

Imponerande tillväxt, inte minst organiskt

Cirkulär energi växer 173% och vänder till vinst

Ecoclimes nettoomsättning ökade kraftigt under första kvartalet med 79% till 54,4 mkr (30,3), varav den organiska tillväxten når hela 27%. Affärsområdet Cirkulär Energi är återigen den lysande tillväxtstjärnan, om än från låga nivåer, med hela 173% ökning i försäljningen till knappt 14 mkr, trots en lite avvaktande marknad inför myndighetsbesked om stödåtgärder. Fastighetsautomation noterade en negativ tillväxt för kvartalet exklusive nyförvärvet Miljöbelysning medan Inomhusklimat kommit tillbaka starkt efter svackan ifjol.

Ecoclimes underliggande resultat stärks något med en justerad EBITDA-marginal om 3,7% (0,4%), men raderna längre ned i resultaträkningen tyngs helt förstärkt av förvärvskostnader och organisationsuppbyggnad.

Marknaden snarast stärkt på sikt

Vår hint i kommentaren till bokslutskommunikén i februari om att höja prognoserna under året känns alltmer övertygande och vi höjer nu prognoserna nästa och följande år.

Anledningen till att vi inte gör det också för innevarande år är dels att vi räknar med en framtung belastning för kostnadsbesparingar under året och framför allt att vi vill se tydliga och snabba besked från myndigheterna rörande stöd till energibesparingsåtgärder så att marknaden kan släppa på handbromsen. Kriget i Ukraina har adderat en extra dimension till energiområdet utöver klimatet, nämligen energiberoende. I det korta perspektivet (något kvartal) råder dock oklarheter kring de exakta lokala praktiska implementeringarna av nya politiska ambitioner, vilket kan få marknaden att avvakta. På lite längre sikt är det dock svårt att tyda utvecklingen som något annat än en förstärkning av ett redan positivt scenario för bolagets marknader.

Vår tidigare prognos är också ganska aggressiv med 91% omsättningstillväxt, även om den inte riktigt når till bolagets egen målsättning eller konsensus. Trots det bör EBITDA-marginalmålet om 15% vara möjligt att nå mot slutet av året på löpande basis. Även om en hög förvärvstakt och organisk tillväxt tynger posterna under EBITDA-nivån, så borde Ecoclime kunna nå en hög ensiffrig rörelsemarginal (EBIT) för 2022.

Bättre lönsamhet i sikte – upprepar riktkurs 20 kr

Oavsett hur man räknar på aktien, multiplar, kassaflödesanalys eller jämförbara bolag ser aktien alldeles för billig ut. Lägg därtill optionsprogram för styrelse och personal med lösen om 2,5 år på nästan dubbla kursen, samt att insiders köpt i år på högre kurser än nuvarande. Och det viktigaste: Bolaget lyckas allt bättre på en marknad som kan förväntas växa ännu lite snabbare än vi tidigare trott. Sammantaget innebär det att vi står fast vid vår riktkurs på 20 kr.

Ecoclime

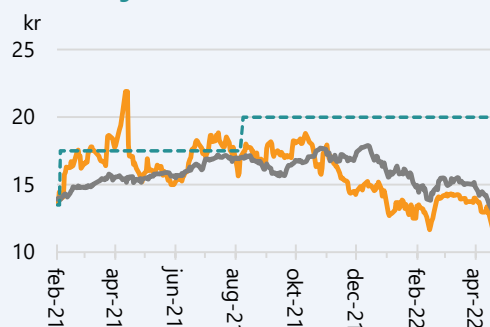
Rapportkommentar – Q1 2022

Datum 17 maj 2022
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch Miljöteknik
Styrelseordförande Peter Nygårds
Vd Marcus Sandlund
Noteringsår 2014
Listning First North
Ticker ECC B
Aktiekurs 11,42 kr
Antal aktier, full utsp. milj. 47,6
Börsvärde, mkr 544
Nettoskuld, mkr* -119
Företagsvärde (EV), mkr 424
Webbplats www.ecoclime.se
*neg = nettokassa

Kursutveckling



Källa: Refinitiv

Prognoser

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	144	275	380	470
Ebitda*	9	38	58	75
Rörelseres. (ebit)	-13	25	42	60
Nettoresultat	-12	20	37	48
Vinst per aktie	-0,31kr	0,42 kr	0,78 kr	1,01kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	1,4%	91%	38,2%	23,7%
Ebitda-marginal	6,0%	13,8%	15,3%	16,0%
Rörelsemarginal	-9,3%	9,1%	11,1%	12,8%
Nettoskuld/ebitda**	neg	neg	neg	neg
P/e-tal	neg	27,2	14,7	11,3
EV/ebit	neg	17,0	10,1	7,1
EV/omsättning	2,9	1,5	1,1	0,9

*Exkl. förv. & expansionskostn. **neg = nettokassa

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Framgångsrik förvärvsstrategi skapar värde

Ecoclimate har via en förvärvsresa 2017–2021 gått från ett rent produktbolag i tidig fas till ett mer vertikalt integrerat bolag med flera intäktsben. Den mest snabbväxande verksamheten de senaste åren har varit automationsverksamheten vilken har sin grund i Ecoclimes förvärv av SDC Automation 2018. Förvärv av installationsbolagen H-Gruppen samt Flexibel Luftbehandling har ökat möjligheterna att ta Ecoclimes kärnprodukter till marknaden. Senaste förvärvet av Miljöbelysning Sweden i februari 2022 var ytterligare ett steg i den riktningen samtidigt som Ecoclimate tillförts ett nytt snabbväxande intäktsben. Tecknade letters of intent samt Ecoclimes stora nettokassa talar för ytterligare förvärvstillväxt redan under 2022.

Betydande tillväxtpotential inom Evertherm

Koncernens kärna är dock Evertherm-produkterna som ligger i affärsområdet Cirkulär Energi. Bolagets unika lösning för energiåtervinning ur spillvatten har enorm potential och ligger helt rätt i tiden. Med en investering i Evertherm kan fastighetsägare både förbättra sitt driftnetto och samtidigt göra en viktig insats för miljön. Säljoffensiven inom cirkulär energi som inleddes under andra halvåret 2020 har redan givit mycket goda resultat och vi ser stor potential framåt när Ecoclimate också börjar titta på utlandsexpansion, inledningsvis i Tyskland. Det stora intresset på marknaden har fått Ecoclimate att tidigarelägga och utöka investeringar i ökad kapacitet och ledningen skissar på en explosiv försäljningsutveckling de närmaste åren (se diagram), vilket stöds av den snabbt ökande orderingen.

Regleringar och stöd bidrar till ökad efterfrågan

I klimatkrisens spår har det satts upp ambitiösa mål på såväl nationell nivå som på EU- och FN-nivå. Dessa vässas nu ytterligare med det om dessa ska nås lär det i slutändan krävas hårdare regleringar kring energieffektivitet i fastigheter, vilka förbrukar cirka 40 procent av världens energi. Ecoclimate är med sina energibesparande produkter perfekt positionerat för att komma ut som en vinnare på en sådan utveckling.

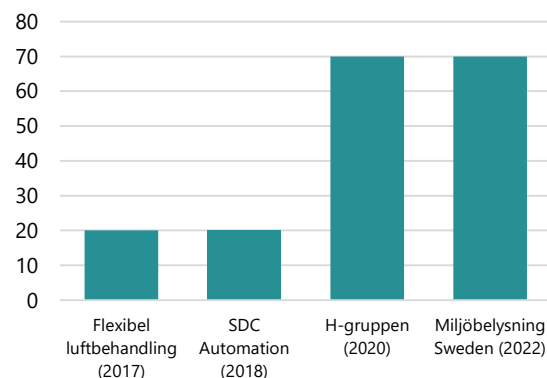
Fortsatt lågt värderad i het sektor

Kraftigt ökad efterfrågan på hållbara investeringar skapar samtidigt ett stort intresse från investerare för bolag vars produkter har stora miljövinster. Till det ska nu också läggas det mer akuta intresset för energiberoende som höjer temperaturen i sektorn ytterligare.

Bolag inom energieffektivitet och förnyelsebar energi, exempelvis Nibe och Garo, handlas fortfarande till höga multiplar på börserna, men Ecoclimate värderas betydligt lägre än bolag som Instalco (installation) och Systemair (ventilation). I våra ögon förtjänar Ecoclimate att värderas upp givet bättre tillväxtutsikter samt högre lönsamhetspotential.

Förvärv bidrar till tillväxten

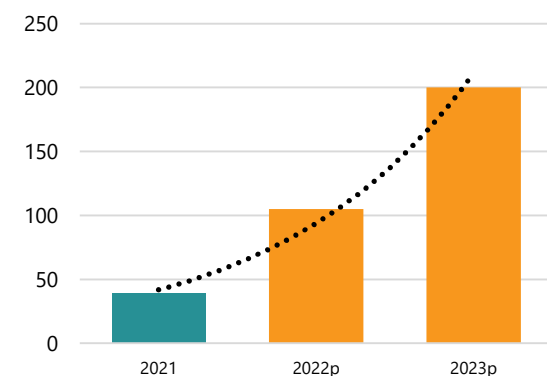
Årlig oms. (Mkr) för förvärvade bolag vid förvärvstillfället



Källa: Bolagets pressmeddelanden, Analysguiden

Evertherm lyfter Cirkulär energi

Oms. 2021 & omsättningsscenarion* för AO Cirkulär Energi

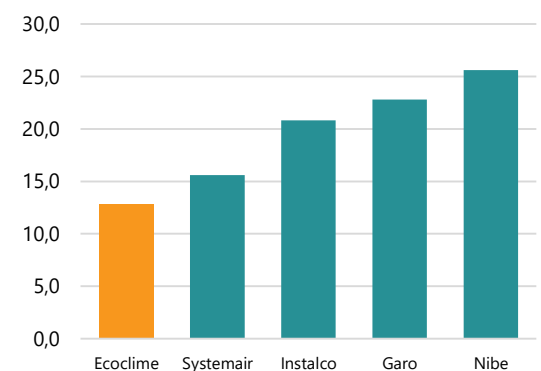


Källa: Bolaget.

*Bolagets scenarier

Lågt värderad klimatvinnare

EV/ebit 2023p för Ecoclimate & en kvartett jämförelsebolag



Källa: Refinitiv, Analysguiden (Ecoclimate-prognosen)

Utsikter och värdering

Efter ett 2021 med hack i tillväxtkurvan, stora investeringar och ett vaktombyte på ledningsnivå står Ecoclimate nu inför några spännande år. På kortare sikt ser vi positiva effekter från Miljöbelysning som konsoliderades 1 februari och pågående förvärvsprocesser lär spå på tillväxttakten ytterligare – och detta utöver en god organisk tillväxt. Gjorda kapacitetsinvesteringar inom Evertherm i kombination med en god efterfrågan gör att affärsområde Cirkulär energi sannolikt blir den viktigaste tillväxt drivaren i år och under åren som kommer.

Med en tillväxt på 173% under första kvartalet gav Cirkulär Energi ett imponerande styrkebesked, och även om installationsverksamheten har pressade marginaler vänder affärsområdet från förlust till vinst på EBITDA-nivå. Inomhusklimat håller en hög tillväxtnivå och har nu också en stark orderbok efter den pandemirelaterade svackan under första halvåret ifjol. Nu behöver bara resultatet vändas till svarta siffror också. Fastighetsautomation har en på papperet stark tillväxt under första kvartalet om 81% till 27,5 mkr, men av dessa stod nyförvärvet Miljöbelysning för 16 mkr, så underliggande tillväxt är negativ. Skälet är främst ett par senarelagda projekt som förhoppningsvis snart kan gå till leverans och det är inte oroväckande att siffrorna hoppar lite mellan kvartalen.

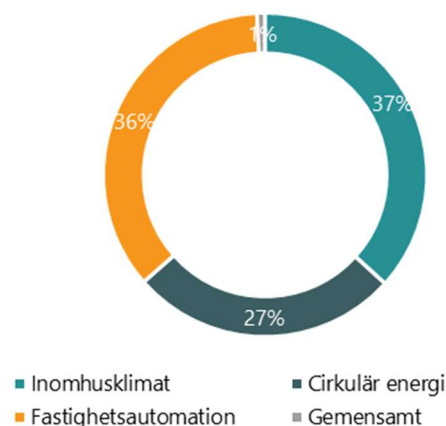
Ecoclimate fokuserar på justerat EBITDA som resultatmått, vilket på koncernnivå visserligen ökar till 2,0 mkr (0,1), och som marginalmått ger 3,7% (0,4%), men i det undantas bl a Övriga rörelsekostnader som ökade till -6,5 (-1,7), vilket främst avser etableringar inom Cirkulär energi och organisationsuppbyggnad. Den typen av kostnader är dock ursäktade, då en kraftig tillväxt för med sig betydande kostnader som ofta måste tas stegvis. Det syns också i kassaflödet med en ökad kapitalbindning i rörelsekapital. Ett mer traditionellt rörelsemarginalmått baserat på EBIT, dvs efter ovannämnda kostnader samt av- & nedskrivningar, landar på -14% (-13%) för kvartalet.

Mot slutet av 2022 räknar vi med att den underliggande lönsamheten i betydligt högre grad kommer att reflekteras i de redovisade siffrorna, trots ansträngningarna av den höga tillväxt- och förvärvstakten och vi ser att Ecoclimate går mot vinst på sista raden i år.

Ny ledningsgrupp rensar i garderoben och tar sats

Nye VDn samlar nu en helt ny ledningsgrupp, med ny CFO, ny marknadschef och ny försäljningschef, och rensar ur garderoberna med ”ökad kostnadskontroll och krafttag i underpresterande delar av verksamheten”. Samtidigt ska erbjudandet strömlinjeformas för att Ecoclimate tydligare ska framstå som fastighetsbranschens främsta partner för energieffektiviseringar samt sälj- och marknadsföringsaktiviteterna intensifieras. Frågan är om också en omprövning kommer att ske av kapitalstrukturen, då bolaget idag är helt obelånat (utöver reservationer för beräknade villkorade tilläggsköpeskillingar) och alltså bara använder det dyraste av kapital, eget kapital, vilket utgör en hämsko på såväl lönsamheten på eget kapital och därmed värderingen av det egna kapitalet – alltså börskursen.

Nettoomsättning 2021



Omvärldsförändringar gynnsamma

Kriget i Ukraina har hittills bara påverkat Ecoclime i begränsad omfattning, men de indirekta effekterna i form av kraftigt stigande energipriser gynnar kalkylen för bolagets produkter. Visserligen kan stigande räntor och i förlängningen höjda avkastningskrav ta bort lite av fördelarna, men det syns inga tecken på detta i fastighetsmarknaden ännu. En hjälp på längre sikt kommer av att EU-kommissionen den 18 maj lägger fram sin strategi RePowerEU, där medlemsstaterna bl a kommer att åläggas att till 2030 minska sin energikonsumtion med 13% i stället för tidigare 9% - en ambitionshöjning med nära 45%.

Även om klimatpåverkan har fått alltmer uppmärksamhet från såväl kunder som myndigheter, inte minst i Europa, så har kriget i Ukraina plötsligt också tillfört en ny dimension. Energiberoende står mycket högt på de politiska agendorna och den bästa kilowattimmen ur båda aspekterna är den sparade kilowattimmen – inte minst för att den oftast är den snabbaste bland åtgärder. Det är i det ljuset bl a EU-kommissionens kraftigt höjda målsättningar för energibesparingar i RePowerEU ska ses.

Utöver skenande priser på fossil energi gäller detsamma många biobränslen, t ex flis som är ett mycket viktigt bränsle för fjärrvärmeverken. Det slår direkt på fjärrvärmepriserna och ökar därmed incitamentet till energieffektivisering i fastighetsbolagen.

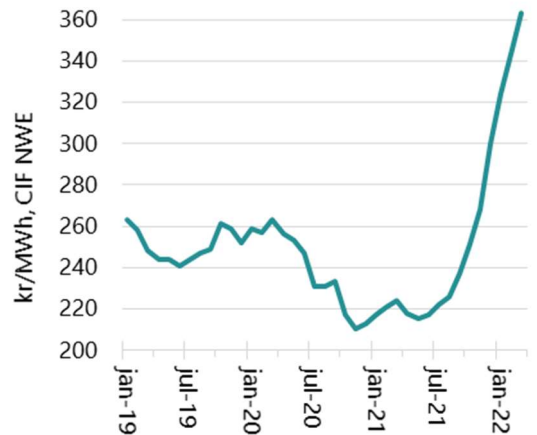
I den alltmer akuta energitransformationen som måste till, bedömer IEA (International Energy Agency) att värmepumpar mer brett kan tillfredsställa 90% av allt uppvärmningsbehov globalt, jämfört med under 10% idag, och med mindre klimatavtryck än de förhärskande gasdrivna pannorna. Även om vissa länder har infört bidrag till värmepumpinstallationer så måste existerande bidrag till gaspannor försvinna. I exempelvis Österrike ges bidrag på upp till 10 000 euro för en värmepumpinstallation, men vissa österrikiska regioner ger fortfarande 1 000 euro i bidrag till installation av gaspannor. Där lär det politiska trycket på förändringar nu snabbt nå smärtsamma nivåer, till fördel för bl a värmepumpslösningar, där Evertherm står ut med enkelhet, lönsamhet och effektivitet med ett COP-tal på 5.

I Sverige satte regeringen förra året av över 4 miljarder för 2021-2023 till ett statligt investeringsstöd för energieffektivisering i flerbostadshus och med RePowerEU kommer ambitionsnivån även i Sverige att behöva höjas ytterligare.

Förvärven rullar vidare

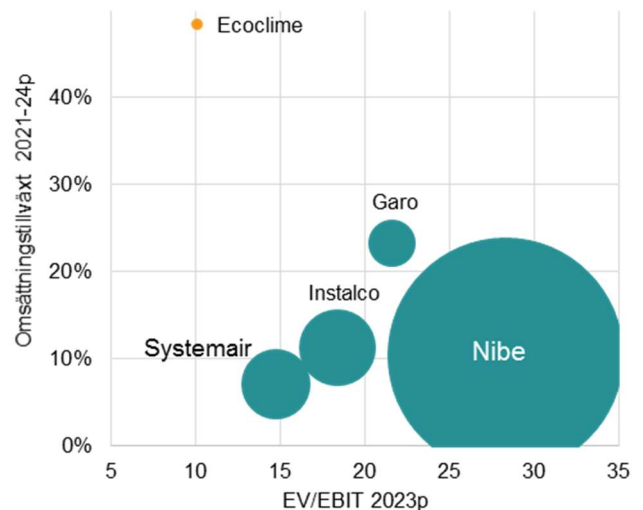
Strax före nyår aviserade Ecoclime att bolaget tecknat letters of intent rörande förvärv av tre bolag. I mitten av januari gick den första affären i mål då Ecoclime förvärvade snabbväxande Miljöbelysning Sweden AB med en omsättning förra året om 71 mkr och 7,4 mkr i EBIT, för 60 mkr inklusive tilläggsköpeskilling. Förvärvet både kompletterar Ecoclimes egna produktutbud och ger tillgång till Miljöbelysnings säljstyrka och 4 000 kunder för korsförsäljning av koncernens övriga produkter, vilket kanske är det viktigaste.

Flispriser



Månadsmedelvärden spotpriser energiflis NWE, kr/MWh
Källa: Energimyndigheten: Läget på energimarknaderna, april 2022 / Argus Media 2022

Värdering, tillväxt och storlek (EV)



Att fler förvärv kommer är klart, till minst lika attraktiva värderingar är sannolikt, mot bakgrund av läget på finansmarknaderna. Nettokassan om 119 mkr känns skön att luta sig mot i tider som dessa och sänker risken i aktien.

Hittills har bolagsledningen skött alla förvärv, men i takt med att erfarenheten byggs på så lär också förvärvs- och integrationsprocesserna sätta sig bredare i organisationen, andra team ta större ansvar och ledningens fokus och tid delvis frigöras till annat.

Upprepar envist riktkurs 20 kronor

Sättningen på börsen har fått såväl Ecoclimate som jämförelsebolagen att värderas ner. Då vi bedömer att Ecoclimate under 2022 växer kraftigt och återgår till lönsamhet är det rimligt att börja titta mer på värderingen av vinsten snarare än försäljningen. Tabellen på nästa sida visar konsensusvärderingarna på en grupp jämförelsebolag samt Ecoclimate utifrån våra prognoser.

Visserligen är Ecoclimate ett betydligt mindre bolag så en viss småbolagsrabatt är motiverad, men på prognoserna för 2022 handlas Ecoclimate med 30%-ig rabatt på EV/EBIT, och då räknar vi ändå inte med att Ecoclimate når sin fulla lönsamhetspotential redan i år. På prognoserna för 2023 handlas Ecoclimate på halva värderingen mot jämförelsebolagen och ännu lägre mot tydliga ESG-vinnare som Nibe och Garo, men även väsentligt lägre än Systemair (ventilation) och Instalco (installation).

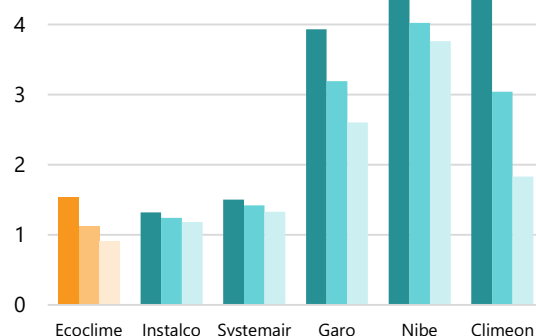
Våra prognoser är dessutom lite åt det konservativa hållet jämfört med konsensus och ledningen har flaggat för "goda chanser" att nå målet om 300 miljoner i omsättning med 15 procent EBITDA-marginal i år. För det talar signerade letters of intent och Ecoclimes stora nettokassa, redo för nya förvärv i närtid.

Vår tidigare riktkurs på 20 kronor skulle i dagsläget innebära en värdering på EV/EBIT om knappt 18 på 2023-prognosen, vilket fortfarande är en rabatt på 15% mot jämförelsebolagen, men som kan anses motiverat av storleksskillnaden. Då ligger våra prognoser ändå lite under konsensusprognoserna även för 2023.

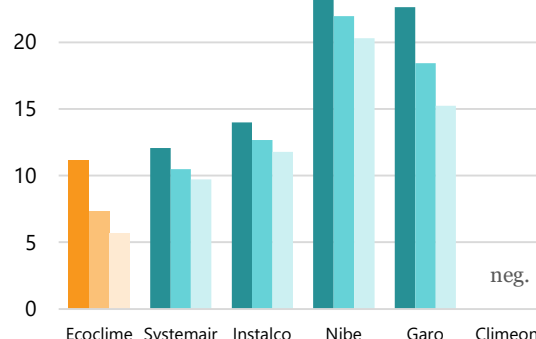
Det finns många sätt att betrakta aktien men de landar alla i samma slutsats:

- Ecoclimate värderas nu till ca 10 gånger vår EBIT-prognos för 2023 respektive EV/sales på 1,1. Det är multiplar som inte alls speglar bolagets tillväxt- och lönsamhetspotential.
- En konservativ DCF-beräkning med försiktiga antaganden från bolagets och revisorns beräkningar för prövning av nedskrivning av goodwill – bl a en prognos på kassaflöden för de kommande 9 åren, en tillväxttakt på dessa om 15-30% kommande 5 år och en diskonteringsränta om 10% – landar skyhögt över dagens värde.
- Teckningskursen för styrelsens och personalens optioner från förra våren ligger på 21,67 med lösen i slutet av 2024, och en storägare tankade ytterligare aktier tidigare i år på högre kurs än den nuvarande.

Billig på EV/sales
EV/sales 2022p-2024p



Billig på EV/EBITDA
EV/EBITDA 2022p-2024p

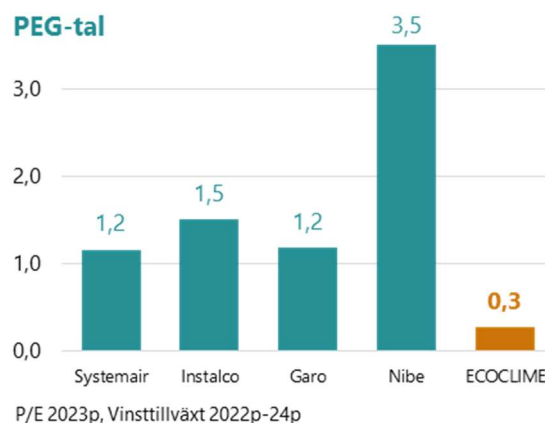


- I förhållande till jämförbara bolag har aktien tagit oförtjänt mycket stryk, även mot långsamtväxande installations- och ventilationsbolag som Instalco och Systemair.

Dessutom, att som Ecoclime med en uttalad förvävsstrategi, kunna betala sina företagsköp åtminstone delvis med egen börsnoterad valuta och inte bara vara skuldfri, utan t o m sitta på en nettokassa som motsvarar över en femtedel av börsvärdet eller nästan halva omsättningen när stormen viner på finansmarknaderna är en avundsvärd position. Det må inte vara en optimal kapitalstruktur på sikt, men kan ge utmärkta möjligheter kortsiktigt om det blir rea på välskötta uppköpsobjekt.

Det är svårt att se annat än att aktien är kraftigt undervärderad och vi upprepar vår riktkurs på 20 kronor per aktie.

PEG-tal



Stor rabatt mot jämförelsebolagen

Nyckeltal för Ecoclime och ett urval jämförbara bolag

Bolag	EV/EBIT 2022p	EV/EBIT 2023p	EV/sales 2022p	Ev/sales 2023p	P/E 2022p	P/E 2023p
Systemair	17,7	14,8	1,5	1,4	21,8	17,8
Instalco	19,7	18,4	1,6	1,5	19,7	17,3
Garo	26,4	21,6	4,0	3,2	33,5	27,5
Nibe	32,1	28,3	4,5	4,1	46,6	40,9
Medel, jämförbolag	24,0	20,8	2,9	2,5	30,4	25,9
Ecoclime	17,0	10,1	1,5	1,1	27,2	14,7

Källa: Refinitiv. Nyckeltalen för jämförelsebolagen bygger på analytikerkollektivets prognoser.

Ecoclimes nyckeltal bygger på Analysguidens prognoser.

Tidigare analyser

Q4-uppdatering 2021 – 25 februari 2022 (kurs 13,26 kr)

Riktkurs 20 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-statligt-investeringsstod-lar-starka-efterfragan>

Q3-uppdatering 2021 – 19 november 2021 (kurs 15,72 kr)

Riktkurs 20 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-statligt-investeringsstod-lar-starka-efterfragan>

Q2-uppdatering 2021 – 30 augusti 2021 (kurs 17 kr)

Riktkurs 20 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-spännande-tillvaxtresor-nar-evertherm-vaxlar-upp>

Q1-uppdatering 2021 – 17 maj 2021 (kurs 17,08 kr)

Riktkurs 17,50 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-tillfallig-tillvaxtsvacka-manga-skal-till-optimism>

Q4-uppdatering 2020 – 26 februari 2021 (kurs 14,45 kr)

Riktkurs 17,50 kr (uppnådd 16 mars 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-tillvaxtbolaget-gar-mot-ny-forvarvsoffensiv>

Q3-uppdatering 2020 – 20 november 2020 (kurs 10,35 kr)

Riktkurs 13,50 kr (uppnådd 8 januari 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-rabattvarderad-klimatvinnare>

Q2-uppdatering – 31 augusti 2020 (kurs 10,40 kr)

Riktkurs 12,50 kr (uppnådd 10 september 2020)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-hojd-riktkurs-efter-imponerande-kvartal>

Q1-uppdatering – 20 maj 2020 (kurs 6,30 kr)

Riktkurs 8 kr (uppnådd 9 juli 2020)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-stor-varderingsrabatt-pa-klimatteknikbolaget>

Risker

Ledningens offensiva tillväxtstrategi, med såväl förvärv som en organisk offensiv inom kärnprodukterna, kan visa sig riskabel om efterfrågan inte utvecklas i linje med förväntningarna. Integration av förvärv medför samtidigt alltid risker.

Ecoclime möter ett kraftigt ökat intresse för bolagets kärnprodukter. Utmaningen ligger framför allt i att via förvärvade installationsbolag och partners sälja och få ut produkterna eftersom det ofta måste ske som en totalentreprenad, vilket innebär en mer komplex leverans.

Bolaget är fortfarande litet och som sådant mer känsligt för om nyckelpersoner skulle välja att lämna.

En kombination av rejält höjda räntor för att stävja den kraftigt stigande inflationen och en därpå följande lågkonjunktur kan påverka fastighetsmarknaden negativt, försämra investeringskalkylen för Ecoclimes produkter och skjuta investeringar på framtiden.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock 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.

Analytikern Johan Voss-Schrader äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader