

Uppdatering: Kv4 2022

ECOCLIME GROUP AB

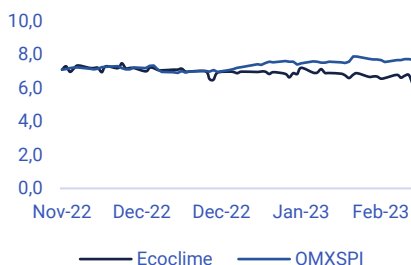
VD: Per Aspegren
 SO: Lennart Olofsson
www.ecoclime.se

Bloomberg: ECC: SS
 Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 6,45 kronor
 Marknadsvärde: 298 MSEK

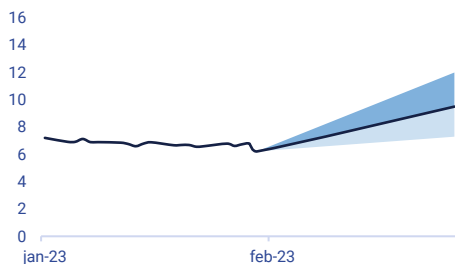
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-48,5	-6,8	-41,3	-10,5

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	7,3	9,5	12,0
Upp-/nedsida (%)	13	48	85

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Mycket starkt kvartal för Cirkulär Energi

Ecoclimate redovisade högre intäkter än väntat i kv4 2022, där affärsområde Cirkulär Energi fakturerade nästan lika mycket som Smarta Fastigheter. Samtidigt var Ecoclimes resultat i kv4 2022 lägre än väntat, både på brutto- och rörelseresultatnivå. Utsikterna för bolagets försäljning av energisparande produkter och tjänster ser fortsatt goda ut, trots en svag svensk byggkonjunktur.

Cirkulär Energi med Evertherm hade ett starkt kv4 2022

Ecoclimate-koncernens nettoomsättning i kv4 2022 översteg vår prognos med 8 procent. Det affärsområde som överraskade mest var Cirkulär Energi där ett stort antal leveranser av Evertherm SEW har skett under kvartalet, även om faktureringen har släpat efter. Cirkulär Energi nådde med sina 38 miljoner kronor i omsättning nästan samma nivå som Smarta Fastigheter med 41 miljoner kronor.

Samtliga affärsområden nådde ett positivt justerat EBITDA-resultat i kv4 2022. Men det var bara Smarta Fastigheter och Cirkulär Energi som nådde över nollstrecket med någon större marginal, medan Inomhusklimat (som backade 11% i nettoomsättning i kv4 2022) hamnade precis över. Lönsamheten inom samtliga affärsområden understiger väsentligt ledningens målsättning. Inom några år bör det enligt vår uppfattning vara möjligt för Ecoclimate-koncernen att nå en rörelsemarginal på omkring 15%.

Goda förutsättningar för tillväxt, men byggkonjunkturen dämpar

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 incitament till fastighetsägare att låta energieffektivisera sina fastigheter.

Byggkonjunkturen i Sverige har försvagats avsevärt, vilket påverkar orderingång 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 med sina energibesparande produkter och tjänster.

Ny rikt Kurs 9,50 kronor per aktie i Bas-scenariot

Vi värderar Ecoclimate-aktien genom en sammanvägning av tre modeller. En kassaflödesvärdering baserat på våra prognoser med 40 procent vikt samt jämförande nyckeltal med fem branschbolag mätt på EV/Sales samt EV/EBITDA med vardera 30 procent vikt. Med dessa förutsättningar beräknas ett motiverat värde på 9,5 kronor per aktie i bas-scenariot (10,9). Förändringen beror på lägre intjäningsförmåga för Ecoclimate vid starttidpunkten för vår DCF-kalkyl och ett högre avkastningskrav. Samtidigt har relativvärderingen av jämförbara bolag blivit något högre. I vårt Bear-scenario blir rikt kursen 7,3 kronor per aktie (8,4 kronor) och i Bull-scenariot 12,0 kronor per aktie (13,4 kronor).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Totala intäkter	159,4	254,7	311,2	386,0	460,8
EBITDA före förvärvskostn.mm	3,1	-15,4	12,9	40,8	63,5
EBIT före förvärvskostn.mm	-6,6	-42,6	-5,3	20,2	40,4
Resultat efter finansnetto	-14,5	-56,9	-6,3	19,2	39,2
Årets resultat	-12,2	-58,3	-5,5	16,3	32,5
EBITDA-marginal (före förv.kos)	1,9%	-6,1%	4,2%	10,6%	13,8%
Vinst kronor per aktie (kronor)	-0,31	-1,27	-0,12	0,35	0,70
P/E	neg.	neg.	neg.	18,3x	9,2x
EV/Intäkter	3,7	1,0	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA före förv.kos.	169,5	neg.	19,1	6,2	4,0
Utdelning, SEK per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv4 2022

Ecoclime levererade högre intäkter än väntat i kv4 2022, medan resultatet understeg våra förväntningar. Affärsområde Cirkulär Energi hade ett mycket starkt fjärde kvartal och fakturerade nästan lika mycket som Smarta Fastigheter.

Högre omsättning, men lägre resultat än väntat för koncernen

Koncernens nettoomsättning på ca 82miljoner kronor i kv4 2022 var 8 procent bättre än våra prognoser. Affärsområdet Cirkulär Energi stod för en oväntat stor andel av faktureringen i kv4 2022 (ca 38 av 82 miljoner kronor), vilket var nästan i nivå med Smarta Fastigheters intäkter om 41 miljoner kronor.

Bruttoresultat på koncernnivå efter inköp av varor och förnödenheter i kv4 2022 blev ca 38 miljoner kronor jämfört med vår prognos på ca 43 miljoner kronor.

Övriga externa kostnader och personalkostnader under kv4 2022 översteg våra estimat med ca 10 miljoner kronor.

Resultat från intressebolag på 8,6 miljoner kronor i kv4 2022 avser uppskrivning av aktier i intressebolag kopplad till en utställd option.

Kraftigt ökade installationer av Evertherm har skett under kv4 2022, samtidigt som faktureringen släpar efter. Kassaflödet kommer därför att förbättras under kv1 2023.

Smarta Fastigheter

Affärsområde Smarta Fastigheter (tidigare Fastighetsautomation) ökade sin nettoomsättning med 161 procent kv4 2022, jämfört med kv4 2021. Den organiska tillväxten i nettoomsättning minskade dock med 8 procent om kv4 2022 jämförs med kv4 2021. Det beror att det förvärvade bolaget Miljöbelysning ingår i affärsområdets sedan 1 februari 2022, ett bolag som nådde intäkter på 71 miljoner kronor helåret 2021.

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 5,2 miljoner kronor för kv4 2022, motsvarande 12,6 procent justerad EBITDA-marginal. För helåret 2022 minskade affärsområde Smarta Fastigheters EBITDA-marginal till 8,9 procent, jämfört med 20,3 procent EBITDA-marginal helåret 2021. En stor del av förklaringen bakom detta är att SDC Automation inte har varit lika fullbelagda med serverhallsprojekt under 2022 som de var 2021.

Cirkulär Energi

Nettoomsättningen för affärsområde Cirkulär Energi växte med 77 procent i kv4 2022 jämfört med kv4 2021. Under andra kvartalet 2022 fick affärsområdet en stor order på 16,5 miljoner kronor från Catena avseende energieffektivisering av 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.

I affärsområdet Cirkulär Energi ingår även det relativt nystartade bolaget Team Wessman som levererar geotermiska lösningar till fastighetsägare och byggbolag med flera. Under kv4 2022 fick Team Wessman en beställning av Peab värd cirka 6,5 miljoner kronor.

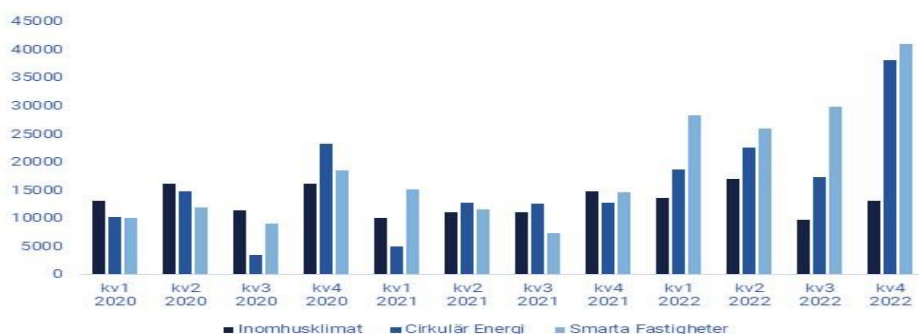
Givet den starka tillväxten i nettoomsättning kunde Affärsområdet Cirkulär Energi redovisa en justerad EBITDA-marginal om 4,9 procent i kv4 2022. Det kan jämföras med minus 17,8 procent EBITDA-marginal i kv4 2021.

Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimats nettoomsättning minskade med 21 procent om kv4 2022 jämförs med kv4 2021. Det är nästan samma tendens som kunde ses i kv3 2022 där nettoomsättningen var 19 procent lägre än kv3 2021. Affärsområdets produktförsäljning avser främst komfortkyla installerad i kontorslokaler med varumärkena Charisma och Invisma.

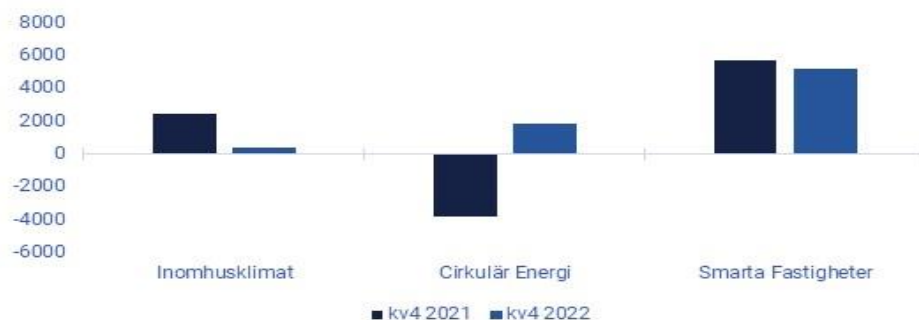
Affärsområdet (bestående av Flexibel Luftbehandling och KVS Montage) redovisade dock ett positivt justerat EBITDA-resultat om 0,4 miljoner kronor motsvarande 3,1% marginal i kv4 2022. För helåret 2022 blev det en förlust motsvarande en justerad EBITDA-marginal om minus 2,3%.

Nettoomsättning per affärsområde (tkr) kv1 2020-kv4 2022:



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår av följande diagram nådde framför allt Smarta Fastigheter och Cirkulär Energi ett positivt justerat EBITDA-resultat under kv4 2022. Den svenska byggmarknaden och därmed miljön för vvs-installationsbolagen i gruppen har försvagats avsevärt under 2022, vilket har gjort det utmanande att driva framst Inomhusklimat med lönsamhet. Nyckeln ligger i en ökad produktförsäljning.

Justerad EBITDA per affärsområde (tkr), kv4 2021 och kv4 2022


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Nyheter under perioden 1 oktober 2022–16 februari 2023:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna under det fjärde kvartalet 2022 samt 1 januari-16 februari 2023:

- Vid en extra bolagsstämma den 11 november 2022 valdes en ny styrelse med Lennart Olofsson som styrelseordförande samt Per Aspegård, Claes Valentin och Tomas Kindstedt som ledamöter.
- Per Aspegren gick som 1 december 2022 in som ny VD för Ecoclimate-koncernen. Den 10 januari 2023 meddelades att Krister Werner kommer att tillträda som ny VD för Ecoclimate-koncernen från den 17 maj 2023. Krister kommer närmast från Ferroamp, där han har varit VD sedan februari 2020. Vid nästa ordinarie bolagsstämma den 4 maj 2023 kommer Per Aspegren att föreslås som ny styrelseordförande i Ecoclimate.
- Den 15 november 2022 meddelades att Ecoclimate fått en systemleverans av Evertherm SEW till HSB Norrs Bostadsrättsförening med 350 lägenheter i Umeå till ett värde av 5 miljoner kronor
- Den 22 november 2022 offentliggjordes att Ecoclimes dotterbolag Team Wessman hade fått i uppdrag att leverera en geoenergilösning för frikyla till Peab till ett värde av drygt 6,5 miljoner kronor.
- Ecoclimes dotterbolag Hansson & Hansson Rör tecknade omkring 1 december 2022 ett avtal med Besqab gällande en rörentreprenad i Årsta, Stockholm för ca 7 miljoner kronor.

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 nyblivna kunder till något av de tre affärsområdena 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. 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 bruksvärdeshyresnivån 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

Ecoclimes målsättning är att sälja 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 ska öka Ecoclimes vinst per aktie

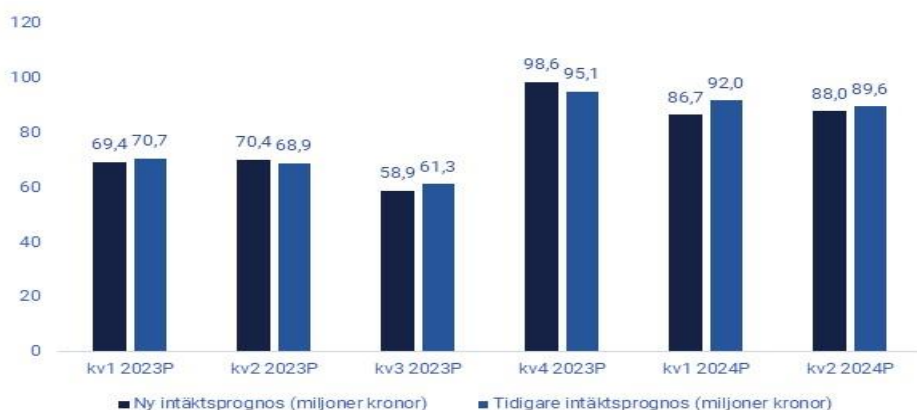
Ecoclime köper rörelsedrivande bolag i ventilations- och rörinstallationsbranschen, tidigare för p/e-tals-multiplar på omkring 5-6x årsvinsten. Det innebär att varje nytt anskaffat bolag ger ett arbitrage i form av en vinstökning efter räntekostnader på köpeskillingen. Detta arbitrage förbättras ytterligare 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 intäcks- och resultatprognoser för kv1 2023-kv2 2024 enligt grafen nedan. Som synes är det endast mindre förändringar jämfört med tidigare prognoser. Proforma har vi tidigare beräknat att Ecoclimate-koncernen skulle nå en nettoomsättning på ca 315 miljoner kronor i årstakt efter förvärvet av Miljöbelysning samt inklusive det nystartade bolaget Team Wessman. Per 31 december 2022 låg Ecoclimate-koncernens årliga faktureringsstakt (exklusive aktiverat arbete) på knappt 250 miljoner kronor. Det är ändå en ökning från en bedömd faktureringsstakt om 245 miljoner kronor per 30 september 2022.

Förändrade intäcksprognoser för kv1 2023-kv2 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 (2 ½ miljoner kronor per kvartal under 2023 samt 1 ¼ miljoner kronor per kvartal under 2024).

Historik och prognoser, nettoomsättning och EBITDA före eo-kostn. 2019-2025P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser helåren 2023–2027 samt ett evighetsvärde år 2028.

Kalkylräntan har ökat till 17,7 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 2,35 procent, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta den 16 februari 2023. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 6,6 procent samt en småbolagspremie om 3,6 procent uppskattad baserad på PwC:s riskpremiestudie från 2022. Vi applicerar ett beta-tal om 1,1x samt en företagspecifik riskpremie om 4,1 procent för att komma fram till en vägd kalkylränta på 17,7 procent (tidigare 17,3 procent).

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	73,3	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,4%	CAGR, 2022-26	22,5%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	290,4	Marknadsriskpremie	6,6%	EBITDA-marginal, 2025	17,0%
Rörelsevärde (EV)	363,7	Småbolagspremie	3,6%	Skattesats	20,6%
		Beta	1,1x	Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Kassa	75,8	Avkastningskrav, EK	13,6%		
Räntebärande skulder	0,0				
Aktievärde	439,5	Skattejust. Kreditränta	7,0%	Implicita värderingsmult.	
		Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2022P	1,0x
Befintligt antal aktier	46,2	WACC	13,6%	EV/EBITDA, 2022P	neg.
Nya aktier efter emissioner	0,0	Bolagsspec. Tillägg	4,1%	P/S, 2022P	1,3x
Antalet aktier	46,2			P/E, 2022P	neg.
Värde per aktier i ett basscenario	9,5	Diskonteringsränta	17,7%		

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 1 januari 2023–31 december 2025. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 25 procent 2026 och 20 procent 2027. De ökande intäkterna väntas under prognosperioden 2023–2027 ske till bruttomarginaler om 50 procent. Övriga externa kostnader väntas öka med 10 procent av koncernens intäktökning från 2023 till 2027. Personalkostnaderna väntas öka med 15 procent av motsvarande intäktökning under prognosperioden 2023–2027. Rörelseresultatet år 2026 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,5 procent.

Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 9,5 kronor per Ecoclimate-aktie i basscenario. Det kan jämföras med 11,4 kronor per aktie i riktkurs i bas-scenario i samband med vår senaste uppdatering efter bolagets kv3 2022-rapport den 14 november 2022. Förklaringen till det lägre DCF-värdet är dels ett högre avkastningskrav (se ovan) men än mer att koncernens resultatnivå börjar på en lägre nivå per 31 december 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 2023–2027. 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 2023–2027. I Bull-scenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 4,0 procent.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 7,0 kronor per aktie i Bear-scenariot och 12,2 kronor per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 8,6 kronor per aktie i Bear-scenariot och 14,1 kronor per aktie i Bull-scenariot vid vår senaste uppdatering den 14 november 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 30 procent vikt vardera för sektorns EV/EBITDA och EV/Sales-multiplar med 20 procent småbolagsrabatt för Ecoclimate samt 40 procent vikt för vårt beräknade DCF-värde får vi en vägd motiverad kurs om 9,5 kronor för Ecoclimate-aktien (jämfört med 10,9 kronor per aktie i vår uppdatering den 14 november 2022). Vi har då adderat bolagets nettokassa per aktie (per 31 december 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	313	n.m.	32,4	1,0	1,2
Garo	4 955	29,8	20,9	3,5	8,2
Instalco	13 252	20,8	13,1	1,2	4,5
Lindab	12 039	12,4	7,8	1,1	1,8
Nibe	251 807	57,3	34,5	6,3	9,0
Systemair	16 952	34,6	17,5	1,8	3,8
Genomsnitt exklusive Ecoclimate		31,0	18,8	2,8	5,5
Motsvarande med 20% rabatt		24,8	15,0	2,2	4,4

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 7,3 kronor per aktie. Det kan jämföras med 8,4 kronor per aktie vid vår senaste uppdatering den 22 augusti 2022.

Även i Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfordelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien (30, 30 respektive 40 procent vikt). Vi hamnar då på en riktkurs om 12,0 kronor per aktie (jämfört med 13,4 kronor per aktie vid vår avstämning den 14 november 2022).

Sammanvägt motiverat värde (i SEK) för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA för sektorn, 20% rabatt	15,0	10,5	19,5
Motiverat värde på EBITDA	5,3	4,7	5,9
Intäkter/Ecoclimate-aktie	5,5	5,5	5,5
EV/Sales för sektorn, 20% rabatt	2,2	1,6	2,9
Motiverad värdering på intäkter	14,1	10,3	17,8
Motiverat DCF-värde	9,3	7,0	12,2
Applicerat på EBIT	30%	30%	30%
Applicerat på intäkter	30%	30%	30%
Applicerat värde på DCF-värde	40%	40%	40%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario	9,5	7,3	12,0

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Ecoclimes ledning består av koncern-VD Per Aspegren fram till 17 maj 2023 och därefter Krister Werner. Dotterbolagscheferna är Tobias Fahlqvist (Flexibel Luftbehandling), Mathias Lindberg (SDC Automation) och Angelina Berg Martell (H-Gruppen Totalinstallatör). Till det kan läggas Andreas Cederlund (marknadschef) och Christoffer Eklund (försäljningschef). I takt med att Ecoclimate växer via förvärv kommer beroendet av enskilda nyckelpersoner att avta.

Förvärv av installationsbolag brukar ge ett omedelbart vinstbidrag. De nyförvärvade bolagen ska sedan sälja in Ecoclimes produkter med bättre marginaler än installationstjänster. Förutom att behålla vinstnivåer i förvärvade bolag har Ecoclimate konfronterats med tröskelnivåer vad gäller investeringsbehov. Några exempel är behovet att bygga ut produktionskapaciteten för Evertherm-produkter liksom att etablera försäljning i Tyskland via samarbetspartners och distributörer.

Ecoclimate har en möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing. Fastighetsbranschen (beställare, arkitekter och konsulter med flera) är dock konservativ, vilket gör att det kan ta tid att etablera 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 via ökade värden på deras fastigheter, ligger incitamentet att spara energi på hyresgästerna i Tyskland eftersom dessa 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 de stigande byggkostnaderna i Sverige, liksom att investerings- och energisparbidragen vid nyproduktion försvann den 1 januari 2022. Till det kan läggas högre räntenivåer, som kommer att höja avkastningskravet vid köp av fastigheter och därmed också sänka avkastningskravet som tillsammans med driftnettot avgör fastigheternas marknadsvärden.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning 2021-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning, extern	143,9	241,2	297,2	371,5	445,8
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	15,4	13,5	14,0	14,5	15,0
Totala intäkter	159,4	254,7	311,2	386,0	460,8
Inköp varor och förnödenheter	-69,5	-133,3	-144,9	-182,1	-219,2
Övriga externa kostnader	-35,1	-58,2	-62,0	-64,5	-71,9
Personalkostnader	-58,4	-91,7	-91,3	-98,7	-106,2
Avskrivningar	-9,7	-27,2	-18,3	-20,6	-23,1
Totala kostnader	-172,8	-310,3	-316,5	-365,8	-420,4
Rörelseresultat	-13,4	-55,6	-5,3	20,2	40,4
Resultat från intressebolag	-0,5	-0,9	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	-0,5	-0,5	-0,9	-1,0	-1,2
Resultat efter finansnetto	-14,5	-56,9	-6,3	19,2	39,2
Skatt	2,2	-1,4	0,8	-2,9	-6,7
Resultat efter skatt	-12,2	-58,3	-5,5	16,3	32,5
Tillväxt	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning, extern	3%	68%	23%	25%	20%
Totala intäkter	3%	60%	22%	24%	19%
Personalkostnader	10%	57%	0%	8%	8%
Rörelseresultat	-325%	314%	-90%	-478%	100%
Resultat efter finansnetto	-363%	294%	-89%	-405%	105%
Resultat efter skatt	-291%	378%	-91%	-397%	100%
Marginaler	2021	2022	2023P	2024P	2025P
EBITDA-marginal	-3%	-12%	4%	11%	14%
EBIT-marginal	-9%	-23%	-2%	5%	9%
Resultat efter finansnetto-marginal	-10%	-24%	-2%	5%	9%
Nettovinstmarginal	-8%	-24%	-2%	4%	7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2020-2024P (MSEK)

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Immateriella Anläggningstillgångar	102,7	150,9	175,2	208,3	243,9
Materiella Anläggningstillgångar	34,3	42,5	30,6	7,0	-19,3
Uppskjuten Skattefordran	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	10,5	9,9	9,9	9,9	9,9
Summa Anläggningstillgångar	156,4	212,2	224,7	234,1	243,5
Varulager	10,8	30,4	34,1	36,5	38,9
Kortfristiga fordringar	37,9	60,3	69,1	74,7	80,3
Likvida medel	152,7	75,8	51,4	39,8	71,1
Summa Omsättningstillgångar	201,3	166,5	154,5	151,0	190,3
Summa tillgångar	357,7	378,7	379,2	385,1	433,8
Eget Kapital	307,4	261,1	255,6	256,7	299,8
Långfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	8,0	42,3	43,9	45,2	46,7
Summa långfristiga skulder	8,0	42,3	43,9	45,2	46,7
Kortfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	42,3	75,3	79,7	83,2	87,3
Summa kortfristiga skulder	42,3	75,3	79,7	83,2	87,3
Summa eget kapital och skulder	357,7	378,7	379,2	385,1	433,8
Likviditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Balanslikviditet	115%	120%	129%	134%	136%
Likviditetsgrad	475%	221%	194%	181%	218%
Kassa/kortfristiga skulder	361%	101%	64%	48%	81%
Soliditet	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-152,7	-75,8	-51,4	-39,8	-71,1
Nettokassa/EBIT	-11,4x	-1,4x	-9,6x	2,0x	1,8x
Nettokassa/EK	50%	29%	20%	16%	24%
Skuld/EK	0%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	86%	69%	67%	67%	69%
Lönsamhetsmått	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Avkastning på eget kapital	-7%	-19%	-2%	6%	13%
Avkastning på totalt kapital	-6%	-16%	-1%	5%	10%
Avkastning på investerat kapital	-7%	-19%	-2%	5%	11%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2021-2025P

	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-3,3	-29,7	0,4	12,3	57,0
Ökning (-)/Minskning (+) av varulager och fordringar	-8,6	-20,6	-12,5	-8,0	-8,0
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	-2,8	18,6	6,0	4,8	5,6
Investeringar	-22,4	-37,2	-18,4	-20,7	-23,3
Utgivning lån mot utomstående	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-37,0	-70,7	-24,5	-11,6	31,3
Nyemissioner, netto efter omkostnader	150,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-2,6	-5,3	0,0	0,0	0,0
Erhållna bidrag för utvecklingskostnader	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Betald leasing exklusive räntedel	-4,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	143,4	-6,1	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	106,4	-76,8	-24,5	-11,6	31,3
Likvida medel vid årets början	46,3	152,7	75,8	51,4	39,8
Likvida medel vid periodens utgång	152,7	75,8	51,4	39,8	71,1
Nyckeltal					
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	-0,02x	-0,12x	0,00x	0,03x	0,13x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	-0,01x	-0,08x	0,00x	0,03x	0,13x

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.