

Uppdatering: Kv4 2023

ECOCLIME GROUP AB

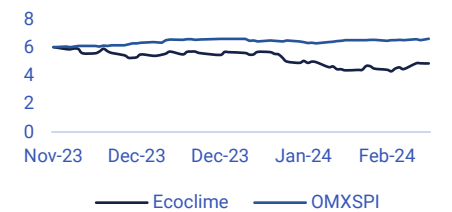
VD: Krister Werner
 SO: Lennart Olofsson
www.ecoclimate.se

Bloomberg: ECC: SS
 Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

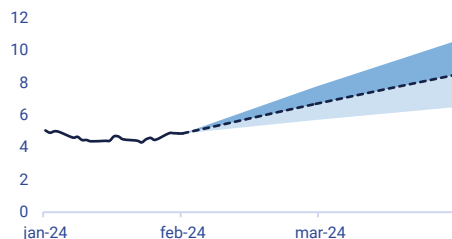
Aktie, senast: 4,73 kronor
 Marknadsvärde: 219 MSEK

AKTIEKURSUUTVECKLING



Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	6,5	8,5	10,6
Upp/nedsida (%)	38	80	124

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Bäddat för högre lönsamhet

Ecoclimes nettoomsättning ökade med 6% till 86,9 MSEK (82,2). Vår prognos låg på 98,6 MSEK. Utfallet var således cirka 12% under vår förväntan. Positivt var att övriga externa och personalkostnader har sjunkit till en lägre nivå under kv4 2023. Vi justerar ned våra intäkts- och resultatprognoser för prognosperioden 2024–2028. Till följd av ett lägre avkastningskrav förändras inte våra riktkurser nämnvärt och stiger i Basscenariot till 8,5 SEK per aktie (8,3) i denna analysuppdatering.

Lägre kostnader ger förutsättning för högre lönsamhet 2024

Det var främst affärsområde Smarta Fastigheter (Miljöbelysning och SDC Automation) som förklarade den negativa avvikelser i nettoomsättningen mot våra förväntningar. Ett positivt besked i kv4 2023-rapporten var samtidigt att ledningen har rationaliserat verksamheten, vilket märks i lägre övriga externa och personalkostnader. Vid eventuellt stigande intäkter ger det goda förutsättningar till en snabbt stigande lönsamhet under 2024.

Under kv4 2023 (liksom kv2 och kv3 2023) redovisade alla tre affärsområden (Inomhusklimat, Cirkulär Energi och Smarta Fastigheter) ett positivt justerat (för förvävsrelaterade poster) EBITDA-resultat. Men ett skifte jämfört med kv4 2022 har skett så att Cirkulär Energi och Inomhusklimat nu går bättre, medan Smarta Fastigheters lönsamhet har fallit tillbaka.

Räntesänkningar under H2 2024 bör vara positivt för efterfrågan

Byggnadskonjunkturen i Sverige försvagades kraftigt under 2023. Därtill kommer höga räntenivåer på fastighetsbolagens lån som minskat dessa bolags investeringsutrymme. Men vi tror ändå att Ecoclimate har möjlighet att växa väsentligt snabbare än marknaden med sina energibesparande produkter och tjänster. För det talar att fastighetsägarna fortfarande har stora ekonomiska incitament att spara energi i sina fastigheter. Vidare ställer EU:s regelverk inom hållbarhet krav på aktörer i fastighets- och byggsektorn att delta i energiomställningen. Slutligen verkar räntehöjningar ha nått sin topp i denna konjunkturcykel. Vi kan få se räntesänkningar från och med andra halvåret 2024. Det skulle i så fall vara gynnsamt för investeringar i fastighetssektorn.

Nytt motiverat värde på 8,5 SEK per aktie

Vi värderar Ecoclimate-aktien genom en sammanvägning av tre modeller. En kassaflödesvärdering baserat på våra prognoser med 40% vikt samt jämförande nyckeltal med fem branschbolag mätt på EV/Sales samt EV/EBITDA med vardera 30% vikt. Med dessa förutsättningar beräknas ett motiverat värde på 8,5 SEK per aktie i basscenariot (tidigare 8,3 SEK/aktie). Det motiverade värdet varierar från 6,5 SEK per aktie (6,3) i ett bear-scenario, till 10,6 SEK per aktie (10,5) i ett bull-scenario. I DCF-värderingen neutraliseras våra lägre intäkts- och resultatprognoser av ett lägre avkastningskrav.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Totala intäkter	254,7	323,9	381,8	447,4	508,9
EBITDA före förvärvskostn.mm	-15,4	7,3	26,9	46,8	65,4
EBIT före förvärvskostn.mm	-42,6	-14,1	10,4	28,2	44,5
Resultat efter finansnetto	-56,9	-24,1	11,2	29,2	47,0
Årets resultat	-58,3	-24,7	9,8	24,8	39,0
EBITDA-marginal (före förv.kos)	-6,1%	2,2%	7,0%	10,5%	12,8%
Vinst kronor per aktie (SEK)	-1,27	-0,53	0,21	0,54	0,84
P/E	neg.	neg.	22,2x	8,8x	5,6x
EV/Intäkter	1,0	0,7	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	neg.	30,7	7,0	3,9	2,8
Utdelning, SEK per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv4 2023

Koncernens nettoomsättning ökade med 6% till 86,9 MSEK (82,2). Vår prognos låg på 98,6 MSEK. Utfallet var således cirka 12% under vår förväntan. Det var främst Smarta Fastigheter som nådde lägre nettoomsättning än väntat. Företagsledningen har dock lyckats få ned övriga externa och personalkostnader väsentligt, vilket ger en positiv hävstång givet fortsatt intäktstillväxt framöver.

Sämre än förväntad omsättning, men lägre kostnader

Affärsområde Cirkulär Energi med Evertherm ökade sin omsättning med 10% under kv4 2023, vilket var bra men något mindre än vi hade räknat med. Bruttoresultatet efter inköp av varor och förnödenheter blev 40,3 MSEK jämfört med vårt estimat på 52,4 MSEK

Övriga externa kostnader och personalkostnader blev 38,3 MSEK mot av oss förväntade 47,5 MSEK. Det visar på en påtaglig kostnadsrationalisering i organisationen. Ecoclime redovisade 8,0 MSEK i resultat från intressebolag under kv4 2023. Det avser nedskrivning av skuld för tilläggsköpeskilling för förvärvet av Miljöbelysning från 28 till 20 MSEK.

Större beställningar, samarbeten och produktutveckling

Dotterbolaget Miljöbelysning fick i oktober 2023 en beställning värd ca 4 MSEK på LED-belysning och smart elbilsladdning från en bostadsrättsförening i Täby.

Bolaget fick i december 2023 en order till ett värde av 1,4 MSEK på en Evertherm-anläggning. Leveransen sker i samarbete med Umia Skellefteå till en bostadsrättsförening i Skellefteå. Ecoclime fick också i december 2023 en större beställning värd 5,1 MSEK på två Evertherm systemlösningar till Uppsalahems fastigheter på Johannesbäcksgatan (området Sala backe) i Uppsala. Leveransen sker via en totalentreprenör, Edekyl & Värme AB.

HSB-föreningen Blåkulla nr 248 i Solna lade i oktober 2023 en kombinerad order på Evertherm SEW och Ecocloud värd 8,5 MSEK. Det är en order som involverar två av Ecoclimes tre affärsområden (Cirkulär Energi och Smarta Fastigheter).

Ett samarbete har vidare inletts med Fastum för att sälja energieffektiva lösningar till bostadsrättsföreningar i Sverige. Fastum är ett företag som bedriver ekonomisk och teknisk förvaltning åt bostadsrättsföreningar. Fastum redovisade en nettoomsättning på 109 MSEK 2022.

Ecoclime har också tagit fram konceptet Energiresan som involverar energieffektivisering i flera steg för en fastighetsägare och där flera av Ecoclimes affärsområde normalt kommer in som leverantörer. Energiresan ger de fastighetsägare som investerar i Ecoclimes lösningar högre driftnetto på sina fastigheter, bättre lånevillkor och mindre risk för regulatoriska påföljder till följd av EU:s ökade energiklassningskrav.

Smarta Fastigheter

Affärsområdet Smarta Fastigheter noterade 10% lägre intäkter från externa kunder i kv4 2023 (35,5 MSEK) jämfört med kv4 2022 (39,4 MSEK), till följd av lägre volymer för både Miljöbelysning och SDC Automation.

Smarta Fastigheter redovisade ett justerat rörelseresultat före av- och nedskrivningar (EBITDA) på ca 1,5 MSEK, motsvarande en marginal på 4% i kv4 2023. Det var väsentligt lägre än kv4 2022 då affärsområdet nådde ett justerat EBITDA-resultat på ca 5,2 MSEK med en marginal på nära 13%.

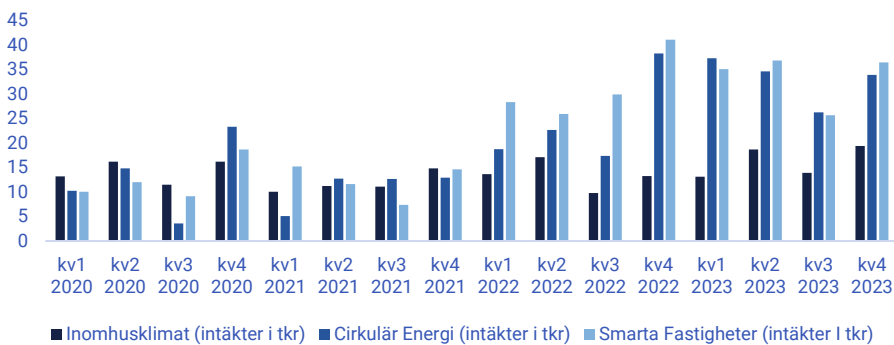
Cirkulär Energi

Affärsområdet Cirkulär Energi med Evertherm (spillvärmevattenåtervinning) samt Team Wessman (geotermiska energilösningar) ökade sina intäkter från externa kunder till ca 32,9 MSEK i kv4 2023, vilket var ca 10% mer än kv4 2022. Cirkulär Energi nådde nu ett positivt justerat EBITDA på ca 4,1 MSEK under kv4 2023 motsvarande cirka 12% marginal. Under kv4 2022 nådde Cirkulär Energi ett positivt EBITDA på ca 1,9 MSEK till ca 5% marginal.

Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimats nettoomsättning ökade till ca 18,5 MSEK under kv4 2023, jämfört med ca 12,8 MSEK under kv4 2022. Det motsvarar ca 45% tillväxt. Affärsområdets justerade EBITDA blev positivt, ca 1,6 MSEK under kv4 2023 med ca 8% marginal. Det kan jämföras med ett justerat EBITDA-resultat på ca 0,4 MSEK under kv4 2022 eller ca 3% marginal.

Nettoomsättning per affärsområde (MSEK) kv1 2020-kv4 2023:

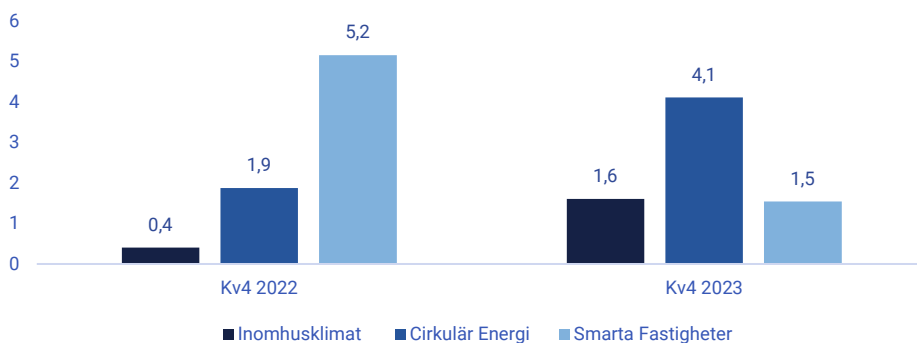


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Positivt justerad EBITDA för samtliga affärsområden

Samtliga tre affärsområden var lönsamma på justerad EBITDA-nivå under kv4 2023. Ett markant skifte skedde dock från Smarta Fastigheter vars rörelseresultat föll kraftigt mot Inomhusklimat som överraskade positivt detta kvartal samt Cirkulär Energi som fortsatte sin positiva trend. Summan av de tre affärsområdenas justerade EBITDA minskade med ca 2% till knappt 7,3 MSEK under kv4 2023.

Justerad EBITDA per affärsområde (MSEK), kv4 2022 och kv4 2023:



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Investment case, prognoser och värdering

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem för värmeåtervinning samt komfortsystem för kontor. Med dessa som bas har koncernen inlett en tillväxtfas där bolag inom värme- och rörinstallation, energibesparande produkter och 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 i Tyskland ökar potentialen betydligt.

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, Team Wessman 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 där KVS då ingick förvärvades av Ecoclimate 2017, Team Wessman sedan oktober 2021 och Miljöbelysning i februari 2022. Med förvärvsmodellen som initierades 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 och ventilation) för kontor. I koncernen ingår även 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 kunder 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 få uppdrag av fastighetsägare. En satsning på att marknadsföra och sälja Evertherm-systemen med finansieringslösningar mot bostads- och industriägare i Sverige och Tyskland har inletts. Potentiella kunder i Tyskland utgörs främst av bostadsbolag med någon form av anknäring 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 vuxit mycket kraftigt i Tyskland efter sanktionsbesluten mot rysk gas och olja efter Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari 2022. En betydande del av det energibehov som ska ersättas behöver sparas in genom energieffektivisering, medan resten köps in från andra länder.

Mycket stora värden i att spara energi i bostadshus

Sett ur ett fastighetsägareperspektiv och speciellt vad gäller hyresbostäder i Sverige är värdet av sparade energikostnader mycket stort. Den reglerade bruksvärdes-hyresnivån för begagnade bostäder i Sverige är förhållandevis låg (främst i storstadsområdena) jämfört med en hypotetisk marknadshyra, samtidigt som uppvärmning inklusive el och vatten brukar utgöra omkring hälften av de totala driftskostnaderna för bostadshuset. Andelen värmekostnader som kan sparas genom att använda Evertherms system varierar mellan 25 och 50% beroende på om det är ett nyproducerat eller begagnat bostadshus.

Bostadsfastigheter i större städer brukar avkasta omkring 4 procent på sitt marknadsvärde. Då blir den initiala besparingen för en fastighetsägare det första året efter en sådan investering ca 100% på investerat kapital vid en avskrivningstid om tolv år för investeringen. Detta förklaras av en värdeökning på fastigheterna hänförligt till det förbättrade driftsöverskottet.

En ökad produktförsäljning ger kraftig utväxling

Ecoclimes målsättning är att sälja sina produkter med mellan 50 och 75% bruttomarginal samt mellan 30 och 50% rörelsemarginal före centrala administrationskostnader. De högre marginalerna erhålls vid leverans av egna produkter, medan den lägre siffran avser systemleveranser där även externa företags produkter ingår. För tjänster och servicearbeten brukar rörelsemarginalerna ligga mellan 10 och 15%. Då en ganska betydande del 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

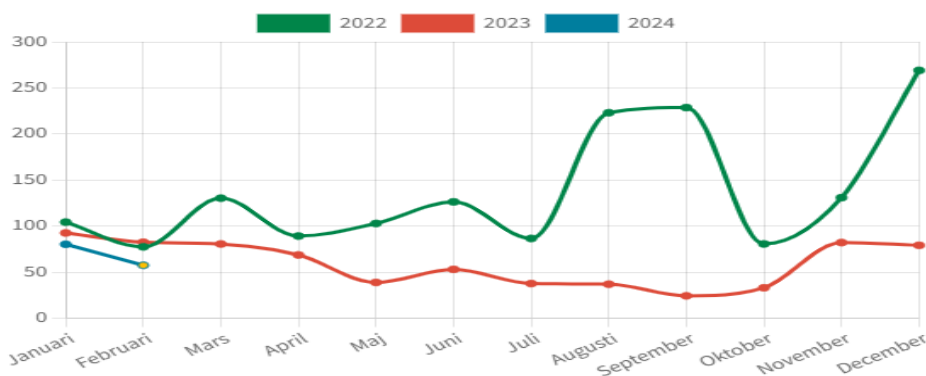
Ecoclime har tidigare förvärvat rörelsedrivande bolag i ventilations- och rörinstallationsbranschen för p/e-tals-multiplar på omkring 5-6x årsvinsten. Det innebär att varje nytt förväntat bolag ger ett arbitrage i form av en vinstökning efter räntekostnader på köpeskillingen. Detta arbitrage förbättras 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 MSEK per år, vilket brukar ge en viss småbolagsrabatt.

Prognoser och antaganden, basscenario

Stigande räntekostnader har pressat svenska fastighetsägare och även konsumenter i mer än ett år. Konjunkturavmattningen gränsar till en lågkonjunktur allmänt sett för svensk ekonomi. Speciellt hårt drabbad är nyproduktionen av bostäder som fallit till historiskt mycket låga nivåer. En tidigare kraftfull energiprisuppgång under 2022 har mattats av under 2023 och inledningen av 2024. Det ger fastighetsägare något lägre incitament till energibesparande investeringar. Samtidigt representerar Ecoclimes produkter och tjänster en möjlighet till mycket betydande besparingar som ökar värdet på kundernas fastigheter. En del av lågkonjunkturfekten såg man i Ecoclimes kv4 2023-rapport. Tendensen till avmattning på intäkt- och beställningssidan syns även hos Ecoclimes branschkollegor och kanske främst då hos Nibe som lämnade sin kv4 2023-rapport samma dag som Ecoclimate (16 februari 2024) och nu lanserar ett större besparingsprogram för koncernen.

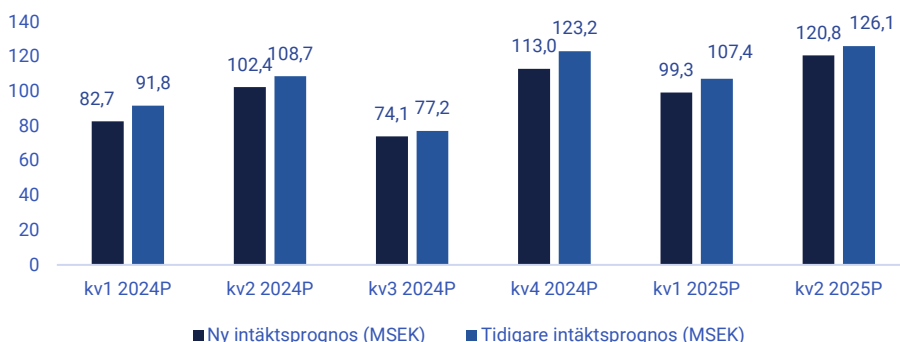
Spotpriset (Öre per Kwh) på el i SE3 (Elområde 3 med norra Götaland och Svealand)



Källa: www.elbruk.se

Med detta som bakgrund sänker vi våra prognoser för Ecoclimes nettoomsättningen med 7% för 2024 och med 6% för 2025.

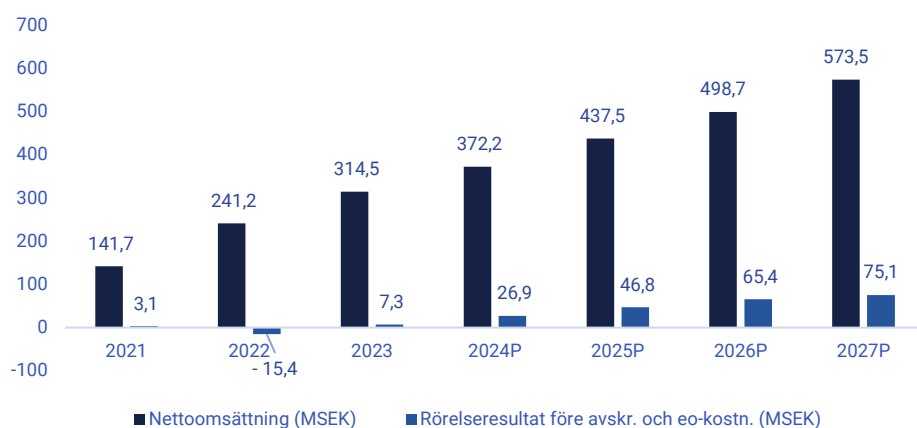
Förändrade intäktsprogner (MSEK) för kv1 2024-kv2 2025



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% på EBITDA-resultatnivå. Vi bedömer att kostnaden för såld vara ökar med 50% av intäktsstillväxten. Motsvarande ökning för personal- och övriga kostnader har vi satt till 15% av en intäktsökning. Därutöver har vi korrigerat med fasta resultatförbättringar i verksamheten i form av lägre övriga rörelsekostnader (1,25 MSEK per kvartal under 2024). Med dessa förutsättningar hamnar vi på en rörelseresultatprognos före avskrivningar på 26,9 MSEK 2024 och 46,8 MSEK 2025. Det kan jämföras med vår senaste analysuppdatering efter kv3 2023-rapporten den 10 november 2023, då våra EBITDA-prognoser hamnade på 37,4 MSEK 2024 och 56,6 MSEK 2025.

Historik och prognoser, nettoomsättning och EBITDA före eo-kostn. 2021-2027P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser helåren 2024–2027 samt ett evighetsvärde från år 2028.

Oförändrat DCF-värde om 8,3 SEK/aktie i Basscenariot

Vi har diskonterat förväntade kassaflöden med en kalkylränta baserat avkastningskravet på eget kapital framräknat med CAPM-modellen. Där använder vi en riskfri ränta om 2,25%, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta under de senaste månaderna. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 6,1% samt en småbolagspremie om 3,4% uppskattad baserad på PwC:s riskpremiestudie från juni 2023. Vi applicerar ett beta-tal om 1,15x (1,1x) samt en företagsspecifik riskpremie om 3,9% för att komma fram till en vägd kalkylränta på 17,3% (17,9%). Vi kommer då fram till ett motiverat DCF-värde om 8,3 SEK per aktie i Basscenariot.

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	105,3	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,3%	CAGR, 2023-27	14,1%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	240,8	Marknadsriskpremie	6,1%	EBITDA-marginal, 2025	14,2%
Rörelsevärde (EV)	346,1	Småbolagspremie	3,4%	Skattesats	20,6%
Kassa	38,5	Beta	1,2x	Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Räntebärande skulder	0,0	Avkastningskrav, EK	13,2%		
Aktievärde	384,6	Skattejust. Kreditränta	7,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
Befintligt antal aktier	46,2	Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2023P	0,5x
Nya aktier efter emissioner	0,0	WACC	13,2%	EV/EBITDA, 2023P	7,0x
Antalet aktier	46,2	Bolagsspec. Tillägg	4,1%	P/S, 2032P	0,6x
				P/E, 2023P	22,2x
Värde per aktier i ett basscenario	8,3	Diskonteringsränta	17,3%		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antaganden och motiverat värde enligt basscenariot

Vårt DCF-värde i basscenariot utgår från de prognoser som vi har lagt för perioden 1 januari 2024–31 december 2026. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 15% 2027 och 10% 2028. De ökande intäkterna väntas under prognosperioden 2024–2028 ske till bruttomarginaler om 50%. Övriga externa kostnader väntas öka med 10% av koncernens intäktsökning under perioden 2024–2028. Personalkostnaderna väntas öka med 15% av motsvarande intäktsökning under prognosperioden 2024–2028. Rörelseresultatet år 2028 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,5%.

Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 8,3 SEK per Ecoclime-aktie i basscenariot. Det är oförändrat jämfört med vår senaste uppdatering den 10 november 2023. Lägre intäkts- och resultatprognoser från vår sida neutraliseras alltså av en lägre årlig diskonteringsränta.

Antaganden och motiverade värden för Bear- och Bull

I vårt Bear-scenariot utgår vi från att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 75% av bas-scenariots nivåer 2024–2028. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 3,0% per år.

I vårt Bullscenariot räknar vi med att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 125% av bas-scenariots nivåer 2024–2028. I Bullscenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 4,0%.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 6,1 SEK per aktie i Bear-scenariot och 10,6 SEK per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 5,8 SEK per aktie i Bearsenariot och 10,9 SEK per aktie i Bullscenariot vid vår senaste uppdatering den 10 november 2023.

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 använt vår kassaflödesvärdering av Ecoclimate.

Givet 30% vikt vardera för sektorns EV/EBITDA och EV/Sales-multiplar, 40% vikt för vårt beräknade DCF-värde samt en småbolagsrabatt om 25% får vi en vägd motiverad kurs om 8,5 SEK för Ecoclimate-aktien. Det kan jämföras med 8,3 SEK per aktie i vår uppdatering den 10 november 2023.

Jämförande värdering

Jämförande värdering	Börsv. (MSEK)	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	P/EK
Ecoclimate	219	n.m.	8,3	0,6	1,0
Garo	1 369	29,1	14,9	1,1	2,2
Instalco	10 591	21,4	9,9	1,0	3,3
Lindab	17 188	20,2	10,7	1,5	2,4
Nibe	123 786	25,9	16,1	3,0	4,1
Systemair	16 619	13,0	8,7	1,4	3,0
Genomsnitt exklusive Ecoclimate		21,9	12,1	1,6	3,0
Samma med 25% rabatt		16,4	9,1	1,2	2,2

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 6,5 SEK per aktie. Det kan jämföras med 6,3 SEK per aktie vid vår senaste uppdatering den 10 november 2023.

I Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfordelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien. Vi hamnar då på en riktkurs om 10,6 SEK per aktie (jämfört med 10,5 SEK per aktie vid vår avstämning den 10 november 2023).

Sammanvägt motiverat värde (i SEK) för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA för sektorn, 25% rabatt	9,1	6,3	11,8
Motiverat värde på EBITDA	7,6	6,3	8,9
Intäkter/Ecoclimate-aktie	6,7	6,7	6,7
EV/Sales för sektorn, 25% rabatt	1,2	0,8	1,6
Motiverad värdering på intäkter	9,7	7,3	12,2
Motiverat DCF-värde	8,3	6,1	10,6
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	8,5	6,5	10,6

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Ecoclimes ledningsgrupp består av koncern-VD Krister Werner, CFO Johan Wewel, sju VD:ar för dotterbolags- eller intressebolag samt en Teknik- och Produktchef. I takt med att Ecoclimate växer via förvärv kommer beroendet av enskilda nyckelpersoner att minska.

Förvärv av installationsbolag brukar ge ett omedelbart vinstbidrag efter räntekostnader på köpeskillingen. De nyförvärvade bolagen ska sälja in Ecoclimes produkter med bättre marginaler än installationstjänster. Förutom att behålla vinstnivåer i förvärvade bolag har Ecoclimate konfronterats med tröskelnivåer vad gäller investeringsbehov samt samordningsbehov inom koncernen.

Ecoclimate har en möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing i Sverige och Tyskland. Fastighetsbranschen (beställare, arkitekter och konsulter med flera) är konservativ, vilket gör att det kan ta tid att etablera nya produkter. Större branschföretag har historiskt tillämpat en dominansstrategi för att hindra nya innovativa företag att etablera sig på marknaden. 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 då 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 (mycket uppfördes på 1960-, 1970- och 1980-talen) är omfattande. En utmaning är de höga byggkostnaderna i Sverige, liksom att investerings- och energisparbidragen vid nyproduktion försvann den 1 januari 2022. Till det kan läggas väsentligt högre räntenivåer sedan 2021, som har höjt avkastningskravet vid köp av fastigheter och gjort att vinsten med energibesparingen blir lägre än tidigare för fastighetsägarna.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning 2021-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023	2024P	2025P
Nettoomsättning, extern	143,9	241,2	314,5	372,2	437,5
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	15,4	13,5	9,4	9,6	9,9
Totala intäkter	159,4	254,7	323,9	381,8	447,4
Inköp varor och förnödenheter	-69,5	-133,3	-170,0	-198,8	-231,5
Övriga externa kostnader	-35,1	-58,2	-61,1	-61,9	-68,4
Personalkostnader	-58,4	-91,7	-88,5	-94,3	-100,8
Avskrivningar	-9,7	-27,2	-18,4	-16,5	-18,6
Totala kostnader	-172,8	-310,3	-337,9	-371,4	-419,2
Rörelseresultat	-13,4	-55,6	-14,1	10,4	28,2
Resultat från intressebolag	-0,5	-0,9	-10,5	0,0	0,0
Finansnetto	-0,5	-0,5	0,4	0,9	1,0
Resultat efter finansnetto	-14,5	-56,9	-24,1	11,2	29,2
Skatt	2,2	-1,4	-0,6	-1,4	-4,4
Resultat efter skatt	-12,2	-58,3	-24,7	9,8	24,8
Tillväxt	2021	2022	2023	2024P	2025P
Nettoomsättning, extern	3%	68%	30%	18%	18%
Totala intäkter	3%	60%	27%	18%	17%
Personalkostnader	10%	57%	-3%	7%	7%
Rörelseresultat	-325%	314%	-75%	-174%	172%
Resultat efter finansnetto	-363%	294%	-58%	-147%	159%
Resultat efter skatt	-291%	378%	-58%	-140%	152%
Marginaler	2021	2022	2023	2024P	2025P
EBITDA-marginal	-3%	-12%	1%	7%	11%
EBIT-marginal	-9%	-23%	-4%	3%	6%
Resultat efter finansnetto-marginal	-10%	-24%	-8%	3%	7%
Nettovinstmarginal	-8%	-24%	-8%	3%	6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2020-2025P (MSEK)

	2021	2022	2023	2024P	2025P
Immateriella Anläggningstillgångar	102,7	150,9	138,3	146,1	154,1
Materiella Anläggningstillgångar	34,3	42,5	41,2	28,4	14,1
Uppskjuten Skattefordran	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	10,5	9,9	9,8	9,8	9,8
Summa Anläggningstillgångar	156,4	212,2	198,3	193,4	187,0
Varulager	10,8	30,4	32,4	34,9	37,6
Kortfristiga fordringar	37,9	60,3	66,2	72,1	78,5
Likvida medel	152,7	75,8	38,5	45,1	67,2
Summa Omsättningstillgångar	201,3	166,5	137,2	152,1	183,3
Summa tillgångar	357,7	378,7	335,5	345,5	370,3
Eget Kapital	307,4	261,1	235,7	245,5	270,3
Långfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	8,0	42,3	33,3	33,4	33,4
Summa långfristiga skulder	8,0	42,3	33,3	33,4	33,4
Kortfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	42,3	75,3	66,5	66,6	66,7
Summa kortfristiga skulder	42,3	75,3	66,5	66,6	66,7
Summa eget kapital och skulder	357,7	378,7	335,5	345,5	370,3
Likviditet	2021	2022	2023	2024P	2025P
Balanslikviditet	115%	120%	148%	161%	174%
Likviditetsgrad	475%	221%	206%	228%	275%
Kassa/kortfristiga skulder	361%	101%	58%	68%	101%
Soliditet	2021	2022	2023	2024P	2025P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-152,7	-75,8	-38,5	-45,1	-67,2
Nettokassa/EBIT	-11,4x	-1,4x	-2,7x	4,3x	2,4x
Nettokassa/EK	50%	29%	16%	18%	25%
Skuld/EK	0%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	86%	69%	70%	71%	73%
Lönsamhetsmått	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Avkastning på eget kapital	-7%	-19%	-9%	4%	10%
Avkastning på totalt kapital	-6%	-16%	-6%	3%	8%
Avkastning på investerat kapital	-7%	-19%	-8%	4%	9%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2021-2025P

	2021	2022	2023	2024P	2025P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-3,3	-29,7	3,9	17,7	34,5
Ökning (-)/Minskning (+) av varulager och fordringar	-8,6	-20,6	-14,4	-8,3	-9,1
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	-2,8	18,6	-0,4	0,2	0,1
Investeringar	-22,4	-37,2	-18,7	-3,0	-3,3
Utgivning lån mot utomstående	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-37,0	-70,7	-29,6	6,6	22,1
Nyemissioner, netto efter omkostnader					
Nyemissioner, netto efter omkostnader	150,0	-0,5	-0,3	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-2,6	-5,3	-3,8	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	-3,7	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	143,4	-6,1	-7,7	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	106,4	-76,8	-37,3	6,6	22,1
Likvida medel vid årets början	46,3	152,7	75,8	38,5	45,1
Likvida medel vid periodens utgång	152,7	75,8	38,5	45,1	67,2
Nyckeltal					
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	-0,02x	-0,12x	0,01x	0,05x	0,08x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	-0,01x	-0,08x	0,01x	0,05x	0,09x

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.