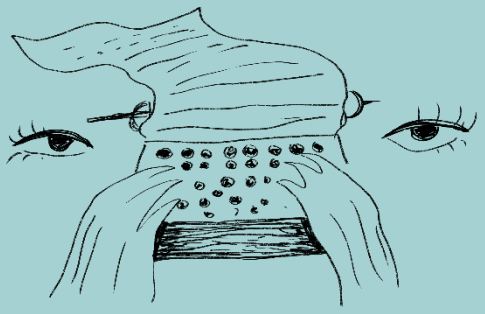
SENS

Sustainable Energy Solutions



2021/10/08
Analytiker: Peter Westberg

Sustainable Energy Solutions AB (SENS) är ett svenskt cleantechbolag som utvecklar och levererar projekt och system för energilagring och effektiv energiförbrukning till framför allt fastighetsägare, energibolag och kommuner. SENS har länge präglats av negativa resultat som i sin tur har medfört en väldigt skuldbelagd balansräkning. För att finansiera dessa negativa kassaflöden och en allt högre skuldsättning har SENS tvingats till flera emissioner. Under det senaste året har dock SENS genomfört en rad vitala förändringar vilket gör att bolaget idag skulle kunna betraktas som helt nytt.

SENS har bland annat inlett en avyttringsprocess av deras borrverksamhet, det största affärsbenet sett till omsättning samt det enda olönsamma affärsområdet inom koncernen. Utöver avyttringen har SENS förvärvat det som spås bli en av de största tillväxtdrivarna framåt, stärkt den finansiella ställningen samt rekryterat flera nyckelpersoner till ledning och styrelse. Det har till exempel tillsats ny CEO och CFO samt flera nya meriterade gestalter till styrelsen. Intressant är även att Azelios största ägare Kent Janer var tagare i den förra emissionen genom bolaget Blue Marlin motsvarande 1,1% av bolaget.

Slutligen har SENS börjat landa nya spännande avtal i snabb takt. Bland annat samarbetsavtalet med Thyssenkrupp som kommunicerades så sent som 6 oktober. Thyssenkrupp är en högt ansedd tysk industrikoncern med ett börsvärde omkring 50 miljarder SEK som bedriver verksamhet på flera kontinenter. Samarbetet är en viktig milstolpe för SENS då Thyssenkrupp samarbetar med ett antal internationella bolag kring möjligheten att återanvända övergivna gruvor där nu även SENS kommer ingå med sin unika lösning – vilket kan leda till fler gemensamma projekt framgent. Allt detta kokar ned till ett väldigt spännande turnaround-case.

Affärsmodell

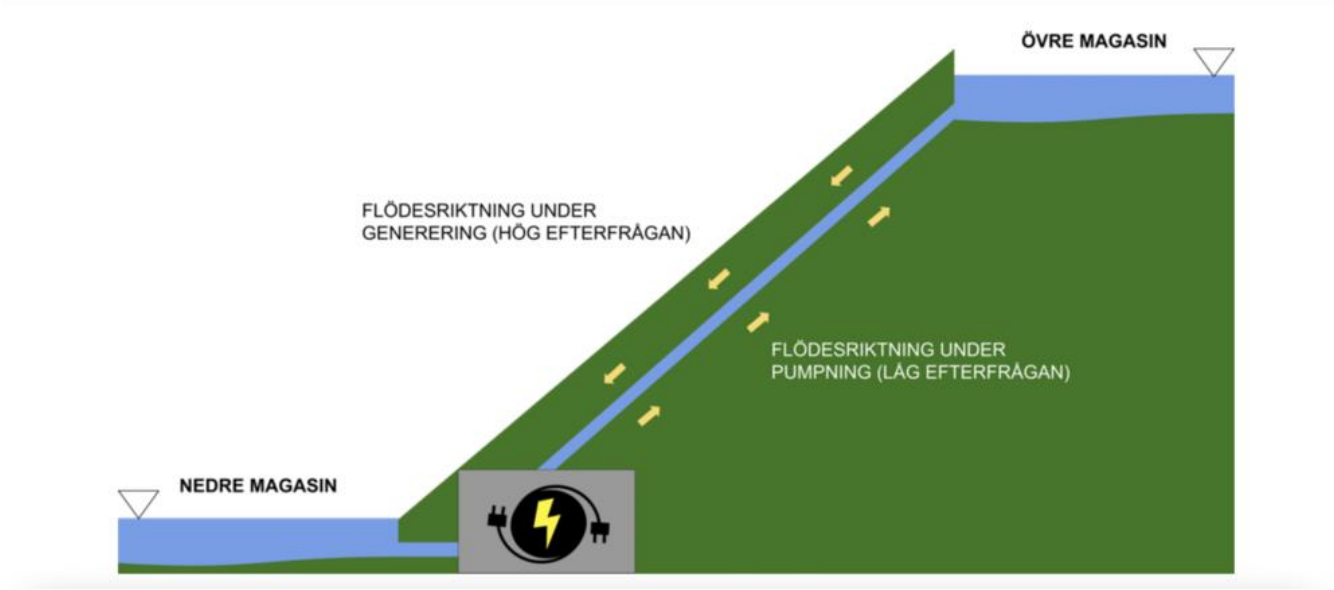
SENS tjänsteerbjudande baseras främst på pumpkraft samt energilagring i borrhålslager. Pumpkraft är en typ av vattenkraft. Tekniken bygger på två närliggande magasin med vatten, gärna med så stor höjdskillnad som möjligt mellan magasinen, för att utnyttja vattnets lägesenergi. Mellan dessa magasin pumpas vatten från det lägre magasinet till det övre genom en pumpturbin för att öka vattnets lägesenergi. En generator i kraftverket fungerar då som en motor som driver vattnet uppåt till det övre magasinet. Denna process använder elektricitet. Vattnet pumpas därför till det övre magasinet när elpriset är lågt, oftast under natten, eller när det finns överskottsel att tillgå. När elpriset sedan är högre eller när effektbehovet behöver balanseras upp strömmar vattnet åt andra hållet och fungerar då som ett vanligt vattenkraftverk genom att lägesenergin omvandlas till rörelseenergin som då driver turbinen och genererar elektricitet.

Effekten i ett pumpkraftverk består utav två komponenter som påverkas av geografin, fallhöjden och flödet. Ju större höjdskillnaden är desto effektivera blir pumpkraftverken eftersom det då behövs mindre vattenflöde för att utvinna energi. De faktorer som har störst påverkan på lönsamheten i ett pumpkraftverk är effekten som genereras samt prisskillnader mellan pumpning (när vattnet pumpas till det övre magasinet) och generering (när vattnet flödar nedåt och genererar elektricitet). Högre elprisvolatilitet ökar alltså både behovet av pumpkraft och lönsamheten för pumpkraft. SENS genomförde så sent som i maj 2021 ett spännande förvärv av ett bolag som sysslar med pumpkraft på ett innovativt och annorlunda sätt.

Energilagring i borrhål är den andra tekniken som SENS tjänsteerbjudande bygger på. Energilagring i borrhål är en form av bergvärmeteknik som möjliggör lagring i berg av eventuell överskottsvärme, i syfte att kunna förbruka värmen vid ett senare och bättre lämpat tillfälle. Med ett stort antal tätt sittande borrhål skapas förutsättningar för aktiv säsongslagring av både värme och kyla. Värmeöverföringen som gör energilagringen möjlig sker genom en så kallad borrhålsvärmeväxling där värmeinnehållet i en kollektorslang avges till berget. En kollektorslang kan beskrivas som en slinga av flera sammankopplade slangar/rör och fungerar kort och gott som en värmeväxlare som leder värme från till exempel berg till en fastighet. Utöver pumpkraft samt borrhålslagring erbjuder SENS även distribution av värme och kyla samt konsulttjänster och dataanalys där bolaget bland annat säljer olika former av energiutredningar och förstudier. SENS kan således delas in i fyra olika affärsben:

1) Pumped Hydro Storage (PHS)

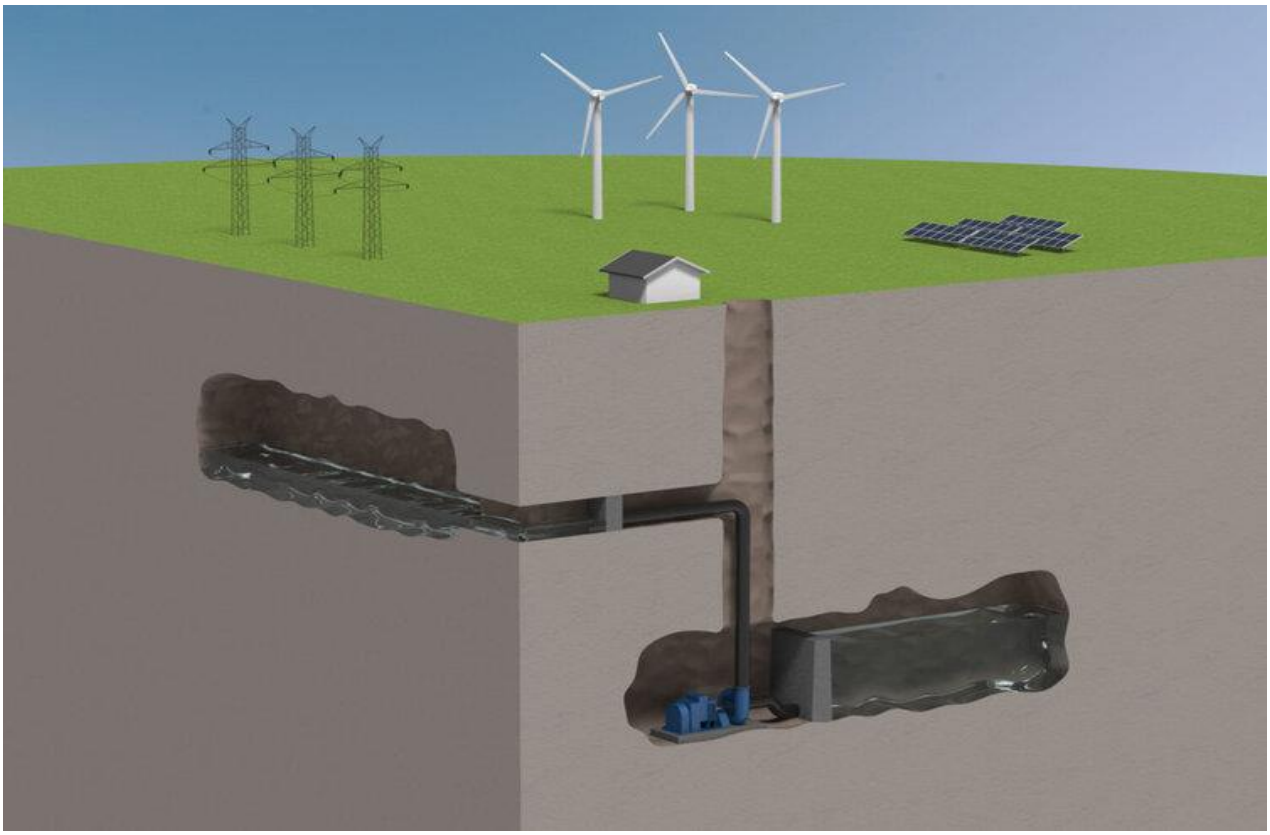
PHS är den delen av SENS som bygger på pumpkraft. PHS möjliggör storskalig lagring av överskottsel, det vill säga el som produceras när det är ett överskott på el i ett elnät. Den lagrade elen kan säljas och förbrukas när produktionen är lägre än konsumtionen (när utbudet är mindre än efterfrågan). PHS lösning innebär en effektiv och flexibel pumpkraftsteknologi som primärt planeras att installeras i nedlagda gruvor. Tekniken ger även gruvbolag möjlighet att nyttja nedlagda gruvor till hållbar energilagring. PHS värdeerbjudande handlar alltså i korta drag om storskalig lagring av el som bidrar till att grön energiomvandling såsom sol- och vindkraft kan levereras stabilare med mindre volatilitet.



Pumpkraft har funnits i över 100 år, och idag utgörs 95% av all energilagring av pumpkraft. Detta berättar att pumpkraft är den metod som hittills har funkat bäst inom energilagring. Det som SENS (PHS) gör är med andra ord inget nytt och teknologin i sig är alltså beprövad i allra högsta grad. Investeringarna i pumpkraft de kommande 20 åren förväntas uppgå till cirka 650 miljarder dollar vilket motsvarar omkring 50 000 pumpkraftsanläggningar. Pumpkraft spås öka med ~50% de kommande 10 åren.

Det som differentierar SENS och PHS är att de placerar pumpkraftverken i gruvor. Dels för att undvika att påverka lokala ekosystem, dels i hållbarhets- och prissyfte. Genom att reservoarerna anläggs i underjordsgruvor blir kostnaden och miljöpåverkan lägre i jämförelse mot traditionell pumpkraft. Idag är det också inte helt lätt att installera ny pumpkraft eftersom anläggandet av nya dammar kan leda till stor påverkan på lokala ekosystem och vattendrag. Detta gör att både utförandet är svårt likväl som att regelverken ofta är svåra att efterleva när det ska investeras i ny traditionell pumpkraft.

De obligatoriska höjdskillnaderna tillkommer naturligt när pumpkraftverk placeras i gruvor. PHS lösning blir således än mer användbar i länder vars inhemska höjdskillnader är små. Utöver geografier med små höjdskillnader kommer PHS rikta sig mot länder som har relativt stor andel fossilt i sin energimix. Däribland Estland, Polen, Tjeckien och Sydafrika för att nämna några. I både Sydafrika och Polen består energimixen av omkring 90% fossila bränslen. Den primära anledning till att SENS väljer att rikta sitt fokus just dit beror helt enkelt på att dessa länder just nu investerar mycket i förnybar energi samt att lagar och regler nu anpassas nu för att underlätta nya för dessa investeringar. Polen var till exempel den fjärde största installatören av solkraft i EU under 2019.



En visualisering av ett PHS-pumpkraftverk i anslutning till andra förnybara energikällor. Obs! Pumpkraft behöver endast byggas i anslutning till samma elnät som andra förnybara energiomvandlare redan är anslutna till och behöver alltså inte nödvändigtvis byggas precis bredvid.

Verkningsgraden (förhållandet mellan tillförd och utvunnen energi) för olika pumpkraftverk skiljer sig men ligger generellt omkring 75%. Detta innebär att ett pumpkraftverk är en nettokonsument av energi. Det krävs alltså mer energi för att pumpa upp vattnet än vad som kan utvinnas när vattnet flödar nedåt. Pumpkraft lämpar sig därför bäst för effektbalansering men begränsas alltså av verkningsgrad och geografi. Värdeskapandet för ett pumpkraftverk är således att det tar vara på ~75% av den överskottsenergi som inte annars hade förbrukats när elproduktionen är större än konsumtionen, och att detta i sin tur innebär en stabilare eltillförsel.

Marknad

Marknaden för energilagring och efterfrågan för hållbara energilösningar växer som de flesta känner till både i Sverige och världen över. Marknaden för energilagring specifikt spås fördubblas till år 2030. Vissa spår även en tredubbling till 2030. Lise Toll, SENS nya VD, tror att en tredubbling till 2030 är för lite givet det enorma behovet av att kunna lagra energi.

Enligt IPCC, ett ledande forskningssamfund inom hållbarhet och miljö, spås solenergi och vindkraft bli framtidens mest effektiva och mest använda energiomvandlare framåt. Solenergi är jämförelsevis billigt i drift och har lång livslängd. Verkningsgraden är idag inget som sticker ut. Det intressanta är att verkningsgraden är stigande i kombination med att produktionskostnaden blir allt lägre. Utöver

den teknologiska framfarten har solenergi minimal miljöpåverkan. Därför lyfter forskarvärlden med IPCC i spetsen fram solenergi (och vindkraft) som framtidens energiomvandlare. Bilden nedan är från McKinsey och ger en indikation om att sol- och vindkraft har stor potential framåt.

Figure 1. Global power generation mix

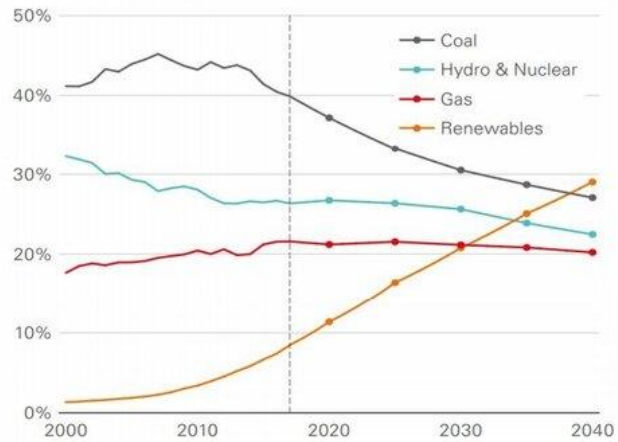
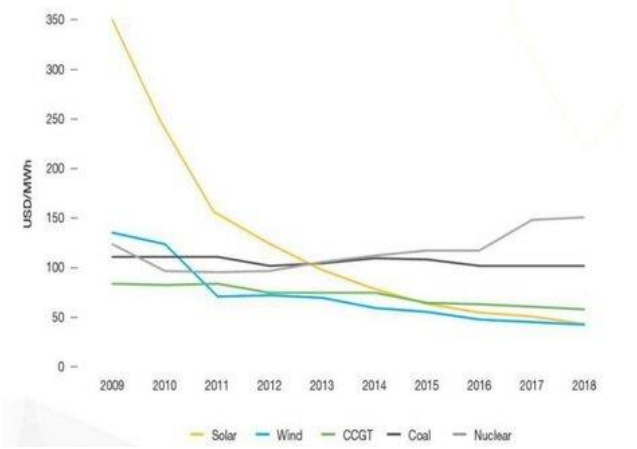
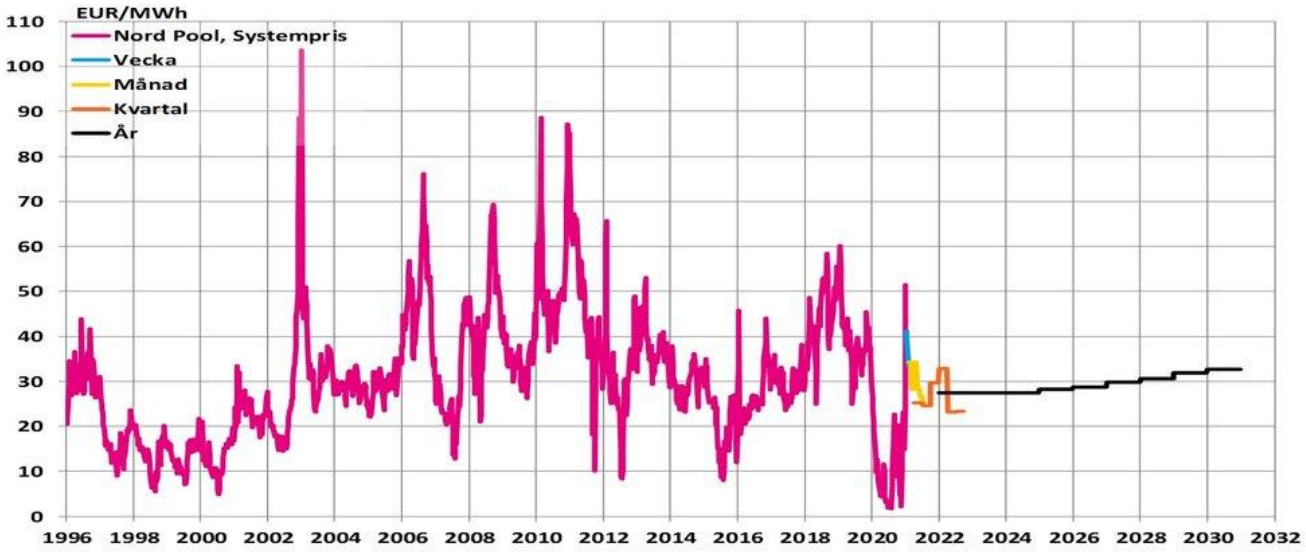


Figure 2. Power generation cost trends



Vad har SENS med sol- och vindkraft att göra? Både sol- och vindkraft byggs ofta som större anläggningar. Dessa förnybara energianläggningar har ett behov av att integreras med energilagringssystem för att möjliggöra lagring av överskottsenergi under perioder av hög energiproduktionen (när det blåser och när solen lyser), samt för att kunna frigöra energi vid underskott när det är låg produktion men hög efterfrågan. SENS ser med andra ord synergier mot sol- och vindkraft och är alltså med och rider på ESG-vågen i allra högsta grad då behovet av SENS lösningar ökar i takt med att sol- och vindkraft blir en större del av den totala energiproduktionen. En allt högre elprisvolatilitet är ett globalt fenomen och är inte minst noterbart i Sverige och Norden, där vindkraft numera står för > 20% av total elproduktion. Förra året svängde elpriset i Sverige mer än någonsin. I vissa fall det har rapporterats negativa elpriser. Att elpriset är negativt innebär att konsumenten, beroende på vad man har för elavtal, får betalt för att förbruka el.

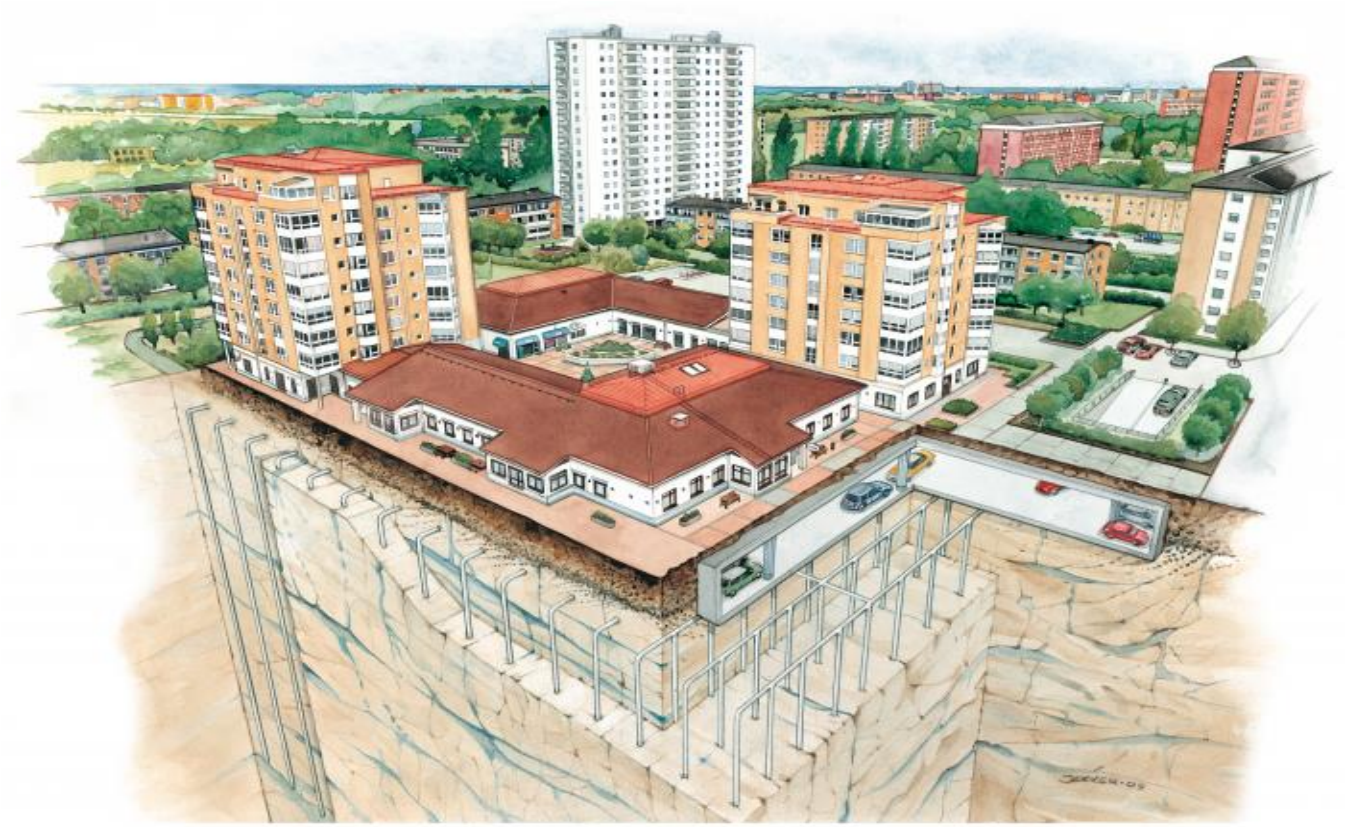


Spotprisets utveckling till och med slutet av augusti 2020 på den nordiska elbörsen. Observera att elpriset i september 2021 noterades 50% högre än elpriset 2002.

Elöverföringskapacitet och energilagring är alltså flaskhalsar när det kommer till utbyggandet av förnybar energi såsom sol- och vindkraft. Här finns luckan i marknaden för SENS. Inte minst genom PHS men även via SENS patenterade teknik för högtemperaturlagring, säsongslagring av värme och kyla.

2) Högtemperaturlager (HTL)

Detta affärsområde grundas på en patenterad teknik för energilagring i borrhål. Högtemperaturlagring går ut på att ta vara på sommarens överkapacitet på energi genom att lagra den i berg. Typkunden för affärsområdet kommer vara energibolag och avfallsförbränningsanläggningar. Till exempel Fortum Oslo som SENS ingick ett avtal med i april 2020. SENS erbjuder allt från energiutredningar till en sammanhållen kundanpassad energilösning från ax till limpa. Detta inkluderar leverans och mottagande av energi samt design, byggnation, finansiering och drift. Några av kunderna vill inte ha en egen energianläggning, utan vill i stället köpa värme och kyla direkt av SENS. För de kunderna erbjuder SENS heat as a service, det vill säga en prenumeration på leverans av värme. I vissa affärer ansvarar SENS bara för vissa delar av ett projekt. Energilagring i borrhål är precis som pumpkraft på frammarsch och spås öka globalt med 200% till 2030.



3) Fastighetsnära energisystem

SENS designar och utvecklar energisystem som levererar värme och kyla åt fastighetsägare, fastighetsutvecklare och energibolag. SENS produkter skräddarsys och designas utifrån en fastighets eller flera fastigheters specifika förutsättningar. Systemen är tillämpliga på enskilda fastigheter men skapar ytterligare mervärde om ett kluster av fastigheter kopplas samman och samverkar. SENS energisystem grundar sig i huvudsak på energilagring i borrhålslager, precis som affärsområdet HTL.

4) Konsulttjänster och dataanalys

Inom detta affärsområde ingår försäljning av energiutredningar, prismodellering, mätdatahantering och förstudier samt framtagning av kostnadseffektiva och klimatsmarta energilösningar för energibolag (oftast fjärrvärmebolag), fastighetsbolag, fastighetsägare och kommuner. Hos konsult- och installationsverksamheten av energisystem återfinns kunder som till exempel Ikea, och större fastighetsbolag.

Konsultverksamheten, energisystemen och HTL bygger alla på energilagring i borrhålslager medan PHS lösning bygger på pumpkraftsteknologi. För samtliga affärsområden gör SENS själva relevanta geologiska undersökningar. Det SENS dock inte längre kommer göra in-house är den avyttrade borrningen. Detta gör att SENS numera är en projektleverantör snarare än ett entreprenadbolag. Tänk Eolus Vind och OX2.

Flera av SENS energilösningar bygger på patenterade komponenter som är integrerade i helhetslösningen. Det enda affärsområdet utan någon patenterad komponent är PHS. Detta behöver dock inte vara negativt. Marknaden är så pass stor och SENS är så pass små att förhoppningen snarare bör vara att pumpkraft i gruvor ska växa globalt för att intresset för metoden ska bli större.

Hur ser ett typiskt projekt ut?

Det kan finnas många konstellationer och kundernas behov kan variera. För PHS startar ofta ett projekt genom att SENS identifierar en gruva och således ett gruvbolag/gruvägare. SENS står sedan för all know-how såsom att genomföra geologiska undersökningar, design, söka tillstånd, intäktsmodellering, kapacitetsanalys med mera. Om slutsatsen landar i att gruvan kan göras om till ett pumpkraftverk tas projektet till nästa steg genom att antingen gruvägaren själv väljer att investera i projektet eller att en tredje part agerar finansiär (ofta fastighetsägare, energibolag eller kommuner). Gruvägaren blir kompenserad oavsett om denne agerar finansiär eller inte men får självfallet en större del av den eventuella lönsamheten som finansiär. Kompensationen sker som en årlig förutbestämd ersättning alternativt ersättning per producerad kilowattimme (kWh).

För HTL är projektet låst mot den aktör som innehar el-/distributionsnätet på fjärrvärmesidan. Investerare i projekt för HTL är därför ofta fjärrvärmebolaget som tillhandahåller och äger elnätet. Men projekt för HTL kan i vissa fall också vara trepartslösningar, precis som för PHS.

Ett nytt SENS

Under 2020 genomfördes ett antal stora förändringar. Bland annat genom att konsolidera bolaget från en ganska spretig organisationsstruktur till en mer lätthanterlig och logisk sammansättning. Till exempel avyttrades verksamheten färdig värme till huvudägaren Meus Liberi Tripudium AB (MLT). Avyttringen var både ett finansiellt och strategiskt beslut. Affären bidrog framför allt till att stärka SENS finansiella ställning. MLT förvärvade 100% av anläggningarna för verksamheten färdig värme, men drift, service samt underhåll av anläggningarna sköts fortsättningsvis av SENS. Detta är ett av flera steg som SENS tagit under det senaste året för att städa upp balansräkningen, bli mer kapitallätta samt för att kunna koncentrera sig mer på sin nya kärnverksamhet som grundas i att leverera storskaliga projekt.

Utöver detta genomförde SENS en fusion av flera dotterbolag. Fusionen realiserades under kvartal fyra 2020 när totalt tio dotterbolag fusionerades ihop till ett. I samband med fusionen skedde en nedskrivning av dotterbolagens bokförda värde med 31 MSEK. Så sent som i maj 2021 tog även SENS beslutet att påbörja avyttringen av deras borrverksamhet, det största affärsbenet sett till omsättning samt det enda olönsamma affärsområdet inom koncernen. Detta innebär att kostnaderna för borrningen bättre kan matchas mot efterfrågan. SENS slipper alltså ha den löpande kostnaden som borrverksamheten medför när efterfrågan är mindre. Avyttringen kommer i det korta perspektivet innebära minskad omsättning men även ett marginellt förbättrat kassaflöde. Borrverksamheten stod för ungefär hälften av omsättningen under 2020.

Under maj 2021 offentliggjorde även SENS förvärvet av PHS. Betalning skedde i nyemitterade aktier. Ägarna och styrelsen i PHS är fortsatt aktiva idag i den nya koncernsammansättningen. Sammanslagningen förväntas ha stora operationella synergier såsom kompletterande och överlappande kompetenser inom data- och flödesberäkningar. SENS breda erfarenheter inom tillstånds-processer kommer även stärka kunskapsnivån för PHS som precis inlett kommersiell fas. Utöver detta kommunicerade bolaget att de skulle genomgå en rekapitalisering i samband med förvärvet för att bli skuldfria. Synergierna grundas framför allt i att SENS numera kan sälja en helhetslösning med både energilagring och distribution av energi till deras kunder samt synergier för patent och kompetenser. Lise Toll, SENS nya VD, lyfter fram PHS och HTL som SENS primära tillväxtdrivare framåt.

"Over 2018-23, more pumped storage hydropower plants are expected to be installed for global electricity storage than stationary battery storage technologies deployed." (IEA, 2019)

Utöver den nya organisationsstrukturen, nedskrivningarna och fusionen av dotterbolagen, den alltmer stärkta balansräkningen, avyttringarna av både färdig värme och borrverksamheten samt förvärvet av PHS har SENS rekryterat en rad nya ledningspersoner och styrelseledamöter och fått in nya meriterade ägare. SENS är med andra ord mer eller mindre ett helt nytt bolag idag mot vad det var för bara ett år sedan. Dessutom har SENS börjat få in nya affärer i rask takt.

PHS grundades för fyra år sedan och har nyligen ingått kommersiell fas med sitt första projekt som just nu äger rum på Åland, men man sluter nu fler och fler avtal. Bland annat genom ett nytt avtal som slöts i juli 2021 med ett energibolag i Estland (Estlands motsvarighet till Vattenfall) för utveckling av pumpkraft, samt med det statligt ägda gruvbolaget DIAMO i Tjeckien för att utveckla pumpkraft i

en av deras gruvor. SENS kommunicerade så sent som den 1 september 2021 att de ingått en joint venture med Boson Energy, en Luxemburgbaserad leverantör av energilösningar, för att starta ett nytt projekt i Polen. Gemensamt kommer SENS och Boson Energy fokusera på projektutveckling för vätgasproduktion, pumpkraftverk och säsongslagring av värme.

Som tidigare nämnt utgör Baltikum i allmänhet och Polen i synnerhet attraktiva marknader för SENS. Dels på grund av Polens åtagande gentemot klimatmålen inom EU som grundas i att investera mer i förnybar energi i syfte att minska sin beroendeställning till kol. Därför har behovet av energilagring blivit mer vedertaget i Polen och regler och lagar anpassas nu för att underlätta byggnationer av nya energilagringsanläggningar. Polen var den fjärde största installatören av solkraft i EU under 2019 och fortsätter investera mycket i förnybar energi. Detta har även lockat svenska vindkraftsutvecklare Eolus Vind och OX2 som redan har åtagit sig flera projekt i Polen. Marknaden för förnybar energin i Polen är prognostiserad att växa med 65% mellan 2019 och 2024.

Vidare slöt SENS ett avtal med Uppsalahem att konvertera 288 lägenheter på Djäknegatan i Uppsala till ett nytt energisystem i april 2021. Ett kontrakt värt 10,8 MSEK. SENS har även tilldelats ett uppdrag av Fortum i Oslo för att vara med och designa ett högtemperaturlager för värme som ska förse ett nytt bostadsområde i Oslo med återvunnen energi från sommaren under vinterhalvåret. Uppdraget av Fortum tilldelades för ungefär ett år sedan och kan förhoppningsvis verka som ett referensprojekt för SENS patentskyddade lösning för HTL. I augusti 2021 kommunicerade SENS att de nu ska påbörja kommersialiseringsfasen av patentportföljen med ambitionen att säkra kritiska affärer för HTL. Slutligen har SENS nyligen inlett avtal med det Sydafrikanska konsultföretaget Oloenviron samt med Thyssenkrupp Uhde Africa kring att utveckla underjordiska pumpkraftslager i Sydafrika. Dessa samarbeten grundas i nyttjande av grundvattnet i sydafrikanska gruvor för att skapa grön energi genom PHS unika metod samt för nyttjandet av oanvända gruvor för att implementera PHS pumpkraftsteknologi. Samarbetet med Thyssenkrupp bedöms framför allt som en viktig milstolpe för SENS då Thyssenkrupp redan har flera befintliga samarbeten med många internationella bolag kring möjligheten att återanvända övergivna gruvor, där nu alltså även SENS kommer ingå med sin unika lösning. Detta är endast de samarbeten och avtal som SENS har slutit under det senaste året. Det går med andra ord snabbt framåt för SENS just nu.

Givet att bolaget nu har en betydligt starkare finansiell ställning kommer nya kapitalanskaffningar kunna användas för tillväxt för PHS och HTL, vilket talar för att ännu fler affärer ligger runt hörnet. Redan vid den riktade emissionen om 9,4 MSEK som genomfördes i juni 2021 kommunicerade SENS att man ville resa kapital i syfte att ta vara på de tillväxtmöjligheter som PHS nu erbjuder efter att ha ingått kommersiell fas.

Tagare i den riktade emissionen var bland annat de två största ägarna Mellansvensk Industrigrupp och grundare för PHS och numera styrelseledamot och storägare i SENS Otto Werneskog genom bolaget Förenad Kraft AB samt ett begränsat antal på förhand vidtalade investerare. Bland dessa hittar vi bland annat Azelios huvudägare Kent Janer genom bolaget Blue Marlin. Att största ägarna Mellansvensk Industrigrupp AB, Otto Werneskog samt Azelios största ägare alla var tagare skickar starka positiva signaler och indikerar att SENS har något spännande på gång.

En annan option är att SENS har börjat få patentgodkännanden i USA för deras reversibla värmepump som är en komponent inom SENS energisystem för fastigheter. Till följd av de godkända patenten har SENS kommunicerat att kommersiell fas även kommer inledas på andra sidan atlanten.

Management

Lise Toll, VD från och med den 1 oktober 2021
Lise har länge jobbat inom den tyska energikoncernen E.ON med olika projekt inom förnybar energi. Den största delen av tiden på E.ON var hon ansvarig för att utveckla stora vindkraftsprojekt, men har även haft andra roller såsom underhållschef på fjärrvärmesidan. Hon kommer senast från bolaget GoSol Energi som hon själv var med och grundade där hon även varit VD senaste två åren. Trots att GoSol energi har tagit sig till en omsättning omkring 40 MSEK med positivt EBIT på endast tre år ansåg alltså Lise att SENS var mer en mer attraktiv arbetsgivare.

Lises kopplingarna till SENS hittar vi längre tillbaka då Lise faktiskt var en av de tidigaste investerarna i PHS. Även fast det först är nu Lise tar steget till att bli operationellt aktiv i bolaget är SENS (PHS) alltså ett bolag hon har följt i flera år. Anledningen till hennes tidiga investering motiverar hon själv genom den låga teknikrisken i kombination med de starka strukturella trenderna. Hon säger att marknaden för energilagring "håller på att explodera".

Givet Lises långa bakgrund inom både sol- och vindkraft samt att hon väljer att avsluta sin operationella aktivitet på ett väldigt välmående bolag som hon själv har grundat bör denna rekrytering ses som ytterligare ett plus i kanten för SENS.

Otto Werneskog, grundare för PHS och styrelseledamot i SENS
Otto är också ny inom SENS. Han anslöt i samband med förvärvet av PHS i maj 2021. Otto är en serieentreprenör inom förnybar energi med > 10 års erfarenhet av storskalig utveckling av framför allt vindkraft. Otto startade PHS med visionen att förnybar el ska kunna användas när den behövs. Genom förvärvet av PHS som skedde med nyemitterade aktier samt den riktade emissionen som SENS genomförde i slutet av juni 2021 är Otto numera näst största ägare i SENS med 21% av kapitalet via bolag. Ägandet i absoluta tal motsvarar i skrivande stund ~15 MSEK.

Rikard Tullberg, CFO
Rickard anslöt precis som Otto i samband förvärvet av PHS. Även han tog med sig mängder med värdefull expertis och erfarenhet till SENS. Rickard har mer än tio års erfarenhet av affärsutveckling och finansiering av projekt inom förnybar energi. Bland annat genom projektfinansiering och investment banking hos DNB, som M&A Director på OX2 och CCO på CorPower Ocean. Rikard köpte 145 270 aktier i SENS under april i år till aktiekursen 0,68 kr. Rikard förvärvade ytterligare 901 000 aktier via teckning i juli till kursen 0,77 kr. Köpen översätts till 793 000 kr och gjordes till kurser som är över 100% högre än dagens aktiekurs.

Martin Sjöberg, konsultchef
Martin har mer än femton års erfarenhet från affärsutveckling och Management Consulting från bland annat McKinsey, Vattenfall och Skanska. Martin köpte 500 000 aktier i SENS under det gångna kvartalet till aktiekurserna 0,7 och 0,64 kr för totalt 346 000 kr. Även Martin förvärvade alltså aktier till kurser som är över 100% högre än dagens kurs.

Mikael Bergmark, project development
Tre års erfarenhet som energimarknadsexpert med teknisk kompetens inom vattenkraftsteknologi och energisystem. Mikael köpte aktier 90 100 aktier i juli till kursen 0,77 kr.

Utöver tillskotten till ledningen har även Göran Hult och Saira Alladin anslutit sig till styrelsen varav båda tar med sig mycket erfarenhet. Göran är VP på Nuclear and Development på Fortum Sverige och VD i två av Fortum delägda bolag. Sedan 2004 har Göran Hult opererat som VD och styrelseledamot i många av Fortums hel- och delägda bolag. Saira Alladin är idag Director Asset Operation på Vattenfall Eldistribution och har tidigare varit chef på Sweco inom kraftsystem, bland annat.

Ägarbild

Mellansvensk Industrigrupp	28,8%
Otto Werneskog via bolag	21%
Avanza Bank	4%
Jan & Inger Lundberg info AB	3,3%
JRS Asset Management	2,9%
Joakim Sundqvist	2,5%
Nordnet Bank	1,1%
Blue Marlin AB	1,1%
Tomlar AB	1,1%
Övriga 2 350 ägare	34,2%

Senaste uppdaterad 2021-08-23

Finansiellt

Under perioden genomförde bolaget en kvitteringsemission vilket minskade aktieägarlånen med 39,1 MSEK. Utöver det gjorde bolaget även en apportemission för att förvärva aktier i PHS, som stärkte det egna kapitalet med 74 MSEK. Soliditeten är dock fortsatt negativ, vilket innebär att hela verksamheten idag är skuldfinansierad. Koncernen hade per den 30 juni 2021 en räntebärande nettoskuld om 8,7 MSEK och en kassa på 9 MSEK (0,8 MSEK).

Balansräkningen är på väg i rätt riktning men den finansiella ställningen är fortfarande ansträngd. Kassalikviditeten (omsättningstillgångar/kortfristiga skulder) är idag 0,57. Den finansiella ställningen ger således mer att önska. Bolaget har dock kommunicerat strategiska steg för att ytterligare stärka den finansiella ställningen. Anläggningstillgångarna har till exempel inte minskat sedan Q1, när SENS kommunicerade att de skulle påbörja avyttringen av borrverksamheten (observera återigen att PHS konsoliderades i koncernen i juni och att detta även har påverkat). Det sagt har den påbörjade avyttringen av borrverksamheten troligtvis inte kommit i gång och således inte bidragit till att stärka balansräkningen än. Exakt hur lång tid det kommer ta är idag oklart, men vi kan förvänta oss att anläggningstillgångar kommer sjunka gradvis då SENS kommunicerat att de ska avyttra hela maskinparken. Vi kan också förvänta oss att ytterligare skulder kommer amorteras av parallellt med detta. Efter andra kvartalet har SENS dessutom tagit in mer kapital genom teckningsoptioner som också bidrar till en ytterligare stärkt finansiell ställning, och mer utspädning.

Kort om värdering

Omsättningen i förra kvartalet minskade kraftigt till 10 MSEK (18,3), främst på grund av uteblivna intäkter för borrverksamheten som normalt har utgjort strax under 50% total omsättning. Rörelseresultatet blev dock något bättre jämfört med samma period föregående år med -6,9 MSEK (-8,2).

Givet att intäkterna för borrverksamheten uteblev under förra kvartalet har jag valt att använda 4x omsättningen för Q2'21 som ett grovt mått på vad rullande omsättningen LTM kunde ha varit utan borrverksamheten. Observera att PHS konsoliderades i koncernen först den 4 juni 2021 och att PHS därför inte ens har bidragit till siffrorna som presenterades i Q2 i en månad. Observera även att verksamhetsområdena samt bolagets storlek båda medför att omsättningen likväl som raderna under i resultaträkningen tenderar att vara volatila. Vidare är SENS som tidigare nämnt inte lönsamma idag vilket också gör värderingen mer komplicerad. Faktum är att vi inte ens har en aktuell bruttomarginal att gå på. Värderingen blir även lite klurig att kolla på då bolaget, som tidigare nämnt, har tagit in nytt kapital via teckningsoptioner som spädde ut aktien. Antalet aktier ökar med ~7% genom TO 1 och TO 3. De tillförde såklart också kapital vilket bör läggas i den positiva vågskålen. Detta blir en väldigt grov skiss med andra ord.

Om vi antar rullande omsättning TTM som 40 MSEK och ställer det mot dagens börsvärde på 70 MSEK får vi P/S 1,75x och EV/S 3x. Jag tror att detta är lågt räknat givet tillväxtutsikterna för framför allt PHS som jag inte alls tagit i beaktning i den här skissen. Jag har heller inte beaktat kontraktet på 10,8 MSEK som slöts i april med Uppsalahem då det inte framgår hur lång tid projektet spås ta eller när intäkterna tas upp i resultaträkningen. Det är absolut inte omöjligt att SENS redan på nästa års siffror handlas till P/S <1 givet alla de nya avtalen som sluts. Magnituden för dessa avtal är däremot omöjligt att precisera då SENS normalt inte kommunicerar detta.

I relation till andra svenska projekteringsbolag inom förnybar energi såsom Eolus Vind och OX2, som handlas till P/S 1,5x respektive 2,4x framstår detta som en OK prislapp om vi också förutsätter att SENS marginalstruktur inte heller kommer tillåta tvåsiffriga EBIT-/vinstmarginaler. Sannolikt kommer dock SENS på grund av de starka strukturella trenderna för just energilagring i kombination med att bolaget växer från väldigt låga nivåer kunna växa betydligt snabbare (procentuell) än både Eolus Vind och OX2. I jämförelsen mot Eolus och OX2 måste man givetvis beakta att bolagen har helt olika lösningar, är i olika faser, har olika storlek och tillväxt med mera. Som många andra bolag har SENS ingen regelrätt peer. Därför har jag också valt att inte göra någon omfattande peer table. Jag vill också belysa att ett bolag i SENS storlek som befinner sig i en sådan fas som SENS nu gör naturligt är väldigt svårt att räkna på. Projekteringsbolag behöver vanligtvis initialt ta stora kostnader medan intäkterna normalt sett dröjer tills ett projekt är färdigställt. Därför kommer sannolikt den redovisade lönsamheten dröja åtminstone ett eller två år till.

Att argumentera för att prislappen idag knappast är dyr endast för att andra nordiska projektleverantörer (de få som finns) inom förnybar energi handlas till liknande försäljningsmultiplar låter såklart väldigt löst. I synnerhet när det som troligtvis primärt kommer driva tillväxten framåt (PHS och HTL) precis har inlett kommersiella faser. Om vi förutsätter att 2021 års omsättning landar på 40 MSEK och att SENS växer med 20% per år under 2022 och 2023 samt applicerar en EBIT-marginal på 5% får vi 1,2x Sales och 24x EBIT 2023E. Det krävs med andra ord inga superextensiva

antaganden för att en investering i dagens SENS bör ha en möjlig uppsida samt en begränsad nedsida.

Men om PHS får ordentligt fotfäste och om SENS lyckas stänga flera större kontrakt för HTL med ett värde om >10 MSEK (likt Uppsalahem) kan omsättningen såklart bli högre än 58 MSEK 2023, och då är dagens värdering låg. I ett bull case-antagande, där vi i stället förutsätter att 2021 års omsättning landar på 50 MSEK, att tillväxten blir 30% per år till och med 2023 med en EBIT-marginal på 10% handlas SENS till ~0,8x Sales och 8,3x EBIT 2023E. I ett sådant scenario är aktien billig idag.

Värt att nämna är även att det troligtvis är väldigt få investerare som har god kännedom om att SENS idag mer eller mindre är ett helt nytt bolag mot vad det var för bara ett halvår sedan. Den konklusionen grundar jag på att flertalet omfattande nyheter för omställningen inte ens har ett kvartal på nacken samt på att likviditeten i aktien normalt är väldigt låg. Vid redovisning av PM eller andra IR-specifika publiceringar kan omsättningen i aktien nå max ett par miljoner i omsättning. Men en vanlig handelsdag utan redovisat PM eller någon annan medial närvaro är omsättningen i aktien normalt omkring 100 000 kr. Antalet ägare på Avanza är dock 1520 vilket är många för ett börsvärde på 70 MSEK. Sedan föreligger självfallet en naturlig skepticism mot ett bolag vars aktiekurs är -99,5% sedan IPO (som skedde för bara fem år sedan).

Summering

SENS är från och med mitten på 2021 mer eller mindre en helt ny verksamhet både finansiellt som operationellt efter att ha inlett en omfattande avyttringsprocess av det största affärsbenet, gjort spännande förvärv samt stärkt den finansiella ställningen. Med en betydligt renare balansräkning än vad bolaget hade för bara sex månader sedan samt med ett tydligt förändrat operationellt fokus är det mycket som talar för att en vändning i SENS äntligen, potentiellt, kan vara runt hörnet. Det är däremot svårt att göra precisa prediktioner för PHS och HTL som kommer vara de stora tillväxtdrivarna givet att de idag bara är i startgroparna av deras respektive kommersialiseringsfaser. Men det finns mycket som talar för att SENS har något väldigt spännande på gång. Detta syns inte minst i rekryteringarna och insiderköpen som gjorts och de strukturella megatrenderna som SENS huvudsakliga affärsområden kommer rida på framgent.

Investmsent case

- Ny verksamhet som troligtvis inte är särskilt känt hos marknaden än. I det här fallet vågar jag påstå att historian inte ens kommer rimma med framtiden.
- Nytt meriterat management med stort skin in the game som genomfört insiderköp under senaste halvåret.
- En redan beprövad teknik som nu appliceras i gruvor samt i länder med stort behov där även det politiska trycket för implementering av dessa lösningar nu accelererar.
- Växande projektportfölj i relevanta marknader. Projektrisken blir dessutom inkrementellt lägre i takt med att portföljen fortsätter växa.
- Gedigen patentportfölj.
- Höga ambitioner.
- Låg likviditet i aktien.

Investment risks

- Ny verksamhet medför frågetecken såsom varför ingen har implementerat pumpkraft i gruvor tidigare. Det går därför att hävda att affärsområdet PHS "bara" är delvis beprövat sedan tidigare.
- Finansiell ställning.
- Risk för ytterligare utspädning.
- Låg likviditet i aktien.

Disclaimer

Ingen av oss på Kalqyl äger aktier i bolaget idag, och har handelsförbud i aktien en månad efter publicerad analys på grund av eventuella intressekonflikter. Inget du läser på Kalqyl.se ska ses som investeringsrådgivning och det som presenterats i analysen kan vara felaktigt. Innehållet i analysen är oberoende men finansierad.