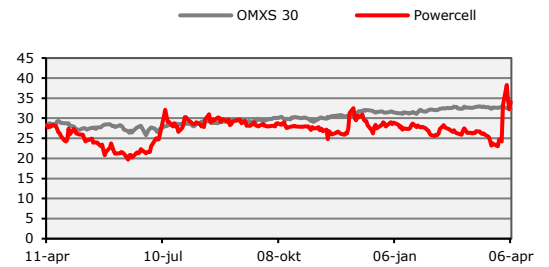


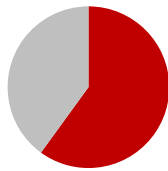
Sammanfattning
Powercell (PCELL.ST)
Stororder från Kina

- Nyligen annonserades det efterlängtaade genombrottet i form av en beställning på serieleveranser av bränslecellstackar. Kinesiska Wuhan Tiger har lagt en order på hela 200 MSEK som skall börja levereras hösten 2017 och pågå fram till år 2019.
- Powercell har märkt ett stort intresse från kinesiska kunder och den aktuella ordern indikerar att de är både snabba och beslutsamma. Av allt att döma är detta bara startskottet för bolaget på den kinesiska marknaden som nu utan tvekan bjuder på de bästa affärsmöjligheterna inom bränslecellsbranschen.
- Vi har höjt våra prognoser avsevärt för de närmaste åren. Break-even ser nu ut att nås tidigare och hela värderingsintervallet har flyttats uppåt (8-50 SEK per aktie). Vårt Base case ger ett motiverat värde omkring 24 SEK per aktie.

Lista: Nasdaq First North
 Börsvärde: 1 523 MSEK
 Bransch: Industrial Goods & Services
 VD: Per Wassén
 Styrelseordf: Magnus Jonsson

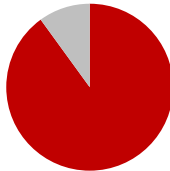

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



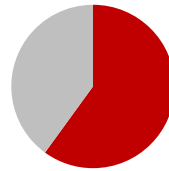
6,0 poäng

Ägarskap



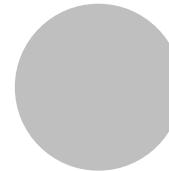
9,0 poäng

Vinstutsikter



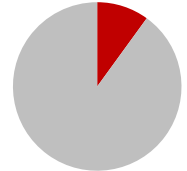
6,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



1,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	5	12	24	195	294	Aktiekurs (SEK)	34,0
Tillväxt	240%	139%	97%	713%	51%	Antal aktier (milj)	44,8
EBITDA	-59	-60	-47	-6	23	Börsvärde (MSEK)	1 523
EBITDA-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	8%	Nettokassa (MSEK)	61
EBIT	-65	-66	-51	-6	23	Free float (%)	35 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	Neg	8%	Dagl oms. ('000)	130
Resultat före skatt	-65	-66	-50	-5	24		
Nettoresultat	-65	-66	-50	-5	24		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	Neg	8%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-1,83	-1,46	-1,00	-0,10	0,48	Henrik Alveskog	
P/E	Neg	Neg	Neg	Neg	70,6	henrik.alveskog@redeye.se	
EV/S	265,6	97,9	64,7	8,3	5,5		
EV/EBITDA	Neg	Neg	Neg	Neg	69,7		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Genombrottet kom i Kina

Ordervärde > 200 MSEK

Powercell fick äntligen sin första beställning på serieleveranser av bränslecellstackar. I slutet av förra månaden meddelade de att kinesiska Wuhan Tiger Fuel Cell Vehicle lagt en order som sträcker sig från hösten 2017 och en bit in i 2019. Powercell uppger att affären innebär leveranser för mer än 200 MSEK. Detta är helt klart bolagets i särklass viktigaste affärshändelse hittills. Affären kommer säkert också ge ringar på vattnet och ge Powercell uppmärksamhet bland andra potentiella kunder. Intresset på den kinesiska marknaden har verkligen tagit fart, delvis tack vare betydande subventioner och en tydlig inriktning från myndigheterna att börja utveckla möjligheterna med vätgastekniken.

Överraskande stor order

Vi är inte överraskade över att Powercells genombrottsorder kommer på den kinesiska marknaden. Bolaget har under senare tid uttalat sig optimistiskt kring affärsmöjligheterna i Kina vilket nu visade sig vara helt rätt. Vad som ändå förvånar oss är att Wuhan Tiger lägger en så pass stor order hos Powercell och dessutom efter en relativt kort period av utvärdering. De båda parterna slöt ett MoU i oktober 2016. Powercell har som bekant haft ett stort antal kunder som har utvärderat deras produkter under betydligt längre tid än så, utan att lägga några fler beställningar. Uppenbarligen har Wuhan Tiger haft en mycket snabb utvärderings- och beslutsprocess.

Informationen kring det kinesiska bolaget och hela affären är än så länge mycket knapphändig. Wuhan Tiger ägs av den regionala delstaten och ett universitet. Det grundades år 2013 och har enligt uppgift drygt 150 anställda. Vi uppfattar det som att bolaget skall konvertera bussar till vätgasdrift med Powercells S2-stack som en range extender (REX). Gissningsvis är beställaren den lokala regeringen. Det skulle i så fall förklara varför de kan lägga en så pass stor beställning som sträcker sig två år framåt i tiden. Ambitionen är också att utöka affärerna efter dessa leveranser. Av pressreleasen framgick att Wuhan Tiger planerar att på sikt även lansera distributionslastbilar med Powercells bränslecellstackar.

Huvuddelen levereras 2018

Ytterligare leveranskapacitet kan på kort sikt vara en begränsning

Powercell skall leverera 30 stycken S2-stackar i effektområdet 25-35 kW redan nu till hösten. Enligt VD Per Wassén kommer sedan huvuddelen under 2018 och en liten del i början av 2019. Tillverkningen kommer ske i Sverige och bolaget uppger att de har tillräcklig produktionskapacitet. På kort sikt kan nästa problem mycket väl bli leveranskapacitet. Förvisso ett angenämt problem, men likafullt kan det bli en begränsning för vilka affärer Powercell kan ta det närmaste året.

Kina hårdtsatsar på bränsleceller

Kinesiska myndigheter har satt upp målet att år 2020 skall 5 miljoner bilar vara så kallade New Energy Vehicles. Dessa skall alltså vara fossilfria, vilket i praktiken innebär elbilar. Med all säkerhet kommer det bli en kombination av batterilösningar och bränsleceller. Och helt klart vill myndigheterna nu stödja lösningar med bränsleceller som får rejäla subventioner. Storleken och utformningen av subventionerna är lite svåra att säkert kartlägga. Men vi ser att de internationella aktörerna inom branschen riktar allt större intresse mot den kinesiska marknaden med just denna motivering. Enligt bland annat emissionsprospektet från Cell Impact uppgår subventionerna till motsvarande 250 000 SEK för personbilar och lätta lastbilar. Uppgiften i prospektet hänvisas till: International Partnership for Hydrogen and Fuel Cells in the Economy, 23rd IPHE SC Meeting Wuhan, Country Update China, 2015. Staden Beijing har uttalat en ambition att satsa motsvarande över 100 miljarder SEK för ladd- och tankstationer och annan infrastruktur för vätgas.

Kraftiga subventioner

Prospektlista med stor bredd

Powercell har bara under det senaste året annonserat en mängd nya affärer och samarbetsprojekt inom ett flertal olika applikationsområden. Tabellen nedan återger de som framstår som mest viktiga och relevanta ur affärssynpunkt.

Annonserade affärer och samarbeten, 2016-17			
Kund/partner	Applikation	Produkt	Tidpunkt
Wuhan Tiger	REX till bussar	S2	Mars-17
Nimbus	Marin (LoI)	S2/S3	Mars-17
Hexagon Composites/Nel	Joint venture (LoI)		Jan-17
MARANDA consortium	Marin	S3	Jan-17
Inabata & Co	Distributionsavtal för japanska marknaden		Feb-17
Tysk Tier-1	Fordon	S3, 100 kW	Dec-16
Kalmar Cargotec	Elektrisk gaffeltruck	u.s.	Dec-16
Swiss Hydrogen/ Race for Water	Marin	S3, 2x30 kW	Nov-16
Uppföljningsorder från taiwanesisk kund	u.s.	2 st S2	Nov-16
Kinesiskt företag	REX till lätta lastbilar	S2	Sept-16
Kinesiskt företag	REX till personbilar	S2	Sept-16
Cortus Energy AB	Stationär bioenergi	Avsiktsförklaring om samarbete	Maj-16
Sydcoreansk global aktör	Micro-CHP	S2	April-16
Global kund	Fordon	2st S3	Feb-16
Swiss Hydrogen/ COOP Schweiz	Lastbil (drivlina)	S3, 100 kW	Jan-16

Källa: Powercell, Redeye Research

Potentiella och troliga kommande affärer

Hur 2017 kommer utvecklas på affärsfronten för Powercell är onekligen svårtippat. Här listar vi några möjliga affärer som ser ut att kunna ligga nära till hands:

- COOP i Schweiz har enligt uppgift cirka 300 distributionslastbilar. Säkerligen planerar de att utrusta fler av dessa med bränsleceller, givet att den första testlastbilen fungerar tillfredsställande.
- När samarbetet med Swiss Hydrogen presenterades ifjol nämndes att de ser en stor potentiell marknad för fastigheter med bristfälliga elnät. Powercell har som bekant ett koncept för detta, PS5.
- Powercell har bearbetat den Sydkoreanska marknaden under några års tid, med en egen lokal representant. S2 stacken som är anpassad för reformerad gas borde passa deras behov och snart generera affärer.
- Range extenders (REX) för lätta lastbilar/bussar/personbilar i Kina. Powercell har med rätta varit optimistiska till möjligheterna i Kina och har vid sidan av Wuhan Tiger åtminstone ett annat företag som utvärderar deras S2-stackar för REX-applikationer.
- Under fjolåret genomfördes en förstudie kring energilagring från vindkraftverk tillsammans med bland annat Wallenstam. Eftersom Wallenstam har egna vindkraftverk borde de relativt snabbt kunna fatta beslut om att gå vidare med installationer vid några av sina anläggningar.
- Powerpac har testats av Telia och norska Asko med lyckade resultat och båda kan komma att lägga beställningar inom det närmaste året. Vi tror att Telia ligger närmast till hands eftersom konstruktion och installation säkert är enklare för ett stationärt system jämfört med ett som skall monteras in i en lastbil.

Prognoser

Regjula prognoshöjningar

Vi har nu höjt våra försäljningsprognoser kraftigt för de närmaste åren. Innevarande år har inte förändrats nämnvärt. Däremot har vi höjt prognosen för 2018 med hela 100 procent och åren därefter räknar vi nu också med betydligt högre intäkter än innan. Den aktuella ordern från Wuhan Tiger står för huvuddelen av intäkterna 2017-18, men därefter krävs givetvis nya affärer.

Försäljningsprognoserna i tabellen nedan anger vad vi antagit avseende antal och intäkter för bränslecellstackar respektive PowerPac. Powercell har vid tidigare tillfälle uppgivit att priserna för S1 och S2 ligger i spannet 1000-2000 EUR per kW. Vid höga volymer och större stackar väntas man hamna i den nedre delen av prisintervallet. Prototyper och små serier som har skett hittills blir sannolikt klart högre. Även om vi räknar med en kraftigt försäljningstillväxt så finns det goda möjligheter för bolaget att överträffa våra prognoser. I synnerhet om någon av OEM tillverkarna inom fordonsindustrin väljer Powercell. Den möjligheten finns utan tvekan, men vi har ännu inte vågat inteckna det i vårt huvudscenario.

För PowerPac har vi successivt sänkt våra förväntningar efter att bolaget inte följt den plan som kommunicerats tidigare. Även om vi nu inte räknar med att det sker en utrullning med Vodacom på bred front i Afrika finns ändå möjligheter på andra håll. Exempelvis TeliaSonera och liknande kunder med behov av reservkraftaggregat. Powercell har tidigare uppgivit att de skulle lansera Powerpac till ett pris omkring 25 000 USD.

Letar investerare för en riktad emission

Antagande om nyemission

I samband med bokslutsrapporten meddelade bolaget att de avser att utnyttja mandatet om en riktad nyemission. Bolaget hade 61 MSEK i kassan vid ingången av 2017. Det ser inte ut att räcka till för att finansiera årets verksamhet och rampa upp produktionen under nästa år. Mandatet ger möjlighet att emittera cirka 8,5 miljoner aktier. I våra prognoser och värdering utgår vi ifrån att de kommer emittera 5 miljoner aktier till kursen 30 SEK (10 procent rabatt mot nuvarande börskurs). Det ger i så fall 150 MSEK före emissionskostnader, vilket skulle räcka med en viss marginal till dess att bolaget blir kassaflödespositivt. Med våra nuvarande prognoser väntas det ske under år 2019.

Försäljningsprognoser						
MSEK	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Bränslecellstackar						
Antal	25	80	700	1200	2500	3500
Intäkter	12	24	175	264	450	560
PowerPac						
Antal	0	0	100	150	200	300
Intäkter	0	0	20	30	40	60
Intäkter produktförsälning	12	24	195	294	490	620

Kostnader och marginaler

35% bruttomarginal

Vi vet fortfarande ingenting om vilken lönsamhet bolaget kan nå eller ens vad de siktar på att nå. Enligt Powercells vd Per Wassén kommer ordern från Wuhan Tiger att vara lönsam, men mer information än så har inte släppts.

På samma sätt som tidigare räknar vi med att Powercells bruttomarginaler knaprar sig uppåt till 35% år 2020. Det motsvarar ungefär den nivå som många andra tillverkande industrier med god teknikhöjd ligger omkring. Två viktiga variabler kommer dock vara skalfördelar i tillverkningen samt vilken prisstrategi som bolaget väljer, det vill säga om de sänker priserna för att nå högre volymer. I vårt Bull case antar vi lägre marginaler eftersom personbilsindustrin regelmässigt ger stora volymer men innebär högre prispress än på mindre nischmarknader.

Administrations- och försäljningskostnader kommer öka väsentligt. Bolaget har hittills knappt redovisat några kostnader alls i detta avseende. Det är förmodligen missvisande, men beror antagligen på att de inte ägnat någon tid åt att specificera sina kostnader utan kallat det mesta för FoU. Vi räknar med att dessa kostnader ökar till omkring 10% av intäkterna de närmaste kommande åren.

~10% admin & försäljningsomkostnader

Avtagande FoU

FoU förväntas minska i takt med att utvecklingsarbetet övergår i kommersialisering. Vi har inte fått någon indikation från bolaget om vad de själva siktar på. Det kommer givetvis vara behovsstyrt utifrån vilka satsningar man tänker göra i framtiden. Vi har räknat med en avtagande nivå som inte innefattar några helt nya produkter och system. Eftersom vi i dagsläget inte räknar med att Powercell blir en leverantör till OEM tillverkarna inom fordonsindustrin, har vi heller inte inkluderat denna typ av utvecklingskostnader. Posten "Övriga intäkter" hänger till stor del ihop med FoU kostnaderna. Dessa intäkter utgörs främst av utvecklingsbidrag avseende ett antal EU-projekt samt statliga stöd.

Prognoser							
MSEK	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	5	12	24	195	294	490	620
KSV	-5	-9	-18	-146	-206	-319	-403
Bruttoresultat	0	3	6	49	88	172	217
Admin & försäljning	-1	-6	-12	-20	-30	-38	-45
FoU	-73	-72	-60	-35	-35	-35	-30
Övriga intäkter & kostnader	9	9	15	0	0	0	0
EBIT	-65	-66	-51	-6	23	99	142
Resultat före skatt	-65	-66	-51	-5	24	99	144
Tillväxt, top-line	n.m.	n.m.	100%	713%	51%	67%	27%
Bruttomarginal	n.m.	24%	25%	25%	30%	35%	35%
EBIT-marginal	neg	neg	neg	-3%	8%	20%	23%

Källa: Powercell, Redeye Research

Värdering

Motiverat värde:
~24 kronor per aktie

Vår kassaflödesmodell ger ett indikativt värde på knappa 1,2 mdr MSEK, eller **24 kronor per aktie** (baserat på 50 miljoner aktier efter riktad emission). Det är väsentligt högre än i vår senaste analysuppdatering per 28 december 2016 då motsvarande värde var 15,5 kronor per aktie.

Skillnaden beror huvudsakligen på att intäkter och break-even väntas komma tidigare än vi räknade med innan. Värderingen påverkas också av ett lite lägre avkastningskrav, se nedan. Då vi antagit en riktad emission till kursen 30 kronor per aktie ger även detta en positiv effekt på värderingen i vårt huvudscenario (Base Case). Detta baseras på prognoserna ovan samt följande långsiktiga antaganden:

- 15% årlig genomsnittlig tillväxt under perioden 2022-2033. Efter år 2033: 3% årlig tillväxt.
- 20% genomsnittlig EBIT-marginal från år 2022.

WACC

WACC: 15,0%

Vårt avkastningskrav (WACC) är nu 15,0% (tidigare 15,7%). Skillnaden förklaras av de ratingförändringar vi gjort med anledning av de senaste händelserna i bolaget. Vår WACC räknas fram genom ett antal olika parametrar som tillsammans utgör Redeyes ratingmodell. De underliggande faktorerna syftar till att fånga upp den företagsspecifika risken och berör allt ifrån ledning och ägare till marknadsposition och balansräkning. Aktiens likviditet och volatilitet ingår däremot inte i dessa kriterier, vilket skiljer vår beräkning av WACC från de flesta andras.

Tabellen nedan är en känslighetsanalys, baserad på våra försäljningsprognoser, där vi har varierat uthållig lönsamhet och avkastningskrav. Det skuggade området framstår som ett fullt rimligt utfall givet att bolaget fortsätter leverera planenligt när de nu börjar kommersialisera sina produkter. Rutan markerar våra antaganden för värderingen i Base Case.

Om bolaget levererar planenligt justeras avkastningskravet successivt ned

DCF-värde, SEK per aktie						
Uthållig EBIT-marginal	16%	18%	20%	22%	24%	26%
WACC						
13,0%	26,1	29,1	32,1	35,1	38,1	41,2
14,0%	22,4	24,9	27,4	29,9	32,5	35,0
15,0%	19,5	21,6	23,7	25,8	28,0	30,1
16,0%	17,1	18,9	20,7	22,5	24,3	26,1

Källa: Redeye Research

Scenarios

Vårt huvudscenario, som i tabellen nedan återges under rubriken Base Case, är utgångspunkten för vår värdering och ger ett motiverat värde **omkring 24 SEK per aktie**. Som vi har påtalat tidigare är det svårt att förutsäga både marknaden för bränsleceller totalt sett och hur väl Powercell kommer att lyckas. Våra prognoser bör på det här stadiet enbart betraktas som kvalificerade gissningar. Det finns definitivt möjlighet att det går väsentligt mycket bättre, men också sämre. Vi har därför skissat på ett par scenarier som åskådliggör sådana utfall.

Bull Case

I vårt så kallade Bull case skissar vi på ett scenario där Powercell lyckas bli en leverantör till personbilsindustrin. Det innebär avsevärt högre volymer än vi annars har räknat med. Samtidigt blir marginalerna förmodligen lägre. Ytterst få underleverantörer till fordonsindustrin har marginaler runt 20 procent. Bolaget kommer då också behöva stärka upp balansräkningen med en nyemission. Men sammantaget blir potentialen definitivt mycket högre. Det motiverade värdet i detta scenario blir **cirka 50 kronor per aktie**. Skillnaderna mellan Bull och Base case är främst:

- Väsentligt högre tillväxt år 2021-25. För att nå intäktsprognosen år 2023 om 2,4 mdr SEK, behöver Powercell leverera gissningsvis 20 000 S3-stackar till fordonskunder (vid sidan av övriga affärer). Som referens kan nämnas att Japan siktar på att ha 200 000 bränslecells-bilar år 2025 och Kina skall ha 5 miljoner New Energy Vehicles redan år 2020.
- Uthålliga marginaler 15% (20% i Base case).
- Nyemission om ca 9 miljoner aktier för att stärka upp balansräkningen vilket blir nödvändigt om man skall vara en trovärdig motpart till OEM företag inom fordonsindustrin.

Bull Case				
MSEK	År 2023	Antaganden:	år 2024-33	DCF-värde
Intäkter	2431	Intäkter år 2033	11 620	Totalt värde beaktat
EBIT	365	CAGR	18%	54 milj aktier
EBIT-marginal	15%	EBIT-marginal	15%	Per aktie 49,6
Base Case				
MSEK	År 2023	Antaganden:	år 2024-33	DCF-värde
Intäkter	820	Intäkter år 2033	3 317	Totalt värde beaktat
EBIT	188	CAGR	15%	50 milj aktier
EBIT-marginal	23%	EBIT-marginal	20%	Per aktie 23,7
Bear Case				
MSEK	År 2023	Antaganden:	år 2024-33	DCF-värde
Intäkter	546	Intäkter år 2033	1 415	Totalt värde beaktat
EBIT	55	CAGR	10%	50 milj aktier
EBIT-marginal	10%	EBIT-marginal	10%	Per aktie 7,8

Källa: Redeye Research

Bear Case

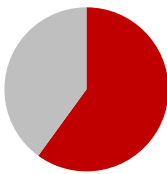
I detta fall antar vi att Powercell kommer att få betydande konkurrens inom både dieselreforming och vanliga stackar. Om bolaget inte har några tydliga konkurrensfördelar i form av unika produkter blir det förmodligen svårt att hålla en lönsamhet motsvarande 20% rörelsemarginal över tid. Både tillväxten och lönsamheten blir då sannolikt klart lägre än vi annars hade räknat med. Med långsiktiga antaganden om 10% årlig tillväxt och 10% EBIT-marginal skulle det motiverade värdet bli **omkring 8 kronor per aktie**, allt annat lika.

Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

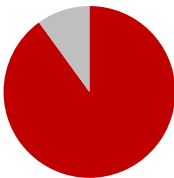
Ratingförändringar i denna rapport: Vår rating för Ägarskap och vinstutsikter har ökat 1p medan Finansiell styrka har tappat 1p.

Ledning 6,0p



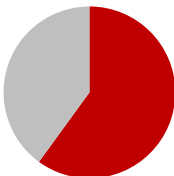
Powercell noterades på First North i december 2014 och Per Wassén som varit ordförande under flera år övergick till att bli vd 2015. Ny CFO har också tillträtt under sommaren 2015 och underlaget för att utvärdera ledningen är därför än så länge lite knapphändig. Informationen och kommunikationen från bolaget förefaller god, men det är svårt att skapa transparens i verksamheten då produkterna ännu inte riktigt har nått marknaden. För ett bolag i denna fas är både styrelse och organisation avsevärt bättre än genomsnittet.

Ägarskap 9,0p



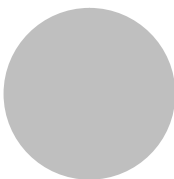
Här får Powercell full pott i nästan alla avseenden. De större ägarna är synnerligen kapitalstarka och engagerade genom styrelserepresentation. Styrelsen utgörs av samtliga fyra stora ägare samt en oberoende internationell expert inom bränsleceller. Tillsammans kontrollerar de över två tredjedelar av aktierna i bolaget. Även vd har nu ett betydande aktieinnehav.

Vinstutsikter 6,0p



Med en unik produkt och en stor potentiell marknad finns förutsättningar att skapa både uthålliga och växande vinster på en god nivå. Det finns dock ingen historik att falla tillbaka på vad gäller konkurrenskraft eller lönsamhet och utsikterna är svårbedömda. Det finns också ett flertal konkurrenter varav några är väletablerade på den internationella arenan. Sammantaget hamnar betyget därför på en genomsnittlig nivå i dagsläget.

Lönsamhet 0,0p



Powercell har enbart haft sporadiska intäkter och därmed negativa resultat och kassaflöden.

Finansiell styrka 1,0p



Av samma skäl som ovan (inga löpande intäkter) är Finansiell styrka också mycket svag. Bolaget har sannolikt minst två år kvar innan de kan nå positivt kassaflöde (år 2018). Teckningsoptionerna TO2 tillförde 23 MSEK i december 2016 och bolaget hade 61 MSEK i kassan vid årsskiftet 2016/17. De har annonserat att de kommer genomföra en riktad emission under 2017.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	5	12	24	195	294
Summa rörelsekostnader	-64	-72	-71	-201	-271
EBITDA	-59	-60	-47	-6	23
Avskrivningar materiella tillg.	-6	-6	-4	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-65	-66	-51	-6	23
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	1	1	1
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-65	-66	-50	-5	24
Skatt	0	0	0	0	0
Nettoreultat	-65	-66	-50	-5	24
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	41	61	141	80	76
Kundfordringar	3	4	7	35	44
Lager	2	3	10	39	53
Andra fordringar	8	9	9	9	9
Summa omsätt.	54	77	167	164	182
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	22	18	24	44	64
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	0	1	1	1	1
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	22	19	25	45	65
Uppskj. skatteford.	1	0	0	0	0
Summa tillgångar	76	96	191	208	247
Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	6	4	7	29	44
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	18	15	15	15	15
Summa kort. skuld	23	19	22	44	59
Ränteb. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	40	40	40	40	40
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	63	59	62	84	99
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	1	1	1	1
Eget kapital	11	36	128	123	147
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	11	36	128	123	147
Summa skulder och E. Kap.	76	96	191	208	247
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	5	12	24	195	294
Sum rörelsekost.	-64	-72	-71	-201	-271
Avskrivningar	-6	-6	-4	0	0
EBIT	-65	-66	-51	-6	23
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	-65	-66	-51	-6	23
Avskrivningar	6	6	4	0	0
Bruttokassaflöde	-59	-60	-47	-6	23
Föränd. i rörelsekap	-3	-8	-6	-35	-8
Investeringar	-2	-3	-10	-20	-20
Fritt kassaflöde	-64	-71	-63	-62	-5
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	15%	38%	67%	59%	60%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-41	-61	-141	-80	-76
Sysselsatt kapital	-30	-25	-13	43	71
Kapit. oms. hastighet	0.1	0.1	0.1	0.9	1.2
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	240%	139%	97%	713%	51%
VPA-tillväxt (just)	39%	-20%	-31%	-90%	-566%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	15,0 %	NPV FCF (2017-2019)	19
		NPV FCF (2020-2026)	329
		NPV FCF (2027-)	756
		Rörelsefrämjade tillgångar	61
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	1166
Antaganden 2022-2033			
Genomsn. förs. tillv.	15 %	Motiverat värde per aktie, SEK	23,4
FRIT-marginal	70 %	Börskurs, SEK	34,0

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	-149%	-275%	-61%	-4%	18%
ROCE	-148%	-276%	-61%	-4%	18%
ROIC	221%	220%	204%	50%	54%
EBITDA-marginal	-1151%	-494%	-196%	-3%	8%
EBIT-marginal	-1271%	-542%	-213%	-3%	8%
Netto-marginal	-1279%	-538%	-208%	-3%	8%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	-1,83	-1,46	-1,00	-0,10	0,48
VPA just	-1,83	-1,46	-1,00	-0,10	0,48
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-1,15	-1,37	-2,83	-1,62	-1,53
Antal aktier	35,70	44,78	49,78	49,78	49,78

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	1 354,8	1 192,8	1 551,8	1 612,2	1 616,3
P/E	-21,4	-19,1	-33,9	-329,1	70,6
P/S	273,6	102,9	70,5	8,7	5,8
EV/S	265,6	97,9	64,7	8,3	5,5
EV/EBITDA	-23,1	-19,8	-33,0	-258,0	69,7
EV/EBIT	-20,9	-18,1	-30,4	-258,0	69,7
P/BV	123,7	34,4	13,2	13,7	11,5

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	26,9 %	Omsättning	116,9 %
3 mån	22,7 %	Rörelseresultat, just	-11,31 %
12 mån	22,3 %	V/A, just	-25,9 %
Årets Början	21,4 %	EK	237,5 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Mohammed Al Amoudi	20,5 %	20,5 %
Fouriertransform Aktiebolag	20,5 %	20,5 %
Finindus	14,5 %	14,5 %
Volvo Group Venture Capital	6,6 %	6,6 %
Avanza Pension	5,7 %	5,7 %
Nordnet Pensionsförsäkring	0,7 %	0,7 %
Dan Sandberg	0,5 %	0,5 %
Swedbank Försäkring	0,5 %	0,5 %
Per Wassén	0,4 %	0,4 %
Per Sjöberg	0,4 %	0,4 %

Aktien	
Reuterskod	PCELL.ST
Lista	Nasdaq First North
Kurs, SEK	34,0
Antal aktier, milj	44,8
Börsvärde, MSEK	1523,7

Bolagsledning & styrelse	
VD	Per Wassén
CFO	Karin Nilsson
IR	
Ordf	Magnus Jonsson

Nästkommande rapportdatum	
Q1 report	May 09, 2017
Q2 report	August 18, 2017
Q3 report	November 01, 2017

Analytiker	Redeye AB
Henrik Alveskog	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.alveskog@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
<p>Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt</p>	<p>Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
<p>Legend: — VPA — VPA (just)</p>	<p>Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad</p>
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Henrik Alveskog äger aktier i bolaget: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Powercell utvecklar och tillverkar bränsleceller, såväl bränslecellsstackar som reformers och kompletta system för elproduktion. Bolaget har en unik teknologi kring reformering av diesel för att utvinna vätgasen som via bränslecellen omvandlas till elektricitet.</p>

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeys analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeys analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeys analysbevakning

Redeys analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-04-11)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	43	18	10	22
3,5p - 7,0p	73	64	98	35	42
0,0p - 3,0p	13	22	13	84	65
Antal bolag	128	129	129	129	129

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.