

Exeger Sweden AB

23 juni 2021

Aktiekurs: 180 sek

Riktkurs: 4 165 sek

Hemsida: www.exeger.com

Lista: Pareto Securities noterade aktier [Pareto Onoterade lista](#)

Säte: Stockholm

Antal aktier: 44,05 miljoner

Marknadsvärde: 7 929 msek

Aktiekurs vid analys: 180 sek

Senaste emissionskurs: 160 sek (maj 2021)

Analytiker: Ulf Sedig^A, ulf.sedig@merrant.se

Största aktieägare %

Giovanni Fili 8,0

AMF 5,7

SoftBank Group 4,4

Fortum 4,2

Stena Sessan 4,1

Antal anställda 160

Grundades 2009

Analys marknaden trådlösa hörlurar

Bolagsanalysen "[Exeger Banbrytande teknologi med global potential](#)" kompletteras nu med en analys av marknaden för trådlösa hörlurar, för att skapa förståelse och synliggöra vad detta kan innebära i intäkter och täckningsbidrag för bolaget. Exeger har kommunicerat att deras fokus är att bli standard på de vertikala marknader de approacherar. I analysen presenteras scenarios med mellan 10% till 70% marknadsandel. Uppnår Powerfoyle exempelvis en marknadsandel på 30% av segmentet premiumlurar motiverar detta en värdering av bolaget på 2 284 kronor per aktie, förutsatt att Exeger är noterat.

Analysen avser endast marknaden för trådlösa hörlurar och är bara en utav många möjliga vertikaler som Exeger avser lansera Powerfoyle på. En scenarioanalys med väntevärde för utfall i respektive vertikal inom konsumentelektronik-produkter ger en avsevärt högre värdering än riktkursen 4 165 kronor per aktie.

Affärsvärldens reportage om Exeger den 31 maj 2021 - "Teoretiskt är marknaden för Powerfoyle enorm. Exempelvis säljs det varje år cirka 1,5 miljarder smartphones, 200 miljoner surfplattor och lika många trådlösa hörlurar". Konsumentelektronikmarknaden är stor – men då ska man ta i beaktande att marknaderna för smarta-hem-produkter och Internet of Things (IoT) som finns med på Exegers prioriteringslista bedöms vara ännu större än totala potentialen för Powerfoyle inom konsumentelektronikprodukter.

En start av en ny era för laddning av trådlösa hörlurar inleddes den 21 april 2021 då Urbanista lanserade världens första självladdande hörlur som drivs av Exegers Powerfoyle. Lanseringen har rönt stor uppmärksamhet internationellt, med artiklar i bland annat [Forbes](#)¹ och [Wired](#)². Att erbjuda evig laddning med hjälp av Powerfoyle kan snabbt bli en de facto-standard för trådlösa hörlurar, om kunderna förväntar sig att denna funktionalitet ska finnas inbyggd i produkterna.

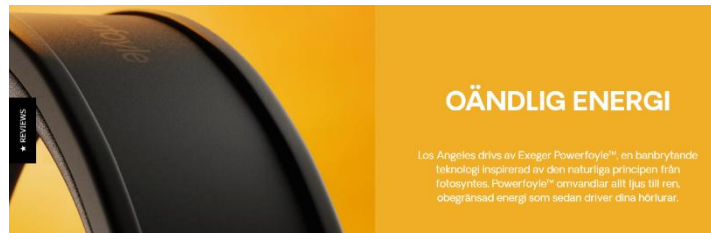
Trådlösa hörlurar

	On-Ear & Over Ear	In-Ear
År 2020	70 miljoner	250 miljoner
År 2021 (prognos)	80 miljoner	310 miljoner



Anammas Powerfoyle av någon av de stora aktörerna på marknaden för trådlösa hörlurar såsom Apple, Samsung, Bose eller Sony - kan det medföra ett scenario där övriga tillverkare snabbt måste integrera Powerfoyle för att vara konkurrenskraftiga.

Kundernas mottagande av [Urbanistas trådlösa hörlur Los Angeles](#), som drivs av Powerfoyle är således av stort intresse att följa - för att bedöma vilket genomslag Powerfoyle kommer att få i marknaden för trådlösa hörlurar.



Powerfoyle kan integreras direkt i On-Ear & Over-Ear hörlurar samt i laddningsetuier för In-Ear hörlurar. Totalmarknaden för dessa två segment uppgick till 320 miljoner enheter år 2020. Totalmarknaden växte med 20% år 2020 och förväntas att växa med 15,6% år 2021 (källa: [Canalys](#), se not 3). Med beaktande av komponentbrist innevarande år har Canalys justerat ner tillväxttakten för trådlösa hörlurar år 2021.

In-Ear hörlurar: Marknaden för In-Ear hörlurar domineras av Apples AirPods, som tog 31% av totalmarknaden om 250 miljoner lurar år 2020. Marknaden förväntas växa till **310 miljoner lurar år 2021**. Näst störst marknadsandel har Xiaomi med 9% följt av Samsung 7%, Sony 4% och QCY 3%. AirPods marknadsandel förväntas sjunka till 27% år 2021 (källa: [Counterpoint](#), se not 4).

Adresserbar marknad för Powerfoyle utgörs av de dyrare In-Ear hörlurarna som kostar 1200 kronor och uppåt. Denna priskategori av lurar tillverkas av Apple, Samsung och Sony. Därutöver finns ett dussintal tillverkare av high-end lurar som även kan inkluderas i möjlig marknad för Powerfoyle. **Adresserbar marknad** uppskattar vi till 44% av totalmarknaden, vilket innebär **136 miljoner** lurar per år 2021 (Marknadsandelar: Apple 27%, Samsung, 7%, Sony 4%, övriga high-end tillverkare 6% = 44% -> 44% * 310 miljoner = 136 miljoner, källa Counterpoint).

On-Ear & Over-Ear hörlurar: Marknaden för On-Ear & Over-Ear hörlurar domineras av sex bolag, Apple, Samsung, Bose, Sony, Sennheiser och Scullcandy. Samtliga säljer företrädesvis dyrare premiumlurar. Adresserbar marknad för Powerfoyle utgörs av On-Ear och In-Ear hörlurar som kostar 1400 kronor och uppåt.

År 2020 såldes 70 miljoner On-Ear & Over-Ear hörlurar och marknaden förväntas växa 15% till **80 miljoner** lurar år 2021. **Adresserbar marknad** för Powerfoyle uppskattar vi till 41% utav totalmarknaden, vilket innebär **33 miljoner lurar** per år 2021 (Marknadsandelar: Samsung (JBL) 13%, Sony 10%, Bose 8%, Sennheiser 4% och Scullcandy 1% övriga high-end tillverkare 5% = 41% -> 41% * 80 miljoner = 33 miljoner, källa Canalys).

Prissättning

Exeger har vid ett flertal tillfällen angivit att slutkund betalar ett påslag om 500 kronor för Powerfoyle för On-Ear & Over-Ear hörlurar. Utav dessa 500 kronor tillfaller 85 kronor Exeger (10 USD per hörlur, dvs 85 kronor eller 17% av påslaget till slutkund).

I intäktsanalysen nedan har antagits att slutkund av In-Ear hörlurar betalar ett lägre påslag om 400 kronor för integrering av Powerfoyle i laddningsetuier. Exeger antas erhålla samma relativa andel av detta dvs 68 kronor (17% * 400 kronor = 68 kronor).



Ytan per sida på etuier för AirPods uppgår till knappt 24 kvadratcentimeter, se länk [Apple laddningsetui](#). Täcks bägge sidorna av etuier innebär detta att intäkten per kvadratcentimeter uppgår till 1,42 kronor (68 kronor/48 cm = 1,42 kronor/cm). Slutkunden betalar för funktionaliteten och inte per kvadratcentimeter.

I analysen daterad 2021-01-27 använde vi en prisreduktion år 2021 på 30% för priset per kvadratcentimeter Powerfoyle. Detta gjordes för att ta höjd för att vissa tilltänkta applikationer kommer att ha lägre marginaler för Exeger (tex IOT-applikationer). I intäktsanalysen för In-Ear, On-Ear & Over-Ear hörlurar använder vi fullt pris per hörlur som kommunicerats av Exeger. För härledning av Exegers kostnad per kvadratcentimeter för tillverkning av Powerfoyle, se not 5.

Intäktsanalys

Det svåra är att bedöma hur snabbt och i vilken omfattning penetreringen av marknaden kommer att ske. Utgår man ifrån Exegers utlåtande om att de avser att bli marknadsstandard kan detta tolkas som att över 50% av samtliga trådlösa hörlurar som tillverkas kommer att ha Powerfoyle integrerat.

Exeger själva uttrycker att de tillhandahåller en "Irreversibel teknologi. Ingen som upplevt självladdande produkter vill gå tillbaka till en gammal teknologi, ingen vill gå från smartphone till knapptelefon". Frågan är vad det innebär att vara marknadsstandard i procent av den totala marknaden, innebär det 30%, 50% eller 70% av totalmarknaden?

I intäktsanalysen för trådlösa hörlurar har scenarios från 10% till 70% marknadsandel av adresserbar marknad presenterats för att skapa en förståelse och synliggöra för vad detta kan innebära i intäkter och täckningsbidrag för Exeger. **En marknadsandel på 30% av segmentet premiumlurar innebär ett täckningsbidrag på 2,9 miljarder kronor per år för Exeger och en marknadsandel på 50% ger ett täckningsbidrag på 4,8 miljarder kronor per år.**

In-Ear penetration	Antal med Powerfoyle (miljoner)	Exeger intäkter (mrd)	Exeger täckningsbidrag (mrd)	On- & Over-Ear penetration	Antal med Powerfoyle	Exeger intäkter (mrd)	Exeger täckningsbidrag (mrd)	Exeger totalt täckningsbidrag (mrd)
10%	13,6	0,9	0,8	10%	3,3	0,3	0,2	1,0
20%	27,3	1,9	1,5	20%	6,6	0,6	0,4	1,9
30%	40,9	2,8	2,2	30%	9,9	0,8	0,7	2,9
50%	68,2	4,6	3,7	50%	16,5	1,4	1,1	4,8
70%	95,5	6,5	5,2	70%	23,1	2,0	1,5	6,7

Bolagsvärdering

Denna analys avser endast marknaden för trådlösa hörlurar, vilken är en utav många möjliga vertikala marknader som Exeger avser att lansera Powerfoyle på. Med beaktande av Exegers banbrytande teknologi, mycket höga kundnytta och stora volympotentialer i majoriteten av de produktsegment bolaget adresserar är rikt kursen om 4 165 kronor per aktie inte orälistisk, se analysen "[Exeger Banbrytande teknologi med global potential](#)". Rikt kursen är baserad på 30% beläggning av Exegers fabriker, KTH-fabriken samt Urban Factory.

Exeger lanserar Q4 i år plattformen för nästa generations Powerfoyle med en verkningsgrad i paritet med de mest effektiva solcellerna, som är baserade på Gallium Arsenid. Denna typ av solcell är mycket dyra och komplicerade att tillverka och används bland annat i satelliter och rymdfarkoster, se länk [Britannica](#). Exegers avser att ha nästa generations Powerfoyle integrerade i applikationer och ute på "hyllan" för konsumenter Q4 år 2022. Lanseringen är en mycket viktig milstolpe för Bolaget – eftersom det öppnar upp för nya möjliga vertikala marknader där det krävs högre verkningsgrad såsom exempelvis smartphones och bilar.

Tar vi endast i beaktande marknaden för trådlösa hörlurar ger 30% marknadsandel av segmentet premiumlurar en värdering på 2 284 kronor per aktie, förutsatt att Exeger är noterat.

Penetration Trådlösa hörlurar	Exeger totalt täckningsbidrag (mrd)	Fasta kostnader (mrd)	Rörelse resultat (mrd)	Vinst efter skatt (mrd)	P/E-tal 40 (mrd)	P/E-tal 60 (mrd)	P/E-tal 40 Pris per aktie (kr)	P/E-tal 60 Pris per aktie (kr)	Snitt (kr)
10%	1,0	-0,37	0,6	0,5	19,0	28,4	430	646	538
20%	1,9	-0,37	1,6	1,2	49,7	74,6	1 129	1 693	1 411
30%	2,9	-0,37	2,5	2,0	80,5	120,7	1 827	2 741	2 284
50%	4,8	-0,37	4,4	3,6	142,0	213,0	3 224	4 837	4 030
70%	6,7	-0,37	6,4	5,1	203,6	305,4	4 621	6 932	5 777

*) För uppskattning av fasta kostnader se not 8-11 i analysen daterad 27 januari 2021 samt redogörelse för multipeintervall, se länk "[Exeger Banbrytande teknologi med global potential](#)".

Om författaren av analysen

A) Ulf Sedig Civ.ek Lunds Universitet, 30 års erfarenhet av finansbranschen och kapitalförvaltning. Grundare av och VD på hedge-fondbolaget Merrant Capital. 10 års erfarenhet från riskkapitalinvesteringar som investeringsansvarig på Industrifonden och Affärsstrategerna. Erfarenhet av styrelsearbete i start-ups och onoterade teknikbolag. Aktieägare i Exeger sedan 2014.

Noter

- Not 1.** Forbes 15 april 2021 "Cool Swedish Audio Brand Unveils The World's First Self-Charging Wireless Headphones", se länk [Forbes](#).
- Not 2.** Wired 14 april 2021 "Urbanista has made the world's first solar-powered headphones", se länk [Wired](#).
- Not 3.** Canalys 30 mars 2021 "TWS and watches became key smartphone companion devices in Q4 2020", se länk [Canalys](#).
- Not 4.** Counterpoint 4 maj 2021 " Global TWS Market to See 33% YoY Growth in 2021", se länk [Counterpoint](#).
- Not 5.** **Materialkostnad – Den verkliga materialkostnaden för Exeger är okänd och kan väsentligt avvika ifrån de antaganden analysen är baserad på. Exegers materialkostnad är en funktion av de materialen som används för att producera Powerfoyle, vilket inte är officiella.** Vid beräkning av Exegers totala produktionskostnad för att kunna tillverka Powerfoyle ska beaktas de totala nedlagda utvecklingskostnaderna, faktiska materialkostnader och driftskostnader för de egenutvecklade tillverkningsmaskinerna.

Estimering av materialkostnad för tillverkning av en kvadratmeter Powerfoyle är baserad på artikeln "Estimating the manufacturing cost of purely organic solar cells" publicerad i Science Direct den 9 februari 2009 av Joseph Kalowekamo och Erin Baker från University of Massachusetts. I artikeln redogörs beräkning av tillverkningskostnad per kvm för Dye Sensitive Solar Cells (DSSC). Deras slutsats är att tillverkningskostnaden förväntas uppgå till mellan 45,14 och 121,61 USD per m² -> 83,38 USD per m² i genomsnitt. Sammanfattning av artikeln se;

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0038092X09000322>

Fullständig artikel se;

<https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.357.4859&rep=rep1&type=pdf>

För att ta höjd för osäkerhet vad gäller materialkostnad för att tillverka Powerfoyle har analysen baseras på Kalowekamo och Bakers kostnadsestimat multiplicerat med faktor 4. Estimatet av materialkostnaden är baserad på ett genomsnitt av Kalowekamo och Bakers kostnadsintervall, dvs 83,38 USD (709 sek)/m² multiplicerat med faktor 4, vilket ger 2 835 sek/ m² Powerfoyle. 1 m² = 10 000 cm². Materialkostnad uppskattas då till 2 835 sek/10 000 cm² = 0,28 sek per cm² Powerfoyle.

Ansvarsbegränsning

Analyser, dokument eller annan information härrörande Merrant Capital AB ("Merrant") är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter som Merrant bedömer tillförlitliga. Merrant kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. Merrant kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Merrant eller personer med koppling till Merrant, alltid fattas självständigt av investeraren. Analyser, dokument och information härrörande Merrant är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Merrant frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande Merrant.