



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 22 October 2020

Insplorion

Många vägar framåt

Uppmärksamhet för vätgassensorn i ytterligare ett kvartal präglat av nedstängningar

Som ett av fem bolag valdes Insplorion, med sin vätgassensor, ut bland 160 internationella företag att vidareutveckla projektet inom tävlingen "New Energy Challenge 2020", arrangerat av Shell. Syftet är att hitta lösningar som kan påskynda övergången från fossil till förnybar energi. Under senare delen av kvartalet har även fysiska kundmöten kunnat genomföras.

Ny styrelseordförande med fokus på kommersialisering

Den 30 september valdes Johan Ehinger in i styrelsen som ordförande. Ehinger har lång erfarenhet från kommersialisering i tekniktunga företag och är sedan 2010 VD i Osstell AB, ett globalt företag inom området diagnostikprodukter för den dentala implantatmarknaden.

Finansierade för ett år där mycket kan hända

Vi bedömer att Insplorion har kapital för det närmaste året, vilket kan förlängas ytterligare om instrumentförsäljningen accelererar. Värderingsmässigt är potentialen tydligast för batterisensorn. Vår riktkurs på 50 kr per aktie prisar in att Insplorion når 1% av världsmarknaden för batterier år 2027, med en royaltynivå om 1%, vilket mycket väl kan visa sig vara väl konservativt.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	50.00 - 55.00	
EPS, just 20e	-1.02	-0.81	-26.2%	Sales,m	2	2	5	9	Current price	24.40
EPS, just 21e	-0.57	-0.56	-2.6%	Sales Growth	(1.5)%	(21.7)%	174.3%	61.8%	Riskenivå	High
EPS, just 22e	-0.14	-0.11	-26.2%	EBITDA, m	(8.0)	(9.9)	(5.3)	(0.7)		
				EBIT, m	(8.3)	(10.2)	(5.6)	(1.1)		
				EPS, adj	(0.88)	(1.02)	(0.57)	(0.14)		
				EPS Growth	NM%	NM%	NM%	NM%		
				Equity/Share	2.7	1.8	1.2	1.0		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(335.1)%	(530.5)%	(106.5)%	(13.0)%		
				ROE (%)	(31.0)%	(58.1)%	(48.9)%	(13.0)%		
				ROCE	(25.7)%	(45.7)%	(21.3)%	(3.2)%		
				EV/Sales	97.57x	124.62x	45.43x	28.07x		
				EV/EBITDA	(30.1)x	(24.4)x	(45.7)x	(323.9)x		
				EV/EBIT	(29.1)x	(23.5)x	(42.7)x	(215.8)x		
				P/E, adj	(27.8)x	(24.0)x	(42.5)x	(180.1)x		
				P/Equity	9.1x	13.9x	20.8x	23.5x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(6.3)%	(4.7)%	(6.7)%	(4.0)%		
				Net Debt/EBITDA	2.2g	0.7g	(2.0)g	(27.6)g		

Kommande händelser	
Q4 2020	23 februari, 2021
-	-
-	-

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	10.3m
Market cap	251
Nettoskuld	(11)
EV	240
Free Float	81.58%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	29.5(k)
Reuters/Bloomberg	INSP.ST/INSP SS

Kursutveckling 12 mån	
INSP	OMX

Analytiker	
alexander.vilval@penser.se	
Analysavdelningen	



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 22 October 2020

Sammanfattning

Många vägar framåt

Investment Case

2020 har präglats av nedstängningar i den akademiska världen, vilket försvårat möjligheterna att komma till avslut med instrumentförsäljning. Samtidigt får Insplorions teknologi alltmer uppmärksamhet vad gäller såväl vätgas- luftkvalitet- och batterisensorerna. Teknologin har sannolikt många möjliga applikationsområden som går att kommersialisera. Tydligast potential värde ser vi i batterisensorn. Insplorion har finansiering för ca ett år framöver, under vilket det sannolikt kan hända mycket. Vi ser en hög risk i aktien, men också en hög potential.

Bolags profil

Insplorion har utvecklat och patenterat en sensorplattform, NanoPlasmonic Sensing (NPS). En teknik som bygger på små sensorer som mäter förändring i material på molekylär nivå. Sensorerna är idag förbrukningschip i mätinstrument som säljs till specialiserade forskare världen över som efterfrågar dess sofistikerade mätgenskaper. De har dock även visat sig vara mycket nyttiga inom två vidare applikationer; i) som en länk mellan battericeller och batteriets styrsystem för optimerat batteriutnyttjande. samt ii) gassensorer, inklusive miniaturisering av dessa, applicerbart inom bland annat övervakning i städer av t.ex. kvävedioxidhalter.

Värdering

Givet de stora kostnadsbesparingar som Insplorions NPS-teknik kan leverera, bedömer vi att den implicita sannolikheten för framgång i värderingen är för låg. Risker innefattar att det kan ta lång tid att komma till marknad, med fortsatta kapitalbehov som följd, men samtidigt kan det också gå fort givet de många samarbeten och utvecklingsprojekt Insplorion är inblandade i. Sammantaget bedömer vi att aktien har en hög potential till en hög risk.

Motiverat värde

Motiverat värde idag uppgår till 50 kr per aktie. Detta baseras på ett scenario där Insplorions batterisensor når 1% av världsmarknaden 2027, med en royaltynivå om 1%. Gynnsam risk/reward, och uppsidan kan visa sig vara betydligt större.

Instrument är grunden och validerar teknologin

26 instrument från Insplorion finns installerade idag. Att välnummerade universitet och forskningsinstitut världen över har införskaffat instrument från Insplorion är ett viktigt kvitto på grundteknologins validitet i vår mening. Insplorion uppger även att över 100 vetenskapliga artiklar publicerats där tekniken används, vilket ger ytterligare stöd till detta. Instrumentförsäljningen i sig bidrar även med kassaflöden till bolaget.

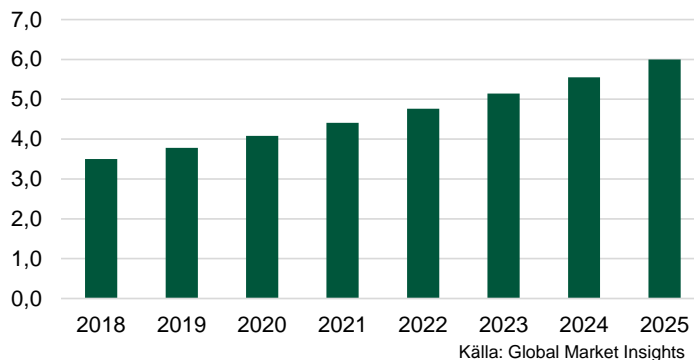
Installerade instrument hos kunder



Luftkvalitetsövervakning

Att på ett effektivt sätt mäta luftföroreningar ökar i betydelse. Marknaden kan t ex bestå i att dels mäta och styra utsläpp nära stora städer, och med det som stöd t ex styra trafikflöden. Även marknaden för övervakning av luftkvalitet inomhus väntas växa stadigt och uppgå till 6 mdr USD 2025. Utmaningen ligger i att visa på det värde som luftkvalitetssensorn bidrar med och kommersialisera i stor skala.

Marknad för övervakning av luftkvalitet inomhus - mdr USD

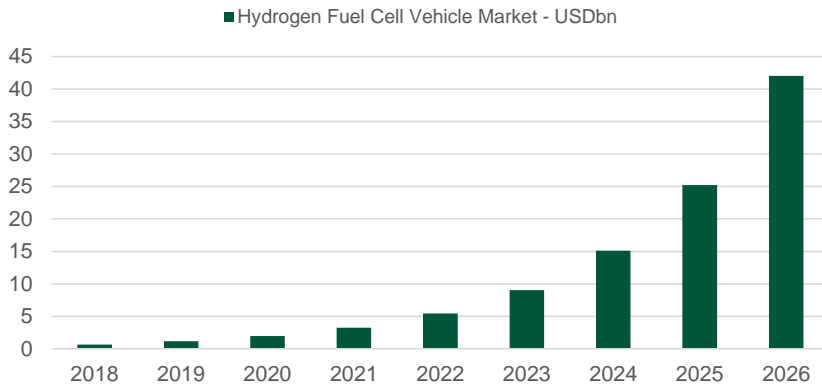


Även vätgas allt mer i fokus på flera fronter

Insplorions vätgassensor kan sannolikt få ökad uppmärksamhet framöver, och genom det på sikt kan det utkristalliseras konkreta möjligheter till kommersialisering. Fordon är en uppenbar slutmarknad, som även bedöms växa kraftigt framöver. En annan, som är i särskilt stort fokus i Sverige, är stålindustrin. HYBRIT-initiativet, som är ett samarbete mellan SSAB, LKAB och Vattenfall, syftar till att utreda möjligheterna att göra stålindustrin fossilfri. Tanken är att kunna demonstrera en fullskalig produktion i drift 2025. Principen går ut på att byta ut kol och koks i en masugn mot en direkt reduktionsprocess baserad på vätgas, i sin tur producerad med grön energi. Malmbaserad stålproduktion står för ca 70% av världsproduktionen totalt sett. Stålindustrin globalt omsätter ca 2,500 mdr USD per år, så enorma värden och potentiella konkurrensfördelar står på spel när industrin ska hitta effektiva lösningar. När det gäller att uppnå mer stabil energiförsörjning från förnybar energi, är även vätgas i fokus. T ex har Japan

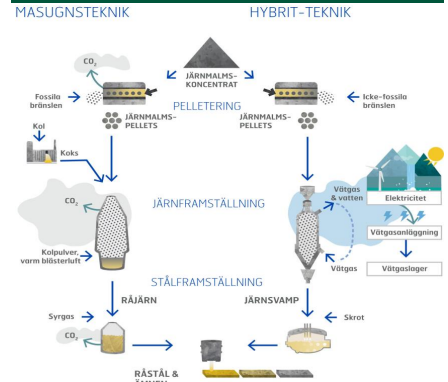
för att stabilisera den väldigt fluktuerande energiförsörjningen från förnybara källor i Fukushima byggt den största produktionsanläggningen för grön vätgas i världen.

Fordonsmarknad - Bränsleceller/vätgas - mdr USD



Källa: Allied Market Research, Erik Penser Bank

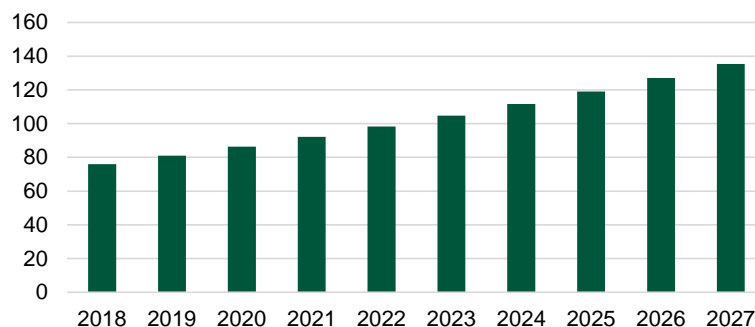
Hybrit



Batterisensorn ger stor potential till mer energi och lägre kostnader

Insplorens batterisensor är den applikation av deras teknologi som vi sannolikt ser störst uppsida i på sikt, rent kommersiellt. Genom att öka noggrannheten i mätningen av hur pass laddat ett batteri faktiskt är så kan det också laddas närmare maxgränsen, men även användas, med tillförlitlighet, närmare urladdat läge, och på så sätt få ut mer ur ett givet batteri. Det innebär även längre livslängd för batteriet. Enligt en studie så kan energitillgängligheten i ett litium-jonbatteri öka med 50 %, medan den möjliga laddningsgraden ökar med 23 %, med resultat som att kostnaden för ett batteripack kan minska med 38 %. Ligger de kommersialiserbara värdena i närheten av dessa nivåer så har Insploren sannolikt mycket goda chanser att sälja produkten/teknologin, rimligtvis vad gäller t ex bilbatterier i form av att licensiera ut teknologin till biltillverkare. Den globala marknaden för batterier uppgår i dagsläget till ca 80 mdr USD och väntas växa med ca 6 – 7 % framöver enligt olika branschbedömare. Till stor del drivs detta av bilbranschen, där dagens ca 5 miljoner elbilar bedöms växa till kring 100 miljoner vid slutet av innevarande decennium. Den globala marknaden väntas uppgå till USD 135 mdr år 2027, vilket illustrerar en enorm potential för en teknologi som kan ta en, om än liten, del av kakan.

Global batterimarknad - mdr USD



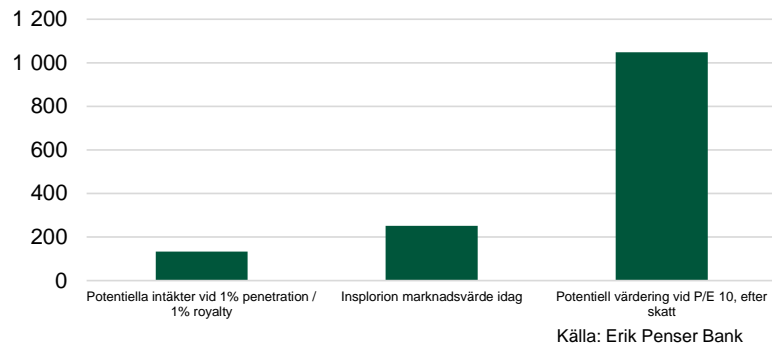
Källa: Inkwood Research, Erik Penser Bank

1 % av 1 %; ett räkneexempel som visar på potentialen

Insplorens batterisensor kan, i ett räkneexempel där de genom en licensiering av teknologin till t ex bil- eller batteritillverkare, visa på stor uppsida relativt dagens värdering av bolaget. Ett scenario där de når en penetration av 1 % av världsmarknaden 2027, och i sin tur når en royaltynivå motsvarande 1 % av intäkterna, skulle ge royalties

på ca 130 mkr per år. Värderas denna intäkt till P/E 10x efter skatt, som då den är i form av en royalty heller inte ger upphov till andra direkta kostnader, innebär detta ca 1 mdr kr.

Batterisensor - potential

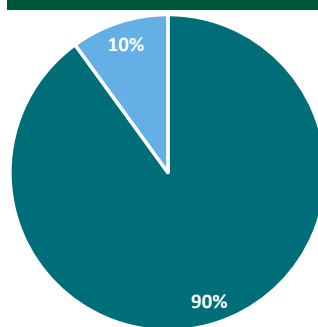


Bolagsfakta

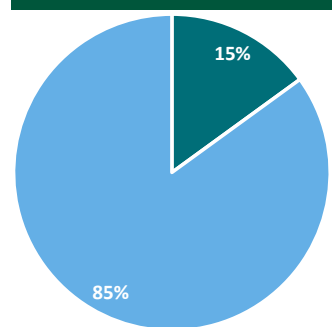
Största aktieägare	Röster	Aktier
Avanza Pension	8,80%	8,80%
Mikael Hägg	4,38%	4,38%
Chalmers Tekniska Högskola	3,90%	3,90%
Hawoc Investment AB	3,61%	3,61%
Övriga	79,31%	79,31%

Ordförande	Johan Ehinger
Verkställande direktör	Patrik Dahlqvist
CTO	Elin Larsson Langhammer
Investerarkontakt	Patrik Dahlqvist
Hemsida	www.insplorion.com

Försäljning/segment



Försäljning/geografi



■ Produkter ■ Tjänster ■ Sverige ■ Övriga världen

Resultaträkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	2,5	2,5	1,9	5,3	8,6
Övriga rörelseintäkter	0,4	2,0	2,3	3,5	2,4
Aktiverat arbete för egen räkning	2,1	4,1	4,2	5,6	9,0
Material och köpta tjänster	-0,4	-0,7	-0,6	-0,8	-1,3
Övriga externa kostnader	-6,3	-8,2	-9,4	-10,0	-10,0
Personalkostnader	-5,4	-7,7	-8,3	-8,8	-9,4
Avskrivningar	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4
Övriga rörelsekostnader					
Rörelseresultat före av/nedskrivningar (EBITDA)	-7,1	-8,0	-9,9	-5,3	-0,7
Rörelseresultat (EBIT)	-7,3	-8,3	-10,2	-5,6	-1,1
Finansnetto	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3
Resultat före skatt	-7,6	-8,6	-10,5	-5,9	-1,4
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens resultat	-7,6	-8,6	-10,5	-5,9	-1,4

Balansräkning

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Tillgångar					
Immateriella tillgångar	8,2	12,2	16,4	21,9	30,9
Materiella tillgångar	0,3	0,7	1,3	1,9	2,6
Summa anläggningstillgångar	8,5	12,8	17,7	23,8	33,5
Varulager	0,4	0,6	0,9	2,4	3,9
Kundfordringar	1,2	0,8	0,6	1,7	2,7
Övriga fordringar	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	0,4	0,6	0,4	1,2	2,0
Likvida medel	6,9	22,3	11,0	4,1	4,1
Summa omsättningstillgångar	9,4	24,7	13,4	9,9	13,1
Summa tillgångar	17,9	37,5	31,0	33,7	46,6
Eget kapital och skulder					
Eget kapital	8,6	27,7	18,0	12,1	10,7
Summa eget kapital	8,6	27,7	18,0	12,1	10,7
Skulder till kreditinstitut	6,4	4,4	4,4	14,4	24,4
Övriga skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa långfristiga skulder	6,4	4,4	4,4	14,4	24,4
Skulder till kreditinstitut	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Leverantörsskulder	0,7	2,1	0,6	1,6	2,6
Övriga skulder	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1,8	2,9	7,7	5,3	8,6
Summa kortfristiga skulder	2,8	5,4	8,6	7,2	11,5
Summa eget kapital och skulder	17,9	37,5	31,0	33,7	46,6

Kassaflöde

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Resultat före skatt	-7,6	-9,3	-10,5	-5,9	-1,4
Justeringar	0,2	0,3	0,7	0,4	0,4
Betald inkomstskatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde före förändringar av rörelsekapital	-7,3	-9,1	-9,8	-5,5	-1,0
Förändring av rörelsekapital	-2,2	-0,7	3,2	-4,8	1,0
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-9,6	-9,8	-6,5	-10,3	0,0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar			-4,2	-5,6	-9,0
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-0,6	-0,9	-5,2	-6,6	-10,0
Nyemission	7,5	26,3	0,8		
Upptagna lån	1,7			10,0	10,0
Teckningsoptioner	0,1				
Amortering av lån		-0,2			
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	9,3	26,1	0,8	10,0	10,0
Periodens kassaflöde	-0,9	15,4	-11,0	-6,9	0,0
Likvida medel vid periodens början	7,5	6,6	22,0	11,0	4,1
Kursdifferens i likvida medel	0,0				
Likvida medel vid periodens slut	6,6	22,0	11,0	4,1	4,1

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. 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. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken 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. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se