

Biomassa ger större kassa

Mantex, utvecklaren av röntgenteknik för biomassa inom kraftverks- och pappersmassaindustrin, har erhållit goda nyheter kring sin produkt Flow Scanner. En utvärderingsprocess som genomfördes hos ett nordamerikanskt massabruk uppvisade kostnadsbesparingar om 240 000 dollar per månad. Det aktuella bruket ingår i en stor massabrukskoncern där utvärderingsprocessen ligger till grund för eventuell implementering på koncernens andra bruk. Utöver det bedöms bolagets andra produkt, Biofuel Analyzer, erhålla typgodkännande för kommersialisering 2022. Mangold ser positivt på nyheterna och uppskattar att bolaget lyckas öka sin försäljningstillväxt från 2022 och når lönsamhet 2023.

Än finns uppsida

Bolagets aktie har gått upp kraftigt under 2021 vilket har lett till att Mantex marknadsvärde har ökat från 20 till 406 miljoner kronor. Många nya investerare har således hittat till bolaget och reagerat positivt på nyheterna som släppts. En stor del av den uppsidan som vi presenterade i den förra analysen har därmed raderats ut. Givet våra reviderade prognoser finns det fortsatt uppsida kvar om än med betydligt lägre omfattning.

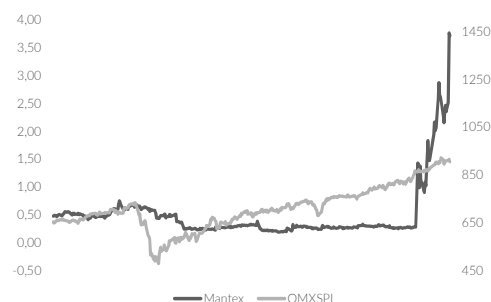
Uppjusterad prognos

Mangold har valt att justera upp försäljningsprognoserna och minska avkastningskravet från initialanalysen. De goda nyheterna från det nordamerikanska massabruket anses ha bekräftat bolagets teknik och Mantex är således redo för kommersialisering. Baserat på våra antaganden i basscenariot ges ett motiverat värde om 5,40 kronor per aktie vilket också blir vår rikt Kurs. Det motsvarar en uppsida om drygt 46 procent från dagens kurs.

Information

Rek/Rikt Kurs (kr)	5,40
Risk	Hög
Kurs (kr)	3,69
Börsvärde (Mkr)	406,1
Antal aktier (Miljoner)	111,1
Free float	72%
Ticker	MANTEX
Nästa rapport	2021-08-06
Hemsida	mantex.com
Analytiker	Anton Gomez

* Inkluderar aktier från TO4



Kursutveckling %

	1m	3m	12m
MANTEX	264,7	1119,3	1207,9
OMX SPI	2,8	8,9	14,5

Nyckeltal

	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
Försäljning (tkr)	3 950	200	6 120	24 970	57 305
EBIT (tkr)	-8 683	-20 054	-11 896	19 527	39 363
Vinst före skatt (tkr)	-9 035	-20 086	-12 588	18 235	38 071
EPS, justerad (kr)	-0,08	-0,18	-0,11	0,13	0,27
EV/Försäljning	103,2	2038,7	66,6	16,3	7,1
EV/EBITDA	neg	neg	neg	19,9	10,1
EV/EBIT	neg	neg	neg	20,9	10,4
P/E	neg	neg	neg	28,8	13,8

Ägarstruktur

	Antal aktier	Kapital
Pegroco Invest	19 989 384	18,16%
Håkan Johansson	11 010 000	10,00%
Allba Holding AB	7 137 719	6,48%
Avanza Pension	3 755 905	3,41%
Nordnet Pension	3 647 574	3,31%
Max Gerger	314 000	1,13%
Zhengdong Pu	837 000	0,76%
Lars Brylde	807 213	0,73%
Totalt	110 069 895	100,0%

Mantex - Investment case

Biomassa ger större kassa

Mangold upprepar Köp och justerar upp riktkursen till 5,40 kronor per aktie på 12 månaders sikt. Det innebär en potentiell uppsida om cirka 46 procent. Mangold bedömer att Mantex står inför en kommersialiseringsfas med sin röntgenpatenterade teknik Flow Scanner. Flow Scanner visade i slutet av det första kvartalet kostnadsbesparingar om 240 000 dollar hos bolagets nordamerikanska kund, något som väntas leda till god försäljningstillväxt i närtid. Mantex andra produkt, Biofuel Analyzer som mäter fukthalt i biomassa, väntas samtidigt erhålla ett typgodkännande för serieproduktion under 2022 och bedöms därefter bidra till ökad försäljning.

Rikt Kurs 5,40 kr per aktie

Teknik som är rätt i tiden

Mantex teknik har potential att bli en ny industristandard. Genom att använda sig av Mantex teknik kan bolag inom pappersmassa- och bioenergiindustrin uppnå betydande effektiviseringar och därmed kostnadsbesparingar. Det är teknik som anses ligga rätt i tiden då många industribolag försöker minska sin energianvändning och bli mer hållbara. Incitamentet från kunder att använda Mantex produkter är således uppenbart och Mangold utgår därför ifrån att bolaget lyckas med betydande försäljning av både Flow Scanner och Biofuel Analyzer. Kraftig försäljningstillväxt väntas ske under 2023 då Biofuel Analyzer bedöms ha nått serieproduktion.

Mantex teknik har potential att bli en ny industristandard

Rally i aktiekursen

Mantex aktie har sedan publiceringen av den första analysen rusat till följd av positiva nyheter relaterat till bolagets fälttester och produktutveckling. Detta har lett till att aktien har gått från 0,27 kronor per aktie till en nuvarande kurs om 3,69 kronor per aktie. Det motsvarar en uppgång om 1267 procent. Mycket har således prisats in i aktiekursen men Mangold bedömer att det fortfarande finns uppsida om än i mindre omfattning.

Aktien har gått upp med 1267 procent på tre månader

DCF värdering indikerar uppsida

Mangold har värderat Mantex med en DCF-modell där vi har justerat ner avkastningskravet till 13 procent. Det motsvarar en lägre nivå än de 14 procent som tidigare användes i initialanalysen. Anledningen till det motiveras av bekräftelsen om kostnadsbesparingar från bolaget nordamerikanska kund som vi bedömer ha minskat risken i bolaget. Mangold ser därmed positivt på Mantex och uppskattar att bolaget lyckas bli lönsamt under 2023.

Bolaget väntas gå med vinst 2023

Mantex - Uppdatering

Händelseutveckling av Flow Scanner

Flow Scanner, som skannar förbipasserad biomassa på ett transportband med röntgen, visade under början 2021 goda resultat ute hos bolagets nordamerikanska kund. Efter redan två av den tre månader långa utvärderingen kunde massabruket notera kostnadsbesparingar på minst 240 000 dollar per månad från enbart kokningsprocessen (tidigt stadiet i papperstillverkning). Det nordamerikanska massabruket har sedan utvärderingen inletts använt Flow Scanner för att fastställa trähalt och fukthalt i den flis som utgör råvara för pappersmassaframställning. Genom att få tillgång till data kring trä- och fukthalt har bruket kunnat anpassa mängden kemikalier och energi som ska användas i stället för att använda genomsnittliga värden. Vidare tror Mantex att massabruket kommer kunna göra fler besparingar vid tillverkning av kartong och tyger. Utfallet från utvärderingsperioden väntas presenteras efter andra kvartalet 2021 och ligger till grund för beslut om att installera Flow Scanner även på papperskoncernens andra bruk.

Flow Scanner har medfört kostnadsbesparingar om 240 000 dollar för kund

Händelseutveckling av Biofuel Analyzer

Mantex har sedan andra halvan av 2020 sett ett stort intresse för sin produkt Biofuel Analyzer som mäter fukthalten i biomassa. Under det tredje kvartalet meddelade bolaget att två av Sveriges största kraftvärmeverk Borås Energi & Miljö samt Mälarenergi i Västerås avser att bli testkunder för Biofuel Analyzer vid färdigställd prototyp. Detta är samtidigt som utvecklingen av Biofuel Analyzer pågår för fullt. Under 2020 kompletterades bland annat produkten med en extra sensor som ger en ökad snabbhet och precision i enlighet med det som kunderna kräver. Vid färdigställd prototyp, som väntas vara klar under första halvan 2021, kommer ytterligare tester genomföras hos kunder. Bägge kraftvärmeverk anses vara moderna anläggningar varav Västeråsanläggningen anses som den modernaste i Europa. Utvärderingen av Biofuel Analyzer väntas därmed ge god respons för framtida kommersialisering. Utöver det har bolaget även sett ett stort intresse från utländska aktörer där dialog förs med potentiella kunder i Asien, Europa, Indien och Sydamerika.

Stort intresse för Biofuel Analyzer innan färdigställd prototyp

Strategin framgent

Möjligheterna att lyckas med kommersialiseringen av Flow Scanner och Biofuel Analyzer beror i huvudsak på två saker. Den första är att bolaget måste kunna utveckla och förfina sin teknologi för att göra den så effektiv som möjligt och den andra är att gradvis rulla ut produkten till kund för validering under verkliga förhållanden. Tillvägagångssättet för båda produkter är i stort detsamma men den största skillnaden är att Flow Scannern har kommit längre i processen. Utrullningen av Flow Scanner kan därmed visa vägen för Biofuel Analyzer och minimera tiden från prototyp till försäljning.

Utrullningen av Flow Scanner kan visa väg för Biofuel Analyzer

Mantex - Prognoser

Uppjusterad prognos

Mangold har valt att justera upp prognoserna för Mantex med hänsyn till det positiva resultatet från Flow Scanner och det ökade intresset för Biofuel Analyzer. Det totala antalet nya kunder för Biofuel Analyzer väntas därmed att öka under den prognostiserade perioden medan Flow Scanner väntas ligga någorlunda i linje med prognosen i initialanalysen. På grund av utdragna fälttester väntas dock kommersialiseringen att visa störst effekt under 2022 och 2023 i stället för 2021, som tidigare var väntat.

Mangold justerar upp prognoserna

Flow Scanner

Flow Scanner, som ägs tillsammans med industrileverantören Andritz, väntas se försäljningstillväxt under 2022 till följd av det lyckade samarbetet med bolagets nordamerikanska kund. Störst tillväxt väntas ske under 2023 då kunderna från tidigare år kommer fungera som referenskunder och kan bidra till ökad försäljning. Mangold bedömer att Mantex lyckas sälja Flow Scanner till 25 kunder per år, motsvarande en årlig försäljningstillväxt (CAGR) om 26 procent mellan 2022 och 2026. Försäljningen väntas under motsvarande period växa från 59 miljoner till 188 miljoner kronor, varav 49 procent är Mantex andel (innan kostnader). Baserat på detta scenario bedöms Flow Scanner nå 6 procent av marknaden 2023 och 19 procent 2026.

Flow Scanner väntas se försäljningstillväxt 2023

Biofuel Analyzer

För Biofuel Analyzer väntas försäljningen börja efter det att fälttesterna hos kraftvärmeverken är klara och produkten har erhållit ett typgodkännande. Detta väntas ske under 2022. Försäljningen bedöms stiga till 25 miljoner 2023 och 152 miljoner kronor 2026, motsvarande en årlig tillväxt (CAGR) om 44 procent. Givet detta scenario väntas Biofuel Analyzer ha nått 2 procent av marknaden 2023 och 12 procent 2026.

Biofuel Analyzer väntas få typgodkännande 2022

MANTEX - NYA KUNDER PER ÅR

	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	Totalt
Flow Scanner							
Uppdatering	2	10	25	25	25	25	112
Initialanalys	15	20	20	20	20	20	115
Biofuel Analyzer							
Uppdatering	0	10	30	50	60	80	230
Initialanalys	7	45	40	20	20	10	142

Källa: Mangold Insight

Pågående nyttjandeperiod för teckningsoptioner

Teckningsoptionerna av serie TO3 nyttjades till 96 procent under det tredje kvartalet 2020 och därmed tillskrevs bolaget 5,6 miljoner kronor före emissionskostnader. Under april 2021 offentliggjordes även en företrädesemission av serie TO4 som sträcker sig mellan 26:e april och 10:e maj. Vid fullt utnyttjande tillförs bolaget 11,1 miljoner kronor innan kostnader. Mangold bedömer att serien tecknas till fullo och att likviden är tillräcklig för att ta Biofuel Analyzer till ett stadie där den är redo för serieproduktion.

Teckningsoptioner bedöms räcka för att kommersialisera Biofuel Analyzer

Mantex - Värdering

Fortsatt uppsida i aktien

Mangold har valt att värdera Mantex med en DCF-modell och ett avkastningskrav om 13 procent. Det motsvarar ett högre avkastningskrav än det som rekommenderas i PWC:s riskpremiestudie från 2020 men lägre än det som användes i initialanalysen. Därutöver används ingen riskfaktor likt den tidigare analysen. Mangold bedömer att bekräftelsen om kostnadsbesparingar från bolagets nordamerikanska kund anses ha eliminerat en stor del av den risk som fanns vid utformningen av initialanalysen. Vidare har hänsyn tagits till full utspädning av aktier från teckningsoptionerna vilket resulterar i totalt 111,1 miljoner aktier. Mangold bedömer att Mantex når lönsamhet under 2023. Enterprise value i basscenariot blir således 595 miljoner kronor vilket ger ett motiverat värde om drygt 5,40 kronor per aktie, motsvarande en uppsida om 46 procent.

Riktkurs 5,40 kr per aktie

MANTEX - DCF

(Tkr)	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
EBIT	-20 054	-11 896	19 527	39 363	66 948	103 243
Fritt kassaflöde	-19 714	-11 875	17 730	37 200	64 455	99 907
Terminalvärde						908 244
Antaganden	Avkrav	Tillväxt	Skatt			
	13%	2%	22%			

Motiverat värde

Enterprise value	595 955
Equity value	598 312
Motiverat värde (kr)	5,38

Källa: Mangold Insight

Mangold har gjort en känslighetsanalys för att illustrera skillnader i avkastningskrav och olika försäljningsnivåer baserat på våra nya prognoser. Värden under 0,8x (Bear) motsvarar en 20-procentig minskning varje år medan 1,2 (Bull) visar en 20-procentig ökning. Från känslighetsanalysen går det att tyda en klar uppsida i aktien förutom vid lägre försäljningsprognoser.

Känslighetsanalysen visar på ett intervall mellan 3,20 och 8,09 kr

MANTEX - KÄNSLIGHETSANALYS

Avk krav %	0,8x (Bear)	Basförsäljning	1,2x (Bull)
12	4,1	6,1	8,1
13	3,6	5,38	7,1
14	3,2	4,8	6,4

Källa: Mangold Insight

Mantex - SWOT

Styrkor

- Avancerad mätteknik med bevisad kostnadsbesparing
- Saknar konkurrens

Svagheter

- Litet bolag som säljer till stora kunder
- Ännu inte lönsamma

Möjligheter

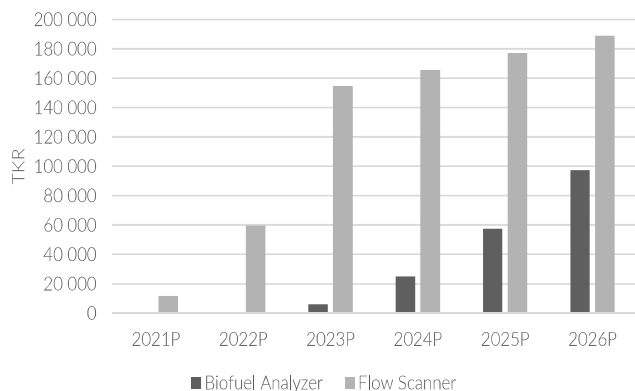
- Stor och global marknad med påvisade behov
- Samarbete med globala industrileverantören Andritz

Hot

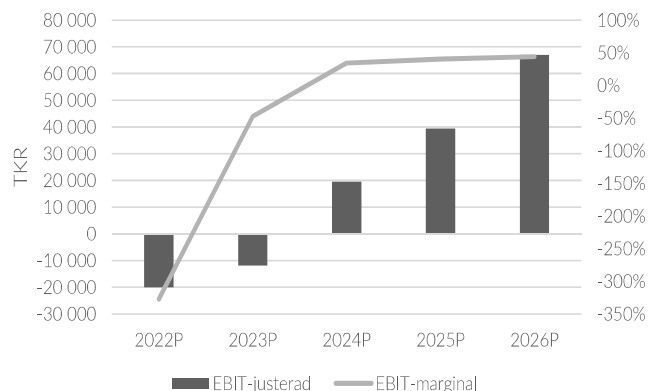
- Inadekvata resultat hos referenskunder
- Förseningar i färdigställandet av Biofuel Analyser

Mantex - Appendix

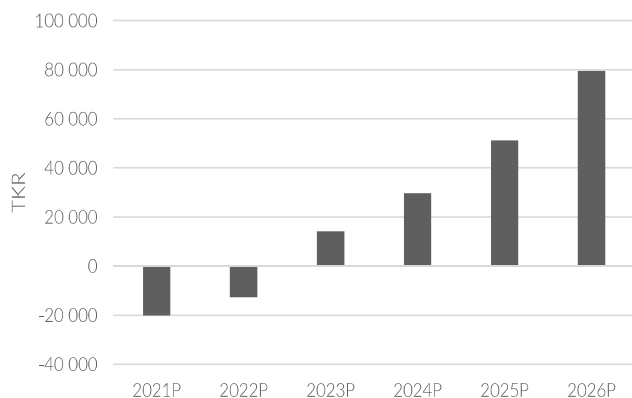
Försäljning



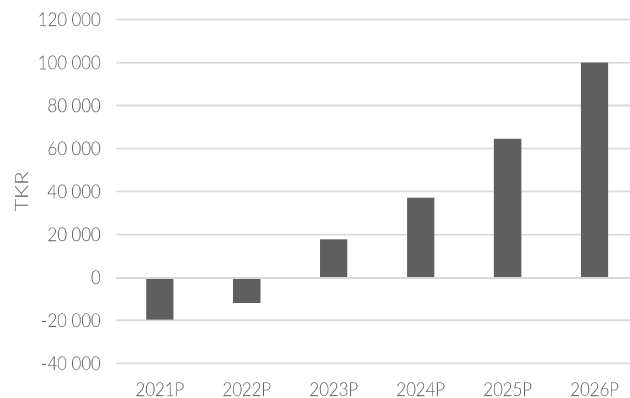
EBIT och marginal



Nettovinst



Fritt kassaflöde



Källa: Mangold Insight

Resultaträkning och balansräkning

Resultaträkning (TKR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Försäljning	13 110	3 950	200	6 120	24 970	57 305	97 419	152 363
Kostnad sålda varor	-5 339	-568	-130	-1 900	-7 600	-16 600	-27 400	-41 800
Bruttovinst	7 771	3 382	70	4 220	17 370	40 705	70 019	110 563
Bruttomarginal	59%	86%	35%	69%	70%	71%	72%	73%
Personalkostnader	-6 975	-2 991	-5 950	-7 650	-10 200	-12 750	-14 450	-17 000
Övriga rörelsekostnader	-12 178	-8 960	-11 900	-14 918	-18 360	-21 038	-23 843	-28 050
Avskrivningar	-64	-114	-451	-479	-505	-529	-553	-575
Rörelseresultat	-11 446	-8 683	-18 231	-18 826	-11 695	6 388	31 173	64 938
Rörelsemarginal	-87%	-220%	-9116%	-308%	-47%	11%	32%	43%
Resultatandel ATAB	0	0	-1 823	6 930	31 222	32 974	35 775	38 305
Rörelseresultat ink. ATAB	-11 446	-8 683	-20 054	-11 896	19 527	39 363	66 948	103 243
Räntenetto	-47	-352	-32	-692	-1 292	-1 292	-1 292	-1 292
Vinst efter finansnetto	-11 493	-9 035	-20 086	-12 588	18 235	38 071	65 657	101 951
Skatter	0	0	0	0	-4 012	-8 376	-14 444	-22 429
Nettoresultat	-11 493	-9 035	-20 086	-12 588	14 224	29 695	51 212	79 522

Balansräkning (TKR)	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tillgångar								
Kassa o bank	1 607	3 420	5 674	11 907	23 546	49 154	95 417	168 332
Kundfordringar	1 365	1 214	25	755	3 078	7 065	12 011	18 784
Anläggningstillgångar	432	432	16	234	937	2 047	3 378	5 153
Övriga omsättningstillgångar	6 778	6 731	9 571	10 092	10 588	11 058	11 505	11 930
Tillgångar totalt	10 182	11 797	15 286	22 988	38 149	69 324	122 311	204 200
Skulder								
Leverantörsskulder	884	738	21	312	1 249	2 729	4 504	6 871
Skulder	3 682	1 063	23 063	43 063	43 063	43 063	43 063	43 063
Skulder totalt	4 566	1 801	23 084	43 375	44 312	45 792	47 567	49 934
Eget kapital								
Bundet eget kapital	6 947	16 510	18 801	18 801	18 801	18 801	18 801	18 801
Fritt eget kapital	-1 331	-6 514	-26 600	-39 188	-24 964	4 731	55 943	135 465
Eget kapital totalt	5 616	9 996	-7 799	-20 387	-6 163	23 532	74 744	154 266
Skulder och eget kapital totalt	10 182	11 797	15 286	22 988	38 149	69 324	122 311	204 200

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

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

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

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

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande. Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

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

Mangolds analytiker äger inte aktier i Mantex.

Mangold äger aktier i Mantex.

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

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

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

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

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

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent