

Cleantech för minskat fossilberoende

Mangold inleder bevakning av Cortus Energy med rekommendationen Köp och en riktkurs på 1,00 krona per aktie i ett 12-månaders perspektiv. Vi ser att Cortus Energy, ett cleantech-bolag inom förnyelsebar energigas, kommer att kunna rida på en grön trend framöver då alltmer energikonsumtion kommer att kräva fossilfritt ursprung. Bolagets teknik ger stor flexibilitet där ett trettiotal olika biobränslen kan omvandlas till syngas som är en helt ren gas med ett högt vätgasinnehåll. Med en referensanläggning i Höganäs baserad på bolagets patenterade teknik öppnar sig marknaden i flera länder där bolaget kan vinna flera beställningar av biobränsleanläggningar.

Höganäs kristiskt för utrullningen

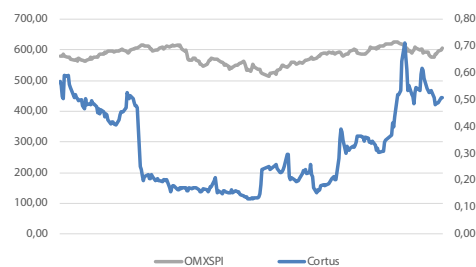
För att Cortus Energy ska kunna erhålla order från kunder runt om i världen är det kritiskt att anläggningen i Höganäs uppfyller alla milstolpar i färdigställandet. Vår uppfattning är att bolaget har kommit långt och att man efter vissa förseningar nu kommer att uppvisa slutgiltiga resultat till omkring årsskiftet 2019/20. Vi räknar därför med att Cortus Energy under 2020 erhåller sina första beställningar för nyckelfärdiga anläggningar från Tyskland och Frankrike.

Stark potential i aktien

Marknadens värderingen av Cortus Energy-aktien reflekterar inte den tillväxt som nu ligger i korten. Med våra prognoser kommer Cortus Energy att omsätta 930 miljoner kronor under 2023 med en marginal på upp emot 20 procent. Både slutförändret i Höganäs såväl som ordern för den första anläggningen utanför Sverige representerar väsentliga händelser som kommer att fungera som katalysatorer för Cortus Energy-aktien. Nuvarande värderingsmultiplar för EV/försäljning om 5,2x och 1,7x för 2020 respektive 2021 kommer då att framstå som låga.

Information

Rek/Riktkurs (kr)	Köp 1,00
Risk	Hög
Kurs (kr)	0,50
Börsvärde (Mkr)	500
Antal aktier (Miljoner)	1 004
Free float	90%
Ticker	CE
Nästa rapport	27 aug 2019
Hemsida	www.cortus.se
Analytiker	Magnus Behm



Kursutveckling

	1m	3m	12m
CE	-8,5%	68,4%	-11,1%
OMX SPI	1,0%	3,4%	4,2%

Nyckeltal

	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning (Mkr)	15,0	112,5	345,0	645,0	930,0
EBIT (Mkr)	-33,2	-22,3	34,2	122,2	184,9
Vinst före skatt (tkr)	-34,9	-23,1	32,5	118,5	180,8
EPS, justerad (kr)	-0,03	-0,02	0,02	0,07	0,11
EV/försäljning	38,8	5,2	1,7	0,9	0,6
EV/EBITDA	-24,5	-45,9	13,1	4,4	2,9
EV/EBIT	-17,5	-26,2	17,0	4,8	3,1
P/E	-18,0	-27,1	24,7	6,8	4,4

Ägarstruktur

	Antal aktier (M)	Antal röster
Avanza Pension	101,0	10,1%
Norberg, Per-Olov	81,0	8,1%
Nordnet Pension	30,0	3,0%
Berger, Gunvald	20,0	2,0%
Forssell, Peter	16,0	1,6%
Perpendo AB	15,0	1,5%
Ljunggren, Rolf	11,0	1,1%
Larsson, Joachim	11,0	1,1%
Totalt	1 003,5	100,0%

Investment Case

Tillväxtresa med start 2020

Mangold inleder bevakning av Cortus Energy med rekommendationen Köp och en riktkurs på 1,00 kronor per aktie i ett 12-månaders perspektiv. Det innebär en uppsida om 100 procent från dagens börskurs. Cortus Energys aktie är en intressant investering där uppsidan ligger i att bolaget kan ta hem flera order på kort tid då referensanläggningen i Höganäs kommer bli färdigställd till årsskiftet. Risken i Cortus Energy är fortsatt hög, men kommer att minska allteftersom bolaget levererar framsteg i Höganäs och vinner nya order.

Mangold bedömer att det finns en stor uppsida i Cortus Energy-aktien

Vi ser nu med tillförsikt på Cortus Energys möjligheter att gå i mål med anläggningen i Höganäs till årsskiftet 2019/20. Givet positiva resultat från gästesterna mot slutet av året kan vi förvänta oss de första beställningarna på nya anläggningar under 2020. Närmast till hands ligger Frankrike och Tyskland där Cortus Energy kommit längst i planlagda affärer från kunder. Dessa anläggningar säljs som nyckelfärdiga anläggningar till ett värde av omkring 150-180 miljoner kronor styck. Intäkterna bokas genom delbetalningar från tecknande av avtal till färdigställandet.

Ökat miljötryck från flera håll

Marknaden för biobränsle drivs av ett ökat krav på minskat fossilberoende. Klimattrycket, både från allmänheten och från politiskt håll, på företag och individer bidrar till både behov och tillväxt för biobränslen. I Sverige har regeringen satt ett mål om att minska CO₂-utsläppen med 63 procent fram till 2030, räknat från 1990 års nivå. Enligt en färsk analys från International Energy Agency (IEA) kommer bioenergi vara det förnybara energislag som globalt sett kommer växa snabbast inom de närmste fem åren. Cortus Energy är väl positionerade för denna tillväxt då bolagets teknik är den senaste och mest sofistikerade för biobränslen.

Cortus Energy ligger helt rätt i tiden med sin cleantech-teknik

Bearbetad mångmiljardmarknad

Cortus Energy har bearbetat ett trettiotal kunder i tio länder där relativt många kommit långt i försäljningsprocessen. Vi uppskattar att ordervärdet på dessa potentiella affärer kommer uppgå till 4,6 till 6,0 miljarder kronor. I vårt bas-scenario räknar vi med att Cortus Energy kommer att nå drygt sex stycken, helt eller delvis levererade, anläggningar år 2023 till ett faktureringsvärde om 930 miljoner kronor. Dessa siffror sätter perspektiv på hur stor potential som ligger i Cortus Energys tillgängliga marknad.

Stark katalysator runt hörnet

Marknadens värdering av Cortus Energys aktie reflekterar inte den tillväxt som nu ligger i korten. Det finns starka skäl att tro att Höganäs-anläggningen snart är färdig och levererar enligt förväntan. Denna milstolpe för bolaget kommer att vara ett första viktigt kvitto för investerare. En första order kommer sedan att bli en stark katalysator för en uppvärdering av Cortus Energy-aktien. Nuvarande värderingsmultiplar för EV/försäljning om 4,7x och 1,5x för 2020 respektive 2021 kommer då att framstå som låga.

De första affärerna 2020 blir en avgörande katalysator för aktien

Cortus Energy - Bolaget i korthet

Bolaget i korthet

Cortus Energy är ett cleantech-bolag som grundades 2006. Bolaget har en egenutvecklad och patenterad förgasningsteknik som kallas för WoodRoll. Denna teknik omvandlar biomassa genom termisk förgasning till en ren och förnyelsebar energigas med högt energivärde. Energigasens höga kvalitet gör den lämpad att ersätta fossila bränslen och kan användas för fordon, industri- och elproduktion.

Cortus Energy har utvecklat tekniken i nära samarbete med industriella partners och forskningsinstitutioner. Testanläggningen för förgasning av biomassa i Köping rapporterade sina första resultat under 2011 efter att en mängd olika bränsletester genomförts. WoodRoll-processen bygger på tre huvudsteg - tork, pyrolys och förgasning. Biomassan tas in med upp till 50 procent fukt som torkas för att sedan pyrolyseras (torrdestilleras) till träkol som mals till ett fint pulver och förgasas vid hög temperatur i vattenånga till en ren energigas. Hela denna process är unik för WoodRoll.

Bolaget har för närvarande 27 anställda på orterna Kista, Köping och Höganäs. Cortus Energy har för närvarande två anläggningar - dels testanläggningen i Köping om 0,5 MW och dels den första kommersiella anläggningen om 6 MW i Höganäs. Företaget har också externa konsulter för projektering, byggnation och specifika anläggningsprocesser.

Anläggningen i Höganäs är bolagets första kommersiella anläggning och skall stå som referensanläggning för försäljning av nya anläggningar. Projektet påbörjades under 2017, färdigsbyggdes under 2018 och i februari 2019 godkände kunden Höganäs AB projektet och kalltester startade. Projektet har haft förseningar och extra kostnader, men är nu färdig för de första gastesterna. Höganäs-anläggningen kommer därmed att bli viktig för Cortus Energy som referensanläggning.

Den mindre anläggningen i Köping är också väsentlig för bolaget då den möjliggör tester av bränslen samt process- och anläggningsteknik. Det är även en utbildningsanläggning för nya operatörer och underhållspersonal. Under 2018 har bland annat bränslen som biokoks och bio-SNG testats med goda resultat. Detta innebär att anläggningen i Köping är vital för att Cortus Energy skall kunna finna nya eller förbättrade användningsområden för biomassa vilket ger ett utökad kundunderlag och större tillväxtpotential.

Cortus Energy har tre olika affärs- och intäktsmodeller. Den första är en så kallad BOO (Build Own Operate), dvs Cortus Energy bygger, äger och driver anläggningen åt kunden. Projektet i Höganäs är ett exempel på en sådan anläggning. Den andra modellen är att sälja nyckelfärdiga anläggningar där kunden själv äger och driver anläggningen. Slutligen kan Cortus Energy sälja anläggningar på licens.

Cortus Energy är ett cleantech bolag inom förnyelsebar energigas

WoodRoll är ett flerårigt utvecklingsprojekt och en unik och patenterad teknik

Höganäs är referensanläggningen

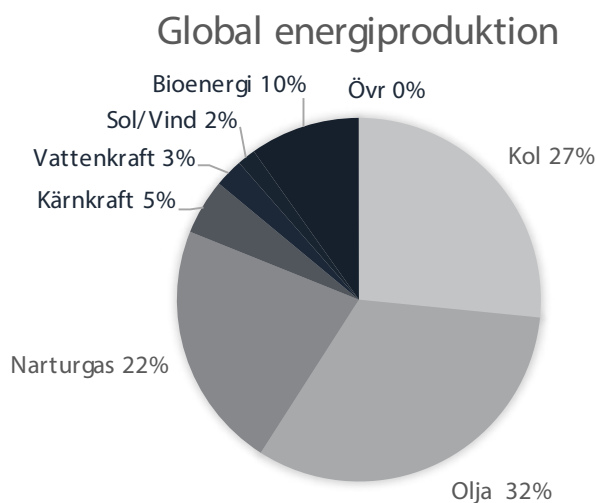
Anläggningen i Köping syftar till tester och utbildning

Global energiproduktion

Fossila bränslen dominerar stort

Kol, olja och naturgas står för 80 procent av den globala energiproduktionen. De fossila bränslena används till uppvärmning, elförsörjning, fordonstransporter och sjöflotta. Utsläpp av koldioxid från fossil förbränning har en känd negativ påverkan på miljö och klimat. Kärnkraft, vattenkraft, solkraft och vindkraft står tillsammans för 10 procent av världens energiproduktion. De resterande 10 procenten av världens energiproduktion kommer från bioenergi.

Alltjämt dominerar kol, olja och naturgas



Källa: IEA, data 2016

Bioenergi störst i förnybar energi

Bioenergi är i dag den största förnybara energikällan, med stor potential att öka ytterligare. Användningen av bioenergi behöver öka för att ersätta fossila bränslen, samtidigt som bioenergi behöver användas mer effektivt. Sverige har kommit längre än många andra länder under de senaste decennierna. Här utgör bioenergi idag ungefär en tredjedel av den totala energianvändning.

Sverige i framkant inom bioenergi

Bioenergi används för småskalig värmeproduktion, produktion av fjärrvärme samt el i kraftvärmeanläggningar, storskalig värmeproduktion för fjärrvärme och för industrins processbehov. Biobränslen används också, och kommer att användas mer, för drivmedelsproduktion. I Sverige utvinns bioenergi främst ur restprodukter ifrån skogsindustrier, skogs- och jordbruk. Ekonomiskt sett har dessa restprodukter ett mindre värde jämfört med produktionen av sågat trä, papper och livsmedel.

Enligt en rapport från IEA kommer bioenergi att vara det snabbast växande förnybara energislaget mellan 2018 och 2023. Totalt förväntas förnybar energi stå för 40 procent av tillväxten i världens energikonsumtion under perioden. Enligt IEA-företrädare har modern bioenergi en gigantisk potential och kommer att fortsätta att växa snabbare än sol, vind och vatten tillsammans.

Bioenergi förväntas växa snabbast av alla energislag de kommande fem åren

Målsättningar inom förnybar energi

Energiomställning pågår

Energifrågan är en nyckel i klimatfrågan då åtminstone två tredjedelar av de globala växthusgasutsläppen är energirelaterade. Omställning av energisektorn mot renare energikällor, som förnybar energi, är nödvändig, och pågår också, för att målet om att hejda den globala uppvärmningen ska nås (IEA, 2016).

2/3 av växthusgaserna är energirelaterade

Politiska mål för användningen av förnybar energi

På det globala planet sker samarbeten för att hejda jordens temperaturökning inom ramen för FN:s klimatkonvention. I december 2015 enades världens länder inom klimatförhandlingarna om ett nytt klimatavtal - Parisavtalet - som trädde i kraft i november 2016. Det nya avtalet innebär att den globala temperaturökningen ska hållas långt under de 2 grader, som tidigare var målet, och att världens länder ska arbeta mot att den ska begränsas till 1,5 grader. En ökad användning av förnybar energi är en av vägarna mot detta mål.

Parisavtalet från 2016 stipulerar under 2 graders uppvärmning

Inom EU manifesteras målsättningen att öka andelen förnybar energi i energisystemet genom de s.k. 20-20-20 målen, som innebär att anslutna länder inom EU till 2020 ska: minska utsläppen av växthusgaser med 20 procent jämfört med 1990; förbättra energieffektiviteten med 20 procent; öka andelen förnyelsebar energi till 20 procent, och öka andelen biobränslen i transportsektorn till 10 procent.

20-20-20 målen

Under 2014 enades EU-ländernas ledare om mer ambitiösa mål för att ytterligare öka användningen av förnyelsebara energikällor och minska koldioxidutsläppen fram till 2030. Målen är:

- 40 procent lägre växthusgasutsläpp än 1990
- 27 procent förnybar energi
- 27 procent bättre energieffektivitet

Den svenska klimat- och energipolitiken bygger på besluten inom EU, men har ännu mer långtgående mål. Bland annat genom mål om ännu större minskning av växthusgaser och en större andel förnybar energi.

Styrmedel – skatter, stöd och regelverk

Miljö- och energipolitik, svensk såväl som internationell, går ofta hand i hand med många av de regler och stöd som rör energi. Både energi- och miljöpolitiken siktar i dagsläget mot en minskad total energianvändning. Man vill också att fossil energi ska ersättas av förnyelsebar sådan, som bioenergi och vindkraft.

För att styra utvecklingen i önskad riktning används så kallade styrmedel. Styrmedel kan vara antingen ekonomiska (till exempel stöd, skatter och avgifter) eller juridiska (lagar och regler). Dessutom används information och samhällsplanering för att påverka utvecklingen. Här verkar utvecklingen gå i riktningen att beskattning sker av fossila bränslen och att det finns ett motstånd mot att ge stöd för bioenergi/förnybar energi. Säkert behövs också regleringar för att till exempel skövling av skog inte ska ske eller att produktionen inte är långsiktigt hållbar.

Skatt på fossila bränslen kan komma att höjas mer för att styra mot förnybart

Bioenergin är mångfacetterad

Från ax till limpa

Det finns ett stort antal olika bioråvaror, från skogs-, jord- och vattenbruk till avfallshantering. Det finns ett otal olika sätt att förädla råvarorna till biobränslen; flisning, malning, pelletering, brikettering, fermentering, förgasning, pyrolys, pressning, förestring, hydrering och raffinering. Biobränslena kan vara fasta, flytande eller gasformiga. De kan ha olika energivärde, olika fukthalt, askhalt och andra varierande egenskaper. Biobränslen omvandlas till nyttig energi genom förbränning ämnad för elproduktion, värmeproduktion, kylning, värme till industriella processer och motordrift. Slut användning kan ske i alla delar av samhället, så som i hushåll, bostäder och service samt inom jordbruk, industri och transportsektorn.

Otaliga råvaror, processer och användningsområden

Exempel på bioenergi

- Skogsflis som används i fjärrvärmeverk
- Bark och spån som används för torkning av virke på sågverk
- Svartlut som förbränns i en panna på ett massabruk för att "koka veden" och göra pappersmassa
- Träpellets som används för uppvärmning
- Etanol och biodiesel till bilar, från åkergrödor eller skogsråvara
- Bioolja som ersätter eldningsolja eller gasol i pannor och brännare
- Biobränslen som producerar el i kraftverk eller kraftvärmeverk
- Bioflygbränsle som används för flygplan. Biodiesel som används för traktorer, tåg och fartyg
- Biogas producerad av gödsel eller matavfall och som används för att göra el eller driva bilar och bussar
- Halm som eldas i en halmpanna för uppvärmning
- Rivningsvirke och annat returträ från återvinningsanläggningar som kan användas som bränsle
- Torv som sameldas med flis i ett värmeverk för högre verkningsgrad och renare förbränning
- Hushållssopor av biologiskt ursprung, som papper, textilier och bioplast, vilka kan eldas för att ge el och värme

Cortus Energy - Kunder och användning

Olika typer av kunder

Cortus Energy marknadsför WoodRoll till process- och kraftverksindustrin samt transportsektorn. I många fall kan bolaget hävda att WoodRoll erbjuder ett konkurrenskraftigt alternativ i fråga om effektivitet, ekonomi och miljö.

Processindustrin

Processindustrin ställer stora krav på tillgänglighet då många industrier opererar dygnet runt. Detta faktum har länge stängt ute bioenergi som ett alternativ till fossila bränslen. Då WoodRoll producerar en helt ren högoktanig syngas kan den ersätta fossila bränslen i krävande industriella processer med höga temperaturer. Cortus Energy kan därför erbjuda sin teknik till pappers-, massa- och stålindustrin samt inom petrokemisk industri.

Krav på tillgänglighet har stängt ute traditionell bioenergi

Kraftverksindustrin

Eftersom flertalet förnybara energislag, som vind och sol, är väderberoende är de inte optimala för att hålla ett elnät stabilt. WoodRoll kan däremot, i vissa applikationer, vara ett bra alternativ för förnybar elproduktion. Genom att köra en gasmotor på syngas som ett kombiverk, både el och värme, kan en hög verkningsgrad uppnås. Dessutom förväntas bränsleceller så småningom slå igenom för lokal och regional elproduktion. Där skulle den vätgasrika (60 procent) WoodRoll syngasen kunna uppnå en mycket hög verkningsgrad.

WoodRoll syngas kan användas i ett gasmotor kombikraftverk

Transportsektorn

Transportsektorn har länge varit en tung användare av fossila bränslen. Den flexibla syngasen kan användas för framställning av flera olika bränslen för transport, både i flytande och i gas form. Syngasens höga renhet och höga vätgas-innehåll gör den ideal för att omvandlas till förnybar gas (SNG eller biogas), biodiesel, etanol och andra flytande bränslen. Bränslecellsbilar (Fuel cell electrical vehicles, FCEV) kan börja växa fram som en konkurrent till elbilen då det eliminerar problemet med kort räckvidd och långa laddtider. Bränslecellsbilar säljs idag i USA och Japan där Europa väntas följa efter. Cortus Energys syngas kan kostnadseffektivt användas för produktion av vätgas. Flygbränsle är ett annat användningsområde där Cortus Energy idag har diskussioner med partners för kommersiella anläggningar.

Syngas ger vätgas som kan användas till bränsleceller för bilar

Kunder runt hela jordklotet

Det finns en stor nyfikenhet på Cortus Energys WoodRoll-teknik. Bolaget har flera projekt som har kommit relativt långt i processen. Bland de viktigaste länderna kan nämnas Frankrike, Tyskland, USA, Japan, Sverige och Finland. Närmst till hands ligger Frankrike och Tyskland med varsin anläggning om 6 MW. De flesta av dessa anläggningar kommer sannolikt att säljas som nyckelfärdiga och ha en kapacitet om 6 MW. Det är rimligt att tro att några nya länder tillkommer efter det att de första anläggningarna har beställts. Ytterligare volymefterfrågan ser vi komma från dessa ursprungliga marknader. I t.ex. Sverige kan det bli tal om ytterligare fyra till sex stycken projekt de närmaste åren.

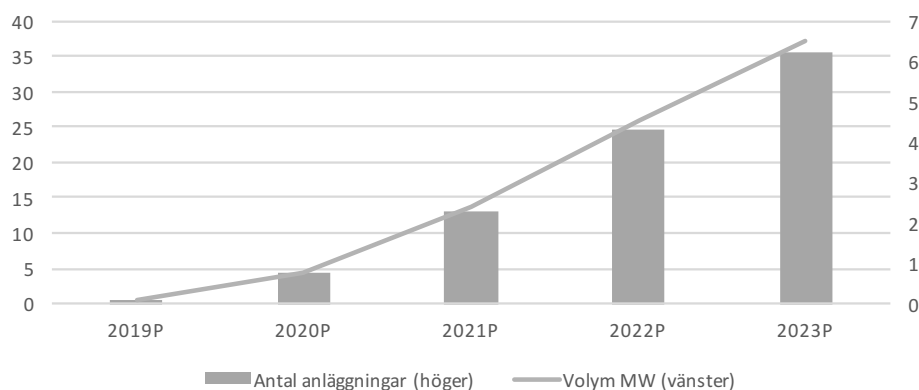
Norden, Europa, USA och Japan är fokus för Cortus Energy

Cortus Energy - Prognoser

Leveranser av anläggningar

Mangold har antagit att Cortus Energy inom fem år kommer att kunna fakturera drygt sex stycken anläggningar eller en total fakturering om 930 miljoner kronor. Antalet är beräknat som andelen färdigställda av alla beställda anläggningar (percentage of completion).

Cortus Energy - Färdigställda anläggningar

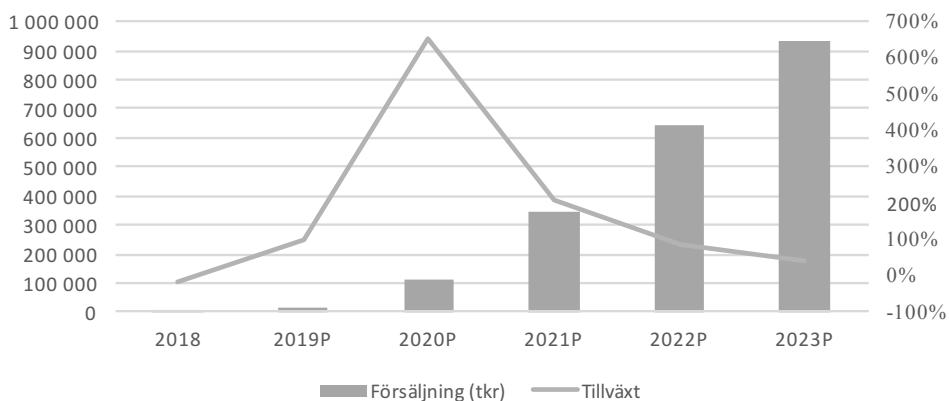


Källa: Mangold Insight

Detta antagande förutsätter att milstolparna för anläggningen i Höganäs är passerade vid ingången av 2020 och att bolaget därefter erhåller sina två första beställningar från Frankrike och Tyskland. Även om Cortus Energy för närvarande bara säljer en 6 MW-anläggning har man också planer på att via sitt modulsystem ta fram en 20 MW-anläggning. I våra prognoser har vi antagit att alla anläggningar är om 6 MW med en prislapp om 150 miljoner kronor.

I vårt bas-scenario räknar vi med sex anläggningar 2023

Cortus Energy - Försäljningstillväxt



Källa: Mangold Insight

Cortus Energy - Prognoser forts.

I vår prognos har vi för enkelhetens och åskådlighetens skull antagit att samtliga anläggningar säljs nyckelfärdiga och att inga anläggningar säljs på licens. Skillanden i verklig intjäning är obetydlig, men försäljning och marginal skönmålas i licensaffärer. Cortus Energys målsättning är att sälja huvudsakligen nyckelfärdiga anläggningar och endast på licens på marknader med högre risk och i utvecklingsländer. Att sälja anläggningar som bolaget både äger och driver är inte fördelaktigt då det kräver alltför stor finansiering från Cortus Energy sida samt det faktum att kassaflöden och lönsamhet ligger längre bort.

Prognosen bygger för enkelhetens skull på enbart nyckelfärdiga anläggningar

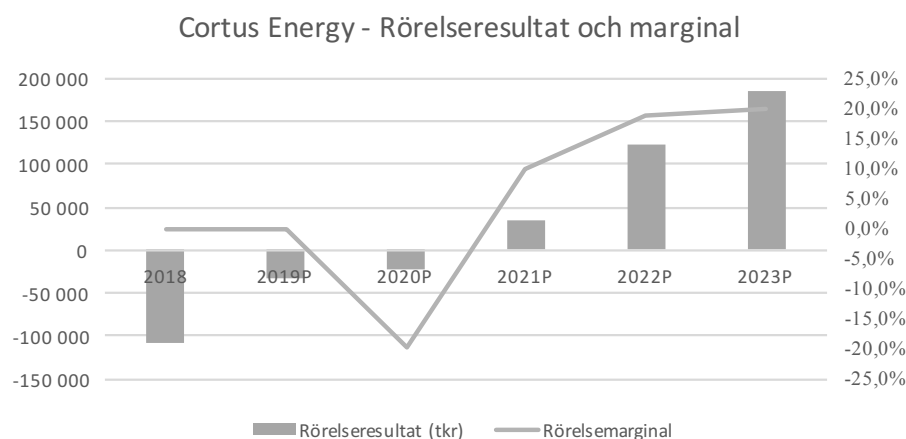
För en försäljning av en nyckelfärdig anläggning med ett försäljningsvärde om 150 miljoner kronor har vi kalkylerat med att kunden betalar enligt följande: År 1 och vid beställning, en upfront-betalning om 10 procent eller 15 miljoner kronor. År 2, halvvägs in i byggnationen, en betalning om 45 procent eller 70 miljoner kronor och slutligen år 3, vid färdigställandet, resterande 45 procent eller 70 miljoner kronor. Detta innebär, rent prognosmässigt och av försiktighetsskäl, att vi räknar med en tid för färdigställande om minst 24 månader.

Delbetalningar efter grad av färdigställande

Lönsamheten stiger på skalfördelar

Vi har antagit att bruttomarginalen stiger med volym och projekterfarenhet till en nivå om 30-35 procent. Det innebär att rörelsemarginalen kan uppgå till knappt 20 procent när bolaget har uppnått vissa stordriftsfördelar. Cortus Energy kommer att behöva öka personalstyrkan under de kommande åren till en bedömd nivå om 60-70 personer i slutet av prognosperioden.

Cortus Energy förväntas uppnå skalfördelar med ökad volym



Källa: Mangold Insight

På grund av att de flesta anläggningarna finansieras genom kundens periodvisa betalningar, baserade på färdigställandet, bedömer vi att det kommer att uppstå en bra matchning mellan kunders betalningar och Cortus Energy kostnader för upphandlingar av byggprojekt. Konsekvensen av detta är att behovet av rörelsekapital kan hållas lågt.

Cortus Energy - Värdering

Fundamentalt lågt värderad

I Mangolds bas-scenario för Cortus Energy uppnår bolaget inom en femårsperiod en försäljning om 930 miljoner kronor, och producerar en marginal om cirka 20 procent. Vi har satt avkastningskravet till 13 procent och kommer därmed fram till ett motiverat värde om 1,00 krona per aktie.

CORTUS ENERGY - DCF

(tusen kronor)	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EBIT	-33 244	-22 262	34 190	122 180	184 877
Skatt	0	0	-7 155	-26 073	-39 778
Avskrivningar	-9 499	-9 574	-10 388	-11 530	-12 800
Investeringar	-10 000	-15 000	-18 000	-20 000	-20 000
Rörelsekapital	19 996	-15 668	-462	-8 774	3 925
Fritt kassaflöde	-13 749	-43 356	18 960	78 863	141 824
Terminalvärde					1 750 913

Antaganden	Diskränta	Tillväxt	Skatt
	13%	4%	22%

Riktkurs

Enterprise value 1 206 190

Equity value 1 250 933

Riktkurs per aktie 1,00

Källa: Mangold Insight

Cortus Energy förväntas generera en mindre vinst först 2021, varför en värdering på multiplar egentligen bara blir relevant vad avser försäljningen. Den tillväxt som påbörjas under 2020 och 2021 värderas i dagsläget till blygsamma EV/försäljning om 4,7x respektive 1,5x. Även dubbelt så höga multiplar, det vill säga i nivå med vår DCF-värdering, är inte särskilt avskräckande. Mangolds uppfattning är således att Cortus Energy-aktien kan komma att värderas högre via multipelvärdning jämfört med en kassaflödesbaserad värdering.

Investerare bör dock inför ett investeringsbeslut beakta känsligheten i avkastningskrav, tillväxt och lönsamhet. I det följande avsnittet presenterar vi våra viktigaste slutsatser från denna analys.

Multipelvärdning kan driva upp värderingen på Cortus Energy-aktien

Cortus Energy -Värdering forts.

Värderingens känslighet för avkastningskrav

Med tanke på att bolaget står inför en större uppskalning av verksamheten med flera förväntade projekt att leverera under 2020-21 kan det vara intressant att se vad känsligheten är för lägre och högre riskpremie samt avkastningskrav.

När avkastningskravet höjs till 15 respektive 17 procent faller vårt DCF-värde till 0,80 respektive 0,60 kronor per aktie. Om vi istället sänker avkastningskravet till 11 respektive 9 procent stiger DCF-värdet till 1,40 respektive 2,30 kronor per aktie.

DCF - Avkastningskrav

Avkastningskrav	9%	11%	13%	15%	17%
DCF-värde per aktie	2,30	1,40	1,00	0,80	0,60

Källa: Mangold Insight

Ett högre avkastningskrav skall spegla en större osäkerhet och en högre volatilitet. Svårigheten med alla bolag som ännu inte har påbörjat sin tillväxtresa är att avkastningskravet per definition är högre innan resan påbörjats och att det är naturligt att det sjunker under resans gång.

Avkastningskravet sjunker under resans gång

Vi kan konstatera att Cortus Energy-aktien, med rådande börskurs och våra prognoser, värderas med ett avkastningskrav som är högre än 17 procent. Vi tycker att detta är för högt med tanke på vad vi bedömer kommer att hända under de närmste åren.

Värderingens känslighet för tillväxt i försäljning

Vi har ett bas-scenario med en successiv leverans av sex anläggningar 2023 till en försäljning om 930 miljoner kronor. Om vi halverar respektive dubblar denna tillväxt så får vi ett DCF-värde om 0,30 respektive 2,50 per aktie.

DCF - Försäljning

1/2 Bas	Bas-scenario (930 Mkr)	2 ggr Bas
3 anläggningar 2023	6 anläggningar 2023	12 anläggningar 2023
0,30 kr/aktie	1,00 kr/aktie	2,50 kr/aktie

Källa: Mangold Insight

Antalet sålda anläggningar är högst centralt

Det är helt uppenbart att bolagets tillväxttakt är den enskilt viktigaste parametern de kommande ett till två åren. Kan Cortus Energy komma igång på ett bra sätt under 2020 finns det enligt vårt sätt att se en betydande värderingsuppsida.

Cortus Energy -Värdering forts.

Värderingens känslighet för lönsamhet

Aktien bli mer svårvärderad när bolaget kommit så långt att vinsterna också kommer att börja spela in. Här blir det avgörande att Cortus Energy kan hålla kostnader i projektarbetet låga vad avser anläggningsleveranser.

Projektkostnader i fokus

Nedanstående tabell visar vad känsligheten i DCF-värdering är för olika nivåer på uppnådd rörelsemarginal mot slutet av prognosperioden.

DCF - Lönsamhet

Rörelsemarginal	10%	15%	20%	25%	30%
DCF-värde per aktie	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50

Källa: Mangold Insight

I vårt bas-scenario har vi räknat med att lönsamheten vänder från ett större negativt resultat under 2020 till en rörelsemarginal om knappa 10 procent under 2021. Under de därefter följande åren har vi räknat med att marginalen stiger upp emot 20 procent.

Faktorer som spelar in här är bland annat marknadens totala efterfrågan på biobränsleanläggningar och därmed prisbilden, bolagets val av avtal, typ av kund samt bolagets förmåga att driva anläggningsprojekt effektivt.

Många faktorer påverkar lönsamheten för Cortus Energys verksamhet

Det är först på sikt som lönsamhet kommer att spela en avgörande roll för Cortus Energy-aktiens värdering.

Cortus Energy - SWOT analys

Styrkor

- Bolaget sitter på en unik teknik för förbränning av biomassa till Bio-SNG
- Nuvarande trender vad gäller miljökrav ligger helt i linje med bolagets strategi
- Politiska beslut drivet av miljökrav kan gynna bolagets affärer

Svagheter

- Cortus Energy är en liten spelare med en ny teknik i en stor global bransch
- Bolaget har ett starkt beroende av att anläggningen i Höganäs levererar enligt plan

Möjligheter

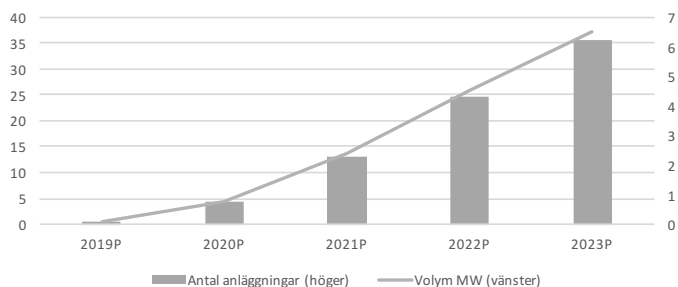
- Att vinna marknad hos större kunder för att få ett "first mover advantage"
- Att snabbt bygga upp ett antal "första" anläggningar i olika länder helt finansierat med kundmedel och miljöbidrag

Hot

- Att större industrikoncerner vill utveckla konkurrerande teknik in-house
- Att Cortus Energy av kunder tvingas till kostsamt ägande och finansiering
- Politiskt oförmåga att genomföra beslut om uppställda miljömål

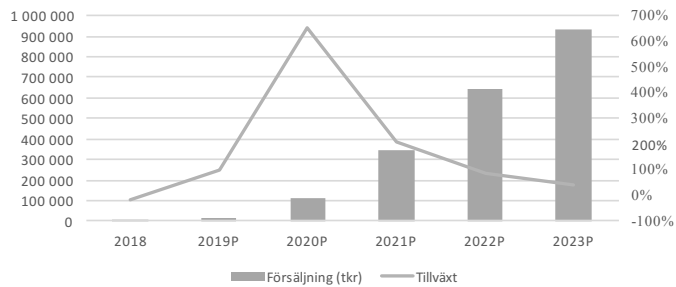
Cortus Energy - Appendix

Cortus Energy - Färdigställda anläggningar



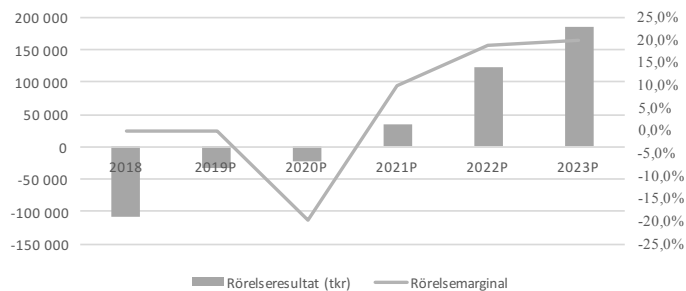
Källa: Mangold Insight

Cortus Energy - Försäljningstillväxt



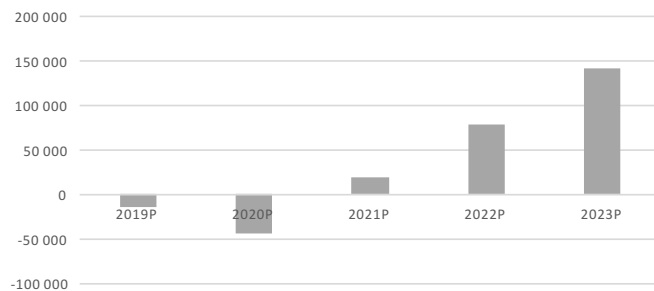
Källa: Mangold Insight

Cortus Energy - Rörelseresultat och marginal



Källa: Mangold Insight

Cortus Energy - Fritt kassaflöde (tkr)



Källa: Mangold Insight

Result- och balansräkning

Resultaträkning (MLN KR)	2 017	2 018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Försäljning	9 089	7 540	15 000	112 500	345 000	645 000	930 000
Kostnad sålda varor	-5 618	-5 954	-11 250	-84 375	-241 500	-419 250	-604 500
Bruttovinst	3 472	1 587	3 750	28 125	103 500	225 750	325 500
Bruttomarginal	38,2%	21,0%	25,0%	25,0%	30,0%	35,0%	35,0%
Personalkostnader	-11 724	-18 090	-19 500	-25 350	-31 850	-38 350	-44 850
Övriga rörelsekostnader	-5 618	-5 954	-7 995	-15 464	-27 073	-53 690	-82 973
Avskrivningar	-7 781	-86 343	-9 499	-9 574	-10 388	-11 530	-12 800
Rörelseresultat	-21 651	-108 800	-33 244	-22 262	34 190	122 180	184 877
Rörelsemarginal	-238%	-1443%	-222%	-19,8%	9,9%	18,9%	19,9%
Räntenetto	-267	-2 153	-1 668	-868	-1 668	-3 668	-4 068
Vinst efter finansnetto	-21 918	-110 953	-34 912	-23 130	32 522	118 512	180 809
Skatter	0	0	0	0	-7 155	-26 073	-39 778
Nettovinst	-21 918	-110 953	-34 912	-23 130	25 367	92 440	141 031
Balansräkning	2 017	2 018	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Tillgångar							
Kassa o bank	26 908	36 857	66 440	42 216	109 508	194 704	282 460
Kundfordringar	9 381	6 275	14 384	23 116	37 808	53 014	50 959
Lager	27 676	49 120	6 164	11 558	19 849	34 459	49 685
Anläggningstillgångar	21 929	41 879	63 826	69 252	76 864	85 335	92 535
Totalt tillgångar	85 894	134 131	150 814	146 143	244 030	367 511	475 638
Skulder							
Leverantörsskulder	17 848	30 262	15 411	13 870	36 390	57 432	74 527
Skulder	23 697	31 919	21 697	41 697	91 697	101 697	51 697
Totala skulder	41 545	62 181	37 108	55 567	128 087	159 129	126 224
Eget kapital							
Bunder eget kapital	45 353	120 424	185 424	185 424	185 424	185 424	185 424
Fritt eget kapital	-1 004	-48 474	-71 718	-94 848	-69 481	22 959	163 990
Totalt eget kapital	44 349	71 950	113 706	90 576	115 943	208 383	349 414
Totalt skulder o eget kapital	85 894	134 131	150 814	146 143	244 030	367 511	475 638

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. De lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation 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. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangolds analytiker äger inte aktier i Cortus Energy.

Mangold äger inte aktier i Cortus Energy.

Mangold utför/har utfört tjänster för Bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på 12 månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien om minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien om 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien om 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien om 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien om minst 20 procent