

Uppdatering: Kv4 2024

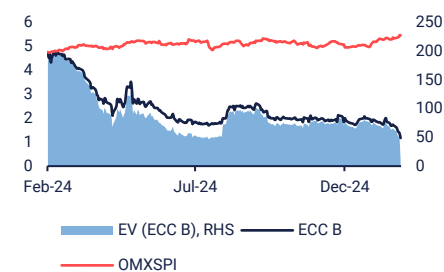
ECOCLIME GROUP AB

VD: Martin Ärlestig (interim)
 Robert Aldrich (från 3 mars 2025)
 SO: Lennart Olofsson
www.ecoclimate.se

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

Aktie, senast: 1,10 SEK
 Marknadsvärde: 52 MSEK

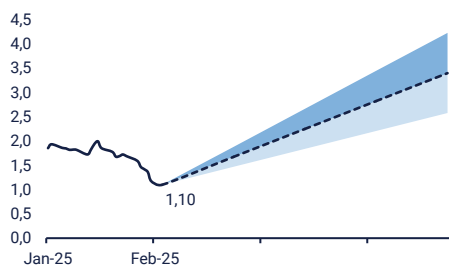
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-76,7	-36,1	-34,3	-44,4

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris/aktie (SEK)	2,6	3,4	4,2
Upp/nedsida (%)	134	209	285

Källa: Carlsquare prognoser

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Förbättring att vänta 2025 efter svagt 2024

Ecoclimate Group AB ("Ecoclimate" eller "Bolaget") nådde en nettoomsättning på ca 44 MSEK i kv4 2024. Det motsvarade en nedgång med 30% jämfört med kv4 2023 med jämförbara dotterbolag. Carlsquare Equity Research sänker motiverat värde för Ecoclimate-aktien till 3,4 SEK (3,7) i ett basscenario beroende på lägre bedömd tillväxt och intjäningsförmåga, men där hänsyn även tas till hur andra bolag i sektorn värderas.

Lägre omsättning för Cirkulär Energi under fjärde kvartalet

Ecoclimate nådde en nettoomsättning på 44,1 MSEK i kv4 2024, vilket var 28% lägre än vår prognos på 60,8 MSEK. Koncernens rörelseresultat på minus 15,3 MSEK var väsentligt sämre än vår prognos om minus 8,0 MSEK. Ecoclimes rörelseresultatet under kv4 2024 belastades med ca 2 MSEK för en kundförlust för SDC Automation.

Den lägre försäljningen under kv4 2024 var främst hänförlig till affärsområde Cirkulär Energi (Evertherm och Team Wessman) med intäkter på ca 13 MSEK jämfört med ca 33 MSEK i intäkter under kv4 2023. I Evertherms fall har projekt skjutits framåt i tiden. Intäkterna bör åter öka från och med kv2 2025. Team Wessman halverade sina intäkter om helåret 2024 jämförs med helåret 2023, men även här väntas ett bättre 2025.

Även om Ecoclimes kassaflöde från den löpande verksamheten blev minus 11,7 MSEK i kv4 2024, blev kassaflödet ändå positivt med ca 21,1 MSEK där försäljningen av dotterbolaget Miljöbelysning bidrog med en kassaförstärkning på ca 13 MSEK. Det innebar att Ecoclimes kassa växte från 21,8 MSEK per 30 september 2024 till 42,8 MSEK per 31 december 2024. För att kunna växa behövs en ökad aktivitet inom marknadsföring och sälj för Evertherm och på sikt även en ökad produktionskapacitet. Alternativa finansieringsformer för produktförsäljning utvärderas.

Nytt motiverat värde på 3,4 SEK per aktie

Med anledning av utfallet i kv4 2024 och ledningens guidning framåt samt Carlsquares konjunkturbedömning sänker vi våra intäktsprognoser med ca 11% för helåret 2025, med ca 15% för helåret 2026 och med ca 19% för helåret 2027. För varje antagen extra intäktskrona antas Ecoclimes resultat öka med 35% av detta.

Vi värderar Ecoclimate-aktien genom att väga samman beräknade värden från två olika modeller. En kassaflödesvärdering baserat på våra prognoser med 40% vikt samt jämförande nyckeltal med fem branschbolag mätt på två olika multiplar, EV/Sales och EV/EBITDA med vardera 30% vikt. Givet dessa förutsättningar beräknas ett sammanvägt motiverat värde på 3,4 SEK per aktie i bas-scenariot (tidigare 3,7 SEK/aktie). Det motiverade värdet varierar från 2,6 SEK per aktie (tidigare 2,8 SEK/aktie) i ett Bear-scenario, till 4,2 SEK per aktie (tidigare 4,7 SEK) i ett Bull-scenario.

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Totala intäkter	236,5	198,4	213,9	239,5	275,4
EBITDA	7,3	-17,4	-10,5	-1,5	11,1
EBIT	-16,1	-45,5	-23,7	-15,4	-3,0
Resultat efter finansnetto	-15,5	-45,9	-22,4	-14,7	-2,5
Årets resultat	-16,3	-46,6	-19,1	-12,2	-2,1
EBITDA-marginal	3,1%	neg.	neg.	neg.	4,0%
Vinst kronor per aktie (SEK)	-0,75	-0,99	-0,40	-0,26	-0,04
P/E	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/Intäkter	1,0	0,10	0,12	0,13	0,03
EV/EBITDA	30,7	neg.	neg.	neg.	0,8
P/EK	1,1x	0,2x	0,3x	0,3x	0,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv4 2024

Ecoclimate redovisade en ca 28% lägre nettoomsättning än vad vi hade förväntat oss före kv4-rapporten. Koncernens rörelseresultat blev nästan dubbelt så svagt som vi hade befarat (minus 15,3 MSEK jämfört med vår prognos om minus 8,0 MSEK). Positivt är att Ecoclimes kassa stärktes väsentligt från ca 22 MSEK efter kv3 2024 till ca 43 MSEK per 31 december 2024 till följd av försäljningen av dotterbolaget Miljöbelysning.

Svagt fjärde kvartal, men ordentligt kassaförstärkning

Ecoclimate nådde en nettoomsättning på 44,1 MSEK i kv4 2024. Bolaget jämför det med 62,7 MSEK för kv4 2023, vilket exkluderar avyttrade dotterbolag (Miljöbelysning). Vi hade tagit hänsyn till detta i vår prognos, där utfallet blev knappt 28% lägre än vad vi hade förväntat oss.

Koncernens EBITDA för kv4 2024 blev minus 12,1 MSEK jämfört med vår prognos på minus 3,5 MSEK. Rörelseresultat efter avskrivningar på minus 15,3 MSEK var också väsentligt sämre än de minus 8,0 MSEK som vi hade förutspått för kv4 2024.

Kassaflödet från den löpande rörelsen för koncernen blev minus 11,7 MSEK i kv4 2024. Men inklusive positiva förändringar i rörelsekapital och ca 13 MSEK i likvida medel från försäljningen av Miljöbelysning ökade Ecoclimes kassa från 21,8 MSEK per 30 september 2024 till 42,8 MSEK per 31 december 2024.

Smarta Fastigheter

Affärsområde Smarta Fastigheter redovisade en nettoomsättning på ca 9,1 MSEK för kv4 2024, jämfört med ca 11,3 MSEK under kv4 2023 för jämförbar verksamhet (SDC Automation och Ecloud). Det fjärde kvartalet 2024 blev svagt för SDC Automation på grund av att ett större projekt avslutats och inte ersattes med något nytt. Under den senaste tiden har SDC Automation främst jobbat på uppdrag från ett par stora fastighetsbolag. En potential utgörs av SDC Automations system Optima som kan hjälpa fastighetsägarna att integrera olika energisparande system i fastigheterna. SDC väntas leverera starkare under 2025. Nya kontrakt med de större serverhallsföretagen lär dock dröja till andra halvåret 2025.

Cirkulär Energi

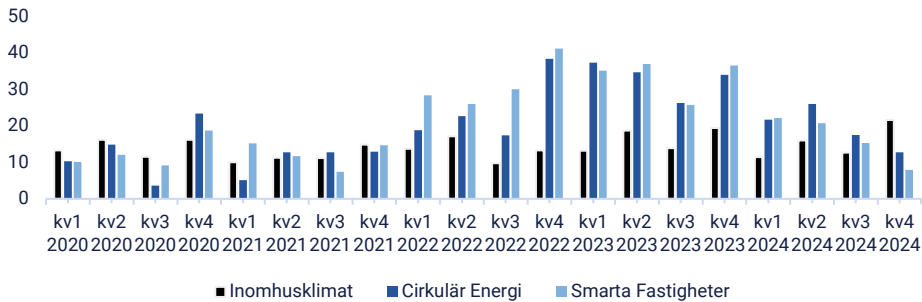
Affärsområde Cirkulär Energis redovisade intäkter på 12,9 MSEK i kv4 2024 jämfört med 32,9 MSEK i kv4 2023. Flera av Evertherms planerade projekt under kv4 2024 har skjutits upp, men efterfrågan från marknaden är fortfarande hög. Det bör även här innebära en förbättring för affärsområdet under 2025.

Team Wessman halverade sin försäljning om helåret 2024 jämförs med helåret 2023 som var 61 MSEK enligt www.allabolag.se. Det bör innebära att Cirkulär Energis nettoomsättning på ca 78 MSEK under helåret 2024 fördelade sig ungefär 60% på Evertherm och ca 40% för Team Wessman. Inför 2025 ser det också bättre ut för Team Wessman till följd av avtalade projekt.

Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimat ökade nettoomsättningen till 21,5 MSEK i kv4 2024, jämfört med 18,5 MSEK i kv4 2023. Orderboken har stadigt ökat under 2024 och en viss tillväxt väntas även under 2025. Affärsområdets klimatpaneler levererar ett optimalt och energieffektivt inomhusklimat i lokaler. Även EBIT förbättrades till ca 3,0 MSEK i kv4 2024, jämfört med ca 1,6 MSEK i kv4 2023.

Nettoomsättning per affärsområde (MSEK) kv1 2020-kv4 2024:



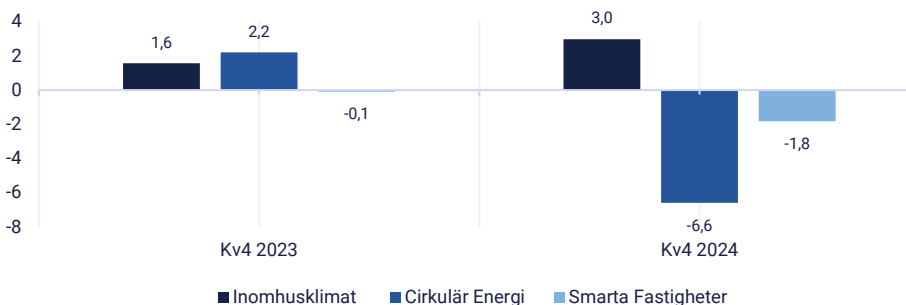
Källa: Bolagsinformation.

Nettoomsättningssiffrorna per affärsområde i ovanstående diagram är de historiskt rapporterade siffrorna, dvs de inkluderar vid varje kvartal då ingående dotterbolag som senare har avyttrats som H-Gruppen och Miljöbelysning. I affärsområde Inomhusklimat ingår dotterbolagen Flexibel Luftbehandling och KVS Montage.

Inomhusklimat lyfte resultatet, men röda siffror för Cirkulär Energi

Som framgår av grafen nedan lyckades Inomhusklimat nästa fördubbla sitt rörelseresultat om kv4 2024 jämförs med kv4 2023. Samtidigt slog den lägre försäljningen inom Cirkulär Energi igenom i en stor förlust på EBIT-nivå (minus 6,6 MSEK) under kv4 2024. Även Smarta Fastigheter ökade sin förlust på EBIT-nivå från minus 0,1 MSEK i kv4 2023 till minus 1,8 MSEK i kv4 2024, där en kundförlust (osäker fordran) på 2 MSEK belastade kv4 2024-resultatet.

EBIT per affärsområde (MSEK), kv4 2023 och kv4 2024:



Källa: Bolagsinformation.

Investment case, prognoser och värdering

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem för värmeåtervinning samt komfortsystem för kontor. Med dessa som bas har bolag inom värme- och rörinstallation, energibesparande produkter och fastighetsautomation adderats via förvärv. Sedan andra halvåret 2023 har strategin ändrats mot en konsolidering med färre rörelsedrivande bolag samt en ökad fokusering mot produktförsäljning av Evertherm.

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 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 Ecoclimate 2017. Team Wessman bildades tillsammans med en grupp bransch-kunniga personer i oktober 2021.

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem (Evertherm) för värmeåtervinning av spillvatten i flerbostadshus, samt komfortsystem (kyla, värme och ventilation) för kontor. I Bolaget ingår även bolag inom 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 enklaste 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 består främst av bostadsbolag med anknytning till Sverige.

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

Energibesparingsincitamentet hos fastighetsbolag och andra kunder har ökat mycket kraftigt i Tyskland efter sanktionsbesluten mot rysk gas och olja sedan Ryssland invaderade Ukraina i februari 2022. Vidare styr de klimatmål som har satts upp av EU fram till 2030 de svenska fastighetsbolagens agenda mot investering i energibesparande åtgärder.

Mycket stora värden i att spara energi i bostadshus

Sett ur ett fastighetsägarperspektiv 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 (exklusive underhållskostnader). 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 och regionstäder brukar avkasta mellan fyra och fem procent på sina marknadsvärden. Då blir den initiala besparingen för en fastighetsägare det första året efter en sådan investering mellan 80 och 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 där investerarnas direktavkastningskrav brukar vara mellan fyra och fem procent vid köp i större städer och regionstäder.

En ökad produktförsäljning skulle kunna lyfta resultatet

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 Bolaget lyckas öka inslaget av sålda produkter. Tills dags datum har andelen produktförsäljning varit för liten för att Ecoclime ska kunna tjäna mycket pengar.

En satsning på en produkt som Evertherm utan ytterligare stöd av de rörelsedrivande bolagen inom Bolaget 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 och i nästa fas eventuellt även klimatpanelen Charisma. Idag köper fastighetsägare sina Evertherm-system och löser därmed själva finansieringen av dessa investeringar. Men att få extra lån från bankerna för att göra energisparande investeringar i fastigheterna har inte visat sig så lätt som man skulle kunna tro i dessa hållbarhetsvurmande tider.

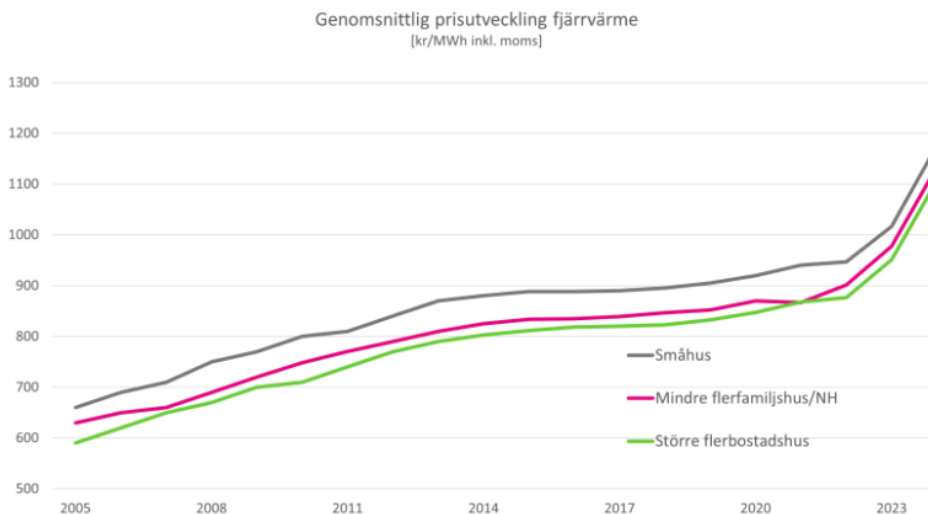
Prognoser och antaganden, basscenario

Vi har sedan våren 2024 befunnit oss i en räntesänkingscykel från centralbankernas (inklusive Riksbanken) sida. Efter att Trump blev vald till USA:s president i november 2024 har denna räntesänkningstrend kommit till en paus i USA, medan den fortsätter om än i långsammare takt i Sverige och övriga Europa.

I dagens marknad dominerar renoveringsprojekten för Ecoclimes del, samtidigt som det finns tecken i form av förfrågningar om att några nyproduktionsprojekt snart kan komma i gång. Enligt Byggföretagens rapport "Dimman lättar för byggsektorn, oktober 2024" väntas det svenska bostadsbyggande öka med 8% i 2025, efter att ha minskat med ca 34% under 2023 och 2024.

När det gäller fastighetsägarens kostnader för uppvärmning består det av två huvudsakliga källor, el och fjärrvärme. Elpriserna låg lägre under 2024 och framför allt under fjärde kvartalet jämfört med 2023. Elpriserna i januari och februari 2025 har så här långt varit väsentligt lägre än både 2023 och 2024 under motsvarande period. Situationen vad gäller fjärrvärmepriserna är en helt annan, där ofta kommunala ägare höjer priserna med större automatik eftersom det är en marknad av oligopolkaraktär. Prisutvecklingen för fjärrvärme i Sverige (genomsnittsnivåer) sedan 2005 framgår av nedanstående diagram.

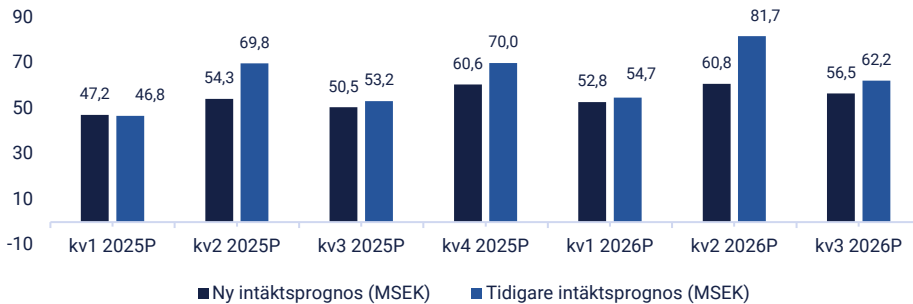
Fjärrvärmeprisutveckling i Sverige 2005–2025 (SEK/MWh inklusive moms)



Källa: Energimyndigheten.

Vi antar i våra uppdaterade intäkts- och resultatprognoser för Ecoclimate att en återhämtning börjar ske från och med andra kvartalet 2025. Det är en förskjutning framåt med ett kvartal jämfört med tidigare antaganden, där vi förlitar oss på den nya guidningen från företagsledningens sida efter kv4 2024-rapporten.

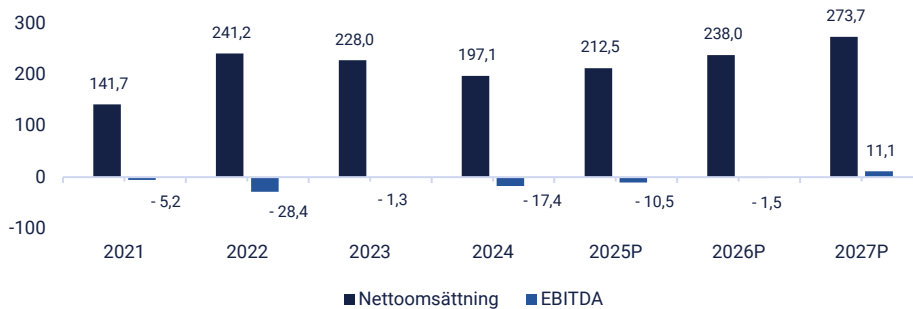
Förändrade intäktsprognoser (MSEK) för kv1 2025-kv3 2026



Källa: Carlsquare prognoser

Vi antar att en extra försäljningskrona slår igenom med 35% på EBITDA-resultatnivå. Därutöver har vi antagit kostnadsbesparingseffekt på 2 MSEK under kv4 2025, då SDC Automations kundförlust i kv4 2024 inte lär upprepas. Givet dessa förutsättningar hamnar vi på en rörelseresultatprognos före avskrivningar på minus 10,5 MSEK helåret 2025, minus 1,5 MSEK helåret 2026 och plus 11,1 MSEK helåret 2027.

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



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell applicerar vi våra prognoser för helåren 2025–2029 samt ett restvärde avseende 2030.

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 på 6,1% samt en småbolagspremie om 1,2% uppskattad baserad på PwC:s riskpremiestudie från april 2024. Vi applicerar ett beta-tal om 1,15x samt en företags-specifik riskpremie om 3,5% 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 3,1 SEK per aktie i Bas-scenariot.

Sammanställning av nyckeltal i värdering, basscenario

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde	4,1	Riskfri ränta, prognostiserad period	2,3%	CAGR, 2024-2028P	11,8%
Nuvärde, evighetsvärde	98,0	Marknadsriskpremie	6,1%	EBITDA-marginal, 2027	4,1%
Rörelsevärde (EV)	102,0	Småbolagspremie	3,7%	Skattesats	20,6%
		Beta	1,2x	Bolagsspec. tillägg	30% av Re
Kassa	42,8	Avkastningskrav, EK	13,6%		
Räntebärande skulder	0,0				
Aktievärde	144,9	Skattejust. Kreditränta	7,0%	<u>Implicita värderingsmult.</u>	
		Belåningsgrad	0,0%	EV/Sales, 2025P	0,1x
Befintligt antal aktier	47,1	WACC	13,6%	EV/EBITDA, 2025P	neg.
Nya aktierr efter emissioner	0,0	Bolagsspec. Tillägg	4,2%	P/S, 2025P	0,3x
Antalet aktier	47,1			P/E, 2025P	neg.
Värde per aktier i ett basscenario	3,1	Diskonteringsränta	17,8%		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antaganden och motiverat värde enligt bas-scenariot

Vårt DCF-värde i bas-scenariot utgår från de prognoser som vi har lagt för perioden 2025–2029. Vi har antagit att Bolagets nettoomsättning ökar med 15% 2028 och 10% 2029. De ökande intäkterna väntas under prognosperioden ske till bruttomarginaler om 55%. Övriga externa kostnader väntas öka med 10% av Bolagets intäktsökning under perioden från 2025 till 2029. Därutöver ingår antagna positiva besparingseffekter om 2 MSEK under kv4 2025. Personalkostnaderna väntas öka med 10% av motsvarande intäktsökning under prognosperioden 2025–2029. Rörelseresultatet år 2029 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,0%.

Antaganden och motiverade värden för Bear- och Bull

I vårt Bear-scenariot utgår vi från att Bolagets rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 70% av bas-scenariots nivåer 2025–2029. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 2,5% per år.

I vårt Bullscenariot räknar vi med att Bolagets rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 130% av bas-scenariots nivåer under 2025–2029. I Bullscenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 3,5%.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 2,2 SEK per aktie i Bear-scenariot och 4,0 SEK per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 2,1 SEK per aktie i Bearsenariot och 3,9 SEK per aktie i Bullscenariot i vår senaste uppdatering den 20 november 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, som vi anser, jämförbara bolag; Garo, Instalco, Lindab, Nibe och Systemair), samt använt vår kassaflödesvärdering av Ecoclime. I den jämförande nyckeltalsvärderingen av Ecoclime på EV/EBITDA har vi satt bolagets EBITDA till 1% på nettoomsättningen de senaste tolv månaderna (eftersom den är negativ just nu och annars inte skulle gå att mäta på denna parameter).

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 3,7 SEK för Ecoclime-aktien. Det kan jämföras med 4,5 SEK per aktie i vår uppdatering den 21 augusti 2024.

Jämförande värdering

Jämförande värdering	Börsv. (MSEK)	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	P/EK
Ecoclime	55	24,6	6,3	0,1	0,4
Garo	1 078	neg.	neg.	1,2	1,9
Instalco	9 693	27,2	10,3	1,0	3,0
Lindab	16 904	53,7	11,7	1,5	2,3
Nibe	90 058	77,5	23,3	2,7	2,8
Systemair	18 075	29,6	13,6	1,6	3,1
Genomsnitt exkl. Ecoclime		41,6	12,6	1,5	2,8
Samma med 30% rabatt		29,1	8,8	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 rikt Kurs på 2,6 SEK per aktie. Det kan jämföras med 2,8 SEK per aktie vid vår uppdatering den 20 november 2024.

I Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfordelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclime-aktien. Vi hamnar då på en rikt Kurs om 4,2 SEK per aktie, jämfört med 4,7 SEK per aktie i vår avstämning den 20 november 2024.

Sammanvägt motiverat värde (i SEK) för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,08	0,08	0,08
EV/EBITDA för sektorn, 25% rabatt	8,8	6,2	11,5
Motiverat värde på EBITDA	1,20	0,98	1,42
Intäkter/Ecoclimate-aktie	4,2	4,2	4,2
EV/Sales för sektorn, 25% rabatt	1,0	0,7	1,4
Motiverad värdering på intäkter	6,02	4,71	7,33
Motiverat DCF-värde	3,07	2,18	4,02
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	3,40	2,58	4,23

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Tidigare VD Krister Werner fick lämna sin anställning som VD för Ecoclimate den 9 februari. Han ersätts tillfälligt av Martin Ärlestig fram till 3 mars 2025, då Robert Aldrich tillträder som ny VD. Därutöver finns fem VD:ar för dotter- eller intressebolag samt en Teknik- och Produktchef. En ny CFO ska sannolikt rekryteras då Lotta Wirman har sagt upp sig.

Robert Aldrich har goda vitsord från tidigare uppdrag och inte minst inom marknadsföring och försäljning, vilket kommer att behövas för att öka intäkterna från sålda Evertherm-system. Det skulle i så fall skulle ge en positiv utväxling på koncernens resultat.

Ecoclimate 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, Det gör att det tar 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 bättre kassaflöden och ökade marknadsvärden på deras fastigheter, är det hyresgästerna som har incitament att spara energi i fastigheterna i Tyskland, då hyresgästerna normalt betalar fastigheternas el- och värmeräkningar där.

Byggbranschen är cyklisk med kraftiga upp- och nedgångar kopplat till förändrade fastighetspriser samt vakans- och hyresnivåer för lokaler och bostäder. Positivt för Ecoclimate är att renoveringsbehovet av Sveriges ganska ålderstigna fastighetsbestånd (där 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 högre räntnivåer i Sverige sedan 2021 (även om en nedgång har skett under 2024, dock inte till de tidigare rekordlåga nivåerna). Det högre ränteläget har höjt avkastningskravet vid köp av fastigheter och medfört att vinsten med energibesparingen blivit lägre än tidigare för fastighetsägarna.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning per kvartal (MSEK) kv1 2024-kv4 2025P

	Kv1 2024	Kv2 2024	Kv3 2024	Kv4 2024	Kv1 2025P	Kv2 2025P	Kv3 2025P	Kv4 2025P
Nettoomsättning, extern	55,0	62,4	48,3	44,1	47,2	54,3	50,5	60,6
Övriga rörelseintäkter	0,6	0,1	0,0	0,7	0,7	0,1	0,0	0,7
Totala intäkter	55,6	62,5	48,4	44,8	47,8	54,4	50,5	61,3
Inköp varor och förnödenheter	-25,2	-34,1	-29,2	-22,9	-21,7	-30,5	-30,2	-30,3
Övriga externa kostnader	-12,6	-8,1	-11,8	-17,4	-11,8	-7,3	-12,0	-17,1
Personalkostnader	-21,4	-17,6	-12,5	-16,5	-16,7	-17,7	-12,5	-16,5
Avskrivningar	-4,5	-4,3	-17,0	-3,2	-3,3	-3,3	-3,3	-3,4
Totala kostnader	-63,7	-64,2	-70,5	-60,0	-53,5	-58,8	-58,0	-67,3
Rörelseresultat	-8,1	-1,7	-22,2	-15,3	-5,7	-4,5	-7,6	-6,0
Resultat intressebolag och avyttr.	0,0	20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	-0,7	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
Resultat efter finansnetto	-8,8	18,3	-22,2	-14,9	-5,3	-4,1	-7,3	-5,8
Skatt	-0,2	-0,5	0,3	-0,4	0,8	0,6	1,1	0,9
Resultat efter skatt	-9,0	17,8	-21,9	-15,2	-4,5	-3,5	-6,2	-4,9
Resultat efter skatt hänf. Moderbol.	-8,9	-29,2	-22,9	-15,2	-4,5	-3,5	-6,2	-4,9

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Resultaträkning 2023-2027P (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning, extern	228,0	197,1	212,5	238,0	273,7
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	8,5	1,3	1,5	1,5	1,7
Totala intäkter	236,5	198,4	213,9	239,5	275,4
Inköp varor och förnödenheter	-121,0	-104,8	-112,7	-124,2	-140,2
Övriga externa kostnader	-41,9	-47,1	-48,2	-50,8	-54,3
Personalkostnader	-75,0	-63,9	-63,5	-66,1	-69,6
Avskrivningar	-14,8	-28,1	-13,3	-13,9	-14,1
Totala kostnader	-252,6	-243,9	-237,7	-254,9	-278,4
Rörelseresultat	-16,1	-45,5	-23,7	-15,4	-3,0
Resultat från intressebolag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	0,6	-0,3	1,3	0,7	0,5
Resultat efter finansnetto	-15,5	-45,9	-22,4	-14,7	-2,5
Skatt	-0,8	-0,7	3,4	2,5	0,5
Resultat efter skatt	-16,3	-46,6	-19,1	-12,2	-2,1
Tillväxt	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning, extern	-5%	-14%	8%	12%	15%
Totala intäkter	-7%	-16%	8%	12%	15%
Personalkostnader	-18%	-15%	-1%	4%	5%
Rörelseresultat	71%	-183%	48%	35%	81%
Resultat efter finansnetto	73%	-195%	51%	34%	83%
Resultat efter skatt	72%	-185%	59%	36%	83%
Marginaler	2023	2024	2025P	2026P	2027P
EBITDA-marginal	-1%	-9%	-5%	-1%	4%
EBIT-marginal	-7%	-23%	-11%	-6%	-1%
Resultat efter finansnetto-marginal	-7%	-23%	-11%	-6%	-1%
Nettovinstmarginal	-7%	-24%	-9%	-5%	-1%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2023-2027P (MSEK)

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Immateriella Anläggningstillgångar	138,3	69,2	65,1	61,0	58,6
Materiella Anläggningstillgångar	41,2	32,2	27,5	22,7	18,1
Uppskjuten Skattefordran	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	9,8	13,6	13,6	13,6	13,6
Summa Anläggningstillgångar	198,3	124,0	115,2	106,2	99,3
Varulager	32,4	13,6	9,7	9,8	10,6
Kortfristiga fordringar	66,2	22,6	13,6	13,8	15,7
Likvida medel	38,5	42,8	27,2	18,5	29,9
Summa Omsättningstillgångar	137,2	78,9	50,4	42,1	56,1
Summa tillgångar	335,5	202,9	165,6	148,3	155,4
Eget Kapital	235,7	152,4	133,3	121,1	119,0
Långfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	33,3	12,3	7,3	6,0	8,4
Summa långfristiga skulder	33,3	12,3	7,3	6,0	8,4
Kortfristiga räntebärande skulder	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	66,5	38,3	25,0	21,3	28,0
Summa kortfristiga skulder	66,5	38,3	25,0	21,3	28,0
Summa eget kapital och skulder	335,5	202,9	165,6	148,3	155,4
Likviditet	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Balanslikviditet	148%	94%	93%	111%	94%
Likviditetsgrad	206%	206%	202%	198%	201%
Kassa/kortfristiga skulder	58%	112%	109%	87%	107%
Soliditet	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Nettoskuld (+) /Nettokassa (-)	-38,5	-42,8	-27,2	-18,5	-29,9
Nettokassa/EBIT	-2,4x	-0,9x	-1,1x	-1,2x	-10,0x
Nettokassa/EK	16%	28%	20%	15%	25%
Skuld/EK	0%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	70%	75%	80%	82%	77%
	2021	2022	2023P	2024P	2025P
Lönsamhetsmått	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Avkastning på eget kapital	-6%	-20%	-13%	-9%	-2%
Avkastning på totalt kapital	-4%	-14%	-12%	-9%	-2%
Avkastning på investerat kapital	-5%	-17%	-12%	-9%	-2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2023-2027P

	2023	2024	2025P	2026P	2027P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	3,9	-18,6	-5,8	1,7	12,1
Ökning (-)/Minskning (+) av varulager och fordringar	-14,4	32,1	12,9	-0,3	-2,7
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	-0,4	-16,6	-18,2	-5,1	9,2
Investeringar	-18,7	13,1	-4,5	-4,9	-7,2
Utgivning lån mot utomstående	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-29,6	10,1	-15,7	-8,7	11,4
Finansieringsverksamheten					
Nyemissioner, netto efter omkostnader	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-3,8	-1,9	0,0	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	-3,7	-3,9	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	-7,7	-5,8	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	-37,3	4,3	-15,7	-8,7	11,4
Likvida medel vid årets början	75,8	38,5	42,8	27,2	18,5
Likvida medel vid periodens utgång	38,5	42,8	27,2	18,5	29,9
Nyckeltal					
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsättning	0,02x	-0,09x	-0,03x	0,01x	0,04x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	0,01x	-0,09x	-0,04x	0,01x	0,08x

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.