

Uppdatering: Kv3 2022

ECOCLIME GROUP AB

VD: Robert Johansson (t.o.m.30 nov 2022)

Per Aspegren (fr.o.m. 1 dec 2022)

SO: Lennart Olofsson

www.ecoclimate.se

Bloomberg: ECC: SS

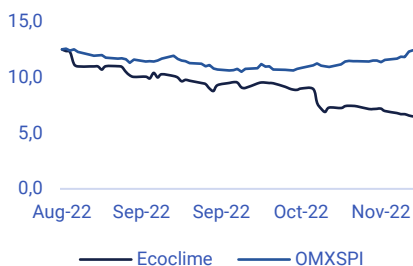
Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 6,61 kronor

Marknadsvärde: 305 MSEK

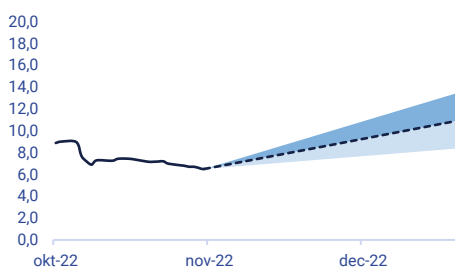
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-60,6	-55,9	-44,0	-26,6

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	8,4	10,9	13,4
Upp-/nedsida (%)	26	65	103

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson

Senior Equity Analyst

Markus Augustsson

Head of Equity Research

Stark ordergång i september en ljuspunkt

Ecoclimate redovisade en förlust på 35 miljoner kronor efter finansnetto för kv3 2022, inklusive nedskrivningar på cirka 20 miljoner kronor. Vi justerar vår rikt Kurs i Bas-scenariot till 10,9 kronor per aktie (15,3). Detta beror på en lägre antagen intjäningsförmåga, värdering av referensgruppen samt ett högre avkastningskrav kopplat till en ökad småbolagspremie. En ordergång på cirka 23 miljoner kronor i september gör att det ser bra ut för koncernen framöver.

Endast ett affärsområde var lönsamt i kv3 2022

Ecoclimate-koncernens nettoomsättning kv3 2022 blev 17 procent lägre än vår prognos. Den lägre omsättningen avräknat för kostnad sålda varor förklarar i stort sett resultat efter finansnetto-avvikelsen på cirka sju miljoner kronor jämfört med våra estimat för kv3-rapporten. Då har vi justerat för bolagets förannonserade nedskrivningar på cirka 20 miljoner kronor.

Såväl affärsområdena Cirkulär Energi liksom Inomhusklimat redovisade förluster under kv3 2022 även justerat för extraordinära kostnader (justerad EBITDA). Endast Smarta Fastigheter med SDC Automation och Miljöbelysning kunde redovisa ett positivt rörelseresultat med cirka sex procent justerad EBITDA-marginal. Med en ordergång på cirka 23 miljoner kronor i september ser det dock bra ut inför kommande kvartal för koncernen. Resultatet bör kunna förbättras framöver.

Bra förutsättningar för tillväxt, trots svagare konjunktur

Vi ser fortsatt goda förutsättningar för tillväxt för Ecoclimate de närmaste åren. Detta mot bakgrund av att fastighets- och byggbolagen behöver reducera sina energiemissioner av hållbarhetsskäl, samtidigt som de har mycket starka ekonomiska incitament att spara driftskostnader för att därigenom öka sina fastighetsvärden. Högre energipriser ger extra incitament till fastighetsägare att låta energieffektivisera sina fastigheter.

Samtidigt har byggkonjunkturen i Sverige försvagats avsevärt, vilket påverkar ordergång och omsättning negativt främst för Ecoclimate VVS-installationsbolag. En vändning uppåt i byggkonjunkturen bedöms inte infalla förrän 2024. Ecoclimate har dock möjlighet (enligt ovan) att växa snabbare än marknaden framöver.

Sänkt rikt Kurs till 10,9 kronor per aktie

Vi värderar Ecoclimate-aktien genom en sammanvägning av tre olika modeller. En kassaflödesvärdering baserat på våra prognoser med 50 procent vikt samt jämförande nyckeltal med fem branschbolag mätt på EV/Sales samt EV/EBITDA med vardera 25 procent vikt. Med dessa förutsättningar beräknas ett motiverat värde på 10,9 kronor per aktie i basscenariot (15,3). Förändringen beror på lägre antagen intjäningsförmåga för Ecoclimate, i kombination med en lägre värdering av jämförbara bolag, en något högre småbolagsrabatt för Ecoclimate samt ett högre avkastningskrav kopplat till en högre småbolagspremie. I vårt Bear-scenario är motsvarande 8,4 kronor per aktie (11,6 kronor) och i Bull-scenariot 13,4 kronor per aktie (19,2 kronor).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter	155,5	159,4	254,1	313,9	403,5
EBITDA före förvärvskostn.mm	15,5	13,6	10,7	22,3	58,6
EBIT	6,0	-13,4	-36,7	5,2	41,0
Resultat efter finansnetto	5,5	-14,5	-46,5	4,8	40,6
Årets resultat	6,4	-12,2	-48,1	4,2	34,5
EBITDA-marginal (före förv.kos)	10,0%	8,5%	4,2%	7,1%	14,5%
Vinst kronor per aktie (kronor)	0,21	-0,31	-1,04	0,09	0,75
P/E	61,1x	neg.	neg.	72,4x	8,9x
EV/Intäkter	2,7	3,7	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA före förv.kos.	24,6	38,7	19,7	10,3	3,9
Utdelning, SEK per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv3 2022

Ecoclimate hade förannonserat nedskrivningar på cirka 20 miljoner kronor inför kv3-rapporten. Totalt blev koncernens förlust cirka 35 miljoner kronor i kv3 2022 inklusive dessa nedskrivningar. Att resultatet i kv3 2022 blev sämre än vår prognos (oaktat nedskrivningarna) kan förklaras med lägre intäkter och bruttoresultat än väntat. Ecoclimate annonserade ordrar från SDC Automation och på Evertherm-anläggningar till tre olika fastighetsägare på totalt cirka 23 miljoner kronor i slutet av september. Det gör att det ser väsentligt bättre ut för bolagets intäcks- och resultatutveckling framöver.

Lägre intäkter i kv3 än väntat- men en stark orderingång

Den 27 oktober meddelade Ecoclimate att bolaget avsåg att skriva ned balanserade utgifter för utvecklingsarbete med 10,8 miljoner kronor samt aktier i intressebolag med 9,5 miljoner kronor i kv3 2022-rapporten. Vi har justerat våra tidigare prognoser med dessa för-annonserade nedskrivningar.

Nettoomsättningen på 49,1 miljoner kronor i kv3 2022 understeg vår prognos med 17 procent. Övriga externa kostnader och personalkostnader var sammantaget väldigt nära våra estimat på cirka 35 miljoner kronor. Resultatet på minus 35,4 miljoner kronor blev 26 procent lägre än vår prognos. Resultatavvikelsen förklaras i stort sett av lägre intäkter minus inköp för varor och förnödenheter till dessa leveranser.

Den 23 september kungjordes att SDC Automation hade fått ett serverhallskontrakt för SDC Automation på 6,7 miljoner kronor. Vidare fick Ecoclimate två olika leveranser av Evertherm-system till ett värde av 10,5 miljoner kronor samt en energieffektivisering av en fastighet i Solna åt Solporten för 5,7 miljoner kronor under de två sista veckorna i september. Denna orderingång om totalt cirka 23 miljoner kronor bör ge förutsättningar för bättre resultat för Ecoclimate-koncernen både för kv4 2022 och kv1 2023.

Utfall och prognos kv3, 2022 (MSEK)

	Kv3 2022A	Kv3, 2022P	Differens
Nettoomsättning	49,1	59,2	-17%
Aktiverat arbete och övriga intäkter	3,0	4,0	-26%
Totala intäkter	52,0	63,2	-18%
Inköp varor och förnödenheter	-27,3	-30,5	10%
Övriga externa kostnader	-16,2	-14,7	-10%
Personalkostnader	-19,4	-20,6	6%
Avskrivningar	-15,0	-15,9	6%
Rörelseresultat efter avskrivningar	-25,8	-18,5	-39%
Resultat från intressebolag	-9,5	-9,5	0%
Ränteintäkter	0,0	0,0	n.m.
Räntekostnader	-0,1	-0,1	-15%
Resultat efter finansnetto	-35,4	-28,1	-26%
Skatt	-0,4	1,4	n.m.
Resultat efter skatt	-35,8	-26,7	-34%
Hänförligt till minoritetsintresse	0,0	0,0	0%
Hänförligt till moderbolaget	-35,8	-26,7	-34%
Vinst per stamaktie (kronor)	-0,78	-0,58	-34%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Smarta Fastigheter

Affärsområde Smarta Fastigheter (tidigare Fastighetsautomation) ökade sin omsättning med 15 procent under kv3 2022 jämfört med kv2 2022. Det förvärvade Miljöbelysning ingår i affärsområdets redovisning sedan 1 februari 2022, ett bolag som nådde intäkter på 71 miljoner kronor helåret 2021. SDC Automation utgör dock fortfarande en betydande del av Smarta Fastigheter. SDC Automation fick i september en efterlängtd (och försenad) order om uppgradering av fastighetsautomationen i webdesignföretagets serverhall i Eskilstuna värd 6,7 miljoner kronor. Smarta Fastigheter redovisar en justerad EBITDA om 1,8 miljoner kronor för kv3 2022, motsvarande 6,0 procent rörelsemarginal. Under 2021 var SDC Automation mer fullbelagt än hittills under 2022 och redovisade då en rörelsemarginal på 13,9 procent för de nio första månaderna 2021. Nu lär kv4 2022 och kv1 2023 bli bra med den serverhallsordern i ryggen för affärsområdet.

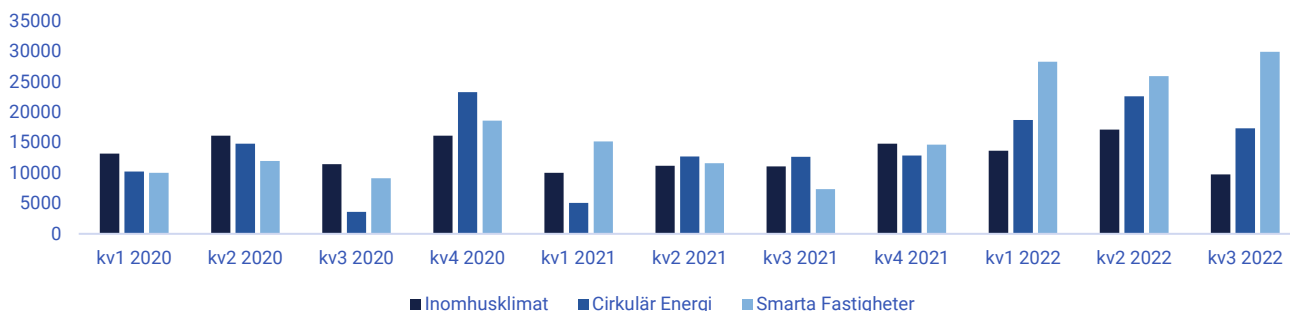
Cirkulär Energi

Affärsområdet Cirkulär Energi tappade 23 procent i omsättning om kv3 2022 jämförs med kv3 2021. Samtidigt nådde Cirkulär Energi 37 procent högre omsättning kv3 2022 jämfört med kv3 2021. Under andra kvartalet 2022 fick affärsområdet en stor order på 16,5 miljoner kronor från Catena avseende en logistikfastighet. Tre övriga större order i kv3 2022 från Akademiska Hus, Rikshem och Solporten gick till Cirkulär Energi främst i form av leverans av Evertherm. Vad gäller Solportens fastighet i Solna kommer leveranser även att ske från fastighetsautomationssidan i form av energieffektivisering. Marknaden för vvs-installationer i Sverige har försvagats under 2022 och bidragit till förluster i bolag tidigare tillhörande H-Gruppen, där en turn-around nu håller på att genomföras. Affärsområdet Cirkulär Energi redovisar en förlust på minus 4,1 miljoner kronor på justerad EBITDA-nivå för kv3 2022. Det kan jämföras med en positiv justerad EBITDA på 0,8 miljoner kronor för kv3 2021.

Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimats nettoomsättning minskade med 43 procent i kv3 2022 jämfört med kv2 2022 samt med 12 procent om jämförelse görs med kv3 2021. Nu börjar dock orderböckerna att fyllas på successivt. Affärsområdets produktförsäljning avser främst komfortkyla installerad i kontorslokaler. Affärsområdet (bestående av Flexibel Luftbehandling och KVS Montage från H-Gruppen) redovisade en negativ justerad EBITDA om 1,4 miljoner kronor för kv3 2022, jämfört med plus 0,6 miljoner kronor för kv3 2021.

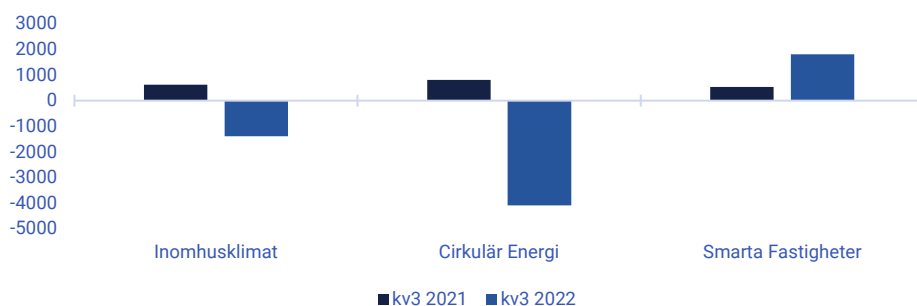
Nettoomsättning per affärsområde (tkr) kv1 2020-kv3 2022:



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår av följande diagram så kunde inte Smarta Fastigheter väga upp de förluster som Inomhusklimat och Cirkulär Energi redovisade under kv3 2022. För ett år sedan (kv3 2021) var samtliga tre affärsområden lönsamma på justerad EBITDA-nivå. Men den svenska byggmarknaden och därmed miljön för vvs-installationsbolagen i gruppen har försvagats avsevärt under 2022, vilket har gjort det mer utmanande att driva framför allt Inomhusklimat och Cirkulär Energi med lönsamhet. Nyckeln ligger, liksom tidigare, i en ökad produktförsäljning av exempelvis Evertherm men även av Inomhusklimats produkter, Invisma och Charisma.

Justerad EBITDA per affärsområde (tkr) kv3 2021 och kv3 2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Nyheter under perioden 1 juli-11 november 2022:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna för bolaget under det tredje kvartalet samt 1 oktober-11 november 2022:

- SDC Automation fick ett uppdrag att uppdatera fastighetsautomationen i en serverhall i Eskilstuna av ett globalt webbtjänstföretag som Ecoclimate har ramavtal med sedan 2018. Denna order är värd 6,7 miljoner kronor.
- Ecoclimate kommer att få leverera tre Evertherm-system för 7,6 miljoner kronor till ett av Rikshems bostadsprojekt i Uppsala.
- Åt fastighetsbolaget Solporten får Ecoclimate leverera en energieffektivitetslösning för en fastighet i Solna till ett värde av 5,7 miljoner kronor.
- Ecoclimate får även leverera Evertherm-system till ett av Akademiska Hus studentlägenhetsprojekt, även det i Uppsala, till ett värde av 2,9 miljoner kronor.
- Marcus Sandlund avgick som VD för Ecoclimate-koncernen i samband med en extra bolagsstämma i Stockholm den 11 november 2022. Samma dag utsågs CFO Robert Johansson till VD fram till 30 november 2022. Från 1 december 2022 och fram till nästa ordinarie bolagsstämma den 4 maj 2023 kommer Per Aspegren att vara VD för Ecoclimate-koncernen. Vid den extra bolagstämman valdes också en ny styrelse bestående av Lennart Olofsson (ordförande) samt Per Aspegård, Claes Valentin och Tomas Kindstedt (ledamöter).

Investment case, prognoser och värdering

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem för värmeåtervinning samt komfortsystem för kontorslokaler. Med dessa som bas har koncernen inlett en tillväxtfas där bolag inom värme- och rörinstallation, energibesparande produkter samt fastighetsautomation har adderats via förvärv. I nästa steg ska de förvärvade bolagen öka sin försäljning av Ecoclimate-produkter. Kapaciteten för försäljning av Evertherm värmeåtervinningssystem har ökat kraftigt. En marknadssatsning på Tyskland där bolaget avser att växa organiskt har inletts.

Investment case

Cirkulära energisystem bildar basen

Ecoclimate har efter förvärv etablerat verksamhet inom tre affärsområden; Inomhusklimat med Flexibel Luftbehandling och KVS Montage, Cirkulära energisystem med Evertherm och Hansson & Hansson Rör samt Smarta Fastigheter med SDC Automation och Miljöbelysning. Av dessa har Evertherm funnits med sedan starten 2013, medan Flexibel Luftbehandling, SDC Automation och H-Gruppen Totalinstallatör (där KVS Montage och Hansson & Hansson Rör ingick) förvärvades av Ecoclimate år 2017. Med förvärvsmodellen som startade samma år etablerades nya försäljningskanaler för bolagets produkter via installatörer och försäljare av angränsande produktlösningar.

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem (Evertherm) för värmeåtervinning av spillvatten i flerbostadshus. Bolaget säljer också komfortsystem (kyla, värme, ventilation) för kontor. I koncernen ingår vidare bolag inom elprodukter, fastighetsautomation samt rör- och värmeinstallation.

En försäljningsstrategi på koncern-nivå är att det fastighetsbolag eller liknade som blivit kund hos ett av affärsområdena (vilket oftast är Smarta Fastigheter då de adresserar både nyproducerade och äldre fastigheter) ska bli det även hos övriga affärsområden. Visionen är att Ecoclimate ska bli en total-leverantör inom samtliga steg av energibesparingskedjan hos fastighetsägare och fastighetsutvecklare med flera möjliga kunder.

Försäljning mot nyproduktion eller renovering av bostäder och kommersiella fastigheter är det lättaste sättet för bolaget att komma in mot fastighetsägare. En satsning på att marknadsföra och sälja Evertherm-systemen med finansieringslösningar mot bostads- och industriägare i Sverige och nu även Tyskland har inletts. Detta görs sedan stora energibesparingsmöjligheter har vidimerats. Potentiella kunder i Tyskland utgörs idag främst av bostadsbolag med någon form av anknytning till Sverige.

Med cirkulära energisystem som bas (Evertherm) har Ecoclimate växt via förvärv av bolag som säljer mot fastighetsägare och kommuner.

Vad gäller energibesparingsincitamentet hos fastighetsbolag och andra kunder har dessa blivit mycket stora i Tyskland efter sanktionsbesluten mot rysk gas och olja efter Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari 2022. En del av det energibehov som ska ersättas behöver sparas in genom energieffektivisering, medan resten köps in från andra länder som till exempel Norge.

Mycket stora värden i att spara energi i bostadshus

Sett ur ett fastighetsägareperspektiv och speciellt vad gäller hyresbostäder är värdet av sparad energi mycket stort. Förklaringen är att den reglerade bruksvärdehyresnivån för begagnade bostäder i Sverige är förhållandevis låg (främst i storstadsområden) jämfört med en marknadshyra, medan uppvärmning inklusive el och vatten kan utgöra omkring hälften av de totala driftkostnaderna. Andelen värmekostnader som kan sparas genom att använda Evertherms system varierar mellan 25 och 50 procent beroende på om det är ett nyproducerat eller begagnat bostadshus.

Bostadsfastigheter brukar avkasta omkring fyra procent på sitt marknadsvärde. Då blir den initiala besparingen för en fastighetsägare det första året efter en sådan investering ca 100 procent på investerat kapital vid en avskrivningstid om tolv år för investeringen. Detta förklaras av en värdeökning på fastigheterna hänförligt till det förbättrade driftsöverskottet. På så sätt skapar bolagets erbjudande värde till köparen vilket underlättar införsäljningsprocessen.

En ökad produktförsäljning ger kraftig utväxling

Ecoclime säljer sina produkter med mellan 50 och 75 procent bruttomarginal samt mellan 30 och 50 procent rörelsemarginal före centrala administrationskostnader. De högre marginalerna erhålls vid leverans av egna produkter, medan den lägre siffran avser systemleveranser där även externa produkter ingår. För tjänster och servicearbeten ligger rörelsemarginalerna normalt inom intervallet 10 till 15 procent. Då huvuddelen av Ecoclime-koncernens försäljning efter de senaste årens förvärv består av värme- och rörinstallatörer med främst service- och tjänsteförsäljning, blir utväxlingen på marginaler och lönsamheten betydande om koncernen lyckas öka inslaget av sålda egna produkter.

Företagsförvärv har hittills ökat Ecoclimes vinst per aktie

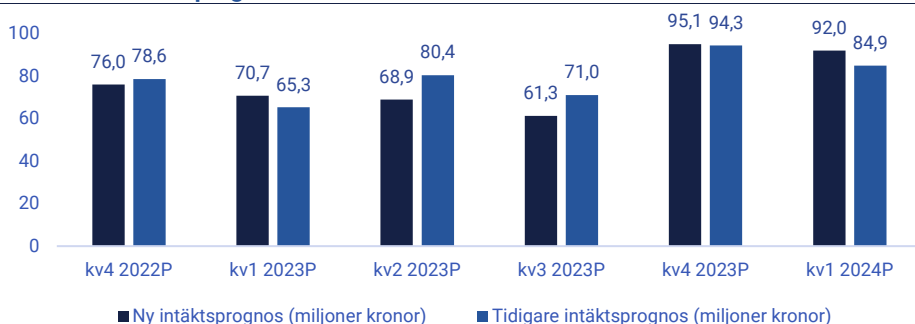
Ecoclime köper rörelsedrivande bolag i ventilations- och rörinstallationsbranschen, tidigare för p/e-tals-multiplar på omkring 5-6x årsvinsten. Det innebär att varje nytt anskaffat bolag ger ett arbitrage i form av en vinstökning efter räntekostnader på köpeskillingen. Detta arbitrage förbättras ytterligare om säljaren är villig att acceptera nyemitterade Ecoclime-aktier som betalning för en del av köpeskillingen.

Utmaningen ligger i att upprätthålla vinstnivån i de förvärvade bolagen, där de tidigare ägarnas incitament att driva vidare affären inom Ecoclime-koncernen ofta blir avgörande. Ecoclime fokuserar på bolag med en omsättning understigande eller omkring 100 miljoner kronor per år, vilket brukar ge en viss småbolagsrabatt.

Prognosförändringar

Vi reviderar våra intäkts- och resultatprognoser för kv4 2022-kv1 2024 enligt grafen nedan. Proforma har vi tidigare att Ecoclimate-koncernen skulle nå en nettoomsättning på ca 315 miljoner kronor i årstakt efter förvärvet av Miljöbelysning samt inklusive det nystartade egna bolaget Team Wessman. Per 30 september 2022 ligger Ecoclimate-koncernens årliga faktureringsstakt snarare på ca 245 miljoner kronor.

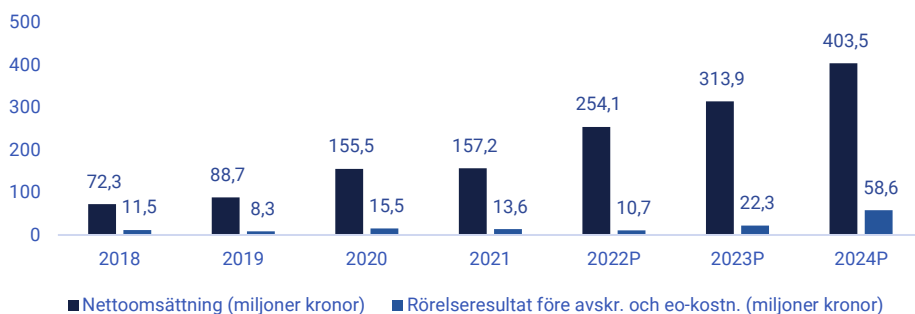
Förändrade intäktsprognoser för kv4 2022-kv1 2024



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Våra rörelseresultatprognoser är beräknade utifrån den prognosticerade förändringen i omsättning för koncernen. Vi antar att en extra försäljningskrona slår igenom med 20 procent på EBITDA-nivå. Vi bedömer att kostnad för såld vara bör öka med 50 procent av en intäktsökning. Motsvarande tillväxt för personal- och övriga kostnader bör vara 15 procent av en intäktsökning. Därutöver har vi korrigerat med fasta resultatförbättringar i verksamheten i form av lägre övriga rörelsekostnader (1 miljoner kronor i kv1 2023, 1 ½ miljoner kronor i kv2 2023, 2 miljoner kronor i kv3 2023 samt 2 1/2 miljoner kronor i kv4 2023).

Historik och prognoser, nettoomsättning och rörelseresultat, 2018-2024P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser för kv4 2022, helåren 2023–2026 samt ett evighetsvärde år 2027.

Kalkylränta om 17,3 procent

Vi har diskonterat bedömda kassaflöden med en kalkylränta baserat avkastningskravet på eget kapital framräknat med CAPM-modellen. Där använder vi en riskfri ränta om 2,04 procent, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta den 11 november 2022. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 6,6 procent samt en småbolagspremie om 3,6 procent enligt PwC:s riskpremiestudie från 2022. Vi applicerar ett beta-tal om 1,1x samt en företagsspecifik riskpremie om 4,0 procent för att komma fram till en vägd kalkylränta på 17,3 procent.

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	63,9	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,0%	CAGR, 2022-26	67,7%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	362,9	Marknadsriskpremie	6,6%	EBITDA-marginal, 2025	19,9%
Rörelsevärde (EV)	426,8	Småbolagspremie	3,6%	Skattesats	20,6%
		Beta	1,1x	Bolagsspec. tillägg	35% av Re
Kassa	97,2	Avkastningskrav, EK	13,3%		
Räntebärande skulder	0,0				
Aktievärde	523,9	Skattejust. Kreditränta	7,0%		
		Belåningsgrad	0,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
Befintligt antal aktier	46,1			EV/Sales, 2022P	0,9x
Nya aktier efter emissioner		WACC	13,3%	EV/EBITDA, 2022P	19,5x
Antalet aktier	46,1	Bolagsspec. Tillägg	4,0%	P/S, 2022P	1,2x
				P/E, 2022P	neg.
Värde per aktier i ett basscenario	11,4	Disk.ränta	17,3%		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antaganden och motiverat värde enligt basscenario

Vårt DCF-värde enligt basscenario utgår från de prognoser som vi har lagt för perioden kv4 2022–kv4 2024. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 25 procent vardera året 2025 och 2026. De ökande intäkterna väntas under hela prognosperioden 2022–2026 ske till en bruttomarginal om 50 procent. För beräkning av bruttomarginalen använder vi helåret 2021 som utgångspunkt för våra beräknade prognoser, då 2022 har varit ett år med störningar på detta område för bolaget. Övriga externa kostnader väntas öka med 10 procent från 2023 till 2026. Personalkostnaderna väntas öka med 15 procent av motsvarande intäktsökning under hela prognosperioden kv4 2022–2026. Rörelseresultatet år 2026 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,5 procent.

Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 11,4 kronor per Ecoclimate-aktie i basscenario. Det kan jämföras med 14,9 kronor per aktie i riktkurs i bas-scenario i samband med vår senaste uppdatering efter bolagets kv2 2022-rapport den 22 augusti 2022.

Antaganden och motiverade värden för Bear- och Bull

I vårt Bear-scenariot utgår vi från att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 75 procent av bas-scenariots nivåer 2023–2026. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 3,0 procent per år.

I vårt Bull-scenariot räknar vi med att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 125 procent av bas-scenariots nivåer 2023–2026. I Bull-scenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 4,0 procent.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 8,6 kronor per aktie i Bear-scenariot och 14,1 kronor per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 11,2 kronor per aktie i Bear-scenariot och 18,8 kronor per aktie i Bull-scenariot vid vår senaste uppdatering den 22 augusti 2022.

Jämförande och sammanvägd värdering

I nedanstående tabell har vi vägt samman tre olika värderingsmodeller för Ecoclimate-aktien; dels motiverat värde på EBITDA och intäkter utifrån branschnyckeltal i sektorn (med fem jämförbara bolag; Garo, Instalco, Lindab, Nibe och Systemair), dels vår kassaflödesvärdering av Ecoclimate.

Givet 25 procent vikt vardera för sektorns EV/EBITDA och EV/Sales-multiplar med 20 procent småbolagsrabatt för Ecoclimate samt 50 procent vikt för vårt beräknade DCF-värde får vi en vägd motiverad kurs om 10,9 kronor för Ecoclimate-aktien (jämfört med 15,3 kronor per aktie i vår uppdatering den 22 augusti 2022). Vi har då adderat bolagets nettokassa per aktie (per 30 september 2022) till de två EV-marknadsvärden som vi beräknar via sektorns genomsnittliga värderingsnyckeltal.

Jämförande värdering

Jämförande värdering	Börsv. (MSEK)	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	P/EK
Ecoclimate	305	neg.	38,7	3,7	2,2
Garo	6 090	34,2	24,6	4,3	10,6
Instalco	12 064	20,0	13,2	1,3	4,4
Lindab	10 494	10,2	6,9	1,1	1,6
Nibe	199 470	54,4	31,6	6,0	8,2
Systemair	14 019	23,2	13,2	1,6	3,4
Genomsnitt exklusive Ecoclimate		28,4	17,9	2,9	5,6
Motsvarande med 20% rabatt		22,7	14,3	2,3	4,5

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

I Bear-scenariot får vi med ovanstående vikter för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien en riktkurs på 8,4 kronor per aktie. Det kan jämföras med 11,6 kronor per aktie vid vår senaste uppdatering den 22 augusti 2022.

Även i Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfördelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien (25, 25 respektive 50 procent vikt). Vi hamnar då på en riktkurs om 13,4 kronor per aktie (jämfört med 19,2 kronor per aktie vid vår avstämning den 22 augusti 2022).

Sammanvägt motiverat värde (i SEK) för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA för sektorn, 20% rabatt	14,3	10,0	18,6
Motiverat värde på EBITDA	6,1	5,2	6,9
Intäkter/Ecoclimate-aktie	5,5	5,5	5,5
EV/Sales för sektorn, 20% rabatt	2,3	1,6	3,0
Motiverad värdering på intäkter	14,7	11,0	18,5
Motiverat DCF-värde	11,4	8,6	14,1
Applicerat på EBIT	25%	25%	25%
Applicerat på intäkter	25%	25%	25%
Applicerat värde på DCF-värde	50%	50%	50%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario	10,9	8,4	13,4

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Ecoclimes ledning består av koncern-VD där Robert Johansson (idag CFO) går in under perioden 11–30 november 2022. Den 1 december 2022 tillträder Per Aspegren som koncern-VD fram till nästa ordinarie bolagsstämma den 4 maj 2023. I samband med denna ordinarie bolagsstämma kommer sedan en ny, permanent, VD att utses. Vidare har vi dotterbolags-cheferna Tobias Fahlqvist (Flexibel Luftbehandling), Mathias Lindberg (SDC Automation) samt Angelina Berg Martell (H-Gruppen Totalinstallatör). Till det kan läggas Andreas Cederlund (marknadschef) och Christoffer Eklund (försäljningschef). I takt med att Ecoclimate expanderar via förvärv minskar beroendet av enskilda nyckelpersoner.

Ecoclimate är resultatmässigt beroende främst av sin koncern-VD och dotterbolagscheferna.

I sin accelererande tillväxtstrategi har Ecoclimate som mål att växa i ett exponentiellt tempo. Förvärv av bolag i sektorn brukar ge ett omedelbart vinstbidrag. De nyförvärvade bolagen ska sedan sälja in Ecoclimes produkter med bättre marginaler än den tidigare huvudsakliga tjänsteförsäljningen (installation). Förutom att behålla vinstnivåer i förvärvade bolag har Ecoclimate konfronterats med tröskelnivåer vad gäller investeringsbehov som det gäller att ta sig över. Ett sådant har uppstått genom behovet att bygga ut produktionskapaciteten för Evertherm-produkter samt att etablera försäljning i Tyskland via samarbetspartners och distributörer.

Ecoclimate har med sina produkter och tjänster möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing. Fastighetsbranschen med beställare, arkitekter och konsulter med flera är konservativa och inte villiga att omedelbart ta till sig nya produkter. Större branschföretag har historiskt tillämpat en dominansstrategi för att hindra uppstickare som till exempel Ecoclimate. Medan efterfrågan på energibesparande produkter som Evertherm i Sverige drivs av fastighetsägarna och deras värde på investeringen-kalkyler, ligger incitamentet att spara energi på hyresgästerna i Tyskland eftersom de är dessa som betalar el- och värmeräkningarna.

Byggbranschen är cyklisk med kraftiga upp- och nedgångar kopplat till förändrade fastighetspriser samt vakans- och hyresnivåer. Positivt är att renoveringsbehovet av Sveriges ganska ålderstigna fastighetsbestånd är omfattande. En utmaning är såväl de stigande byggkostnaderna i Sverige, liksom att investerings- och energisparbidragen vid nyproduktion har försvunnit från och med 1 januari 2022. Till det kan läggas högre räntenivåer, vilket kommer att höja avkastningskravet vid köp av fastigheter och därmed också, allt annat lika, sänka fastigheternas marknadsvärden.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning, extern	139,7	143,9	237,0	296,1	384,9
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	15,8	15,4	17,2	17,9	18,7
Totala intäkter	155,5	159,4	254,1	313,9	403,5
Inköp varor och förnödenheter	-71,1	-69,5	-123,9	-144,3	-188,8
Övriga externa kostnader	-20,0	-35,1	-63,2	-62,1	-71,0
Personalkostnader	-53,0	-58,4	-76,3	-85,2	-85,2
Avskrivningar	-5,3	-9,7	-27,4	-17,1	-17,6
Totala kostnader	-149,5	-172,8	-290,8	-308,7	-362,5
Rörelseresultat	6,0	-13,4	-36,7	5,2	41,0
Resultat från intressebolag	0,0	-0,5	-9,5	0,0	0,0
Finansnetto	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4
Resultat efter finansnetto	5,5	-14,5	-46,5	4,8	40,6
Skatt	0,9	2,2	-1,6	-0,6	-6,1
Resultat efter skatt	6,4	-12,2	-48,1	4,2	34,5
Tillväxt	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning, extern	92%	3%	65%	25%	30%
Totala intäkter	75%	3%	59%	24%	29%
Personalkostnader	80%	10%	31%	12%	0%
Rörelseresultat	-488%	-325%	173%	-114%	687%
Resultat efter finansnetto	-382%	-363%	222%	-110%	742%
Resultat efter skatt	-443%	-291%	294%	-109%	718%
Marginaler	2020	2021	2022P	2023P	2024P
EBITDA-marginal	8%	-3%	-4%	8%	15%
EBIT-marginal	4%	-9%	-15%	2%	11%
Resultat efter finansnetto-marginal	4%	-10%	-20%	2%	11%
Nettovinstmarginal	5%	-8%	-20%	1%	9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Immateriella Anläggningstillgångar	91,6	102,7	158,1	185,5	223,8
Materiella Anläggningstillgångar	30,1	34,3	33,5	22,7	2,2
Uppskjuten Skattefordran	4,1	9,0	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	15,7	10,5	0,9	0,9	0,9
Summa Anläggningstillgångar	141,5	156,4	201,5	218,2	235,9
Varulager	8,4	10,8	32,6	36,4	40,1
Kortfristiga fordringar	32,1	37,9	51,9	60,6	69,4
Likvida medel	46,3	152,7	94,8	75,8	67,3
Summa Omsättningstillgångar	86,8	201,3	179,3	172,9	176,9
Summa tillgångar	228,3	357,7	380,8	391,0	412,8
Eget Kapital	168,6	307,4	271,4	275,6	291,3
Långfristiga räntebärande skulder	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	14,6	8,0	42,3	44,0	45,6
Summa långfristiga skulder	16,7	8,0	42,3	44,0	45,6
Kortfristiga räntebärande skulder	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	42,6	42,3	67,1	71,5	75,8
Summa kortfristiga skulder	43,0	42,3	67,1	71,5	75,8
Summa eget kapital och skulder	228,3	357,7	380,8	391,0	412,8
Likviditet	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Balanslikviditet	94%	115%	126%	136%	144%
Likviditetsgrad	202%	475%	267%	242%	233%
Kassa/kortfristiga skulder	107%	361%	141%	106%	89%
Soliditet	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-43,7	-152,7	-94,8	-75,8	-67,3
Nettokassa/EBIT	7,3x	-11,4x	-2,6x	14,5x	1,6x
Nettokassa/EK	26%	50%	35%	28%	23%
Skuld/EK	2%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	74%	86%	71%	70%	71%
Lönsamhetsmått	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Avkastning på eget kapital	5%	-7%	-16%	2%	13%
Avkastning på totalt kapital	4%	-6%	-13%	1%	10%
Avkastning på investerat kapital	5%	-7%	-15%	1%	11%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2020-2024P

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	14,4	-3,3	-16,6	6,7	21,2
Ökning (-)/Minskning (+) av varulager och fordringar	-12,7	-8,6	-14,1	-12,5	-12,5
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	18,5	-2,8	12,5	6,0	6,0
Investeringar	-31,1	-22,4	-34,1	-19,1	-23,2
Utgivning lån mot utomstående	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-10,8	-37,0	-54,0	-18,9	-8,5
Nyemissioner, netto efter omkostnader					
Nyemissioner, netto efter omkostnader	31,2	150,0	-0,5	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-0,1	-2,6	-3,4	0,0	0,0
Erhållna bidrag för utvecklingskostnader	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betald leasing exklusive räntedel	-3,7	-4,1	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	28,1	143,4	-3,9	0,0	0,0
Periodens kassaflöde					
Periodens kassaflöde	17,2	106,4	-57,9	-18,9	-8,5
Likvida medel vid årets början	29,0	46,3	152,7	94,8	75,8
Likvida medel vid periodens utgång	46,3	152,7	94,8	75,8	67,3
Nyckeltal					
Nyckeltal	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	0,10x	-0,02x	-0,07x	0,02x	0,06x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	0,06x	-0,01x	-0,04x	0,02x	0,05x

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska 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.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.