

## Demoleveranser

### I början av kommersialiseringen

Intäkterna för andra kvartalet 2023 uppgick till 28 mkr (20,5 mkr för andra kvartalet -22). Resultatet tyngs som väntat av att Metacon fortfarande är i början av kommersialiseringssfasen. Det är svårt att ta extra betalt för de första projekten inom resp. område, utan de måste ses som lite av demoprojekt. Dessutom har kostnaderna ökat på grund av dyrare inköp och organisationsuppbyggnad. Rörelseresultatet för Q2 landade därför på otillfredsställande men förståeliga -17,7 mkr (-15,3) och kassaflödet från den löpande verksamheten på -0,9 mkr (-5,7 exklusive effekterna av nyemissionen), därtill hjälpt av ett kort-siktigt lån på 10 mkr.

### Fokus på bra leveranser av demoanläggningar

I vintras/våras annonserade Metacon ett flertal banbrytande affärer inom sina olika segment, främst Kempten för biogas, Uppvidinge för vindkraft till tankstation, Pherousa för ammoniak som fartygsbränsle, förutom ett antal mindre affärer. Istället för att fortsätta att fylla pipeline med nya order är fokus nu att få de nämnda projekten att gå från papper till verkstad. De är i första hand att betrakta som demonstrationsanläggningar och bryter mark för kommande projekt. Det inkluderar allt ifrån arbete med certifieringar, olika former av stöd, tillståndsprocesser, mm till underleverantörer, montering och installation, intrimning, säkerhetsarbete och uppfyllande av prestandagarantier. Med tanke på att det mesta görs för första gången så är det inte förvånande att förseningar och kostnadsöverdrag inträffar. Tagna affärer är fördelade mellan de olika verksamheterna elektrolys, biogasreformer, tankstationer och ammoniakcrackers för fartyg, vilket är positivt. Fokuset på leveranser förklarar också att de senaste två kvartalerna var lite lugnare avseende annonserade affärer, men lägger samtidigt grunden för ett lönsamt affärsflöde framöver.

### Osäker men njugg värdering

Att vara med och utveckla en marknad från i princip noll är kostsamt, tidskrävande och förenat med avsevärd risk. Å andra sidan är potentialen i vätgasmarknaden osedvanligt stor. Det återspeglas i stora span i prognoser och värderingar, samt i ett högt avkastningskrav på 17% för att kompensera för risken. Vi har tagit ner våra omsättningsprognoser något för i år och nästa år, och försiktighetsvis flyttat fram tidpunkten för positivt kassaflöde till 2026. Med det så landar vår kassaflödesberäkning som på det här tidiga stadiet innehåller många stora osäkerhetsfaktorer på en kurs nära 3 kronor, medräknat utspädning som följd av framtida beräknade finansieringsbehov innan bolaget blir kassaflödespositivt.

Dagens kurs ger ett företagsvärde (EV) som inte ens utgör hälften av bolagets omsättningsmål för 2025 – ett mål som vi inte ser som omöjligt i den snabbt växande marknaden. Det är njuggt, men visar på marknadens dåliga riskaptit och rädsla för kommande finansieringsbehov.

## Metacon

### Rapportkommentar - Q3 2023

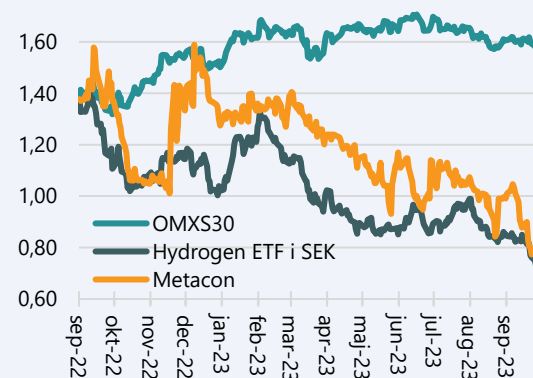
Datum 3 oktober 2023  
Analytiker Johan Voss-Schrader

### Basfakta

Bransch	Energiteknik
Styrelseordförande	Ingemar Andersson
Vd	Christer Wikner
Noteringsår	2018
Listning	Nasdaq First Growth market
Ticker	META
Aktiekurs 2/10 - 23	0,78 kr
Antal aktier, milj.	342,6
Börsvärde, mkr	268
Nettoskuld*, mkr	-81
Företagsvärde (EV), mkr	188
Webbplats	www.metacon.com

\* neg = nettokassa

### Kursutveckling senaste 12 månaderna



\* Global X Hydrogen ETF i SEK och OMXS30 normerade till Metacon.

Källa: NGM, Nasdaq, Global X

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023P	2024P	2025P
Omsättning	63,8	100	200	500
EBITDA	-35,2	-59	-61	-20
Rörelseres. (EBIT)	-47,4	-70	-81	-60
Nettoreultat	-50,4	-71	-86	-68
Resultat per aktie	-0,15 kr	-0,21kr	-0,25 kr	-0,20 kr
Omsättningsstillväxt	527%	57%	100%	150%
EBITDA-marginal	-55%	-59%	-31%	-4,0%
Rörelsemarginal	-74%	-70%	-41%	-12%
Vinstmarginal	-79%	-71%	-43%	-14%
P/E-tal	neg	neg	neg	neg
EV/ebit	neg	neg	neg	neg
P/S-tal	4,2	2,7	2,2*	0,9*
EV/omsättning	2,9	1,9	2,2*	0,9*

Källa: Bolaget, prognoser A Analysguiden

\* nyckeltalen för 2024p & 2025p justerade för beräknat kapitalbehov

## Investeringstes

### Pusselbitarna på plats

Metacon befinner sig i tidig fas trots att det grundades redan 2011 och sedan dess utvecklats och förfinat sin portfölj av teknologier och lösningar inom vätgasproduktion. Genombrottet för vätgasen som energibärare och -lager är nu på väg och flera analyshus och banker räknar med att vätgasbranschen i stort står inför flera starka decennier. Med flera demoanläggningar igång eller på väg ut inom sina olika nischer, samarbeten med flera ledande aktörer i branschen och en förstärkt organisation ser Metacon redo ut för en spännande tid framöver.

### Energiberoende och grön omställning gynnar

Den övergripande trenden av ett allt större miljöfokus gynnar givetvis Metacon och bäddar för ökade investeringar i sektorn och branschen. Grön vätgas utgör inte bara en möjlighet till utsläppsminskning utan i takt med att investeringarna ökar blir den alltmer ekonomisk att använda. Kostnaden prognostiseras sjunka de kommande åren vilket kommer att kraftigt accelerera övergången till vätgas globalt inom många sektorer. Ytterligare en faktor som blivit tydlig de senaste 3 åren är det ökade behovet av energiberoende. Pandemin blottade sårbarheter i de globala leveranskedjorna och Rysslands invasion av Ukraina skapade en stark drivkraft för europeiska länder att frångå import av fossila bränslen. Ett företag som i detta läge tillhandahåller marknadsledande produkter för framställning av grön vätgas är väl positionerat för tillväxt.

Produktionssättet för framställning av grön vätgas som väntas dominera är elektrolys, för vilket Metacon har säkrat produkter via samarbetet med Peric – världens största tillverkare av elektrolysörer. Metacon har dock egenutvecklade produkter för ångreformering som bolaget applicerar i en ännu orörd nisch; biogas. Det finns flera naturliga biogaskällor, inte minst inom jordbruket, där gasen, som i huvudsak består av metan som är en stark växthusgas, idag bara avgår till atmosfären. Med Metacons produkter kan gasen tas om hand och omvandlas till ren vätgas utan våldsamt elkonsumtion som med elektrolysörer. Att metanet inte slipper ut i luften, att vätgas erhålls ekonomiskt och att få en decentraliserad energiproduktion är en "win-win-win-win" för klimatet, elnätet, anläggningsägaren och Metacon.

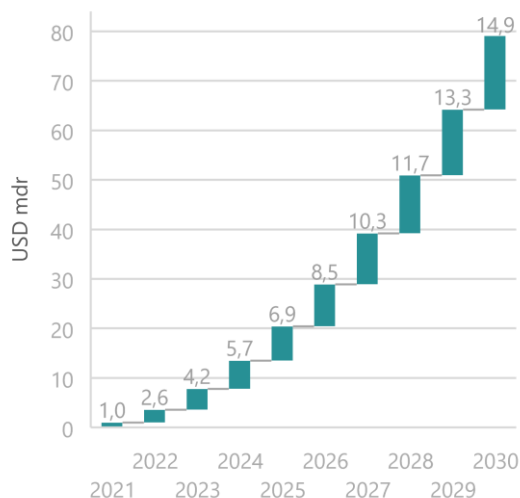
### Prognostiserar stark tillväxt men viss osäkerhet

Ledningen guidar till en hög genomsnittlig tillväxttakt för kommande år för att nå 500 mkr i försäljning år 2025. Det framstår som möjligt även om osäkerheten är betydande och en bredare kommersialisering ligger framför bolaget. Exakt hur intäktmodeller, prissättning, marginaler och dylikt ser ut kommer bli tydligt med tiden och prognoserna blir därmed relativt skissartade i det här läget. Att bolaget har tillväxtpotential är dock uppenbart, men ytterligare kapitaltillskott kommer sannolikt att krävas.

Trots detta är det uppenbart att vätgas är en viktig del i den framtida energiomställningen och Metacon framstår som väl positionerat i den. Vi ser fram emot att följa bolaget framöver och ser tydligast triggers i närtid av ökad kommersiell aktivitet, växande orderstock med konvertering till stigande försäljning och förbättrad lönsamhet.

## Global marknad, grön vätgas

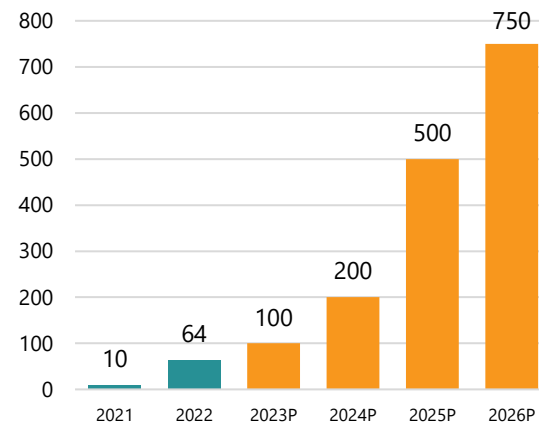
Bedömningar av marknadsvärdets tillväxt varierar mellan olika experter, men landar mellan 30-60% per år fram till 2030, med siffror högre i spannet för bedömningar av senare datum.



Källa: Next Hydrogen

## Prognostiserar snabb tillväxt från låga nivåer

Nettoomsättning, 2021-2026P, i miljoner kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

## Finansiella mål:

Per **utgången av 2025** ska Metacon nå:

- **500 mkr i omsättning**
- **Positivt kassaflöde**

## Utsikter & prognoser

Vätgasmarknaden domineras fortfarande idag av ångreformerings av fossil gas för användning i industriella processer, inte minst i petrokemisk industri. Världen fokuserar dock alltmer på grön vätgas, där el från förnybara energikällor som vind och sol, spjälkar vatten i dess beståndsdelar väte och syre. Tanken är att vätgasen – vid sidan av batterier som är alldeles för dyra för att stötta elnätet mer än några timmar – ska kunna täcka upp för de dagar, veckor och ibland månader som de förnyelsebara energikällorna inte räcker till för att möta efterfrågan. Utöver elnäten tillåter vätgasens mångsidighet direkt användning i bränslecellsdrivna fordon, direkt i industriella processer som t ex järn- & stål och kemisk industri men även tillverkning av e-bränslen för nischer som är notoriskt svåra att elektrifiera, såsom e-metanol för flyget och ammoniak för sjöfarten. Självklart ska den gröna vätgasen också ersätta dagens vätgas med fossilt ursprung, såsom grå eller brun vätgas.

Marknadsmöjligheterna är alltså mycket stora, men problemet hittills är att kostnaderna ännu är för höga för många applikationer. Forskning och utveckling pågår dock för att höja verkningsgraden, minska förlusterna och sänka kostnaderna för framställning, transport, lagring och användning av vätgasen<sup>1</sup>. Marknaden och teknikerna är mycket unga, så förbättringar sker snabbt vilket kommer att successivt sänka kostnaderna så att användningen ökar inom befintliga användningsområden samtidigt som allt fler nya applikationer kommer ifråga och de flesta bedömare spår därför en mycket snabb tillväxt för grön vätgas under de närmaste 20-30 åren.

IRENAs uppskattning visar att investeringar i grön vätgas globalt behöver uppgå till USD 80 mdr per år till 2030 för att nå 1,5C-målet<sup>2</sup> och experter och marknadsanalytiker bedömer att värdet av marknaden för grön vätgas växer med minst 50% per år globalt till 2030 – och ännu mer i volym. Starkt politiskt stöd finns både i USA, där IRA (Inflation Reduction Act) under vissa förutsättningar kan stötta produktionen med upp till USD3/kg, och i Europa med ett antal åtgärder och stöd både inom ramen för program som RePowerEU och FitFor55 med upp till €4,50/kg via EU Hydrogen Bank, men också genom allt hårdare utsläppsregleringar av olika industrier.

Sammanfattningsvis kan inte marknaden beskrivas som annat än mycket lovande. En utförligare beskrivning av marknaden återfinns på sidan 10.

### Metacons affärsfall

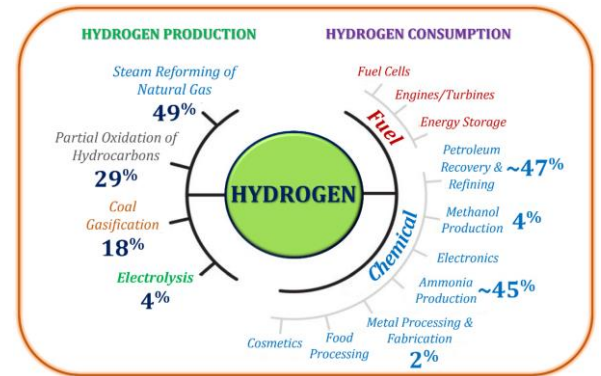
I den här lovande marknaden, som dock ännu är i sin linda, befinner sig Metacon i slutfasen av en rask ompositionering från att använda sin egenutvecklade utrustning som från början var avsedd för grå vätgas, till spännande nischer för grön vätgas. Bolagets ursprung, utvecklingen av en särskilt effektiv patenterad metod för så kallad katalytisk ångreformerings, vilket innebär att vätet i det metan som utgör

<sup>1</sup> Förlusterna sker i alla led i kedjan, t ex:

- \* 30-35% i produktionen, alltså själva elektrolysören
- \* 13-25% vid omvandling till vätska eller andra bärare som ammoniak
- \* 10-12% för transporten av vätgas
- \* 40-50% när vätgasen används i en bränslecell.

<sup>2</sup> IRENA (International Renewable Energy Agency), feb 2023

## Produktionsätt och Användning



Dagens vätgas har nästan uteslutande fossilt ursprung och industriell användning.

Källa: IRENA

### Snabbt växande miljardmarknad

De flesta bedömare pekar på en kraftig ökning i marknaden för grön vätgas, med tillväxt mellan 40-70% per år fram till 2030.



Prognosticerad storlek på den globala marknaden för grön vätgas av Precedence Research, 2022–2032

Källa: Precedence Research

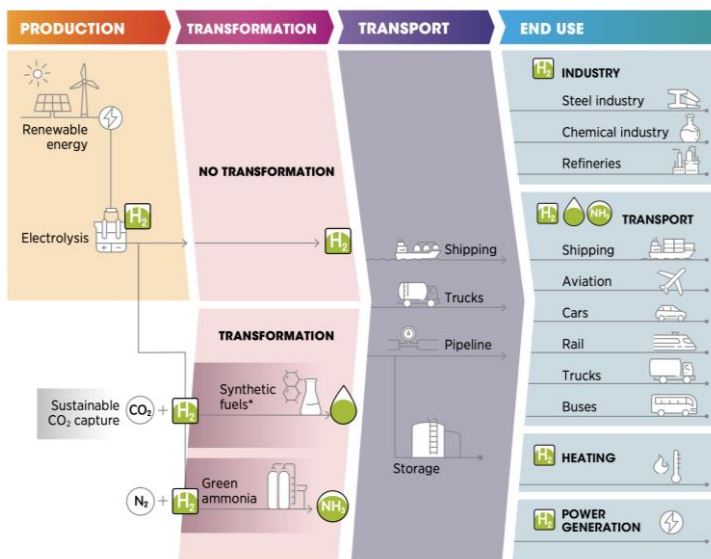
ca 70% av naturgas, frigörs och bildar vätgas. Metacons grekiska dotterbolag, Helbio, har utvecklat applikationer som mindre kraftvärme-system, reformers för industriella behov och elkraftsgeneratorer med sin unika metod. Dessa drivs i huvudsak fortfarande av naturgas eller derivat därav, men Metacon fokuserar nu på biogas som råvara från olika naturliga källor, som lantbruk, reningsverk, mm. Fördelen är att råvaran, biogasen, i de flesta fall är gratis från gödseldammar t ex, vilket bl a bidrar till en bra ekonomi i investeringen för kunden.

Metacons produkter är storleksmässigt väl anpassade till den målgruppen och använder då en biprodukt hos lantbrukaren eller reningsverket som annars i många fall skulle riskera att försvinna upp i atmosfären som metan, med en växthuseffekt som är ca 100 gånger kraftigare än koldioxid över en 20-årsperiod. Lönsamheten för såväl lantbrukaren som Metacon är hög, vilket gör applikationen affärs-mässigt mycket intressant.

En typisk anläggning skulle kunna ge närmare 200 ton vätgas per år. Den kan användas till att tanka bilen/traktorn/lastbilen, producera el & värme för lantbruket eller säljas externt. Med dagens vätgaspriser är den produktionen värd ca 15-20 mkr/år och varje sådan anläggning skulle potentiellt kunna ge Metacon ca 15 mkr i bidrag efter omkostnader när produktion, distribution och installation kommit upp i fart. Bara i Tyskland uppskattas totalmarknaden för biogasanläggningar till ca 10 000 stycken och vätgasproduktionen från dessa skulle både spara avgången av metanet till atmosfären och samtidigt ersätta annat bränsle motsvarande halva tyska bilflottan! I den här nischen, mindre anläggningar för reformering av biogas till vätgas, som även den ännu är i sin linda, är Metacon nästan ensam.

För att komplettera ursprungsteknologin och de applikationer som är byggda på den och för att snabbare få intäkter, har bolaget genom köpet av Water2H2 blivit distributör av alkaliska elektrolysörer och vätgastankstationer från den världsledande kinesiska tillverkaren Peric – ett samarbete som snabbt har fördjupats och där Metacon nu distribuerar Perics produkter även i USA. Självklart bidrar tillägget av dessa produkter till Metacons erbjudande även en förstärkning av bolagets

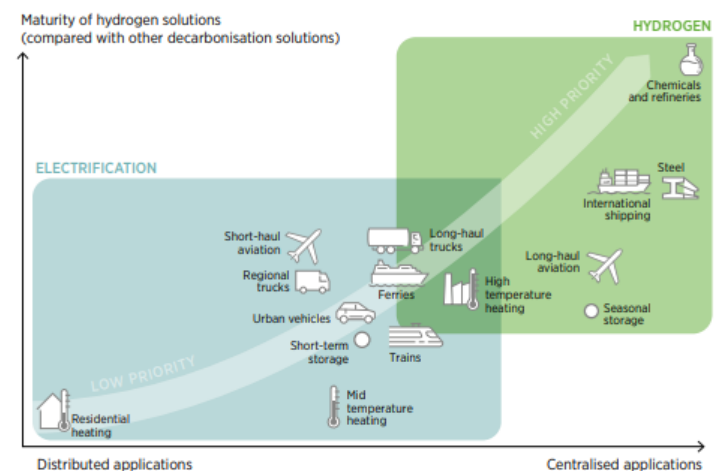
### Värdekedjorna för grön vätgas



Källa: IRENA

### Prioritetsordning för användningsområden

I takt med att priset på grön vätgas sjunker så kommer allt fler användningsområden ifråga.



Källa: IRENA



förflyttning mot den gröna delen av vätgasmarknaden. Metacon kompletterar även med de modernare PEM-elektrolysörerna.

Fartygsapplikationer är också intressanta för Metacons egenutvecklade teknik, där Metacon förra våren levererade den första ammoniakcrackern till norska Pherousa för marknadsföring mot den marina sektorn globalt, där gröna bränslealternativ söks, men är svåra att få fram. Ammoniak har 4 gånger högre energiinnehåll per volymenhet än högkomprimerad vätgas och är också lättare att hantera ombord på ett fartyg, vilket gör den betydligt mer attraktiv för marina tillämpningar. Ammoniak har dock visat sig svårt att enkelt och ekonomiskt återvinna vätet ur, men här har Metacon alltså en lösning framme och har annonserat att de förbereder sig för en beställning av utrustning till upp till sex Ultramax torrlastfartyg anpassade för ammoniak som bränsle. Samtidigt införde EU i våras en ny reglering, FuelEU Maritime<sup>3</sup>, som sänker taket för växthusgasutsläpp från fartygsbränslet med 2% 2025 och successivt upp till 80% 2050, samt krav på nollutsläpp i hamn, vilket tillsammans med den uppblossade debatten om giftigt skrubbevatten från tvätten av avgaser påskyndar introduktionen av alternativa rena bränslen.

Produktionen av reformers har hittills skett internt, men Metacon har inte för avsikt att ge sig in på volymtillverkning ens av sina egna reformers, utan kommer att lägga ut sådan produktion på externa parter. Även om en mindre del av vertikalen ger något lägre marginaler, så kompenseras det och mer därtill rent ekonomiskt genom lägre kostnader, lägre kapitalbindning och inte minst ökad flexibilitet och handlingsfrihet framöver samt en bättre hävstång på sin unika teknologi och know-how.

Metacon tog våren 2022 en viktig order på två elektrolysbaserade integrerade tankstationer för grön vätgas från Botnia Hydrogen i samarbete med GISAB och sedan tidigare en vätgastankstation till Uppvidinge Vätgas, förutom en elektrolysanläggning i USA. Uppvidinge invigdes 31 augusti och är en viktig demonstration av hela kedjan från vindkraftverken intill, till elektrolysörer, lagring och tankstation för såväl personbilar som tunga fordon. Även på de egenutvecklade produkterna röntes framgångar i följd med de första orderarna på kraftvärmeenheter H2PS-5 från tyska B4H, ovan nämnda ammoniakanläggning till norska Pherousa, samt en möjlig affär i Rumänien med en helintegrerad containerbaserad systemlösning med elektrolysör, kompressor, lagring, bränslecell och tankstation till Rumänien till ett ordervärde om hela 177 Mkr. Det senare är dock villkorat av EU-stöd.

Det kanske viktigaste projektet hittills är emellertid det i fjärde kvartalet iföljd annonserade Kempten-projektet, där Metacons katalytiska reformering ska användas på det metan som frigörs ur processerna i reningsverket där. Förutom att vara ett stort projekt ekonomiskt, så är det här verkligen en viktig demonstrationsanläggning för liknande projekt framöver. Förhoppningen är att projektet kan stå klart innan årsskiftet och då utgöra proof-of-concept för andra reningsverk, inte minst i Tyskland.

Metacon arbetar nu fokuserat med leveranser av de olika projekt som tagits hem, som förutom de ovan beskrivna också inkluderar ett kontrakt på en mindre tankstation i Slovakien på 1 MW och ett MoU för

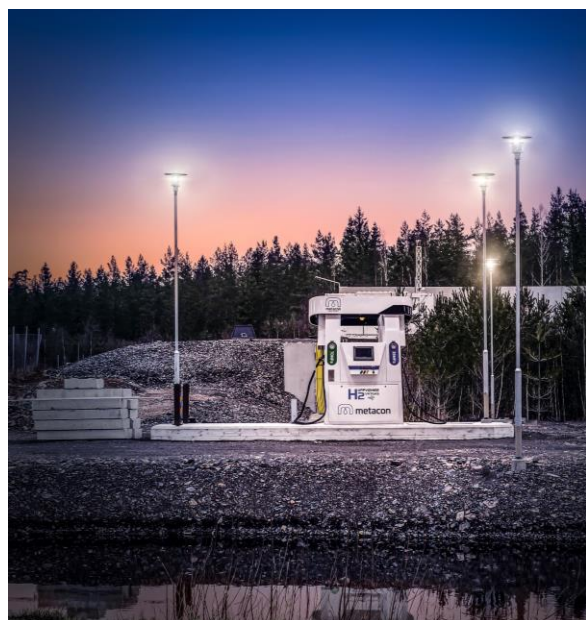
## Ammoniakdrivet fartyg



Dotterbolaget Pherousa har tillsammans med finska Deltamarine designat Ultramax torrlastfartyg för framdrift med ammoniak, antingen genom direkt förbränning eller genom konvertering till vätgas att använda i bränsleceller.

Källa: Bolaget

## Uppvidinge Vätgastankstation



Stationen är en viktig demonstration av hela kedjan från närliggande vindkraftverk, via elektrolysörer till tankstation för både personbilar och tunga fordon.

Bilder från invigningen: [https://youtu.be/H\\_-2fKyoSM8](https://youtu.be/H_-2fKyoSM8)

Källa: Bolaget

<sup>3</sup> [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip\\_23\\_1813/IP\\_23\\_1813\\_EN.pdf](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip_23_1813/IP_23_1813_EN.pdf)

en 5 MW elektrolysör med ett ordervärde på 5,8m USD, som ska kopplas till en solcellsanläggning, med en polsk kund som planerar flera liknande anläggningar framöver. Dessutom fick Metacon ett andra förhandsavtal om samarbete för ett reformeringssystem från Schweiziska WattAnyWhere där etanol reformeras till vätgas för en off-grid-lösning för laddning av elbilar.

Flera av projekten som i de flesta fall kan klassas som demonstrationsanläggningar, går långsammare framåt än önskvärt ofta på grund av tröga tillståndprocesser, vilket tillsammans med lärlkostnader bidrar till att sänka lönsamheten. I det här läget är det dock viktigare att kunna visa upp fungerande lyckade projekt där tekniskt uppsatta mål nås, än att få goda marginaler på dem. Vi förväntar oss därför fortsatta, och t o m ökande förluster för de närmaste kvartalen innan det börjar vända uppåt mot svarta siffror.

## Prognoser

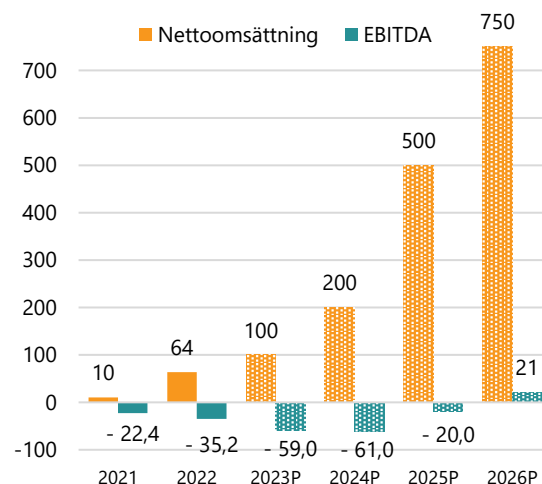
Eftersom Metacon bara har påbörjat den kommersiella fasen utan att vara i närheten av etablerade marginalnivåer eller ens affärsmodeller så blir detaljerade prognoser på det här stadiet en svår uppgift för en extern prognosmakare. Även om det är tidigt, så är det dock klart uppmuntrande att avtal och order rullar in, och det är också en bra bredd, med både elektrolysanläggningar, tankstationer och biogaslösningar. Det lovar gott för framtiden. Samtidigt ger Metacons medelfristiga finansiella målsättningar där omsättningen ska överstiga 500 mkr för 2025 och bolaget vara kassaflödespositivt senast före utgången av 2025 viss vägledning i hur ledningen tänker sig framtiden för de närmaste åren. Förutsättningarna inom respektive verksamhetsområde ser något olika ut och kan utnyttjas av bolaget för att hitta en bra balans mellan intäkter nu och att bygga för framtiden:

- Distributionen av Perics elektrolysörer följer sannolikt åtminstone marknadsutvecklingen, men kan bli snabbare på grund av utslagning eller sammanslagning av mindre tillverkare. Fokus ligger på mindre affärer (runt 50 mkr) ett segment där det är lättare att slå sig in och där Metacon redan levererar. Marginalerna får på sikt antas ligga i linje med liknande återförsäljar- och installatörsverksamhet.
- Biogasaffären som på medellång sikt kan bli bolagets stjärna, med hög tillväxt under lång tid och betydligt bättre marginaler mot bakgrund av know-how och immateriella rättigheter i denna speciella nisch, men risken här är högre, då Metacon själva måste utveckla marknaden.
- Den marina affären med utrustning för konvertering av ammoniak är intressant, och har förvånansvärt snabbt närmat sig kommersialiseringsfasen med Pherousa-avtalen i våras.

Dessa positiva utsikter till trots, har bolaget fortfarande mycket kvar på lärlkurvan och skaleffekter, vilket tydligt syns på nuvarande marginaler. Även om kommersialiseringen har påbörjats så har leveranserna hittills fortfarande väldigt mycket karaktären av demonstrationsprojekt med osäkerheter kring projektspecifika tekniska detaljer och ad-hoc lösningar. Det medför initialt låga bruttomarginaler, vilket återspeglas i våra marginalantaganden för den närmaste tiden.

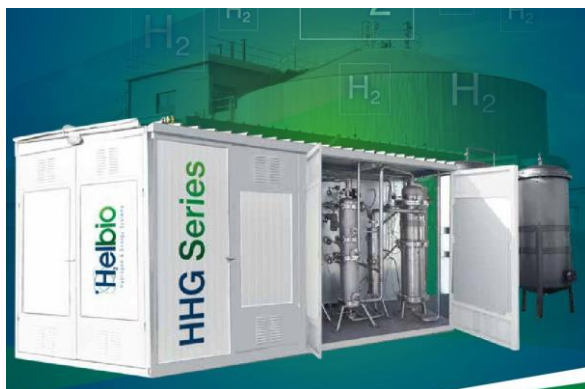
De två största svårigheter ledningen upplever just nu är dels att finansieringsklimatet försvårar för Metacons kunder att hitta kapital till

## Sammanfattning prognoser



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser)

## Helintegrerad reformer i container



Metacons containerbaserade reformer av t ex biogas från lantbruk till vätgas, som finns med olika kapacitet och utbyggbara för större behov.

Källa: Bolaget

sina projekt, dels att tillståndsprocesser och processer för bidrag från stat/EU drar ut på tiden mycket mer än planerat. I vissa fall behöver inte ens kunden bidragen för att få kalkylen att gå ihop, men de vill självklart avvakta för att se om det går att få dem, vilket innebär förseningar i projekten som inte ens hade uppkommit om det inte funnits stöd, paradoxalt nog.

För de närmaste åren blir det därför viktigt för Metacon att vara selektiva i vilka projekt de engagerar sig i. Förutom projektfinansieringsfrågor så måste även balansen hittas i flera dimensioner: Exempelvis mellan kortsiktig lönsamhet gentemot demoanläggningar för framtida viktiga affärer, eller försäljning av Perics elektrolysutrustning gentemot utveckling av affären med den egna tekniken för reformering av biogas. I det sammanhanget är det mycket positivt med det stora intresset för Metacons erbjudanden, med utestående offerter på miljardbelopp, men disciplin krävs för att undvika spretighet, hitta rätt balans och hushålla med knappa resurser.

När vi räknar lite försiktigt utifrån vårt begränsade underlag så ser det ut som en rejäl utmaning att nå positivt kassaflöde redan 2025, så vi har försiktighetsvis i våra prognoser skjutit fram det till 2026. Med förseningar redan på demoanläggningar, utdragna tillståndsprocesser, mm så kommer det att dröja innan lönsamheten kommer upp. Inte heller omsättningsmålet om 500 mkr för 2025 är snutet ur näven, men med höga styckpriser och bra leveranskapacitet är det inte omöjligt att nå. Vi har dock tagit ner prognoserna något för innevarande och nästa år, men låter tills vidare 2025-målet stå kvar.

På lite längre sikt, i och med att tillverkningen av bolagets produkter i huvudsak kommer att ske hos externa parter, förväntas marginalutvecklingen avspegla det med lägre bruttomarginaler än konkurrenter med högre vertikal integrering, men å andra sidan också lägre kostnader för personal, rörelsekapital och investeringar/avskrivningar.

## Kapitalbehov

Med nyemissionen ifjol somras säkrade Metacon en kassa som bör räcka något år till, men knappast till att bolaget blir kassaflödespositivt. Längden på Metacons "runway" är dock inte helt lätt att beräkna. Nettokassan uppgick per sista juni till knappt 81 mkr, men "burn raten" är desto svårare: Bolaget är precis i början av sin kommersialiseringssfas, så någon "normal" siffra finns inte än och mycket handlar förstås om stora projektavräkningar som kan falla i olika perioder, men rörelsekapital och investeringar lär ändå stiga med den starka förväntade försäljningstillväxten och kommer att avgöra kapitalbehovet framåt. Om ledningen drar av på gasen och fokuserar på snabb lönsamhet så skulle slantarna möjligen kunna räcka hela vägen, men det skulle antagligen bli obehagligt gles på botten av kofferten en period även om drastiska beslut fattas som på längre sikt kan betraktas som dumsnåla.

De två senaste kvartalens kassaflöden före förändringar i rörelsekapital har legat på ca -13 mkr. Förändringen av kassan under de senaste 12 månaderna, exklusive kapitalet från nyemissionen ifjol somras, uppgick till -58 mkr, eller -14,5 mkr per kvartal. Typiskt sett behöver ett växande företag investera i rörelsekapital även om det kan variera kraftigt från period till period – hur mycket det trendmässigt kan uppgå till i det här fallet är oklart. Om vi för enkelhets skull rundar

## Helintegrerad reformer i fält



Metacons containerbaserade anläggning för ångreformering av t ex biogas från lantbruk till vätgas, som finns med olika kapacitet och utbyggbara för större behov.

Källa: Bolaget



upp till -15 mkr i kassaflöde från den löpande verksamheten per kvartal för att få en uppfattning om storleksordningen, så skulle det indikera -60 mkr på 12 månader. För hela 2022 var samma siffra -50 mkr.

Med en strategi baserad på legotillverkning så bör inte investeringarna behöva bli alltför tunga, men kontentan är ändå att med nuvarande trend och utan att gå på sparlåga, så bör finansieringsfrågan sannolikt vara något ledningen och styrelsen kommer att behöva ta tag i under hösten/vintern för genomförande under vår/sommar -24.

Det är förstås omöjligt att veta hur investeringsklimatet ser ut kommande vår, men i våra kalkyler utgår vi i brist på bättre information ifrån att både stöd och lån blir aktuella, men också en emission av nya aktier eller konvertibler. För den förra delen kan exempelvis Helbio kanske få grekisk finansiering eller så kan kanske olika former av EU-finansiering eller -stöd göras tillgängliga. För nyemissionsdelen räknar vi konservativt med att den sker till en kurs i närheten av den nu aktuella. Den utspädning den medför ligger förstås med i beräkningarna och den osäkerhet emissionen innebär återspeglas i avkastningskravet.

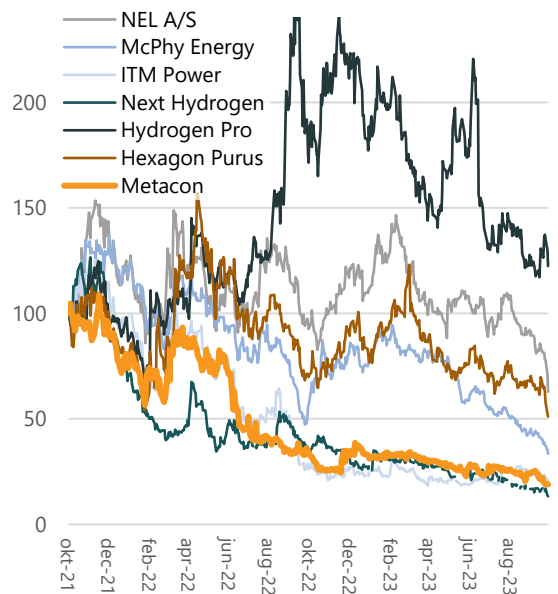
## Värdering

Att försöka värdera bolag på en marknad som knappt existerar ännu är givetvis inte helt lätt och kompliceras ytterligare av att externa krafter, som myndigheter, lägger mycket pengar och tryck på marknadens aktörer att förverkliga visioner så långt bort som till 2050. En kassaflödesanalys med den sortens tillväxt och horisont blir väldigt känslig för ingående parametrar. Samtidigt går det inte att tänka bort värdet av tillväxten som ligger efter exempelvis 2030, då marknadstillväxten sannolikt vid det laget har kommit in i sin starkaste tillväxtfas. Till det kommer mer bolagsspecifikt att vi ännu inte har sett var storheter som marginaler, kapitalbindning, lönsamhet, mm kommer att hamna. Det fortsatta resonemanget och den slutliga värderingen måste därför tas med en stor nypa salt och kommer sannolikt bli föremål för stora revideringar framöver – förhoppningsvis uppåt då vi har lagt oss lite konservativt i ett jättespann.

Vårt höga avkastningskrav återspeglar osäkerheten i våra prognoser och att det i grunden inte är givet att företaget hittar rätt balans i verksamheten med en gång. Där utgår vi från den riskfria 10-åriga statsobligationsräntan på idag ca 3%, och adderar den allmänt vedertagna generella riskpremien för aktieinvesteringar ex ante om 6%. Till det kommer en småbolags-, finansierings- och illikviditetspremie som vi bedömer till ca 8%, vilket innebär ett betavärde om 2,3. Det kan låta högt, men givet en bransch stadd i snabb förvandling där de större existerande fokuserade aktörerna visar ett beta över 1,5, framstår 2,3 för ett litet bolag som just har påbörjat kommersialiseringen inte som för högt. Å andra sidan lämnar det ett bra utrymme för uppvärdering om potentialen infrias.

I tillägg till de prognoser för de fyra närmaste åren vi illustrerat ovan, antar vi att Metacon skissartat växer sin omsättning i avtagande takt ner till 30% per år för de fyra åren därefter fram till 2030, varefter bolaget antas växa i takt med marknaden. Den absolut största delen av värdet på bolaget ligger dock bortom år 2030, vilket är en viktig anledning till den stora osäkerheten i värderingen. Om vi antar att bolaget fortsätter att växa i takt med marknaden även efter 2030, med

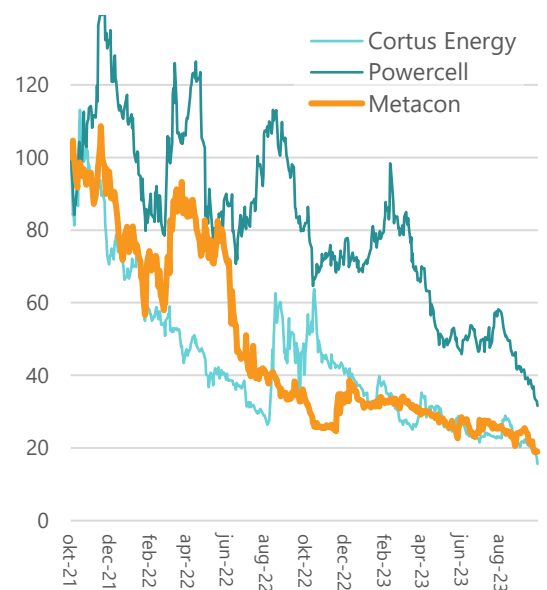
## Metacon mot vätgasbolag, i SEK



Metacon har haft det lite tyngre på börsen de senaste 2 åren än de globala jättarna i branschen.

Källa: Refinitiv

## Metacon & liknande lokala bolag



Svenska bolag med närbesläktade aktiviteter har dock haft det ungefär lika tuftt som Metacon på börsen de senaste 2 åren.

Källa: Refinitiv



försiktigtvis 20-30% per år, så framstår det inte som orimligt att marknaden år 2030 är beredd att betala en P/S-multipel på minst 2. Det skulle innebära ett 12-månaders framåtblickande P/E-tal kring 22 med en rörelsemarginal på knappt 9% och våra antaganden i övrigt. En sådan värdering 2030 skulle då ge en aktiekurs om närmare 10 kronor och därmed en avkastning på drygt 40% per år fram till dess räknat på dagens kurs. I tabellen bredvid framgår vad olika antaganden om P/S-multipeln 2030 och avkastningskravet innebär för motiverad aktiekurs idag, givet våra prognoser och antaganden i övrigt, och grafen nedan den årliga avkastningen till dess, givet dessa.

En så ung marknad som den för grön vätgas är helt naturligt mycket fragmenterad och styrkor som exempelvis en bra finansiell backning, en stark företagsledning, en unik skyddad teknisk lösning eller tung politisk stöttning kan vara helt avgörande för framgång, men syns inte bra i en DCF-kalkyl, och ännu mindre i en-periods-mått som multiplar på olika nivå i resultaträkningen.

Alla dessa osäkerhetsfaktorer till trots vill vi ändå framhålla att Metacon framstår som väl positionerat i en mycket intressant marknad. Vi ser fram emot att dimmorna skingras gällande såväl branschens politiska förutsättningar som det typiska finansiella utfallet i bolagets olika produktkategorier, så att vi kan återkomma med en lite mer förfinad värdering för detta mycket intressanta bolag.

## Risker

Även om potentialen för Metacon är stor, måste det noteras att vi står inför ett antal betydande risker både på kort och lång sikt. Till att börja med vilar prognoserna på en hög grad osäkerhet. Bristen på historik och det faktum att bolaget precis påbörjat sin kommersiella resa ökar osäkerheten och risken i detta läge. Bolaget har på många sätt redan bevisat sin teknologi men har ännu att bevisa den kommersiella gångbarheten och förmåga till både tillväxt och förbättrade resultat.

Det läge som bolaget befinner sig i innebär också att lönsamhet och positiva kassaflöden ligger en bra bit fram i tiden. Skulle lönsamheten dröja eller negativa kassaflöden svälla markant kan detta innebära större finansieringsbehov med utspädande effekt som följd eller t o m svårigheter att hitta finansiering överhuvudtaget. Bolaget har idag en kassa på ca 80 miljoner kronor vilket givet det löpande kassaflödet senaste året bör räcka något år framåt i tiden. Även om intäkterna ökar, är det dock rimligt att anta att även kostnaderna kommer att öka i takt med att marknads- och säljaktiviteter intensifieras. Vi kommer därför sannolikt få se ytterligare finansieringsbehov innan bolaget når positivt kassaflöde men vår bedömning är att detta bör kunna ske på ett sätt som inte blir alltför utspädande för befintliga aktieägare.

Vidare så befinner sig marknaden i sin helhet i ett mycket tidigt skede. Mycket kan förändras och trots att bolaget är väl positionerat idag så är kommersiell framgång på intet sätt garanterad. Bolaget är också beroende av nyckelpersoner, vilket med en hårdnande konkurrens på denna specifika marknad kan bli svårare att behålla. Slutligen påverkas vätgasmarknaden i stort fortsatt i hög grad av politisk inriktning. Trots att mycket talar för ett allt större fokus på omställningen till gröna energikällor så skapar det ändå en osäkerhet och geopolitiska frågor kan få stora effekter på branschen.

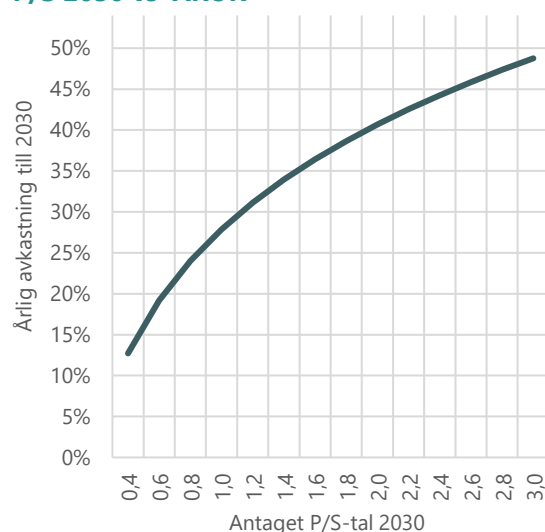
## DCF-kalkyl

Motiverad kurs	Avkastningskrav --->							
	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%	
P/S 2030 -> <---	1	2,10	1,97	1,84	1,73	1,62	1,52	1,43
	1,2	2,47	2,31	2,17	2,04	1,91	1,80	1,69
	1,4	2,84	2,66	2,50	2,35	2,21	2,07	1,95
	1,6	3,21	3,01	2,83	2,66	2,50	2,35	2,21
	1,8	3,58	3,36	3,16	2,97	2,79	2,62	2,47
	2	3,95	3,71	3,49	3,28	3,08	2,90	2,73
	2,2	4,33	4,06	3,82	3,59	3,37	3,17	2,99
	2,4	4,70	4,41	4,15	3,90	3,67	3,45	3,25
	2,6	5,07	4,76	4,47	4,21	3,96	3,72	3,51
	2,8	5,44	5,11	4,80	4,52	4,25	4,00	3,77
3	5,81	5,46	5,13	4,83	4,54	4,27	4,03	

Känslighetsanalys på motiverad kurs med våra prognoser 2022-26 och antagande om en omsättningstillväxt som under 2026-30 sjunker ner mot branschens förväntade 30%, utifrån olika antaganden om diskonteringsränta (=avkastningskrav) och försäljningsmultipel (P/S) år 2030.

Källa: Analysguiden

## P/S 2030 vs AROR



Givet vilket antagande man som investerare gör angående den försäljningsmultipel som marknaden är beredd att äsätta bolaget år 2030 (x-axeln) och givet våra antagande fram till dess, så kan man avläsa vilken avkastning man får per år fram till 2030.

Källa: Analysguiden

## Vätgasens funktion och marknad

### Varför vätgas?

I ett ord: Mångsidigheten. Till exempel:

- Vätgas kan lagra energi som sedan frigörs med endast vatten som utsläpp.
- Den kan omvandlas till andra bränslen, så som elektrobränslen, i traditionell vätskeform med högt energiinnehåll och som kan användas utan växthusgasutsläpp i dagens infrastruktur och motorer med bara mindre modifieringar i de flesta fall.
- Vätgas kan användas direkt i industriella processer, till exempel vid järnframställning, där kol och koks hittills använts i en masugn för att ta bort syret ur malmen, men ersätts av en direktreduktion med hjälp av grön vätgas, återigen utan klimatskadliga utsläpp.

Det är viktigt att i de två första användningsområdena ovan notera att vätgas inte är en energikälla, utan en energibärare, analogt med elektricitet. Den stora skillnaden är att elen måste omvandlas till en annan energiform för att kunna lagras, till exempel kemisk energi i batterier, lägesenergi i "pumped hydro", rörelseenergi i svänghjul eller fysikaliskt genom spjälkning av vatten till syrgas och vätgas. Det här är speciellt ett problem för intermittent elproduktion som vind och sol. Alla ovan nämnda omvandlingar innebär energiförluster i olika grad, där exempelvis batterier är mycket effektiva, men dyra och med begränsad kapacitet (några timmar), "pumped hydro" är både effektivt och har stor kapacitet lokalt (energin kan till exempel sparas mellan säsonger) men kräver speciella förutsättningar geografiskt och ofta stora investeringar och ingrepp i naturen, men kan också göras i mindre skala i nedlagda gruvor. Svänghjul finns i produktionen av el idag och säkerställer leverans vid mycket korta svängningar (sekunder) i efterfrågan eller utbud. Omvandling till grön vätgas genom elektrolys har ännu så länge betydligt större energiförluster, men är i många fall ändå det enda realistiska alternativet för långtidslagring idag om den gröna kedjan ska vara obruten.

Ett stort och viktigt skäl till intresset för vätgas är inte bara att den ska fungera som energilagring för intermittenta energikällor, utan också direkt som insatsvara i industriella processer, som till exempel Hybrit och H2 Green Steel visar. Infrastruktur från naturgasindustrin kan också återanvändas i viss mån, även om energiinnehållet per volymenhet är ca en tredjedel mot naturgas, vilket ger upphov till kompressionsförluster vid distribution och lagring. Det skiljer också dels vad gäller täthet då vätemolekylerna är mindre än metanmolekyler och dels materialens hårdighet mot försprödning orsakad av vätgasen, men så kallad relining och repurposing av pipelines, pumpstationer, mm har redan inletts, bl a i Europa.

Väte kan också utan förbränning direkt omvandlas till el i en bränslecell, men kan också likt naturgasen eldas för uppvärmning eller i förbränningsmotorer efter modifieringar av dessa då temperaturerna blir högre. Avfallet/avgaserna blir i båda fallen bara vatten. Men vätgasen kan också användas till så mycket annat, som till exempel så kallade elektrobränslen. Grön vätgas kan tillsammans med koldioxid från luften eller infångningsanläggningar (CCS = Carbon Capture & Storage) exempelvis omvandlas till e-metanol för att driva jetflyg. Ett annat

### Vätgasprojekt i norr

#### Nordic Hydrogen Route

En 100 mil lång vätgaspipeline runt Bottenviken, som genom sin dimension också ska fungera som lagring, planeras för byggstart 2026 och drift från 2030. Beräknat vätgasbehov är 65 TWh/år, vilket motsvarar 7,5 GW kontinuerlig konsumtion, att jämföras med EUs mål om 40 GW installerad elektrolyseffekt år 2030.



Källa: Nordic Hydrogen Route – Bothnia Bay

#### HYBRIT

HYBRIT, som parallellt med H2 GreenSteel ska producera fossilfritt stål med vätgasreduktion, tog hösten 2022 sin pilotanläggning i bruk för berglagring av vätgas i Luleå. Pilotanläggningen har en storlek på 100 kubikmeter med maxtrycket 250 bar, och i ett senare skede kan det bli aktuellt att lagra 100 000 till 120 000 kubikmeter trycksatt vätgas i ett fullskaligt lager. Det innebär i så fall att man kan lagra upp till 100 GWh el omvandlad till vätgas, vilket räcker för att försörja en fullstor fabrik för järnsvamp i cirka tre till fyra dagar.



Källa: HYBRIT

exempel är omvandling till ammoniak, där kväve istället för koldioxid tas ur luften för omvandlingen och ammoniaken användas bl a inom sjöfarten. Redan idag är vätgas en central komponent i framställningen av HVO (Hydrerade Vegetabiliska Oljor), som en stor andel tunga fordon kör på nu och som också utgör en del av all traditionell diesel på grund av den så kallade reduktionsplikten, där förnybara drivmedel ersätter den fossila dieseln.

## Hur distribueras och lagras vätgas?

Vätgas tar enormt mycket plats, så för att få en rimlig energidensitet så måste den komprimeras eller förvätskas.<sup>4</sup> För dagens vätgasbilar används ofta trycket 700 bar i tanken, medan 350 bar är vanligt för tyngre fordon. För storförbrukare används anpassade tryck och ibland också kylning, ner till -240C för att få gasen flytande och distributionen till dessa kommer också, i takt med att marknaden växer, behöva ske i pipelines precis som för naturgas idag.

Pipelines passar inte minst in på Europa som med sina högt satta klimatmål och plötsliga uppvaknande till behovet av energiberoende trycker gasen i botten på en omvandling mot vätgassamhället i alla sina delar, där distributionen och lagringen är mycket viktiga. Så kallad ”repurposing” av befintliga naturgasrörledningar som nämndes ovan – alltså att anpassa pumpstationer, rör, mm till att frakta vätgas – börjar nu planeras på flera håll i Europa. EU har som mål att konvertera nästan 40 000 km rörledningar från naturgas till vätgas till 2035. Det kan låta mycket, men som jämförelse är dagens nätverk för naturgas i Europa på ungefär 1 000 000 km.

Mot bakgrund av

- att vätgasen som energilagring oftast kommer att produceras och konsumeras på samma plats,
- att energiöverföringen kan ske som el istället och låta lagringen som vätgas ske nära energikonsumenterna,
- att energikällorna sannolikt kommer att vara decentraliserade (sol, vind, småskalig kärnkraft), samt
- att vätgasen kan omvandlas till andra mer lättanvända och lätthanterade energibärare som elektrobränsle, om än med ytterligare omvandlingsförluster,

så minskar dock behovet av rörledningar jämfört med epoken med naturgas. Samtidigt så kommer den enorma befintliga infrastrukturen för flytande bränslen till viss del kunna användas för elektrobränslen.

## Marknaden för grön vätgas

Marknaden för vätgas tillverkad av fossila energikällor vilken globalt utgjorde 98% av all vätgas 2018, är mogen och har en tillväxt på föga imponerande 5-6%/år. I kontrast till den står den ännu embryonala marknaden för grön vätgas, tillverkad utan utsläpp av växthusgaser, inför en explosiv tillväxt. BNEF (Bloomberg New Economy Finance) beräknar att produktionen av grön vätgas kommer att hålla en genomsnittlig tillväxttakt till år 2050 på minst 30% per år. I EUs vätgasstrategi finns ett mål om 40 GW installerad elektrolyseffekt till 2030 – att jämföra med dagens globala installerade effekt om ca 0,2 GW. Till

## Marknadsbedömningar för grön vätgas:

Marknadsprognos, globalt	Period	CAGR %
Strategic Market Research	2022-30	55,1%
Allied Market Research	2021-28	54,7%
Straits Research	2022-30	55,0%
Reportlinker	2025-30	54,7%
Transparency Mkt Research	2022-31	51,6%
Grandview Research	2022-30	39,5%
Bis Research	2022-31	68,9%
FNF Research	2021-28	55,2%
Inkwood Research	2025-30	54,7%
GMI Research	2022-30	>60%
Precedence Research	2022-32	55,0%

De grå siffrorna härstammar från äldre bedömningar (2021 och tidigare).

Källa: Analysfirmorna

<sup>4</sup> Dessa tekniker för att höja energidensiteten är dock energikrävande och kan ta ända upp till 30% av energiinnehållet i gasen.

detta så har man allokerat EUR 430 mdr, alltså 5000 miljarder kronor, eller 80% av Sveriges BNP.

Olika analysfirmor gör olika prognoser, där en del tror att den explosiva fasen verkligen står för dörren nu, medan andra bedömer att tillverkningskapaciteten för utrustning för såväl vätgasproduktion som distribution och lagring behöver både utvecklas och byggas ut innan vi ser den riktigt expansiva fasen i tillväxtkurvan. Dagens globala kapacitet för tillverkning av elektrolysörer uppgår till drygt 3 GW/år, men behöver öka 50-faldigt till 2050. Det är därför inte konstigt att prognoserna spretar under de närmaste åren för att sedan bli mer lika varandra. Ett alltmer intensivt klimatfokus från myndigheterna under senare år och även fokus på Europas energiberoende som kommit i blyxtbelysning i samband med Rysslands attack på Ukraina, har inneburit att alla byggplaner och stödprogram snabbas på så mycket som bara är möjligt och det har ännu inte hunnit återspeglas i marknadsprognoserna. Alla sådana stöd är välkomna, då produktionen av grön vätgas ännu är dyr jämfört med grå vätgas<sup>5</sup>. Om priset för att släppa ut växthusgaser är noll<sup>6</sup>, kostar grå vätgas mellan \$1-2/kg att producera, medan grön vätgas idag ligger betydligt högre: I regioner med goda förutsättningar för produktion av förnyelsebar el, som t ex delar av Mellanöstern, Afrika, Ryssland, Australien, USA, går det att producera grön vätgas till mellan \$3-5/kg i de allra bästa anläggningarna. I Europa ligger priset på \$5-10/kg, om än att grå vätgas också är dyrare då utsläppsrätter behöver köpas för sådan produktion.

Europa är höggradigt beroende av naturgas, fram till ifjol främst från Ryssland, och den används ofta i såväl bostäder som större fastigheter direkt för uppvärmning, varmvatten och matlagning. I många delar av Europa där elnätet inte är lika robust som i Norden, anses gasleveranserna mer pålitliga än elen. Detta är en viktig aspekt i kommersiella och industriella sammanhang där en obruten energiförsörjning är vital. Att rakt av ersätta gasleveranser med elleveranser skulle därför inte bara kräva enorma investeringar under lång tid, utan också i vissa delar en förändrad inställning till energiformerna. Samtidigt är det 4-5 gånger mera kostnadseffektivt att transportera stora mängder energi som vätgas än i form av el. För att exempelvis frakta all den vindkraft som planeras i elprisområde 2 till industrierna i norr skulle det krävas en kraftledningsgata med 400 kilovoltsledningar som är en halv kilometer bred hela vägen. Alternativt kan den mängden energi i form av vätgas transporteras i en pipeline som är drygt en meter i diameter nedgrävd i backen<sup>7</sup>.

I Sverige står vätgasen inför en dramatisk ökning i närtid, tack vare de stora industrisatsningarna i norr, främst H2Green Steel och Hybrit, där vätgasen inte bara blir en energikälla utan också används direkt i den industriella processen. De satsar på egna lager för vätgas för att garantera att deras industriella processer kan hållas rullande 24

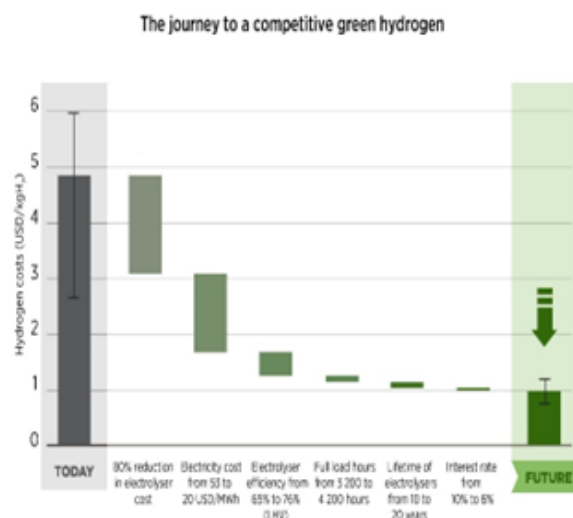
<sup>5</sup> Färger används för att beskriva energikällan och metoden vid vätgasframställning:

- Grön: Elektrolys av vatten med energi från förnybara källor (vatten, vind, sol,...).
- Rosa: Elektrolys av vatten med energi från kärnkraft.
- Grå: Ångreformering av metanet i naturgas (släpper ut ca 10 kg CO<sub>2</sub>/kg H<sub>2</sub>).
- Blå: Som grå fast med koldioxidinfångning, CCS (släpper ut ca 0,5-4 kg CO<sub>2</sub>/kg H<sub>2</sub>).
- Turkos: Pyrolys av metan ger väte + fast kol (kimrök), inga växthusgaser.
- Brun/Svart: Förgasning av brun-/svartkol (släpper ut ca 20 kg CO<sub>2</sub>/kg H<sub>2</sub>).
- Gul: Har använts både för sol, kärnkraft och blandade elkällor till elektrolys.
- Vit: Naturligt förekommande vätgas i avlagringar i jordskorpan.

<sup>6</sup> I Europa skulle dagens pris på utsläppsrätter addera ca \$0,70/kg vätgas.

<sup>7</sup> Källa: Nordion Energi

## Prisutvecklingen på grön vätgas



De viktigaste faktorerna för att få ned priset på grönt väte är priset på den förnybara elektriciteten och priset och effektiviteten på elektrolysörerna.

Källa: IRENA

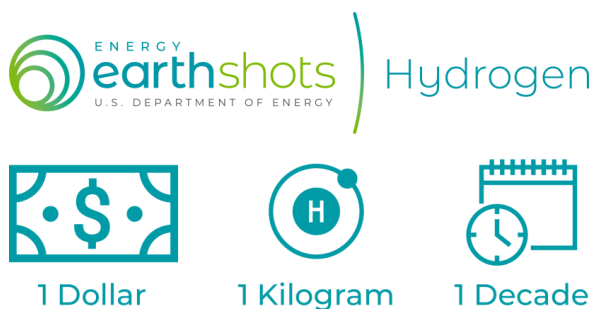


timmar om dygnet och 365 dagar om året. I nästa steg finns stora planer på att skapa en infrastruktur för främst tunga transporter, och att tillsammans med Finland bygga en 1 000 km lång pipeline runt Bottniska viken, som genom sin storlek inte bara kommer att fungera som ett distributionsnät utan också som ett lager för vätgas.

De stora summor som nu investeras i grönt väte kommer att driva fram minskade omvandlingsförluster och lägre kostnader i slutändan för såväl elektrolysörer som bränsleceller, distributions- och lagringsteknik. Det kommer att ske både genom teknisk innovation samt lär- och volymfördelar. Ett tungt initiativ är USAs energidepartement som sommaren 2021 lanserade "The Clean Hydrogen Earthshot" med "111"-målet<sup>8</sup>: 1 dollar för 1 kilo grön vätgas inom 1 decennium. Även IRENA, International Renewable Energy Agency, har skissat på vägen till \$1/kg och tror att grönt väte kommer att vara konkurrenskraftigt på pris runt år 2030. Lyckas detta eller ens kommer nära, och de flesta bedömare lutar åt att det bör vara möjligt, är grunden lagd för de visioner som spritts allt vidare på senare år om det framtida rena vätgas-samhället.

## Hydrogen Earth Shot

DoEs Hydrogen Earth Shot är ett initiativ för att inom ett decennium få fram teknik och skala för att få ner kostnaden för grön vätgas med 80% från dagens ca 5 dollar/kg.



Källa: US Department of Energy

<sup>8</sup> Se <https://www.energy.gov/eere/fuelcells/hydrogen-shot>

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Johan Voss-Schrader äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader