distributionskedjan. En sådan affärsmodell möjliggör en högre tillväxttakt.

FINANSIELL PROGNOSE

Följande diagram och tabell sammanfattar hur försäljningsvolymen estimeras utvecklas avseende ConverLight, med nuvarande produktlinjer, samt tillkommande möjlighet till folie-försäljning.

ConverLight-produkterna och kommande produktionseffektivisering möjliggör en snabbt ökande volym.

Prognostiserad volymförsäljning



Estimat: såld volym (kvadrater) per produktkategori	Volym ConverLight	Volym Folie	ConverLight (%)	Folie (%)	Totalt
2019E	9 013	0	100%	0%	9 013
2020E	5 256	1 150	82%	18%	6 406
2021E	9 728	2 450	80%	20%	12 178
2022E	15 816	4 900	76%	24%	20 716
2023E	20 313	8 200	71%	29%	28 513

Analyst Groups prognos

Som det framgår i ovan tabell förväntas ConverLight i dess nuvarande produktlinje stå för en större andel av ChromoGenics totala försäljningsvolym. Från 2020 estimeras dock ConverLight folie börja säljas direkt till distributörer. Det kan enklast beskrivas som att ChromoGenics säljer sin ”råvara”, eller grundteknik för den delen, vilket således ger utrymme för högre försäljningsvolym då det kräver mindre insatser från Bolaget. Med hänsyn till ChromoGenics egna vision om 100 000 sålda kvadrater ConverLight per år, är prognoserna konservativa och ger utrymme för upprevidering.

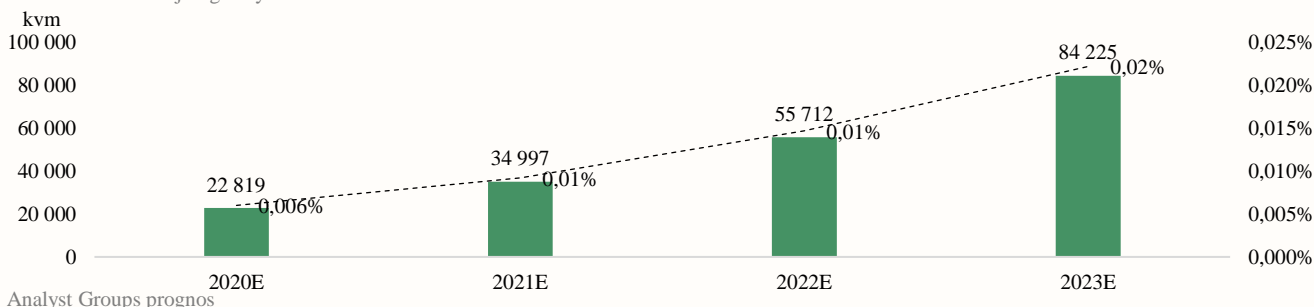
Kontroll av omsättningsprognos – marknadsandel för ChromoGenics baserat på gjorda estimat

Gjorda prognoser innebär att ChromoGenics till år 2023 ackumulerat har levererat totalt ca 215 000 kvadrater av ConverLight. Sett till den globala planglasmarknaden för byggnader har en rapport från Freedonia en sammanfattad fördelningen enligt följande: *nybyggnation* 1,9 miljarder kvadrater, *retrofit* 1,9 miljarder kvadrater och *interiörglas* 900 miljoner kvadrater.¹ Exklusive interiörglas, skulle det baserat på denna rapport kunna sägas att ChromoGenics adresserar en marknad som totalt uppgår till ca 3,8 miljarder kvadrater planglas. Det här är såklart en generell illustration, men skulle det antas att ChromoGenics effektivt kan adressera 10 % av denna marknad, skulle det innebära att Bolaget år 2023, enligt gjord prognos, når ca 0,02 % av den delen i marknaden, vilket får anses som en konservativ prognos.

3,8 MILJARDER
ANTAL
ADRESSERBARA
”KVADRAT-
METER”

Gjorda antaganden resulterar i en marknadsandel omkring 0,02 % år 2023, mätt i antal sålda kvadrater från ChromoGenics.

Akkumulerad försäljningsvolym och marknadsandel



Analyst Groups prognos

¹Freedonia Group Industry Study with Forecasts for 2017, 2013

FINANSIELL PROGNOSE

Bruttomarginaler, rörelsekostnader och lönsamhet

ChromoGenics har gjort ett strategiskt val att fokusera på försäljning och egen produktion av ConverLight för att kunna upprätthålla kvalitetskontroll under produktions- och leveransprocessen. Leverans sker av glaslaminat till olika tillverkare av isolerglas (IGU) som i sin tur levererar den slutliga glasprodukten för installation. Vissa delar av produktionen har dock fortsatt legat på externa parter. Under maj 2019 tecknade ChromoGenics avtal med det tyska bolaget *Hörmann-Verwertungen GmbH & Co.* om att förvärva två sputtringsmaskiner. En investering i egen sputterkapacitet har alltid varit en långsiktig plan i syfte att få ännu större kontroll av produktionsprocessen, med målet att också bli kostnadseffektivare, förbättra kvaliteten och behålla kunskap och *know-how* närmare Bolaget. Att lyfta in sputtringen *in-house* är en avgörande faktor för att Bolaget ska 1) kunna skala upp försäljningen i hög takt och 2) att bruttomarginalen per såld enhet ska öka. Med denna investering estimeras ChromoGenics att över tid, jämfört med idag, kunna halvera sin bruttokostnad i samband med produktionen. Maskinerna placerades i Uppsala under hösten 2019 och under efterföljande månader uppgraderades de till ChromoGenics specifika behov. Ett LOI har också undertecknats med Ångströmlaboratoriet kring samarbete och gemensam drift av en utvecklingsmaskin, som ingår i förvärvet. Ambitionen är att ta sputtringsmaskinerna i drift under slutet av 2020/början av 2021. Det ska även nämnas att utöver själva marknadsförandet avseende ConverLight, kan ChromoGenics åta sig entreprenadrollen vad gäller fönster- och glasinstallation i ett ny- eller ombyggnadsprojekt. Marginalerna för detta entreprenadarbete antar Analyst Group är i linje med branschen som helhet, med omkring 20 % bruttomarginal.

Följande är en uppskattning för vad bruttomarginalen uppgår till för ConverLight 2018, respektive år 2023, som är slutet av prognosperioden. Den ökade marginalen avseende ConverLight förklaras bl.a. av att prognosen inkluderar ChromoGenics investering i att lyfta in sputtringsprocessen *in-house*, med produktionsstart under 2020/2021, samt att andelen folie-försäljning ökar.

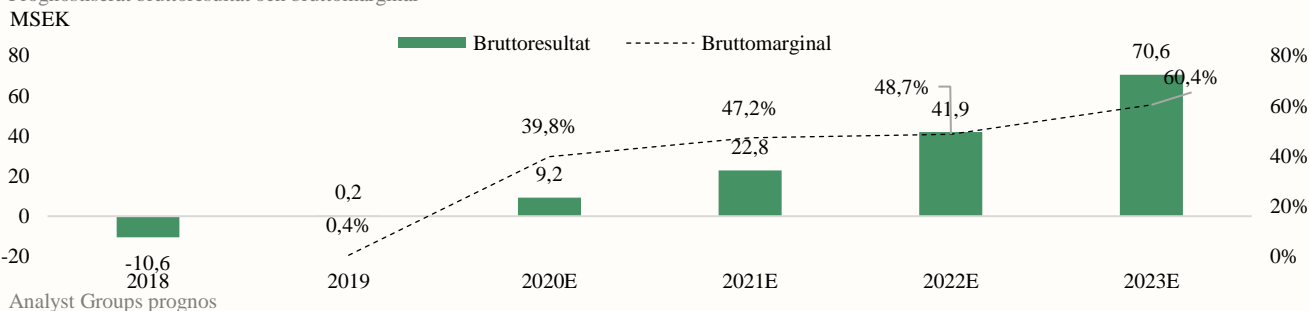
Uppskattad bruttomarginal (genomsnitt) per produktkategori	2018E	2023E
Bruttomarginal per såld kvadratmeter ConverLight ¹	ca 16 %	ca 48-50 %

¹Försäljningen av ConverLight folie direkt till glas- och isolerglastillverkare estimeras påbörjas under 2020/2021. Det i sig kommer bidra till att driva upp bruttomarginalen för ConverLight-produkten. Investeringen under våren 2019 i egen sputtringskapacitet är också en förklarande faktor.

ChromoGenics har tidigare uttalat en strategi att samarbeta med isolerglastillverkare. Ett samarbete med isolerglastillverkare gör även att en lokal marknadsnärvaro kan etableras betydligt fortare och samtidigt blir skalbarheten i tillverkningen bättre om fokus kan ligga på marknadsföring och expansion av folietillverkning istället för isolerglastillverkning. Det i sin tur förväntas bidra till en högre bruttomarginal för ConverLight-produkten.

En drivande faktor är just den investering som ChromoGenics gjort under 2019/2020 i egen sputterkapacitet.

Prognostiserat bruttoresultat och bruttomarginal



Förklaringen till att bruttoresultat under 2018 är negativt och 2019 svagt beror på att Bolaget köpt in stora mängder volymer för att utveckla sin produkt och process, vilket bokförts som en råvarukostnad och således sänker bruttoresultatet. ChromoGenics har under 2018 även mottagit reklamationer från kunder vilket resulterat i att ersättningsglas beställts och belastat som en kostnadspost. Under 2020 förväntas dock Bolaget börjar redovisa en positiv bruttomarginal som successivt stiger. Den stora skillnaden mellan 2020-2021 är en konsekvens av ChromoGenics investering i egen sputtringskapacitet, något som sänker bruttokostnaden såld enhet och driver upp marginalerna.

FINANSIELL PROGNOSES

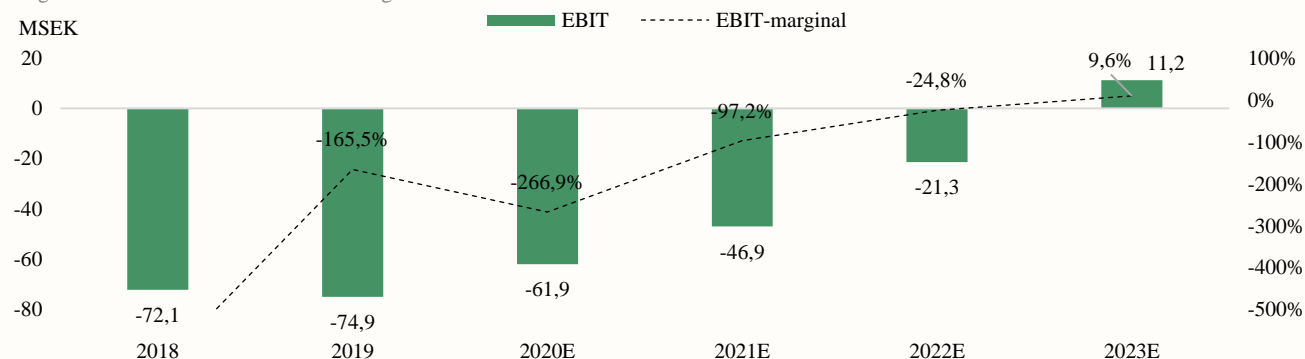
AFFÄRS-
MODELL SOM
RESULTERAR
I EN LÄGRE
MILJÖ-
PÅVERKAN

Förberedelser har gjorts för att långsiktigt även kunna ha möjlighet att etablera s.k. FreeForm™ hubbar, d.v.s. anläggningar för utskärning, kontraktering och glaslamining som etableras på olika huvudmarknader i syfte att komma geografiskt närmare slutproduktion och installation och därigenom även minska distributions- och logistikknostnader. Detta förväntas bidra till en bättre brutto- och rörelsemarginal för ChromoGenics, samtidigt som det är viktigt att belysa att denna affärsmodell även resulterar i en betydligt lägre miljöpåverkan.

Om än i låg takt, förväntas fortfarande ChromoGenics behöva investera i bl.a. mer personal allt eftersom organisationen växer. Dessutom kommer resurser behöva investeras i olika marknadsinsatser för att driva på utvecklingen för att ChromoGenics produkter ska bli mer etablerade i branschen, något som bl.a. emissionslikviden från feb/mar 2020 ska användas till. Dock, med tanke på att nya investeringar i organisationen inte förväntas växa i takt med omsättningen, prognostiseras EBIT-marginalen stiga framöver.

Givet gjorda prognoser och antaganden om nödvändiga investeringar, väntas Bolaget kunna öka lönsamheten successivt.

Prognostiserat EBIT-resultat och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos

Följande är en sammanfattning av gjord prognos som sträcker sig till 2023. En ökad försäljningsvolym, förbättrad bruttomarginal och relativt fasta rörelsekostnader generar en högre lönsamhet för Bolaget. År 2023 estimeras ChromoGenic visa svarta siffror för helåret.

Base scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	11,2	45,2	23,2	48,3	86,0	116,8
Övrigt (netto)	-0,5	-5,4	8,1	8,1	8,1	8,1
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21,3	-39,7	-22,1	-33,6	-52,2	-54,4
Bruttoresultat	-10,6	0,2	9,2	22,8	41,9	70,6
Bruttomarginal	-94,0%	0,4%	39,8%	47,2%	48,7%	60,4%
Övriga externa kostnader	-27,7	-38,4	-35,9	-31,1	-24,2	-18,3
Personalkostnader	-26,5	-27,3	-28,8	-32,3	-32,6	-34,5
Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar)	-7,3	-9,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4
EBIT	-72,1	-74,9	-61,9	-46,9	-21,3	11,2
EBIT-marginal	-641,0%	-165,5%	-266,9%	-97,2%	-24,8%	9,6%
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-1,4	-3,0	-8,5	-2,5	-2,0	-1,0
EBT	-73,4	-77,9	-70,3	-49,4	-23,3	10,2
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat	-73,4	-77,9	-70,3	-49,4	-23,3	10,2
Nettomarginal	-653,4%	-172,1%	-303,1%	-102,4%	-27,1%	8,8%
Base scenario, nyckeltal	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
P/S	11,7	2,9	5,7	2,7	1,5	1,1
EV/S	13,3	3,3	6,5	3,1	1,7	1,3
EV/EBIT	-2,1	-2,0	-2,4	-3,2	-7,0	13,4
P/E	-1,8	-1,7	-1,9	-2,7	-5,6	12,9

VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *PowerCell Sweden* och *Midsummer*, samt en *Transaction Comaprable* i form av amerikanska *View Inc.*. Även om produkt och marknad skiljer sig finns likheter mellan företagen och *ChromoGenics* avseende affärsmodell, intäktmodell, adresserbar marknadsstorlek och till viss del kapitalstruktur.



PowerCell Sweden utvecklar och tillverkar bränslecellsstackar och system med en unikt hög effekttäthet, för stationära och mobila användningsområden. Bränslecellerna drivs av ren eller reformerad vätgas och genererar elektricitet och värme utan några andra utsläpp än vatten. Stackarna och systemen är kompakta, modulära och skalbara, och därmed lätta att anpassa till kundernas behov. PowerCell är noterade på First North, värderas till 12,5 mdSEK (2020-09-08) och 12 månader rullande försäljning uppgår 90,9 MSEK.

Midsummer är en utvecklare och leverantör av avancerade lösningar för produktion och installation av tunnfilmssolceller. Företagets erbjudande inkluderar utrustning för kostnadseffektiv tillverkning av tunnfilmssolceller samt byggintegrerade solceller (BIPV). Midsummers tunnfilmssolceller är lätta, flexibla, tåliga och effektiva, och lämpar sig därmed bra för integrering i byggnadsmaterial. Midsummer teknik bygger på en snabb process för produktion av flexibla tunnfilmssolceller med sputtering av alla lager i solcellen i en obruten vakuumpedja. Teknikmässigt kan det sägas att Midsummer har vissa likheter med *ChromoGenics*. Midsummer är noterade på First North, värderas till 533 MSEK (2020-09-08) och 12 månader rullande försäljning uppgår till ca 122 MSEK.

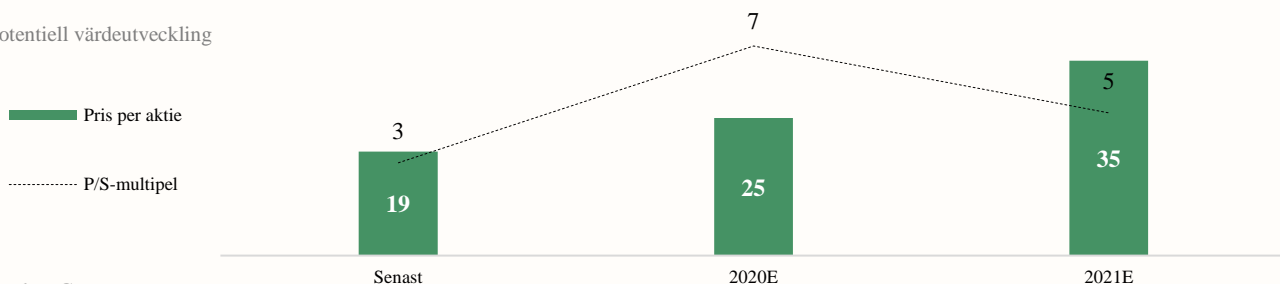
Softbank Vision Fund investerar 1,1 miljarder dollar i amerikanska View

I slutet av 2018 meddelade *Softbank Vision Fund* att de hade investerat 1,1 mdUSD i *View Inc.*, en leverantör av internetanslutna fönsterrutor. *View* producerar glas med en proprietär elektrokromisk beläggning och inbyggda kontroller, där glasinstallationerna kan hjälpa till att reglera värme, bländning och dagsljus inom en byggnad, vilket har likheter med det *ChromoGenics* erbjuder idag. Även om det finns bolagsspecifika skillnader, mindre tekniskskillnader och det faktum att *View* är ett amerikanskt bolag och möter amerikanska investerare, visar likväl *Softbanks* investering om 1,1 mdUSD att det finns ett stort intresse för sådan teknik som *ChromoGenics* erbjuder.

Då *ChromoGenics* prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från försäljningen. Lönsamhet på kvartalsbasis förväntas nå omkring år 2022/2023, varför en försäljningsmultipel är mer rättvisande idag. Teknikmässigt ligger *ChromoGenics* nära *Midsummer*, vars P/S-multipel uppgår till omkring 3-4. Givet en något högre P/S-multipel om x7, då *ChromoGenics* växer från lägre nivåer, på 2020 års prognostiserad försäljning om ca 23 MSEK, ger det ett bolagsvärde om ca 174 MSEK, motsvarande ett värde per aktie om 25 kr i ett Base scenario.

Med tillämpad målmultipel motiveras ett värde om 25 kr per aktie i ett Base scenario på 2020 års prognos.

Potentiell värdeutveckling



Analyst Groups prognos

Som nämnt tidigare kan det inte uteslutas att *ChromoGenics* kan komma att genomföra ytterligare externa kapitalanskaffningar framgent. Med tanke på dagens karaktärsdrag är alternativ via aktiemarknaden mest troligt, t.ex. genom företrädesemission eller via riktad emission. Likt branschstandard kommer detta behöva ske till en marknadsrabatt, vilken vanligtvis brukar ställas i relation till en volymviktad historisk kurs under en viss föregående period av handelsdagar. I ett scenario där Bolaget skulle genomföra en kapitalanskaffning likt ovan, kommer det påverka värderingen. Det ska dock nämnas att om *ChromoGenics* utvecklas i linje med våra prognoser, är chanserna goda för att kapital kan inhämtas till en högre värdering än dagens rådande värdering.

SoftBank

+
view

25 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

BULL & BEAR

Bull scenario

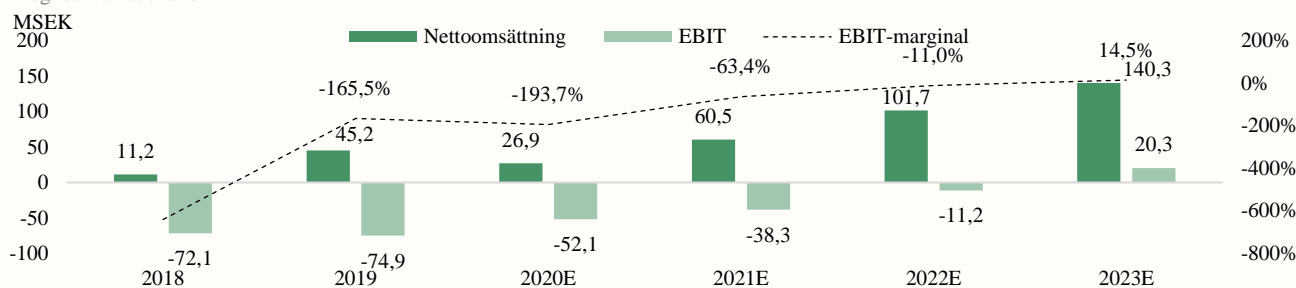
ChromoGenics har sedan början av 2018 kommunicerat över 46 orders till ett totalt ordervärde om 53 MSEK. Bolaget har också kommunicerat att de har en ordervolym om ca 10,2 MSEK inför andra kvartalet 2020, där Analyst Group estimerar att en del av detta "tillfaller" Q2-20. Den fortsatta ordergång sänder ett starkt signalvärde mot potentiella kunder om att ChromoGenics erbjudande är eftertraktat vilket bidrar till en stigande försäljning, trots att Covid-19 sätter en del käppar i hjulen på kort sikt. Under 2020 är det viktigt att Bolaget får upp sitt förtroende i marknaden och visar att de har ett starkt erbjudande, samt kan säkerställa en effektivare produktionsprocess så att de orders som erhålls kan levereras med hög kvalitet.

Försäljning av ConverLight folie direkt mot distributör är en modell som kan skynda på Bolagets etablering utanför Skandinavien, där initialt Europa bedöms vara fokusmarknaden. ChromoGenics mål om att etablera FreeForm™ hubbar, kan också bidra till en bättre brutto- och rörelsemarginal över tid. I ett Bull scenario blir ChromoGenics lönsamma på månadsbasis under slutet av år 2022 och 2020 estimeras Bolaget omsätta ca 27 MSEK. Baserat på en målmultipel om P/S 8 och erhålls ett värde om ca 30 kr per aktie i ett Bull scenario på 2020 års prognos.

30 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

I ett Bull scenario lyckas ändå Bolaget avsluta 2020 på ett så bra vis som möjligt, med tanke på förutsättningarna, för att sedan kunna växa vidare i bra takt efterföljande år.

Prognos Bull scenario



Analyst Groups prognos

Bear scenario

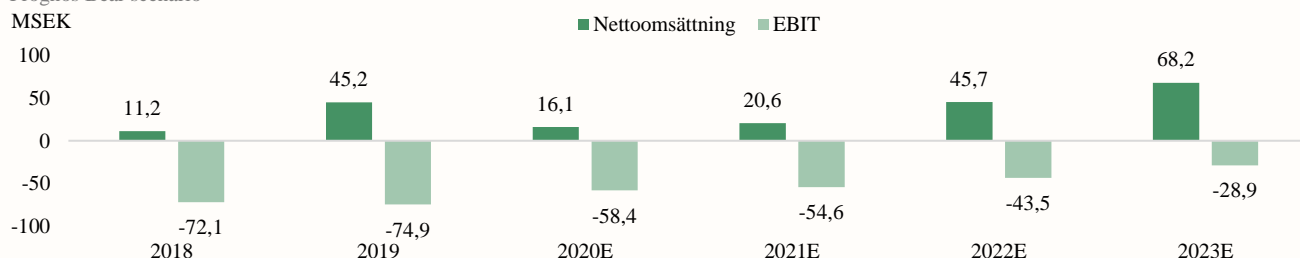
Under 2018 drabbades Bolaget av omleveranser, en situation som skapade dels finansiella problem, dels en osäkerhet bland kunder angående ChromoGenics erbjudande. I ett Bear scenario är det här en av faktorerna som kan göra att försäljningstillväxten hålls tillbaka närmaste åren. Vi lyfter även ett varningens finger för de ersättningsleveranser, gällande tidigare inkörningsutmaningar och skador, som fortsatt pågår. På kort sikt är såklart Covid-19 och effekterna därav en fortsatt utmaning för ChromoGenics och något som en investerare bör bevaka utvecklingen av nog under kommande veckor och månader.

I ett Bear scenario uppgår ackumulerad förlust perioden 2021-2023 till ca 134 MSEK. Således, i ett Bear scenario, blir extern kapitalanskaffning nödvändig. I ett Bear scenario estimeras ChromoGenics omsätta ca 16 MSEK år 2020, där just effekterna av Covid-19 är den mest negativa faktorn. Baserat på en målmultipel omkring P/S 7 erhålls ett värde om ca 15 kr per aktie i ett Bear scenario på 2020 års prognos.

15 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

I ett Bear scenario har Bolaget svårt att skala upp försäljningen ordentligt och dras med fortsatta förluster under längre tid.

Prognos Bear scenario



Analyst Groups prognos

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



Leif Ljungqvist, verkställande direktör

Leif är född 1953, är civilekonom och har omfattande erfarenhet från exekutiva roller och som styrelseordförande och ledamot i olika teknikbolag, bl.a. chef för ICT-divisionen inom det svenska forskningsinstitutet RISE, styrelseordförande i Ynvisible Interactive Inc. noterat på Toronto Stock Exchanges Venturelista och styrelseordförande i det tidigare listade Strand Interconnect AB. Leif tillträdde som VD i ChromoGenics under augusti 2020.

Aktieinnehav: 0 aktier.



Lars Ericsson, CFO & kommunikationschef

Lars Ericsson, född 1957, är CFO och kommunikationschef för ChromoGenics sedan januari 2019. Lars har en Executive MBA från Handelshögskolan i Stockholm samt en ekonomexamen från Stockholms Universitet. Innan Lars startade på ChromoGenics har han varit CFO för Global Medical Investments GMI AB och ekonomidirektör på Svenska Kraftnät.

Aktieinnehav: 200 000 aktier.



Greger Gregard, medgrundare & CTO

Greger Gregard, född 1974, är medgrundare och CTO sedan februari 2003. Han har en M.Sc., Master Thesis on electrochromics och tidigare uppdrag innefattar bl.a. Avd. förfastatillståndets fysik vid Uppsala universitet, Ångströmlaboratoriet, där han grundade ChromoGenics tillsammans med fem andra forskare. Sedan 2005 har han arbetat huvudsakligen med material- och produktutveckling och patent hos ChromoGenics

Aktieinnehav: 19 576 aktier.



Johan Hedén, styrelseordförande

Johan är ny styrelseordförande i ChromoGenics sedan maj 2019, efter att tagit över posten från tidigare ordförande Christer Simrén. Johan har lång och bred industriell erfarenhet, främst inom skogsindustrin senast som Sales and Marketing Director inom Holmen.

Aktieinnehav: 245 000 aktier.



Anders Brännström Ph.D., styrelseledamot

Anders Brännström, född 1945, är nuvarande styrelseledamot för ChromoGenics men har varit styrelseordförande i åtta år. Anders har en P.h.D. från Chalmers Tekniska Högskola samt en civilekonomexamen från Göteborgs Universitet. Tidigare har Anders erfarenhet från riskkapital med bakgrund som VD för Volvo Technology Transfer AB, där Volvo var bland dem tidiga investerarna i ChromoGenics.

Aktieinnehav: 2 171 808 aktier.



Prof. Em. Claes-Göran Granqvist, styrelseledamot

En av Bolagets styrelseledamöter heter Claes-Göran Granqvist, född 1946, och är även en av medgrundarna i ChromoGenics. Claes-Göran har en P.h.D. inom fasta tillståndet inom fysik på Uppsala Universitet. Han har även mer än 30 års erfarenhet i branschen och innehar en världsledande position inom elektrokromism forskning.

Aktieinnehav: 144 304 aktier.

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



Mari Broman, styrelseledamot

Mari har tidigare varit vice VD för Riksbyggen, biträdande stadsdirektör Göteborgs stad och styrelseordförande Chalmersfastigheter. Hon har över 30 års erfarenhet från ledningsfunktioner och styrelsearbete inom samhällsbyggnadssektorn. Övriga uppdrag innefattar styrelseordförande för Marginalen Bank och IQ Samhällsbyggnad, styrelseledamot Serneke Group AB och Forserum Safety Glass AB samt ordförande programråd i "Energi, IT och Design", Energimyndigheten. Mari har en Fil.Pol. Magister från Göteborgs Universitet.

Aktieinnehav: 0 aktier.



Peter Gustafson, styrelseledamot

Peter har tidigare erfarenhet som partner vid Ice Capital Securities AB, som Direktör Corporate Finance och chef för fastigheter i Norden HSH Nordbank AG, partner på Deloitte, partner på Arthur Andersen, chef för affärsutveckling i Norden Catella AB, ordförande och styrelseledamot MSC Group AB samt styrelseledamot i Kungsleden AB. Bland pPeter övriga uppdrag kan VD Green Capital Partners AB och Senior Advisor Evli Bank nämnas. Peter har en civilekonomutbildning från Lunds Universitet, en managementutbildning från Harvard University samt en Reservofficersutbildning från Infanteriets Officershögskola.

Aktieinnehav: 0 aktier.



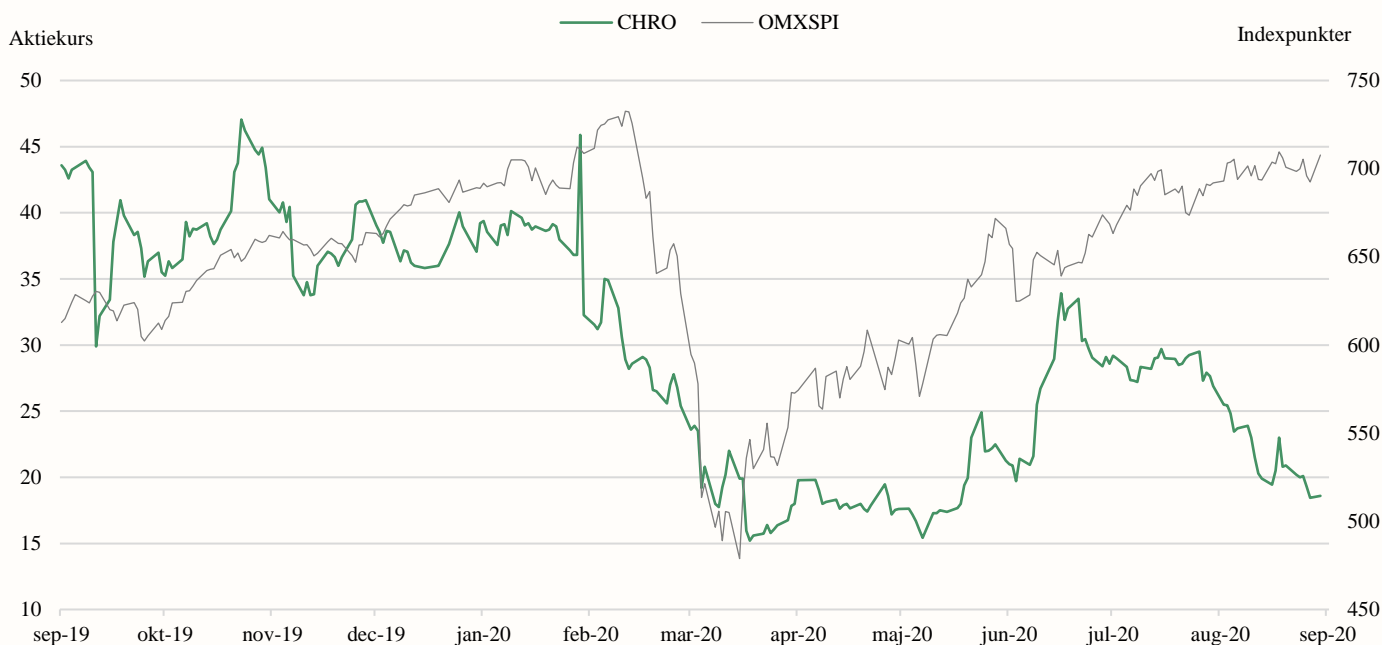
Andreas Jaeger, styrelseledamot

Andreas har tidigare erfarenhet som VD för Tagehus Bad och Fritid, egen konsultverksamhet fastighets- och affärsutveckling, koncerncontroller Stockholms Stadshus AB, utvecklingschef Fastighetskontoret i Stockholm. Han är även ägarrepresentant och adjungerad styrelsen i Fortum Värme, styrelseledamot i Medley Holding AB, styrelseledamot i Tagebad AB. Andreas har varit styrelseledamot i ChromoGenics sedan maj 2020.

Aktieinnehav: 0 aktier.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



tSEK	2018	2019	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20
Nettoomsättning	11 240	45 248	1 872	2 532	0	6 836	10 712	12 481	13 993	8 062	5 194	3 994
Övrigt (netto)	-540	-5 357	0	0	0	0	-1 637	1 137	0	0	1 498	2 210
Råvaror och förnödenheter	-21 265	-39 706	-9 143	-8 214	-4 317	-11 750	-8 625	-12 315	-18 937	-14 589	-6 319	-4 796
Bruttoresultat (ej. just.)	-10 565	185	-7 271	-5 682	-4 317	-4 914	450	1 303	-4 944	-6 527	373	1 408
Bruttomarginal	neg.	0,4%	neg.	neg.	neg.	neg.	4,2%	10,4%	neg.	neg.	7,2%	35,3%
Övriga externa kostnader	-27 661	-38 383	-4 262	-4 769	-3 157	-4 288	-7 874	-9 500	-3 227	-4 336	-9 557	-8 485
Personalkostnader	-26 501	-27 326	-6 061	-2 257	-2 143	-4 152	-5 972	-7 301	-2 628	-4 181	-7 640	-6 894
Av- och nedskrivningar	-6 948	-7 925	-3 376	-4 457	-3 036	-8 321	-1 978	-1 976	-7 865	-8 843	-1 687	-1 492
Övriga rörelseintäkter och rörelsekostnader	-375	-1 448	-324	443	107	187	-171	-105	-707	1 485	-208	-24
EBIT	-72 050	-74 897	-21 294	-16 722	-12 546	-21 488	-15 545	-17 579	-19 371	-22 402	-18 719	-15 487
EBIT-marginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Finansiella intäkter	18	46	18	0	0	0	20	5	19	22	8	29
Finansiella kostnader	-1 410	-3 001	0	0	0	-1 410	-792	-685	-670	-854	-768	-3 481
EBT	-73 442	-77 852	-21 276	-16 722	-12 546	-22 898	-16 317	-18 259	-20 022	-23 234	-19 479	-18 939
Skatt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat	-73 442	-77 852	-21 276	-16 722	-12 546	-22 898	-16 317	-18 259	-20 022	-23 234	-19 479	-18 939
Nettomarginal	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.

APPENDIX

Base scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	11,2	45,2	23,2	48,3	86,0	116,8
Övrigt (netto)	-0,5	-5,4	8,1	8,1	8,1	8,1
Råvaror och förnödenheter	-21,3	-39,7	-22,1	-33,6	-52,2	-54,4
Bruttoresultat	-10,6	0,2	9,2	22,8	41,9	70,6
Bruttomarginal	-94,0%	0,4%	39,8%	47,2%	48,7%	60,4%
Övriga externa kostnader	-27,7	-38,4	-35,9	-31,1	-24,2	-18,3
Personalkostnader	-26,5	-27,3	-28,8	-32,3	-32,6	-34,5
Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar)	-7,3	-9,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4
EBIT	-72,1	-74,9	-61,9	-46,9	-21,3	11,2
EBIT-marginal	-641,0%	-165,5%	-266,9%	-97,2%	-24,8%	9,6%

Base scenario, nyckeltal	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
P/S	11,7	2,9	5,7	2,7	1,5	1,1
EV/S	13,3	3,3	6,5	3,1	1,7	1,3
EV/EBIT	-2,1	-2,0	-2,4	-3,2	-7,0	13,4
P/E	-1,8	-1,7	-1,9	-2,7	-5,6	12,9

Bull scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	11,2	45,2	26,9	60,5	101,7	140,3
Övrigt (netto)	-0,5	-5,4	8,1	8,1	8,1	8,1
Råvaror och förnödenheter	-21,3	-39,7	-21,4	-38,3	-55,4	-61,9
Bruttoresultat	-10,6	0,2	13,7	30,3	54,4	86,6
Bruttomarginal	-94,0%	0,4%	50,8%	50,1%	53,5%	61,7%
Övriga externa kostnader	-27,7	-38,4	-32,2	-31,0	-24,2	-21,4
Personalkostnader	-26,5	-27,3	-27,1	-31,2	-34,9	-38,4
Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar)	-7,3	-9,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4
EBIT	-72,1	-74,9	-52,1	-38,3	-11,2	20,3
EBIT-marginal	-641,0%	-165,5%	-193,7%	-63,4%	-11,0%	14,5%

Bull scenario, nyckeltal	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
P/S	11,7	2,9	4,9	2,2	1,3	0,9
EV/S	13,3	3,3	5,6	2,5	1,5	1,1
EV/EBIT	-2,1	-2,0	-2,9	-3,9	-13,4	7,4
P/E	-1,8	-1,7	-2,2	-3,2	-10,1	6,8

Bear scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	11,2	45,2	16,1	20,6	45,7	68,2
Övrigt (netto)	-0,5	-5,4	8,1	8,1	8,1	8,1
Råvaror och förnödenheter	-21,3	-39,7	-19,6	-20,7	-34,7	-42,1
Bruttoresultat	-10,6	0,2	4,6	8,0	19,1	34,2
Bruttomarginal	-94,0%	0,4%	28,6%	39,0%	41,8%	50,2%
Övriga externa kostnader	-27,7	-38,4	-34,1	-33,1	-32,2	-31,5
Personalkostnader	-26,5	-27,3	-22,4	-23,1	-24,0	-25,2
Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar)	-7,3	-9,4	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4
EBIT	-72,1	-74,9	-58,4	-54,6	-43,5	-28,9
EBIT-marginal	-641,0%	-165,5%	-363,2%	-265,5%	-95,2%	-42,4%

Bear scenario, nyckeltal	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
P/S	11,7	2,9	8,2	6,4	2,9	1,9
EV/S	13,3	3,3	9,3	7,3	3,3	2,2
EV/EBIT	-2,1	-2,0	-2,6	-2,7	-3,4	-5,2
P/E	-1,8	-1,7	-2,0	-2,3	-2,9	-4,3

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: www.analystgroup.se/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 **ChromoGenics AB (publ)** (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 2014-2020). 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
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund