Uppdatering: Kv2 2024

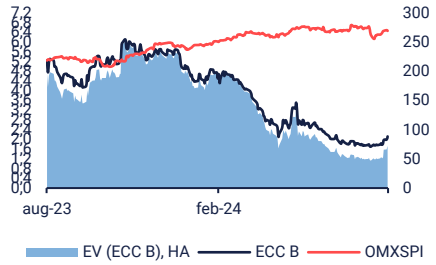
ECOCLIME GROUP AB

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

Bloomberg: ECC: SS
Reuters Eikon: ECC.ST
Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 2,15 SEK
Marknadsvärde: 99 MSEK

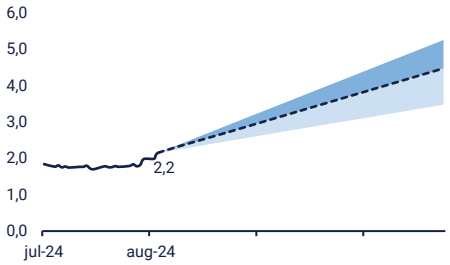
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-60,0	-62,5	-54,7	15,2

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	3,5	4,5	5,2
Upp-/nedsida (%)	61	108	144

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Ökat fokus på Evertherm-försäljning

Ecoclimes nettoomsättning på 62 MSEK i kv2 2024 blev 6% lägre än kv2 2023 för jämförbara enheter. Intäktsutfallet understeg våra prognoser före kv2 2024-rapporten med 17%. Vi justerar ned våra intäkts- och resultatprognoser för att ta hänsyn till att Miljöbelysning är under försäljning, men även till följd av en svag byggkonjunktur där prispress slår hårt på lönsamheten. Vårt motiverade värde för aktien i Bas-scenariot minskar till 4,5 SEK/aktie (tidigare 7, 0 SEK vid analysuppdateringen den 20 maj 2024).

Bättre orderläge för SDC Automation

SDC Automation och affärsområde Smarta Fastigheter stod för i princip hela Ecoclime-koncernens rörelseresultat i kv2 2024. Orderläget för SDC Automation har förbättrats markant till följd av att större serverhallsoperatörer har lagt nya beställningar på uppdateringar av serverhallar. Evertherm-försäljningen noterade ett mindre hack i kurvan i kv2 2024, samtidigt som tillväxten i antalet installerade system varit mycket stark det senaste året. Utsikterna till en ökad försäljning under H2 2024 av Evertherm ser också bra ut. Det grundar sig på ett ökat antal intresserade kunder som utvärderar systemet. För affärsområde Inomhusklimat (främst Flexibel Luftbehandling) blev andra kvartalet svagt till följd av byggkonjunkturen samt kostnadsökningar i projekten som inte kunde priskompenseras mot slutkund. Fallande styrräntor bör dock kunna förbättra investeringsutrymmet för fastighetsbolagen (som är kunder till Ecoclime), men även stimulera nya byggprojekt och därmed lätta på prispressen inom byggsektorn.

Ecoclimes hade ett negativt kassaflöde (minus 2,8 MSEK) under kv2 2024, med en kassa som minskade till 25,7 MSEK den 30 juni 2024. När Miljöbelysning avyttras den 2 januari 2025 kommer Ecoclime att få en likviditetsförstärkning med ca 13 MSEK.

Ledningens fokus riktas än mer mot Evertherm

Strategiskt går Ecoclime-koncernen mot ett ökat fokus på Evertherm. För att kunna växa behövs ökad aktivitet inom marknadsföring och sälj samt på sikt en ökad produktionskapacitet. När Miljöbelysning lämnar Ecoclime-gruppen den 2 januari 2025 kommer ca 13 MSEK att frigöras i likviditet och ytterligare ca 7 MSEK i fordringar och andra tillgångar. Det kan behövas inte minst när Evertherm ska säljas inte bara i Sverige, utan potentiellt även i England, Tyskland och USA.

Nytt motiverat värde på 4,5 SEK per aktie

Även om vi räknar med en successivt förbättrad nettoomsättning för Ecoclime från och med kv2 2024 utgår vi nu från en lägre nivå än tidigare. Det ger ett lägre kassaflödesliksom jämförande värderingar av Ecoclime-aktien. Vi värderar Ecoclime-aktien genom att väga samman beräknade värden från 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. Givet dessa förutsättningar beräknas ett sammanvägt motiverat värde på 4,5 SEK per aktie i basscenariot (tidigare 7,0 SEK/aktie). Det motiverade värdet varierar från 3,5 SEK per aktie (tidigare 5,3 SEK/aktie) i ett Bear-scenario, till 5,2 SEK per aktie (tidigare 8,6 SEK) i ett Bull-scenario.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Totala intäkter	254,7	323,9	239,7	284,2	326,4
EBITDA före förvärvskostnader	-15,4	7,3	-4,5	8,9	21,7
EBIT efter förvärvskostnader	-42,6	-14,1	-22,1	-10,5	-0,2
Resultat efter finansnetto	-56,9	-24,1	-21,9	-9,9	-1,1
Årets resultat	-58,3	-24,7	-21,2	-8,5	-0,9
EBITDA-marginal	-6,1%	2,2%	-1,9%	3,1%	6,6%
Vinst kronor per aktie (SEK)	-1,27	-0,53	-0,46	-0,18	-0,02
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/Intäkter	1,0	0,7	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	neg.	30,7	neg.	8,2	3,3
P/EK	1,2x	1,1x	0,4x	0,5x	0,5x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv2 2024

Andra kvartalet 2024 blev liksom kv1 relativt svagt för Ecoclimes del. Bolaget är inte ensamt om det. Andra bolag med byggbranschen som en större kund har också känt av den svaga byggkonjunkturen.

6% lägre nettoomsättning i kv2 2024 än kv2 2023

Ecoclime nådde en nettoomsättning på 62 MSEK, vilket understeg vår prognos med ca 17%. Nettoomsättningen i kv2 2024 var ca 6% lägre än kv2 2023 (66,4 MSEK rensat för bolag under försäljning, dvs Miljöbelysning).

Affärsområdena Cirkulär Energi och Inomhusklimats nettoomsättning påverkades av en svag byggkonjunktur under kv2 2024. Minskningen i nettoomsättning var 21% för Cirkulär Energi i kv2 2024 jämfört med kv2 2023 (rensat för H-Gruppen) och minus 13% för Inomhusklimat. Efterfrågan har förbättrats något för Cirkulär Energi under inledning av hösten 2024 med beställningar från Danmark.

Smarta Fastigheter som efter avyttringen av Miljöbelysning består av SDC Automation och Ecloud nådde en tillväxt i nettoomsättningen på 53% i kv2 2024 jämfört med kv2 2023. Försäljningen var nästan helt hänförbar till SDC Automation.

Koncernens rörelseresultat efter avskrivningar på minus 1,7 MSEK var bättre än vår prognos på 3,7 MSEK. Rörelseresultatet var minus 0,02 MSEK i kv2 2023, rensat för bolag under försäljning och resultat av försäljning av dotterbolag.

Resultatet efter finansnetto drogs upp med 20 MSEK av omvärdering av tilläggsköpeskilling för Miljöbelysning. I resultat efter skatt hänförligt till moderbolaget reverseras denna post mer än väl med ett avdrag om 46,9 MSEK för tillgångar under försäljning. Ecoclimes vinst per aktie blev därmed minus 0,63 SEK i kv2 2024 jämfört med vår prognos om minus 0,07 SEK/aktie.

Smarta Fastigheter

Affärsområde Smarta Fastigheter redovisade en nettoomsättning på 20,7 MSEK för kv2 2024, vilket var 53% mer än kv2 2023. SDC har i skrivande stund ett bra orderläge kopplat till tidigare serverhallskund (främst ett större företag med huvudkontor i Nordamerika).

Miljöbelysning som tidigare ingick i Smarta Fastigheter kommer att avyttras med tillträde för de nya köparna den 2 januari 2025 och ingår inte i de redovisade kv2 2024-siffrorna för Smarta Fastigheter. Miljöbelysning Sweden AB nådde en nettoomsättning på 87 MSEK för helåret 2023, dvs drygt 20 MSEK per kvartal.

Smarta Fastigheter nådde ett rörelseresultat efter avskrivningar på ca 3,2 MSEK i kv2 2024, jämfört med ca 3,4 MSEK i kv2 2023. Det ger en EBIT-marginal på 15% i kv2 2024, vilket är en relativt bra nivå.

I Ecoclimes balansräkning per 30 juni 2024 finns tillgångar och skulder på bolag under försäljning (Miljöbelysning Sweden AB) som kommer att frigöra ca 20 MSEK vid tillträdet, varav ca 13 MSEK i likvida medel, vid tillträdet den 2 januari 2025.

Cirkulär Energi

Affärsområdet Cirkulär Energi med Evertherm (spillvärmevattenåtervinning) märker av ett fortsatt stort intresse för energibesparing. Samtidigt ökar konkurrens, vilket leder till prispress. Nettoomsättningen för affärsområdet minskade med 21% till ca 26,0 MSEK i kv2 2024, vilket är 21% mindre än kv2 2023 rensat för avyttrade H-Gruppen. Team Wessman (som är ett geotekniskt entreprenörsbolag) stod för huvuddelen av den lägre nettoomsättningen för Cirkulär Energi under kv2 2024.

Evertherm-bolaget ökade sin nettoomsättning med 21% jämfört med kv1 2024, men tappade 2% relativt kv2 2023. Tillväxten för Evertherm har varit ojämn, men ändå ökat kraftigt det senaste året. I maj 2023 hade Ecoclime åtta installerade Evertherm-system på plats ute hos kund, en siffra som hade ökat till 30 installerade system i augusti 2024.

Ett lägre ränteläge bör vara gynnsamt för Evertherm-försäljningen då det ökar investeringsutrymmet för fastighetsbolag och bostadsrättsföreningar. Förutom i Sverige pågår marknadsföring från Ecoclimes sida som kan leda till försäljning av Evertherm-system i Tyskland, England och USA. Koncernledningens fokus på Evertherm har också ökat, dit en stor del av bolagets finansiella resurser lär allokeras det närmaste året.

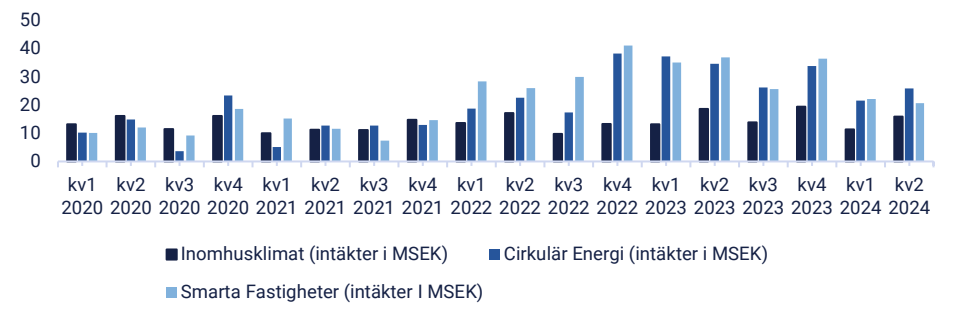
Cirkulär Energis rörelseresultat förbättrades till 0,5 MSEK i kv2 2024, jämfört med minus 5,6 MSEK i kv2 2023.

Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimats (med Flexibel Luftbehandling och KVS Montage samt produkterna kyl- och komfort-innertak) nettoomsättning minskade till 16,0 MSEK i kv2 2024, jämfört med 18,2 MSEK i kv2 2023. Det motsvarar ett tapp på ca 13%. Inomhusklimats orderingång och försäljning påverkades negativt av den svaga svenska byggkonjunkturen med färre nystartade kommersiella byggprojekt. I stort sett alla intäkter från affärsområde Inomhusklimat i kv2 2024 kom från Flexibel Luftbehandling och KVS, medan produktförsäljningen av innertak var närmast obefintlig.

Rörelseresultatet efter avskrivningar för Inomhusklimat blev minus 0,7 MSEK i kv2 2024, jämfört med 0,02 MSEK i kv2 2023. Det negativa rörelseresultatet beror på att bolagets offerter ger intäkter enligt ramavtal hos återkommande kunder, som Flexibel Luftbehandling och KVS inte fullt ut har kunnat kompensera genom egna prisökningar mot slutkund.

Nettoomsättning per affärsområde (MSEK) kv1 2020-kv2 2024:



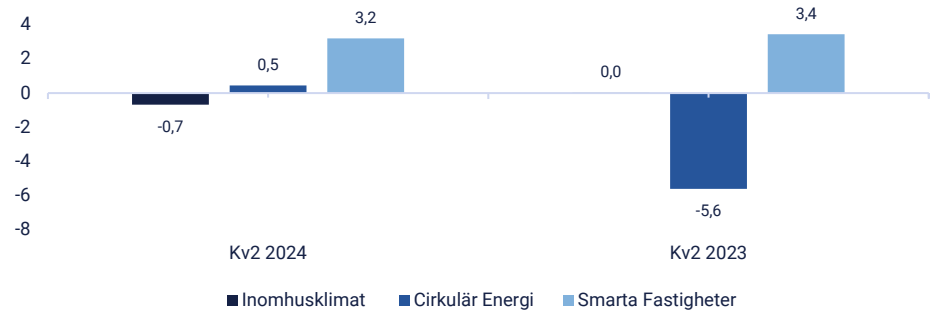
Källa: Bolagsinformation.

Nettoomsättningssiffrorna per affärsområde i ovanstående diagram är de historiskt rapporterade, dvs inklusive vid tillfället ingående dotterbolag som senare har avyttrats eller befinner sig under försäljning som H-Gruppen och Miljöbelysning.

SDC Automation stod för EBIT-resultatet under kv2 2024

Som framgår av grafen nedan stod Smarta Fastigheter (dvs i praktiken SDC Automation) för strax över 100% av Ecoclime-koncernens samlade rörelseresultat i kv2 2024 före koncerngemensamma poster. Lönsamhetsförbättringen är påtaglig för Cirkulär Energi om vi jämför kv2 2024 med kv2 2023, trots det marginella intäktstappet i kv2 2024 för Evertherm.

EBIT per affärsområde (MSEK), kv2 2023 och kv2 2024:



Källa: Bolagsinformation.

Investment case, prognoser och värdering

Ecoclime har utvecklat cirkulära energisystem för värmeåtervinning samt komfortsystem för kontor. Med dessa som bas har koncernen genomgått en tillväxtfas där bolag inom värme- och rörinstallation, energibesparande produkter och fastighetsautomation har adderats via förvärv. Sedan ungefär ett år tillbaka har strategin ändrats mot en konsolidering med färre rörelsedrivande bolag samt en ökad fokusering mot produktförsäljning av Evertherm, där en marknadssatsning i Tyskland ger en ökad potential.

Investment case

Cirkulära energisystem bildar basen

Ecoclime har utvecklat cirkulära energisystem (Evertherm) för värmeåtervinning av spillvatten i flerbostadshus, liksom komfortsystem (kyla, värme och ventilation) för kontor. I koncernen ingår även bolag inom fastighetsautomation samt rör- och värmeinstallation.

Ecoclime 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 Ecloud. Av dessa har Evertherm funnits med sedan starten 2013, medan Flexibel Luftbehandling, SDC Automation och H-Gruppen (där KVS tidigare ingick) förvärvades av Ecoclime 2017 och Team Wessman sedan oktober 2021.

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 Ecoclime ska bli en total-leverantör inom samtliga steg av energibesparingskedjan hos fastighetsägare och fastighetsutvecklare med flera möjliga kunder.

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

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 finansierings-lösningar mot bostads- och industriägare i Sverige och Tyskland har inletts. Potentiella kunder i Tyskland består främst av bostadsbolag med någon anknytning till Sverige.

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 i 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 brukar uppvärmningskostnader inklusive el och vatten utgöra omkring hälften av de totala driftskostnaderna för bostadshus. 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 sina marknadsvärden. 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 som är kopplat 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 företagsprodukter 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. Tills dags datum har dock andelen produktförsäljning varit för liten för att Ecoclime-koncernen ska kunna tjäna mycket pengar.

En satsning på en produkt som Evertherm utan ytterligare stöd av de rörelsedrivande bolagen inom koncernen kommer att kräva att en stor del av Ecoclimes kassa allokeras till marknadsföringsåtgärder samt möjligen också till att bygga ut produktionskapaciteten ytterligare. På dagens kursnivå på Ecoclime-aktien är nyemissioner inte något attraktivt alternativ för att söka ny finansiering. I stället strävar företaget efter att utveckla alternativa finansieringsmetoder som ska stödja försäljningen av Evertherm. Idag köper fastighetsägare sina Evertherm-system och löser därmed själva finansieringen av dessa investeringar.

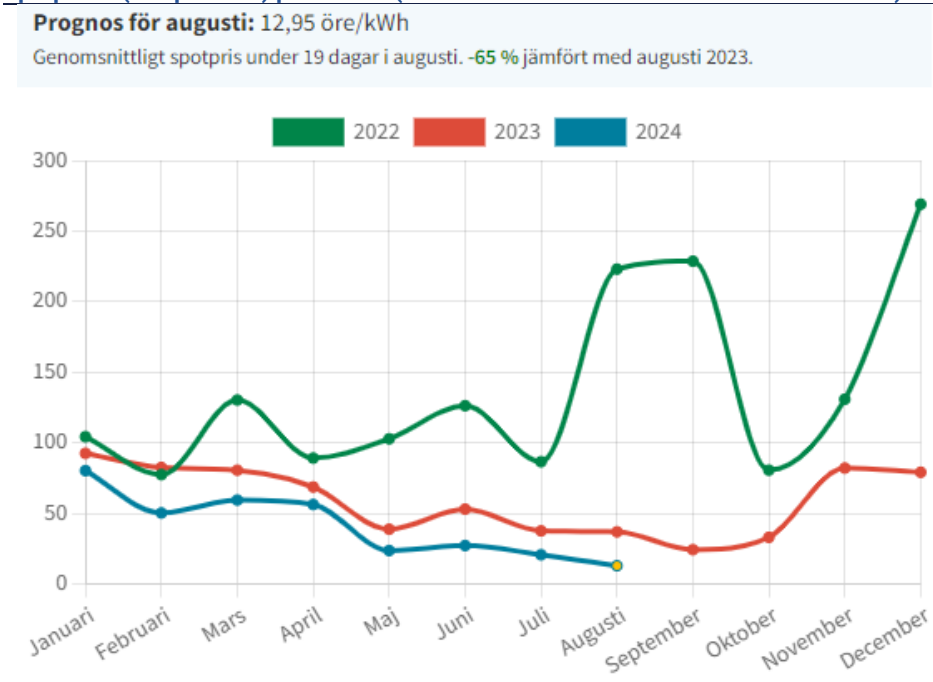
Danmark Frankrike Kanada Polen Storbritannien Sverige Tyskland USA

Prognoser och antaganden, basscenario

Även om utvecklingen går ganska långsamt har vi sedan våren 2024 kommit in i en räntesänkningscykel från centralbankernas (inklusive Riksbanken) sida. Vi bedömer att det kan dröja en bit in på 2025 innan de lägre marknadsräntorna börjar synas tydligt i en ökad efterfrågan på byggrelaterade produkter. Men redan nu börjar kalkylerna på nybyggda bostadsrättslägenheter förbättras för fastighetsägarnas del.

Den tidigare kraftfull energiprisuppgång under 2022 mattades av under 2023 och har varit ännu lägre hittills under 2024, vilket framgår av nedanstående diagram. Det ger fastighetsägare något lägre incitament till energibesparande investeringar. Samtidigt har fjärrvärmepriserna stigit kraftigt under 2023 och 2024, vilket är den andra komponenten i fastighetsägarnas energisparkalkyl.

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

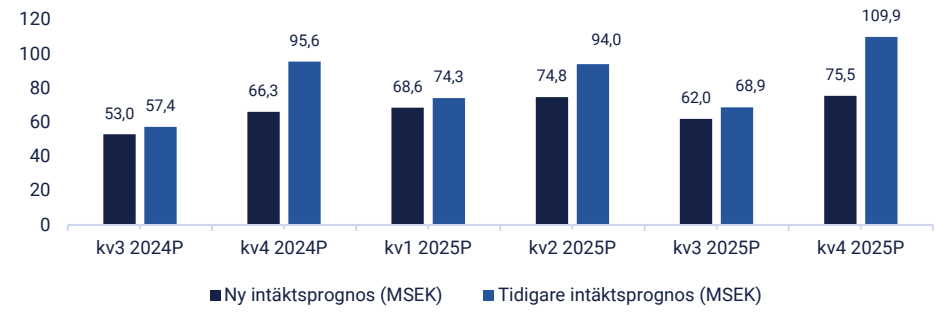


Källa: www.elbruk.se

Vi har i våra intäkts- och resultatprognoser antagit att Ecoclimes intäkter gradvis återhämtar sig till tidigare nivåer under de närmaste tolv månaderna. Samtidigt bör beaktas att Miljöbelysning ingick i våra tidigare prognoser, men nu har bolaget dekonsoliderats av Ecoclime inför kommande försäljning.

Danmark Frankrike Kanada Polen Storbritannien Sverige Tyskland USA

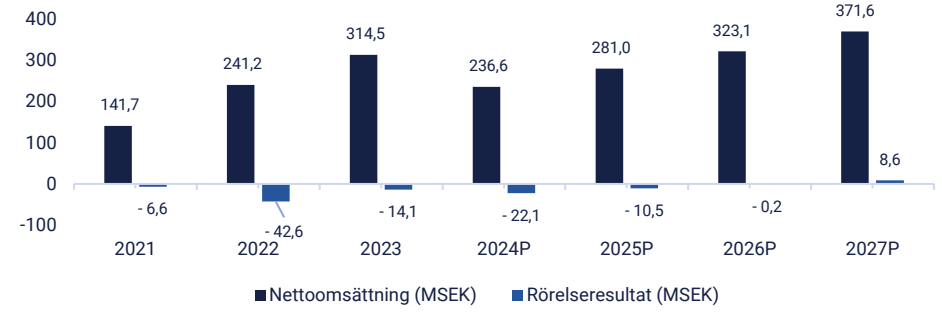
Förändrade intäktsprognoser (MSEK) för kv3 2024-kv4 2025



Källa: Carlsquare prognoser

Vi antar att en extra försäljningskrona slår igenom med 20% på EBITDA-resultatnivå. Därutöver har vi antagit kostnadsbesparingseffekt på 1 ¼ MSEK vardera under kv3 och kv4 2024. Givet dessa förutsättningar hamnar vi på en rörelseresultatprognos före avskrivningar på minus 5,2 MSEK under andra halvåret 2024, 7,1 MSEK helåret 2025, 19,8 MSEK helåret 2026 och 32,0 MSEK helåret 2027. Våra motsvarande prognoser i samband med kv1 2024-uppdateringen den 20 maj 2024 var 4,9 MSEK för andra halvåret 2024, 19,0 MSEK helåret 2025, 33,6 MSEK helåret 2026 och 48,6 MSEK helåret 2027.

Nettoomsättning och EBITDA före eo-kostnader 2021-2027P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Danmark Frankrike Kanada Polen Storbritannien Sverige Tyskland USA

Värdering

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser andra halvåret 2024, helåren 2025–2027 samt ett restvärde för 2028.

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. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 6,1% samt en småbolagspremie om 3,75% uppskattad baserad på PwC:s riskpremiestudie från juni 2023. Vi applicerar ett beta-tal om 1,15x samt en företagsspecifik riskpremie om 4,2% för att komma fram till en vägd kalkylränta på 17,8% (oförändrat jämfört med förra analysuppdateringen). Vi kommer fram till ett motiverat DCF-värde om 3,5 SEK per aktie i Bassscenariot, jämfört med 5,6 SEK per aktie i vår senaste analysuppdatering den 20 maj 2024 (efter kv1 2024-rapporten).

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde	1,3	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,3%	CAGR, 2024-2028P	14,6%
Nuvärde, evighetsvärde	119,6	Marknadsriskpremie	6,1%	EBITDA-marginal, 2025	10,1%
Rörelsevärde (EV)	**120,9**	Småbolagspremie	3,7%	Skattesats	20,6%
		Beta	1,2x	Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Kassa	38,7	**Avkastningskrav, EK**	**13,6%**		
Räntebärande skulder	0,0				
Aktievärde	**159,6**	Skattejust. Kreditränta	7,0%		
		Belåningsgrad	0,0%	Implicita värderingsmult.	
Befintligt antal aktier	46,2			EV/Sales, 2025P	0,2x
Nya aktierr efter emissioner	0,0	WACC	13,6%	EV/EBITDA, 2025P	7,4x
Antalet aktier	46,2	Bolagsspec. Tillägg	4,2%	P/S, 2025P	0,3x
				P/E, 2025P	neg.
Värde per aktier i ett basscenario	**3,5**	**Diskonteringsränta**	**17,8%**		

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 juli 2024–31 december 2028. Vi har antagit 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 från kv3 2024 till kv4 2028. Därutöver ingår antagna positiva besparingseffekter om 1 1/4 MSEK per kvartal under andra halvåret 2024. Personalkostnaderna väntas öka med 15% av motsvarande intäktsökning under prognosperioden kv3 2024-kv4 2028. Rörelseresultatet år 2028 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,5%.

Vi har räknat med en successiv resultatförbättring i takt med att nettoomsättningen åter antas börja öka år-från-år från och med kv4 2024.

Danmark Frankrike Kanada Polen Storbritannien Sverige Tyskland USA

Antaganden och motiverade värden för Bear- och Bull

I vårt Bear-scenario utgår vi från att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 70% av bas-scenariots nivåer H2 2024–2028. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 3,0% per år.

I vårt Bullscenario räknar vi med att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 130% av bas-scenariots nivåer under H2 2024–2028. I Bullscenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 4,0%.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 2,3 SEK per aktie i Bear-scenariot och 4,6 SEK per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 3,9 SEK per aktie i Bearscenariot och 7,3 SEK per aktie i Bullscenariot i vår senaste uppdatering den 20 maj 2024.

Jämförande och sammanvägd värdering

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

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 4,5 SEK för Ecoclime-aktien. Det kan jämföras med 7,0 SEK per aktie i vår uppdatering den 20 maj 2024.

Jämförande värdering

Jämförande värdering	Börsv. (MSEK)	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	P/EK
Ecoclime	92	7,8	146,0	0,2	0,5
Garo	1 213	-46,6	30,7	1,2	2,0
Instalco	13 535	22,9	11,8	1,2	4,0
Lindab	19 853	26,2	12,4	1,7	2,7
Nibe	99 291	63,9	22,0	2,8	3,4
Systemair	15 122	23,4	11,7	1,3	2,7
Genomsnitt exkl. Ecoclime		23,4	12,4	1,3	2,7
Samma med 25% rabatt		17,6	9,3	1,0	2,0

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 Ecoclime-aktien en riktkurs på 3,5 SEK per aktie. Det kan jämföras med 5,3 SEK per aktie vid vår uppdatering den 20 maj 2024.

I Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfördelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclime-aktien. Vi hamnar då på en riktkurs om 5,2 SEK per aktie, jämfört med 8,6 SEK per aktie i vår avstämning den 20 maj 2024.

Danmark Frankrike Kanada Polen Storbritannien Sverige Tyskland USA

Sammanvägt motiverat värde (i SEK) för Ecoclime-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,01	0,01	0,01
EV/EBITDA för sektorn, 25% rabatt	9,3	6,5	12,1
Motiverat värde på EBITDA	**3,4**	**3,4**	**3,4**
Intäkter/Ecoclime-aktie	4,9	4,9	4,9
EV/Sales för sektorn, 25% rabatt	1,0	0,7	1,3
Motiverad värdering på intäkter	**6,5**	**5,1**	**8,0**
Motiverat DCF-värde	**3,7**	**2,3**	**4,6**
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 (SEK per aktie) I ett basscenario	**4,5**	**3,5**	**5,2**

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Ecoclimes ledningsgrupp består av koncern-VD Krister Werner, CFO Johan Wewel (som ersätts med Victor Flyrén från 1 september 2024), sex VD:ar för dotterbolags- eller intressebolag (exklusive Miljöbelysning som håller på att avyttras) samt en Teknik- och Produktchef. Efter att två förvärv har reverserats och sålts tillbaka till de tidigare ägarna (H-Gruppen och Miljöbelysning) räknar vi inte med att ledningsgruppen kommer att bli nämnvärt större än idag.

Strategin med att sälja in Evertherm via förvärvade installationsbolag håller på att förskjutas mot en självständig försäljningsorganisation med vissa tentakler mot marknader utanför Sverige, som främst Tyskland.

Ecoclime har en möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing i Sverige och Tyskland. Fastighetsbranschen (beställare, arkitekter och konsulter) är konservativ, vilket gör att det kan ta tid att etablera nya produkter. Större branschföretag har ofta 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 marknadsvärden på deras fastigheter, ligger incitamentet att spara energi på hyresgästerna i Tyskland. Detta då de sistnämnda betalar fastigheternas el- och värmeräkningar.

Byggbranschen är cyklisk med kraftiga upp- och nedgångar kopplat till förändrade fastighetspriser samt vakans- och hyresnivåer. Positivt för Ecoclime är att renoveringsbehovet av Sveriges ganska ålderstigna fastighetsbestånd (mycket uppförd̈es 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 högre räntenivåer i Sverige sedan 2021, något som har höjt avkastningskravet vid köp av fastigheter och medfört att vinsten med energibesparingen blivit lägre än tidigare för fastighetsägarna.

Danmark Frankrike Kanada Polen Storbritannien Sverige Tyskland USA

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning per kvartal (MSEK) kv3 2023-kv2 2025P

	kv3 2023	kv4 2023	kv1 2024	kv2 2024	kv3 2024P	kv4 2024P	kv1 2025P	kv2 2025P
Nettoomsättning, extern	61,7	86,9	55,0	62,4	53,0	66,3	68,6	74,8
Övriga rörelseintäkter	1,2	1,1	0,6	0,1	1,2	1,2	0,7	0,1
Totala intäkter	**63,0**	**88,0**	**55,6**	**62,5**	**54,2**	**67,4**	**69,2**	**74,9**
Inköp varor och förnödenheter	-31,7	-46,6	-25,2	-34,1	-27,3	-36,3	-32,0	-40,4
Övriga externa kostnader	-3,8	-14,0	-12,6	-8,1	-1,7	-10,7	-14,0	-9,4
Personalkostnader	-27,6	-24,3	-21,4	-17,6	-26,8	-22,2	-22,8	-18,9
Avskrivningar	-4,8	-3,8	-4,5	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,8
Totala kostnader	-67,9	-88,8	-63,7	-64,2	-60,1	-73,8	-73,4	-73,4
Rörelseresultat	**-4,9**	**-0,8**	**-8,1**	**-1,7**	**-5,9**	**-6,4**	**-4,2**	**1,5**
Resultat intressebolag och avyttringar	0,4	8,0	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	0,2	0,2	0,4	-0,7	0,0	0,5	0,4	0,2
Resultat efter finansnetto	**-4,3**	**7,4**	**-8,8**	**18,3**	**-5,4**	**-6,0**	**-3,9**	**1,6**
Skatt	-0,1	-0,4	-0,2	-0,5	0,7	0,7	0,6	-0,2
Resultat efter skatt	**-4,4**	**7,1**	**-9,0**	**17,8**	**-4,7**	**-5,2**	**-3,4**	**1,4**
Resultat efter skatt hänf. Mb	**-5,0**	**7,5**	**-8,9**	**-29,2**	**-4,7**	**-5,2**	**-3,4**	**1,4**

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Danmark Frankrike Kanada Polen Storbritannien Sverige Tyskland USA

Resultaträkning 2022-2026P (MSEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning, extern	241,2	314,5	236,6	281,0	323,1
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	13,5	9,4	3,1	3,2	3,3
Totala intäkter	**254,7**	**323,9**	**239,7**	**284,2**	**326,4**
Inköp varor och förnödenheter	-133,3	-170,0	-123,0	-145,2	-166,2
Övriga externa kostnader	-58,2	-61,1	-33,1	-37,6	-41,8
Personalkostnader	-91,7	-88,5	-88,1	-92,5	-96,7
Avskrivningar	-27,2	-18,4	-17,6	-19,4	-21,9
Totala kostnader	-310,3	-337,9	-261,8	-294,7	-326,6
Rörelseresultat	**-55,6**	**-14,1**	**-22,1**	**-10,5**	**-0,2**
Resultat från intressebolag	-0,9	-10,5	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	-0,5	0,4	0,2	0,6	-0,9
Resultat efter finansnetto	**-56,9**	**-24,1**	**-21,9**	**-9,9**	**-1,1**
Skatt	-1,4	-0,6	0,7	1,5	0,2
Resultat efter skatt	**-58,3**	**-24,7**	**-21,2**	**-8,5**	**-0,9**
Tillväxt	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Nettoomsättning, extern	68%	30%	-25%	19%	15%
Totala intäkter	60%	27%	-26%	19%	15%
Personalkostnader	57%	-3%	0%	5%	5%
Rörelseresultat	-314%	75%	-57%	52%	98%
Resultat efter finansnetto	-294%	58%	9%	55%	89%
Resultat efter skatt	-378%	58%	14%	60%	89%
Marginaler	2022	2023	2024P	2025P	2026P
EBITDA-marginal	-12%	1%	-2%	3%	7%
EBIT-marginal	-23%	-4%	-9%	-4%	0%
Resultat efter finansnetto-marginal	-24%	-8%	-9%	-4%	0%
Nettovinstmarginal	-24%	-8%	-9%	-3%	0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2022-2026P (MSEK)

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Immateriella Anläggningstillgångar	150,9	138,3	87,3	90,2	95,4
Materiella Anläggningstillgångar	42,5	41,2	30,6	15,9	-0,3
Uppskjuten Skattefordran	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	9,9	9,8	12,1	19,3	19,3
Summa Anläggningstillgångar	212,2	198,3	139,0	134,4	123,4
Varulager	30,4	32,4	12,2	10,5	7,3
Kortfristiga fordringar	60,3	66,2	86,6	46,6	39,2
Likvida medel	75,8	38,5	20,9	31,4	44,0
Summa Omsättningstillgångar	166,5	137,2	119,7	88,5	90,4
Summa tillgångar	**378,7**	**335,5**	**258,8**	**222,9**	**213,9**
Eget Kapital	261,1	235,7	187,6	179,2	178,2
Långfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	42,3	33,3	13,6	10,3	8,1
Summa långfristiga skulder	42,3	33,3	13,6	10,3	8,1
Kortfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	75,3	66,5	57,6	33,5	27,5
Summa kortfristiga skulder	75,3	66,5	57,6	33,5	27,5
Summa eget kapital och skulder	**378,7**	**335,5**	**258,8**	**222,9**	**213,9**

Likviditet	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Balanslikviditet	120%	148%	172%	171%	169%
Likviditetsgrad	221%	206%	208%	265%	329%
Kassa/kortfristiga skulder	101%	58%	36%	94%	160%

Soliditet	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-75,8	-38,5	-20,9	-31,4	-44,0
Nettokassa/EBIT	-1,4x	-2,7x	-0,9x	-3,0x	-209,8x
Nettokassa/EK	29%	16%	11%	18%	25%
Skuld/EK	0%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	69%	70%	72%	80%	83%

2021 2022 2023P 2024P 2025P

Lönsamhetsmått	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Avkastning på eget kapital	-19%	-9%	-9%	-5%	-1%
Avkastning på totalt kapital	-16%	-6%	-7%	-4%	0%
Avkastning på investerat kapital	-19%	-8%	-8%	-4%	0%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2022-2026P

	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	-29,7	3,9	-4,4	9,1	19,1
Ökning (-)/Minskning (+) av varulager och fordringar	-20,6	-14,4	5,3	5,9	10,6
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	18,6	-0,4	-10,8	-12,0	-8,1
Investeringar	-37,2	-18,7	-2,9	-5,8	-9,0
Utgivning lån mot utomstående	-1,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-70,7	-29,6	-12,7	-2,8	12,6
Nyemissioner, netto efter omkostnader	-0,5	-0,3	0,0	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån +)	-5,3	-3,8	-1,3	0,0	0,0
Erhållna bidrag för utvecklingskostnader	0,0	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	-0,3	-3,7	-3,6	13,3	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-6,1	-7,7	-4,9	13,3	0,0
Periodens kassaflöde	**-76,8**	**-37,3**	**-17,7**	**10,5**	**12,6**
Likvida medel vid årets början	152,7	75,8	38,5	20,9	31,4
Likvida medel vid periodens utgång	**75,8**	**38,5**	**20,9**	**31,4**	**44,0**
Nyckeltal	2022	2023	2024P	2025P	2026P
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsättning	-0,12x	0,01x	-0,02x	0,03x	0,06x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	-0,08x	0,01x	-0,02x	0,04x	0,09x

Källa: Bolagsinformation och 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.