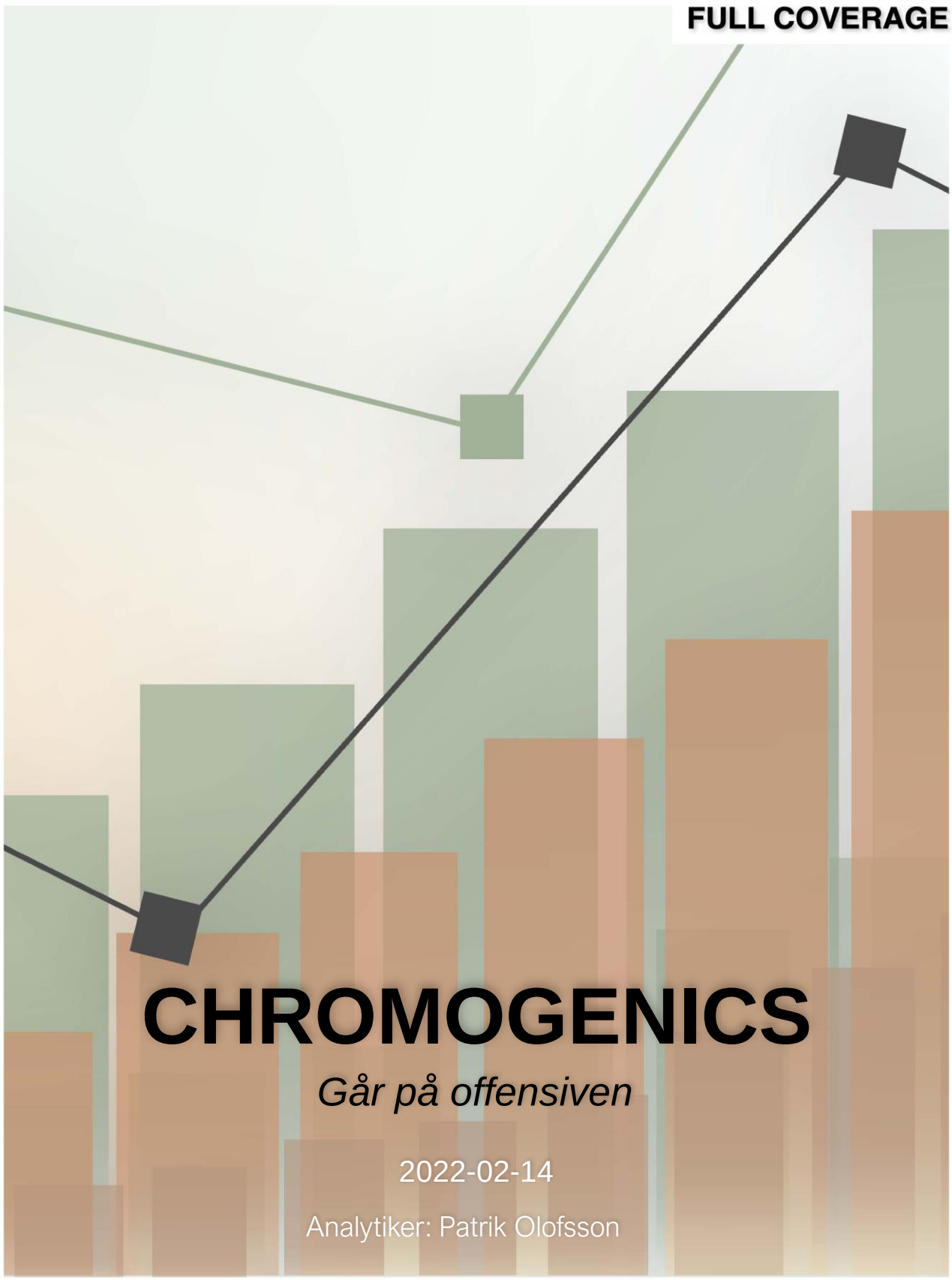


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## CHROMOGENICS

*Går på offensiven*

2022-02-14

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 AB ("ChromoGenics" eller "Bolaget") producerar dynamiska glas för fastigheter. Bolagets produkt ConverLight® Dynamic kontrollerar inomhuskomforten med högt dagsljusinsläpp, god utsikt och solvärmeblockering och bidrar därigenom till att sänka kostnaderna för kyla. ChromoGenics erbjuder därtill statiska glas, ConverLight® Static, och fasadglaslösningen ConverLight® Energy. ChromoGenics aktie listades på Nasdaq First North Growth Market 2017 och har levererat glasteknologi till flertalet stora fastighetsbolag.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

|                    |       |
|--------------------|-------|
| Introduktion       | 4     |
| Investeringsidé    | 5     |
| Bolagsbeskrivning  | 6     |
| Marknadsanalys     | 7     |
| Finansiell prognos | 8-12  |
| Värdering          | 13    |
| Bull & Bear        | 14    |
| Ledning & styrelse | 15-16 |
| Appendix           | 17-18 |
| Disclaimer         | 19    |

## VÄRDEDRIVARE

5 av 10

ChromoGenics har genomfört intrimningen av sin sputtermaskin och fokuserar nu på försäljning och marknads-föring. Med likviden från företrädesemissionen under februari/mars 2022 kan Bolaget accelerera övergången från utvecklings- till industribolag, där ett viktigt steg i detta är att etablera det första partnerskapet med en lokal, extern tillverkare, som mottar leveranser av ChromoGenics folie som sedan hanterar kundanpassning och inlaminering i, och utleveranser, av dynamiskt glas. Denna affärsstrategi ger möjlighet till marginalexpansion, vilket vi ser som en stark värde drivare.

## HISTORISK LÖNSAMHET

2 av 10

ChromoGenics har historiskt inte visat lönsamhet men har tidigare, bl.a. under 2019, bevisat att de har förmåga att öka sin försäljning. Dock har 2020 och framförallt H1 2021 varit utmanande som en följd av bl.a. Covid-19, samt att nödvändiga investeringar har behövs göras i den egna produktionen. 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 Fredrik Fränding anslöt under augusti 2021 och har erfarenheter som kommer väl tillhands för att ta ChromoGenics vidare i kommande industrialiserings- och internationaliseringsfas. Sett till styrelsen består denna av personer med olika kompetenser som kan bli mycket värdefulla i kommande skede för ChromoGenics. För ett högre betyg hade vi velat se ett större totalt insynsagande, 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 uppstått med tidigare leveranser 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 som de klarar av att leverera till marknaden. Idag är resultatet negativt och utöver företrädesemissionen under februari/mars 2022 kan ytterligare externa kapitalanskaffningar framgent inte uteslutas.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuellt 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)

## GÅR PÅ OFFENSIVEN



Med en nyligen presenterad Q4-rapport anser vi att ChromoGenics fortsätter röra sig i rätt riktning i termer av tillväxt, och att Bolagets arbete för att kvalitetssäkra en ökad produktion börjar bära frukt. Det arbetet är oerhört viktigt eftersom det bl.a. är just det som kommer att avgöra hur snabbt ChromoGenics kan öka försäljnings- och marknadsföringstakten under kommande kvartal, och därigenom accelerera sin transformation mot ett industribolag. Vi estimerar fortsatt en omsättning om ca 51 MSEK under 2022, vilket utifrån en tillämpad målmultipel om P/S 4x på 2022 års prognos, ger ett värde per aktie om 5,4 kr i ett Base scenario. Värdet per aktie har således justerats utifrån ett ökat antal aktier, till följd av den pågående företrädesemissionen under februari/mars 2022.

### ▪ Avslutar 2021 försäljningsmässigt starkt...

ChromoGenics avslutade 2021 starkt där omsättningen under Q4 ökade med hela 584 % mot jämförbart kvartal 2020, för att uppgå till 13,7 MSEK (2,0). Att omsättningen för andra halvan av 2021 utgjorde 87 % av den totala helårsförsäljningen 2021 ser vi som ytterligare ett tecken på att ChromoGenics börjar komma tillbaka i matchen. Att Bolaget dessutom genomfört ett antal nyanställningar på "sälj- och marknadssidan", såväl som att en företrädesemission om ca 68 MSEK ska genomföras, anser vi bekräftar ChromoGenics ambitioner att växla upp takten i sin internationella expansion.

### ▪ ... och fyller nu på kassan för att inleda en offensiv marknadssatsning

Företrädesemissionen under februari, vilken nyligen blivit säkerställd till ca 80 %, inbringar vid full teckning en nettolikvid om 58 MSEK där merparten, närmare bestämt 66 %, är öronmärkt för driftkostnader och rörelsekapital för att finansiera den kommande marknadsexpansionen. Vi ser detta som en offensiv företrädesemission som kommer ge ChromoGenics en bra krigskassa att växa från.

### ▪ Gjorda rekryteringar pekar på ökat säljfokus

Under inledningen av 2022 har ChromoGenics bl.a. rekryterat en *Head of Sales* såväl som en *Head of Supply Chain and Delivery*. Vi ser dessa rekryteringar som en signal från ChromoGenics att Bolaget räknar med stigande försäljningsvolym under kommande kvartal, vilket är något vi kommer att följa utfallet noga kring.

### ▪ Värderingsintervall justerat utifrån emissionen

Vi anser att ChromoGenics utvecklas enligt plan, varför vi därmed håller fast vid det bolagsvärde som vi tidigare ansett varit motiverat i våra samtliga tre scenarion Base-, Bull och Bear på 2022 års prognos. Dock, med hänsyn till pågående företrädesemissionen och efterföljande balansräkning, justeras vårt värderingsintervall i termer av värde per aktie.

## AKTIEKURS | 3,9 kr

### VÄRDERINGSINTERVALL 2022 ÅRS PROGNOS

| BEAR<br>2,0 kr | BASE<br>5,4 kr | BULL<br>6,6 kr |
|----------------|----------------|----------------|
|----------------|----------------|----------------|

| ChromoGenics AB (publ)                     |       |                                  |       |        |                         |
|--------------------------------------------|-------|----------------------------------|-------|--------|-------------------------|
| Aktiekurs (2022-02-14) (SEK)               |       |                                  |       |        | 3,9                     |
| Antal Aktier (st.)                         |       |                                  |       |        | 39 754 387 <sup>1</sup> |
| Market Cap (MSEK)                          |       |                                  |       |        | 155,0 <sup>1</sup>      |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)              |       |                                  |       |        | -11,3 <sup>1</sup>      |
| Enterprise Value (MSEK)                    |       |                                  |       |        | 143,7 <sup>1</sup>      |
| V.52 prisintervall (SEK)                   |       |                                  |       |        | 3,38 – 11,40            |
| Lista                                      |       | Nasdaq First North Growth Market |       |        |                         |
| UTVECKLING                                 |       |                                  |       |        |                         |
| 1 månad                                    |       |                                  |       |        | -35,0 %                 |
| 3 månader                                  |       |                                  |       |        | -25,7 %                 |
| 1 år                                       |       |                                  |       |        | -62,7 %                 |
| YTD                                        |       |                                  |       |        | -28,6 %                 |
| HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET PER 2021-12-31) |       |                                  |       |        |                         |
| Danske Bank International S.A              |       |                                  |       |        | 7,5 %                   |
| Avanza Pension                             |       |                                  |       |        | 6,6 %                   |
| RGG-ADM Gruppen                            |       |                                  |       |        | 5,1 %                   |
| Corespring Invest AB                       |       |                                  |       |        | 4,1 %                   |
| Nordnet Pensionsförsäkring                 |       |                                  |       |        | 3,3 %                   |
| VD OCH ORDFÖRANDE                          |       |                                  |       |        |                         |
| Verkställande Direktör                     |       |                                  |       |        | Fredrik Fränding        |
| Styrelseordförande                         |       |                                  |       |        | Johan Hedin             |
| FINANSIELL KALENDER                        |       |                                  |       |        |                         |
| Delårsrapport #1 2022                      |       |                                  |       |        | 2022-05-19              |
| PROGNOS (BASE), MSEK                       | 2019  | 2020                             | 2021  | 2022E  | 2023E                   |
| Nettoomsättning                            | 45,2  | 14,6                             | 24,7  | 51,3   | 113,9                   |
| Omsättningstillväxt                        | 303%  | -68%                             | 69%   | 177%   | 122%                    |
| Bruttoresultat                             | 0,2   | 0,8                              | 10,0  | 26,2   | 68,0                    |
| Bruttomarginal (adj.)                      | 12,2% | neg.                             | 13,3% | 37,8%  | 53,7%                   |
| EBIT                                       | -74,9 | -56,8                            | -59,7 | -21,0  | 24,9                    |
| EBIT-marginal                              | neg.  | neg.                             | neg.  | -41,0% | 21,9%                   |
| Nettoresultat                              | -77,9 | -62,5                            | -63,5 | -25,1  | 21,3                    |
| Nettomarginal                              | neg.  | neg.                             | neg.  | -49,0% | 18,7%                   |
| P/S                                        | 3,4   | 10,6                             | 6,3   | 3,0    | 1,4                     |
| EV/S                                       | 3,2   | 9,8                              | 5,8   | 2,8    | 1,3                     |
| EV/EBIT                                    | neg.  | neg.                             | neg.  | neg.   | 5,8                     |
| P/E                                        | neg.  | neg.                             | neg.  | neg.   | 7,3                     |

<sup>1</sup>Givet ett fulltecknat erbjudande i samband med företrädesemissionen under februari/mars 2022.

# INVESTERINGSIDÉ

Genom tidigare förvärv av sputtringsmaskiner med en betydande årlig kapacitet för egen sputtring, skapar ChromoGenics 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 51 MSEK under 2022 och givet gjord prognos härleds ett värde per aktie om 5,4 kr i ett Base scenario.

## ChromoGenics löser ett stort problem

Samhällen måste överlag ställa om till att bli mer hållbara och internationella, nationella och lokala regelverk blir allt tuffare där organisationer och aktörer i allt högre grad kräver konkreta ESG-planer i de investeringar som görs. En bransch som är i behov av att ställa om, för att kunna möta dessa krav, är bygg- och fastighetsbranschen. Nämnd industri står för uppskattningsvis 36 % av den globala energianvändningen, och 33 % av koldioxidutsläppen. Om nuvarande utveckling skulle bestå så skulle bygg- och fastighetsbranschen kunna stå för omkring 50 % av koldioxidutsläppen tills år 2050. Med ChromoGenics produkt ConverLight kan upp till 90 % av solens energi blockeras, utan att det naturliga dagsljusinsläppet i en byggnad minskar. Detta bidrar även till att koldioxidutsläppet för samma byggnad minskar. Genom sina smarta energieffektiva glas kan således ChromoGenics bidra till att minska bygg- och fastighetsbranschens klimatpåverkan, samtidigt som produkten skapar en högre komfort för de personer som befinner sig inne i byggnaden. Detta ser vi som ett starkt *Value Proposition*, och är något som kan bidra till att driva efterfrågan framgent.

STARKT  
VALUE  
PROPOSITION

## En marknad i kraftig tillväxt

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 miljarder kvadratmeter. 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 miljarder kvadratmeter 2018 till 38 miljarder kvadratmeter 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt om 74 %.

## Sputtringsmaskiner säkerställer produktionskvaliteten

ChromoGenics kommunicerade den 30 maj 2019 att de förvärvade en egen produktionsanläggning, där investeringen i egen sputtringskapacitet möjliggör 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 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, vilket 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 lokala partnerskap för utskärning, kontraktering och glaslaminering på olika marknader i syfte att komma geografiskt närmare slutproduktion. Det skulle minska distributions- och logistikkostnader och underlätta en global expansion för ChromoGenics.

## Försäljningen har börjat återhämta sig

Ett flertal av ChromoGenics kunder är stora fastighetsägare som gör återkommande beställningar av Bolagets produkter. Till följd av Covid-19 har vissa större förväntade orderarna under 2020/2021 fördröjts, vilket förskjuter ChromoGenics orderingång och fakturering. Under H2-21 har dock försäljningen återhämtat sig och Analyst Group estimerar att tillväxten kan fortsätta under kommande kvartal, för att under helåret 2022 uppgå till ca 51 MSEK. Baserat på en målmultipel om P/S 4x ger ett värde per aktie om 5,4 kr på 2022 års prognos. Under februari/mars 2022 genomför Bolaget en offensiv företrädesemission som vid full teckning inbringar en nettoliquid om 58 MSEK, varav ca 66 % är öronmärkt till rörelsekapital för att finansiera den kommande marknadsexpansionen. Givet att marknadsförhållandena är goda, i kombination med att den egna produktionen säkerställs, bör utrymme finnas för en positiv utveckling framgent.

~51 MSEK  
I ESTIMERAD  
OMSÄTTNING  
2022

# 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



Energimyndigheten

VASAKRONAN



AKADEMISKA HUS



AMF Fastigheter

HUMLEGÅRDEN

Fabege



## 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 solenergin 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 och uppåt. Med en starkare balansräkning, vilket sker i och med den företrädesemission som genomförs under februari/mars 2022, får Bolaget även 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

Den investeringen som ChromoGenics under våren 2019 beslutade att göra i två sputtringsmaskiner, möjliggör 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 att den investering som gjordes under våren 2019 i att kunna hantera sputtringsprocessen *in-house* kan implementeras fullt ut, 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 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 medans 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.

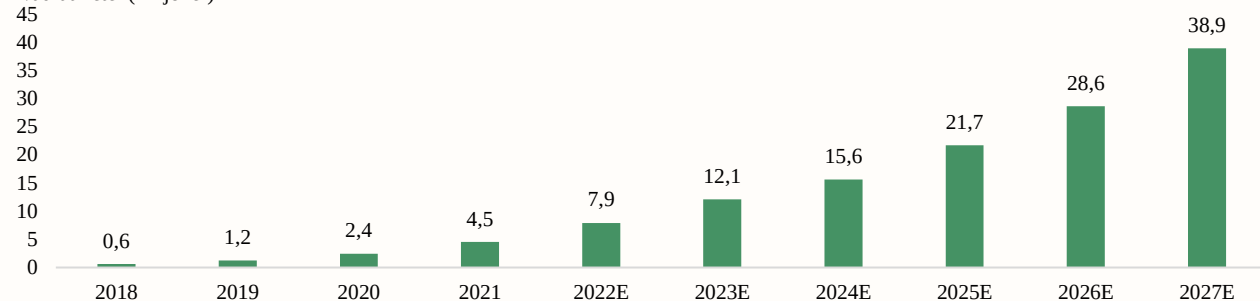
Som resultat av ovan nämnda faktorer väntas marknaden för just dynamiska glas att växa från 0,6 miljoner kvadratmeter under 2018 till 38 miljoner kvadratmeter 2027. Detta motsvarar en genomsnittlig årlig tillväxt ("CAGR") om 74 %. ChromoGenics adresserbara marknad är således minst sagt omfattande i storlek 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, 2021-2027

kvadratmeter (miljoner)



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. 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

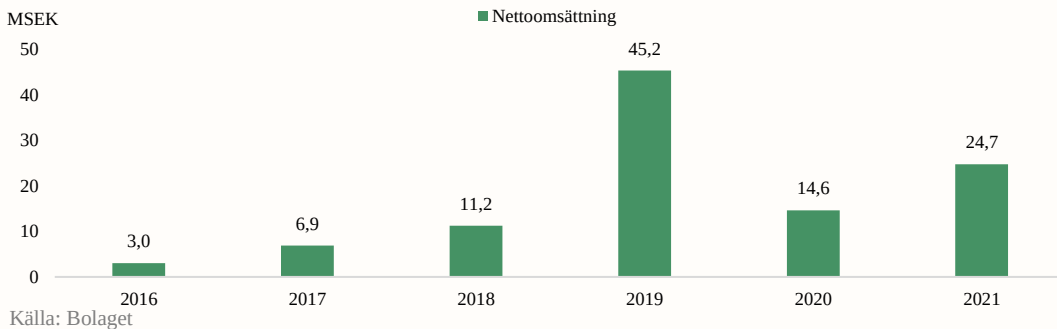
# FINANSIELL PROGNOSE

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                       | 2020           | 2021           | Q1-20          | Q2-20          | Q3-20          | Q4-20         | Q1-21          | Q2-21          | Q3-21         | Q4-21          |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| Nettoomsättning                             | 14 616         | 24 690         | 5 194          | 3 994          | 3 460          | 1 968         | 1 616          | 1 682          | 7 734         | 13 658         |
| Övrigt (netto)                              | 3 203          | 6 753          | 1 498          | 2 210          | -1 743         | 1 238         | 1 075          | 216            | 4 077         | 1 385          |
| Råvaror och förnödenheter                   | -16 996        | -21 399        | -6 319         | -4 796         | -4 407         | -1 474        | -1 595         | -1 305         | -6 645        | -11 854        |
| <b>Bruttoresultat (ej. just.)</b>           | <b>823</b>     | <b>10 044</b>  | <b>373</b>     | <b>1 408</b>   | <b>-2 690</b>  | <b>1 732</b>  | <b>1 096</b>   | <b>593</b>     | <b>5 166</b>  | <b>3 189</b>   |
| Bruttomarginal (adj.)                       | neg.           | 13,3%          | neg.           | neg.           | neg.           | 25,1%         | 1,3%           | 22,4%          | 14,1%         | 13,2%          |
| Övriga externa kostnader                    | -27 305        | -44 470        | -9 557         | -8 485         | -5 217         | -4 046        | -5 077         | -23 295        | -6 188        | -9 910         |
| Personalkostnader                           | -25 007        | -21 941        | -7 640         | -6 894         | -5 168         | -5 305        | -5 147         | -5 588         | -4 692        | -6 514         |
| Av- och nedskrivningar                      | -4 982         | -2 286         | -1 687         | -1 492         | -1 276         | -527          | -481           | -456           | -570          | -779           |
| Övriga rörelseintäkter och rörelsekostnader | -302           | -1 002         | -208           | -24            | -69            | -1            | -165           | -55            | -65           | -717           |
| <b>EBIT</b>                                 | <b>-56 773</b> | <b>-59 655</b> | <b>-18 719</b> | <b>-15 487</b> | <b>-14 420</b> | <b>-8 147</b> | <b>-9 774</b>  | <b>-28 801</b> | <b>-6 349</b> | <b>-14 731</b> |
| EBIT-marginal                               | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           |
| Finansiella intäkter                        | 67             | 101            | 8              | 29             | 20             | 10            | 33             | 33             | 23            | 12             |
| Finansiella kostnader                       | -5 769         | -3 979         | -768           | -3 481         | -731           | -789          | -950           | -1 023         | -925          | -1 081         |
| <b>EBT</b>                                  | <b>-62 475</b> | <b>-63 533</b> | <b>-19 479</b> | <b>-18 939</b> | <b>-15 131</b> | <b>-8 926</b> | <b>-10 691</b> | <b>-29 791</b> | <b>-7 251</b> | <b>-15 800</b> |
| Skatt                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 0              | 0              | 0             | 0              |
| <b>Nettoresultat</b>                        | <b>-62 475</b> | <b>-63 533</b> | <b>-19 479</b> | <b>-18 939</b> | <b>-15 131</b> | <b>-8 926</b> | <b>-10 691</b> | <b>-29 791</b> | <b>-7 251</b> | <b>-15 800</b> |
| Nettomarginal                               | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           |

Under 2019 växte ChromoGenics minst sagt kraftigt, men till följd av bl.a. Covid-19 samt utmaningar med den egna produktionsintrimningen har 2020/2021 varit utmanade, något som fått effekter i försäljningen. Utifrån den försäljningsnivån som kunde uppvisas under H2-21 kan dock tecken ses på att trenden nu håller på att vända.

Historisk omsättning, helårsbasis



ChromoGenics var under 2019 tyngda av omleveranser till kunder, vilka också till viss del fortsatte under 2020/2021 i kombination med produktionsproblem. ChromoGenics har identifierat problemen, som inte hade med själva teknologin att göra, utan var produktionstekniskt relaterade. Från 2022 och framåt förväntas Bolaget ha bättre kontroll på kvaliteten och dessutom ha möjligheten att tillverka i betydligt högre volymer.



# FINANSIELL PROGNOSE

## Omsättningsprognos 2022-2023

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 fasadtilverkare vilket gör det enklare jämfört med konkurrenter att expandera till nya marknader. Enligt Analyst Groups prognos antas ChromoGenics öka sin försäljningsvolym avseende leverans av enbart ConverLight-folie under 2022 och framåt.

ChromoGenics primära fokus antas 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 tiotusentals 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) | 7 000 kr/kvm                              |
| Pris per kvadratmeter vid försäljning av ConverLight folie        | 2 950 kr/kvm                              |

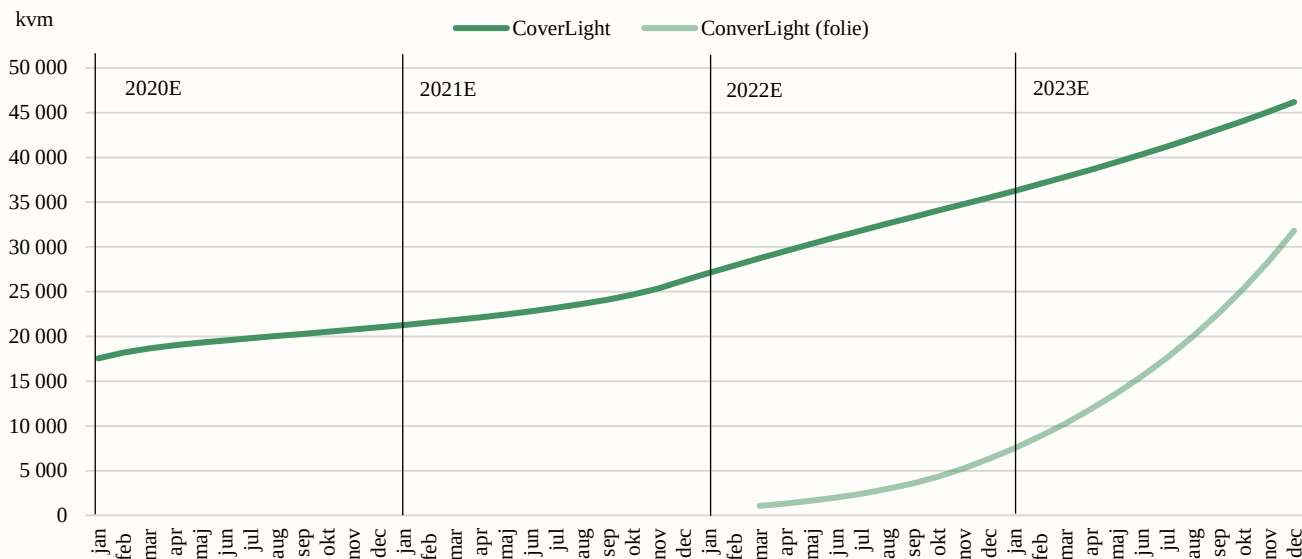
Som nämnt har flera tusen kvadratmeter ConverLight levererats och installerats, framgent förväntas tillväxttakten ske exponentiellt över tid, även om Covid-19 resulterar i negativa effekter på kort sikt, och från år 2022 estimeras ChromoGenics öka volymen av renodlad försäljning av folie som säljs direkt 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 2022 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



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 2022 estimeras dock ConverLight folie kunna 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.

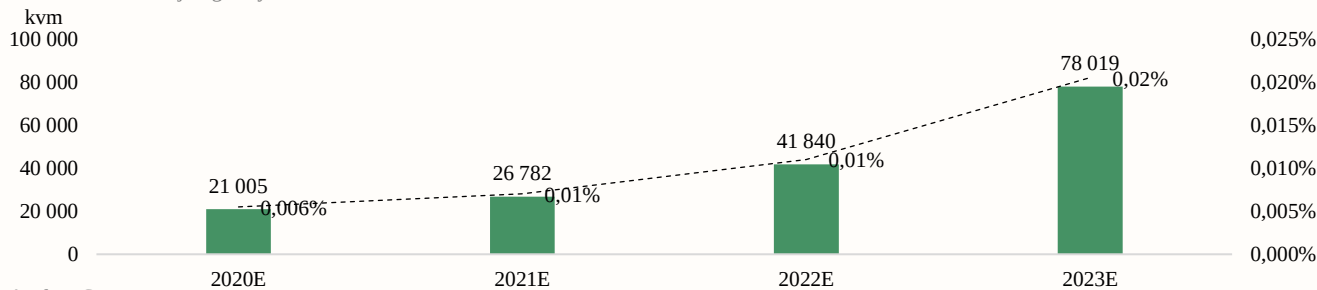
## Kontroll av omsättningsprognos – marknadsandel för ChromoGenics baserat på gjorda estimat

Gjorda prognoser innebär att ChromoGenics till år 2023 ackumulerat har levererat totalt ca 80 000 kvadratmeter av ConverLight. Sett till den globala planglasmarknaden för byggnader har en rapport från Freedonia en sammanfattad fördelningen enligt följande: *nybyggnation* 1,9 miljarder kvadratmeter, *retrofit* 1,9 miljarder kvadratmeter och *interiörglas* 900 miljoner kvadratmeter.<sup>1</sup> 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. 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 kvadratmeter från ChromoGenics.**

Ackumulerad försäljningsvolym och marknadsandel



Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Freedonia 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 investeringen 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 kvartal uppgraderades de till ChromoGenics specifika behov.

Följande är en uppskattning för vad bruttomarginalen uppgick till för ConverLight 2020, 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 2021, samt att andelen folie-försäljning ökar.

| Uppskattad bruttomarginal (genomsnitt) per produktkategori | 2020E | 2023E |
|------------------------------------------------------------|-------|-------|
|------------------------------------------------------------|-------|-------|

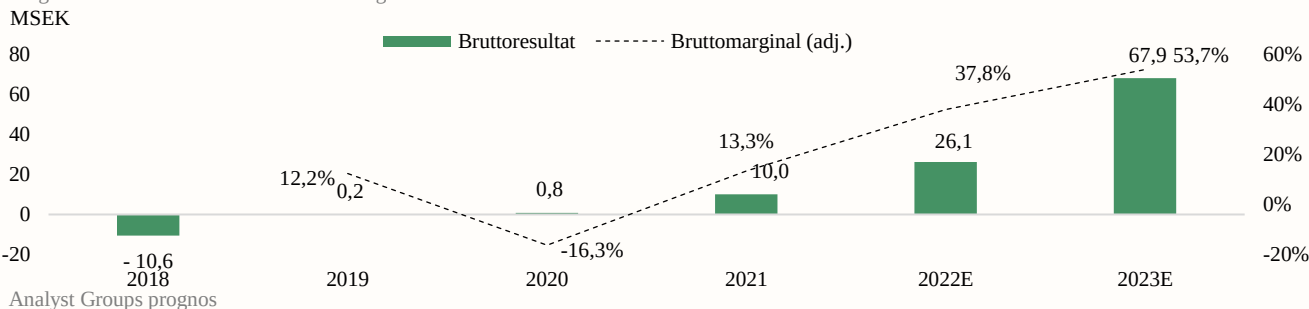
|                                                               |            |            |
|---------------------------------------------------------------|------------|------------|
| Bruttomarginal per såld kvadratmeter ConverLight <sup>1</sup> | ca 20-25 % | ca 50-55 % |
|---------------------------------------------------------------|------------|------------|

<sup>1</sup>Försäljningen av ConverLight folie direkt till glas- och isolerglastillverkare estimeras påbörjas under 2022. Det i sig kommer bidra till att driva upp bruttomarginalen för ConverLight-produkten. Investeringen under våren 2019 i egen sputtringskapacitet, och sedermera implementeringen under 2020/2021, 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 till bruttomarginalen 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 2019-2020 svagt, beror bl.a. 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 mottog även under 2018 reklamationer från kunder vilket resulterat i att ersättningsglas beställts och belastat som en kostnadspost. Den stora skillnaden i bruttomarginal mellan 2020-2021 är en konsekvens av ChromoGenics investering i egen sputtringskapacitet, något som sänker bruttokostnaden per såld enhet och driver upp marginalerna. Som sagt räknar vi med att ChromoGenics, till följd av att Bolaget framgent kan sköta mer av tillverkningen *in house* med egen sputtringskapacitet, istället för att köpa in kostsamma råvaror, kommer att kunna stärka bruttomarginalen väsentligt.

# FINANSIELL PROGROS

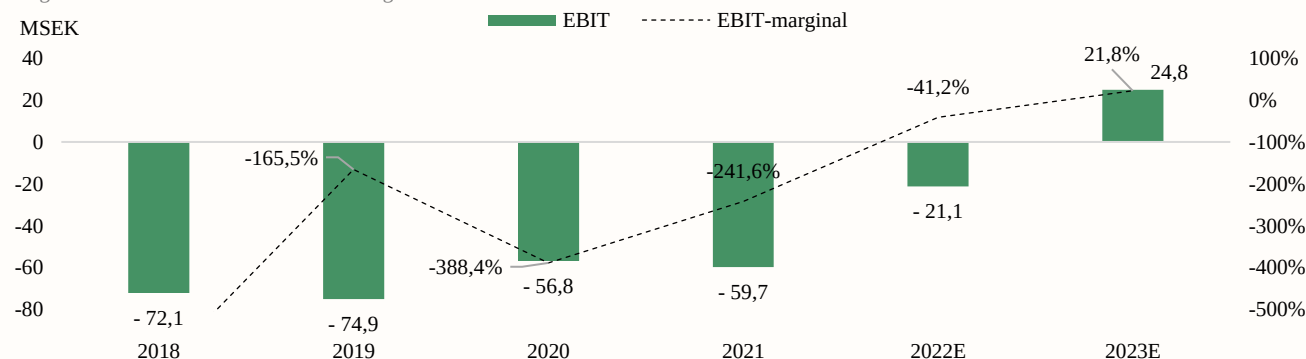
## AFFÄRS- MODELL SOM RESULTERAR I EN LÄGRE MILJÖ- PÅVERKAN

Förberedelser har gjorts för att långsiktigt även kunna ha möjlighet att etablera lokala partnerskap för utskärning, kontraktering och glaslaminering som etableras på olika huvudmarknader i syfte att komma geografiskt närmare slutproduktion och installation och därigenom även minska distributions- och logistikkostnader. 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 februari/mars 2022 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         | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E       |
|----------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Nettoomsättning                                          | 11,2         | 45,2         | 14,6         | 24,7         | 51,3         | 113,9       |
| Övrigt (netto)                                           | -0,5         | -5,4         | 3,2          | 6,8          | 6,8          | 6,8         |
| Råvaror och förnödenheter (COGS)                         | -21,3        | -39,7        | -17,0        | -21,4        | -31,9        | -52,8       |
| <b>Bruttoresultat (ej adj.)</b>                          | <b>-10,6</b> | <b>0,2</b>   | <b>0,8</b>   | <b>10,0</b>  | <b>26,1</b>  | <b>67,9</b> |
| Bruttomarginal (adj.)                                    | neg.         | 12,2%        | -16,3%       | 13,3%        | 37,8%        | 53,7%       |
| Övriga externa kostnader                                 | -27,7        | -38,4        | -27,3        | -44,5        | -26,6        | -20,9       |
| Personalkostnader                                        | -26,5        | -27,3        | -25,0        | -21,9        | -18,2        | -19,3       |
| Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar) | -7,3         | -9,4         | -5,3         | -3,3         | -2,5         | -2,9        |
| <b>EBIT</b>                                              | <b>-72,1</b> | <b>-74,9</b> | <b>-56,8</b> | <b>-59,7</b> | <b>-21,1</b> | <b>24,8</b> |
| EBIT-marginal                                            | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 21,8%       |
| Finansiella intäkter                                     | 0,0          | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 0,0          | 0,0         |
| Finansiella kostnader                                    | -1,4         | -3,0         | -5,8         | -4,0         | -4,0         | -3,5        |
| <b>EBT</b>                                               | <b>-73,4</b> | <b>-77,9</b> | <b>-62,5</b> | <b>-63,5</b> | <b>-25,1</b> | <b>21,3</b> |
| Skatt                                                    | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0         |
| <b>Nettoresultat</b>                                     | <b>-73,4</b> | <b>-77,9</b> | <b>-62,5</b> | <b>-63,5</b> | <b>-25,1</b> | <b>21,3</b> |
| Nettomarginal                                            | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 18,7%       |
| Base scenario, nyckeltal                                 | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E       |
| P/S                                                      | 13,8         | 3,4          | 10,6         | 6,3          | 3,0          | 1,4         |
| EV/S                                                     | 12,8         | 3,2          | 9,8          | 5,8          | 2,8          | 1,3         |
| EV/EBIT                                                  | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 5,8         |
| P/E                                                      | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | neg.         | 7,3         |

# 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, intäktsmodell, 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 7 mdSEK (2022-02-14) och 12 månader rullande försäljning uppgår 160 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 vakuumkedja. Teknikmässigt kan det sägas att Midsummer har vissa likheter med *ChromoGenics*. Midsummer är noterade på First North, värderas till 806 MSEK (2022-02-14) och 12 månader rullande försäljning uppgår till ca 89 MSEK.

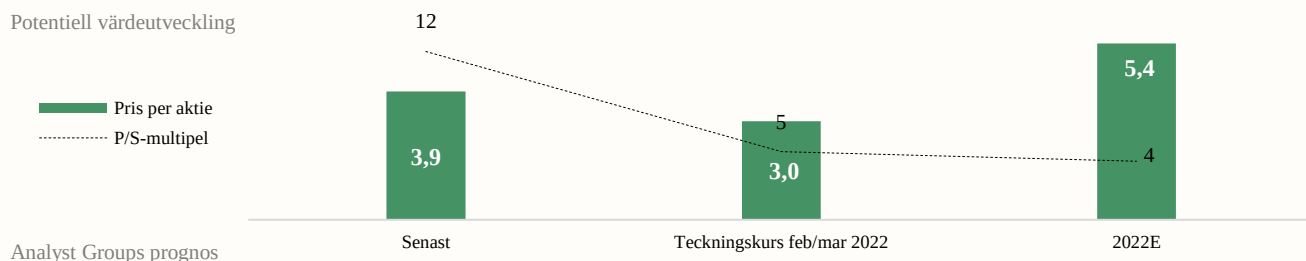
## View Inc. – en branschkollega till ChromoGenics

View Inc., en global tillverkare av smarta glaslösningar, är en av *ChromoGenics* större branschkollegor. View gjorde en IPO under november 2020 och värderas idag (2022-02-14) till ca 553 MUSD, vilket utifrån den rapporterade omsättningen under 2020 om 32 MUSD motsvarar en värdering om P/S 17x. Jämfört med *ChromoGenics* så har View kommit längre i sin kommersiella fas, men utgör likväl en intressant observation för hur en "värderingsresa" skulle kunna se ut för *ChromoGenics* under kommande år, givet en framgångsrik kommersialisering.

Då *ChromoGenics* prognostiseras växa i hög takt utgår värderingen från försäljningen. Lönsamhet på kvartalsbasis förväntas nås under år 2023, varför en försäljningsmultipel är mer rättvisande idag. Teknikmässigt ligger *ChromoGenics* nära Midsummer, vars P/S-multipel uppgår till omkring 4-5. Givet en P/S-multipel om 4x även för *ChromoGenics*, på 2022 års prognostiserad försäljning om ca 51 MSEK, ger det ett bolagsvärde om ca 212 MSEK, motsvarande ett värde per aktie om 5,4 kr i ett Base scenario.<sup>1</sup>

**5,4 KR  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO**

Med tillämpad målmultipel motiveras ett värde om 5,4 kr per aktie i ett Base scenario på 2022 års prognos.



Som nämnt tidigare kan det inte uteslutas att *ChromoGenics* kan komma att genomföra ytterligare externa kapitalanskaffningar framgent, utöver den pågående företrädesemissionen under februari/mars 2022. Med tanke på dagens karaktärsdrag är alternativ via aktiemarknaden troligen fortsatt mest tänkbart, 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.

<sup>1</sup>Givet ett fulltecknat erbjudande i samband med företrädesemissionen under februari/mars 2022, vilket skulle resultera i ca 39,8m utestående aktier.

# BULL & BEAR

## Bull scenario

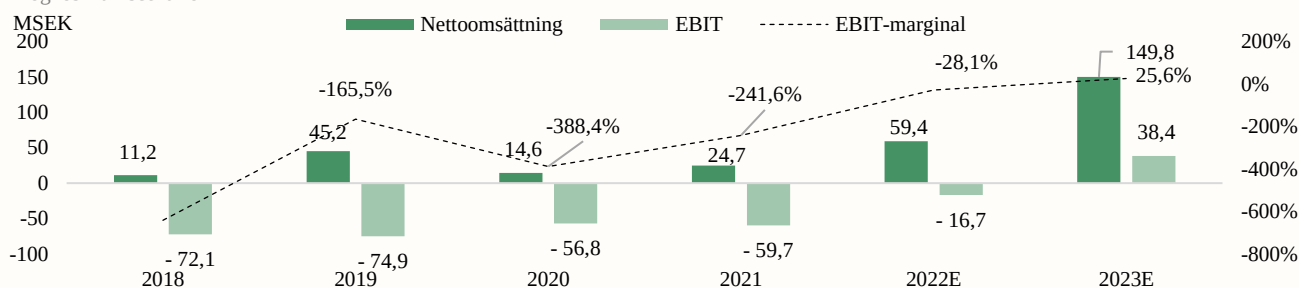
ChromoGenics har sedan början av 2018 kommunicerat över 50 orders till ett totalt ordervärde överstigande 85 MSEK. Utöver den ekonomiska effekten, sänder orderingången även ett starkt signalvärde mot potentiellt nya kunder om att ChromoGenics erbjudande är eftertraktat vilket bidrar till en ytterligare stigande försäljning. Under 2020/2021 har dock Covid-19 satt en del käppar i hjulen och fragment är det viktigt att Bolaget säkrar sin produktion för att kunna följa upp och leverera på den efterfrågan som finns från marknaden, och då samtidigt bevisa sitt starka erbjudande.

Försäljning av ConverLight folie direkt mot distributör är en modell som kan skynda på Bolagets etablering utanför Skandinavien, där initialt Europa bedöms vara fokusmarknaden. Denna affärsmodell förväntas även bidra till en bättre brutto- och rörelsemarginal över tid. I ett Bull scenario blir ChromoGenics lönsamma på månadsbasis under slutet av år 2022 och för helåret 2022 estimeras Bolaget omsätta ca 59 MSEK. Baserat på en målmultipl om P/S 4 och erhålls ett värde om ca 6,6 kr per aktie i ett Bull scenario.<sup>1</sup>

**6,6 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

I ett Bull scenario utvecklas ChromoGenics i bra takt från år 2022 där produktion och leverans av produkter med egen sputtringskapacitet går snabbare än väntat.

Prognos Bull scenario



Analyst Groups prognos

## Bear scenario

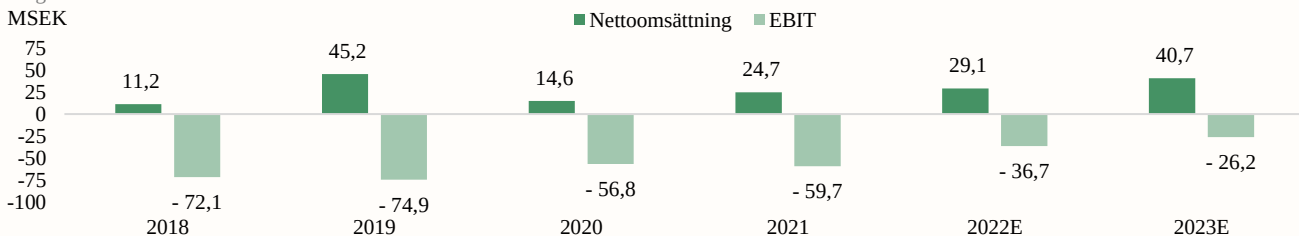
ChromoGenics har tidigare drabbats av omleveranser, en situation som skapade dels finansiella problem, dels en viss osäkerhet bland kunder angående erbjudandet. I ett Bear scenario är det här en av faktorerna som kan göra att försäljningstillväxten hålls tillbaka närmaste åren, samt att det på kort sikt ännu finns en riskfaktor kring leveranskapaciteten från sputtringsmaskinerna, där förseningar skulle få en negativ effekt på tillväxten under de närmaste kvartalen. På kort sikt är såklart Covid-19 och effekterna därav en fortsatt utmaning för ChromoGenics och något som en investerare bör bevaka utvecklingen av noga under kommande veckor och månader.

I ett Bear scenario uppgår den ackumulerade förlusten under åren 2022-2023 till ca 70 MSEK. Således, i ett Bear scenario, blir ytterligare extern kapitalanskaffning nödvändig. I ett Bear scenario estimeras ChromoGenics omsätta ca 29 MSEK år 2022, där effekterna av Covid-19 och något försenad uppskalningsprocess kring sputtringsmaskinerna, är de mest negativa faktorerna. Baserat på en målmultipl om P/S 3 erhålls ett värde om 2,0 kr per aktie i ett Bear scenario på 2022 års prognos.<sup>1</sup>

**2,0 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

<sup>1</sup>Givet ett fulltecknat erbjudande i samband med företrädesemissionen under februari/mars 2022, vilket skulle resultera i ca 39,8m utestående aktier.



# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



## Fredrik Fränding, CEO

Fredrik Fränding, född 1973, har närmare 20 års erfarenhet från olika roller inom SKF, bland annat som VD för svenska startupbolaget SKF RecondOil AB och verksamhetschef för SKF Australien. Han har också haft ledande roller inom SKF i Asien och USA. Fredrik är civilingenjör med inriktning maskin från Chalmers, med fördjupning inom entreprenöriella verksamheter, vilket också har präglat en stor del av hans arbetsliv. Fredrik tillträdde som VD för ChromoGenics under augusti 2021.

Aktieinnehav: 0 aktier.



## Lars Ericsson, CFO & Head of Investor Relations

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: 5 600 aktier.



## Greger Gregard, 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: 196 aktier.



## Johan Pettersson, Manager EC Foil & Glass Production

Johan Pettersson, född 1972, är produktionschef sedan augusti 2020. Han har en Civilingenjörsexamen i Teknisk Fysik med materialvetenskap vid Uppsala Universitet, och tidigare uppdrag innefattar Produktionschef IMS Maskinteknik AB, Inköpschef Packsize Technologies AB och Kvalitets och miljöchef Bahco AB.

Aktieinnehav: 2 400 aktier.



## Fredrik Rostvall, Manager Sputter Production

Fredrik tillträdde rollen *Manager Sputter Production* under januari 2022. Han har tidigare erfarenhet inom ingenjörskap och R&D, där han har erfarenheter från att bl.a. ha arbetat inom nanoteknikindustrin. Fredrik har en Masterexamen med inriktning mot Material Science vid Uppsala Universitet.

Aktieinnehav: 0 aktier.



## Victor Hägglund, Head of Supply Chain and Delivery

Victor har flerårig erfarenhet av uppskalning och kvalitetssäkring av försörjningskedjor. Han kommer närmast från en roll som Manager Purchasing and Production på ScandiDos, ett MedTech-bolag listat på Nasdaq First North. Victor har en civilingenjörsexamen inom teknisk fysik med materialvetenskap från Uppsala universitet.

Aktieinnehav: 0 aktier.



## Linus Wetterlind, Head of Sales

Linus kommer närmast från en roll som Sales Manager hos den världsledande glasproducenten Guardian Industries. Han har tio års erfarenhet av nationell och internationell projektförsäljning inom byggmaterial och är utbildad inom ekonomi och business management.

Aktieinnehav: 0 aktier.

# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



## Johan Hedin, 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: 9 100 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: 121 620 aktier.



## Prof. Em. Claes-Göran Granqvist, styrelseledamot

Claes-Göran Granqvist, född 1946, är 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: 6 926 aktier.



## 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.



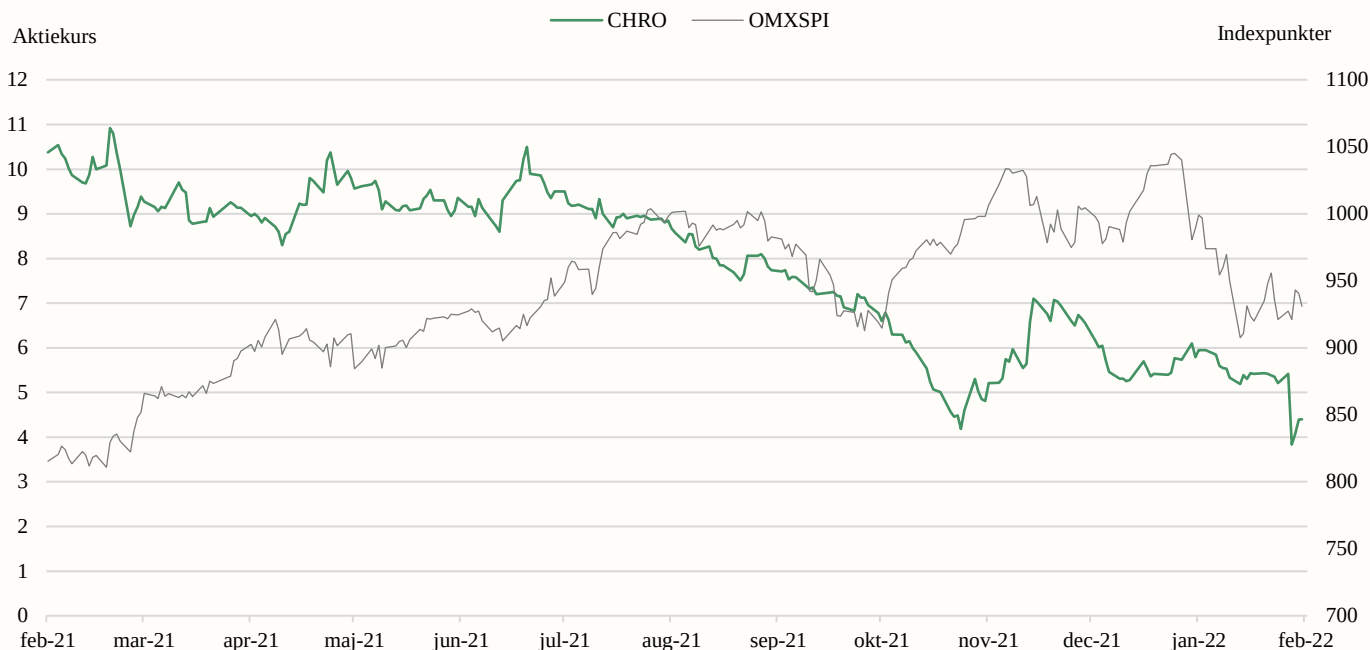
## Andreas Jaeger, styrelseledamot

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 YTD



| Resultaträkning, tSEK                       | 2020           | 2021           | Q1-20          | Q2-20          | Q3-20          | Q4-20         | Q1-21          | Q2-21          | Q3-21         | Q4-21          |
|---------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|---------------|----------------|
| Nettoomsättning                             | 14 616         | 24 690         | 5 194          | 3 994          | 3 460          | 1 968         | 1 616          | 1 682          | 7 734         | 13 658         |
| Övrigt (netto)                              | 3 203          | 6 753          | 1 498          | 2 210          | -1 743         | 1 238         | 1 075          | 216            | 4 077         | 1 385          |
| Råvaror och förnödenheter                   | -16 996        | -21 399        | -6 319         | -4 796         | -4 407         | -1 474        | -1 595         | -1 305         | -6 645        | -11 854        |
| <b>Bruttoresultat (ej. just.)</b>           | <b>823</b>     | <b>10 044</b>  | <b>373</b>     | <b>1 408</b>   | <b>-2 690</b>  | <b>1 732</b>  | <b>1 096</b>   | <b>593</b>     | <b>5 166</b>  | <b>3 189</b>   |
| Bruttomarginal (adj.)                       | neg.           | 13,3%          | neg.           | neg.           | neg.           | 25,1%         | 1,3%           | 22,4%          | 14,1%         | 13,2%          |
| Övriga externa kostnader                    | -27 305        | -44 470        | -9 557         | -8 485         | -5 217         | -4 046        | -5 077         | -23 295        | -6 188        | -9 910         |
| Personalkostnader                           | -25 007        | -21 941        | -7 640         | -6 894         | -5 168         | -5 305        | -5 147         | -5 588         | -4 692        | -6 514         |
| Av- och nedskrivningar                      | -4 982         | -2 286         | -1 687         | -1 492         | -1 276         | -527          | -481           | -456           | -570          | -779           |
| Övriga rörelseintäkter och rörelsekostnader | -302           | -1 002         | -208           | -24            | -69            | -1            | -165           | -55            | -65           | -717           |
| <b>EBIT</b>                                 | <b>-56 773</b> | <b>-59 655</b> | <b>-18 719</b> | <b>-15 487</b> | <b>-14 420</b> | <b>-8 147</b> | <b>-9 774</b>  | <b>-28 801</b> | <b>-6 349</b> | <b>-14 731</b> |
| EBIT-marginal                               | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           |
| Finansiella intäkter                        | 67             | 101            | 8              | 29             | 20             | 10            | 33             | 33             | 23            | 12             |
| Finansiella kostnader                       | -5 769         | -3 979         | -768           | -3 481         | -731           | -789          | -950           | -1 023         | -925          | -1 081         |
| <b>EBT</b>                                  | <b>-62 475</b> | <b>-63 533</b> | <b>-19 479</b> | <b>-18 939</b> | <b>-15 131</b> | <b>-8 926</b> | <b>-10 691</b> | <b>-29 791</b> | <b>-7 251</b> | <b>-15 800</b> |
| Skatt                                       | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 0              | 0              | 0             | 0              |
| <b>Nettoresultat</b>                        | <b>-62 475</b> | <b>-63 533</b> | <b>-19 479</b> | <b>-18 939</b> | <b>-15 131</b> | <b>-8 926</b> | <b>-10 691</b> | <b>-29 791</b> | <b>-7 251</b> | <b>-15 800</b> |
| Nettomarginal                               | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           | neg.           | neg.          | neg.           |

# APPENDIX

| Base scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)           | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E       |
|----------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Nettoomsättning                                          | 11,2         | 45,2         | 14,6         | 24,7         | 51,3         | 113,9       |
| Övrigt (netto)                                           | -0,5         | -5,4         | 3,2          | 6,8          | 6,8          | 6,8         |
| Råvaror och förnödenheter                                | -21,3        | -39,7        | -17,0        | -21,4        | -31,9        | -52,8       |
| <b>Bruttoresultat</b>                                    | <b>-10,6</b> | <b>0,2</b>   | <b>0,8</b>   | <b>10,0</b>  | <b>26,1</b>  | <b>67,9</b> |
| Bruttomarginal                                           | -89,2%       | 12,2%        | -16,3%       | 13,3%        | 37,8%        | 53,7%       |
| Övriga externa kostnader                                 | -27,7        | -38,4        | -27,3        | -44,5        | -26,6        | -20,9       |
| Personalkostnader                                        | -26,5        | -27,3        | -25,0        | -21,9        | -18,2        | -19,3       |
| Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar) | -7,3         | -9,4         | -5,3         | -3,3         | -2,5         | -2,9        |
| <b>EBIT</b>                                              | <b>-72,1</b> | <b>-74,9</b> | <b>-56,8</b> | <b>-59,7</b> | <b>-21,1</b> | <b>24,8</b> |
| EBIT-marginal                                            | -641,0%      | -165,5%      | -388,4%      | -241,6%      | -41,2%       | 21,8%       |

| Base scenario, nyckeltal | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|--------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| P/S                      | 13,8 | 3,4  | 10,6 | 6,3  | 3,0   | 1,4   |
| EV/S                     | 12,8 | 3,2  | 9,8  | 5,8  | 2,8   | 1,3   |
| EV/EBIT                  | -2,0 | -1,9 | -2,5 | -2,4 | -6,8  | 5,8   |

| Bull scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)           | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E       |
|----------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Nettoomsättning                                          | 11,2         | 45,2         | 14,6         | 24,7         | 59,4         | 149,8       |
| Övrigt (netto)                                           | -0,5         | -5,4         | 3,2          | 6,8          | 6,8          | 6,8         |
| Råvaror och förnödenheter                                | -21,3        | -39,7        | -17,0        | -21,4        | -31,7        | -67,1       |
| <b>Bruttoresultat</b>                                    | <b>-10,6</b> | <b>0,2</b>   | <b>0,8</b>   | <b>10,0</b>  | <b>34,5</b>  | <b>89,5</b> |
| Bruttomarginal                                           | -89,2%       | 12,2%        | -16,3%       | 13,3%        | 46,7%        | 55,2%       |
| Övriga externa kostnader                                 | -27,7        | -38,4        | -27,3        | -44,5        | -27,3        | -23,6       |
| Personalkostnader                                        | -26,5        | -27,3        | -25,0        | -21,9        | -21,4        | -24,7       |
| Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar) | -7,3         | -9,4         | -5,3         | -3,3         | -2,5         | -2,9        |
| <b>EBIT</b>                                              | <b>-72,1</b> | <b>-74,9</b> | <b>-56,8</b> | <b>-59,7</b> | <b>-16,7</b> | <b>38,4</b> |
| EBIT-marginal                                            | -641,0%      | -165,5%      | -388,4%      | -241,6%      | -28,1%       | 25,6%       |

| Bull scenario, nyckeltal | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|--------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| P/S                      | 13,8 | 3,4  | 10,6 | 6,3  | 2,6   | 1,0   |
| EV/S                     | 12,8 | 3,2  | 9,8  | 5,8  | 2,4   | 1,0   |
| EV/EBIT                  | -2,0 | -1,9 | -2,5 | -2,4 | -8,6  | 3,7   |

| Bear scenario, Analyst Groups prognoser (MSEK)           | 2018         | 2019         | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        |
|----------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning                                          | 11,2         | 45,2         | 14,6         | 24,7         | 29,1         | 40,7         |
| Övrigt (netto)                                           | -0,5         | -5,4         | 3,2          | 6,8          | 6,8          | 6,8          |
| Råvaror och förnödenheter                                | -21,3        | -39,7        | -17,0        | -21,4        | -22,4        | -26,8        |
| <b>Bruttoresultat</b>                                    | <b>-10,6</b> | <b>0,2</b>   | <b>0,8</b>   | <b>10,0</b>  | <b>13,5</b>  | <b>20,7</b>  |
| Bruttomarginal                                           | -89,2%       | 12,2%        | -16,3%       | 13,3%        | 23,0%        | 34,2%        |
| Övriga externa kostnader                                 | -27,7        | -38,4        | -27,3        | -44,5        | -28,2        | -24,2        |
| Personalkostnader                                        | -26,5        | -27,3        | -25,0        | -21,9        | -19,4        | -19,8        |
| Övriga rörelsepåverkande kostnader (inkl. avskrivningar) | -7,3         | -9,4         | -5,3         | -3,3         | -2,5         | -2,9         |
| <b>EBIT</b>                                              | <b>-72,1</b> | <b>-74,9</b> | <b>-56,8</b> | <b>-59,7</b> | <b>-36,7</b> | <b>-26,2</b> |
| EBIT-marginal                                            | -641,0%      | -165,5%      | -388,4%      | -241,6%      | -126,1%      | -64,3%       |

| Bear scenario, nyckeltal | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|--------------------------|------|------|------|------|-------|-------|
| P/S                      | 13,8 | 3,4  | 10,6 | 6,3  | 5,3   | 3,8   |
| EV/S                     | 12,8 | 3,2  | 9,8  | 5,8  | 4,9   | 3,5   |
| EV/EBIT                  | -2,0 | -1,9 | -2,5 | -2,4 | -3,9  | -5,5  |

# 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 fransäger 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](http://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.

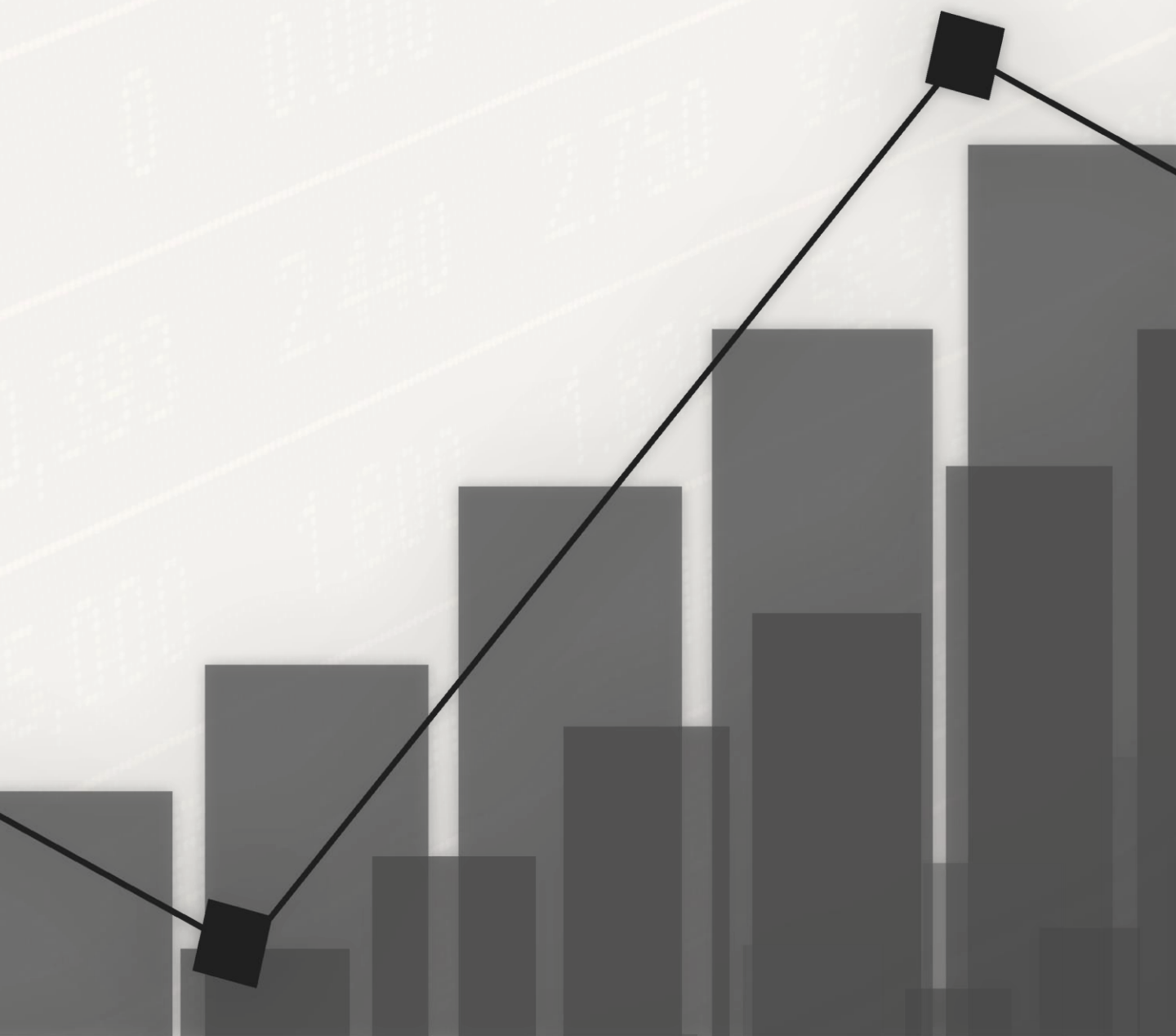
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). 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](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm