

Uppdatering: Kv3 2021

ECOCLIME GROUP AB

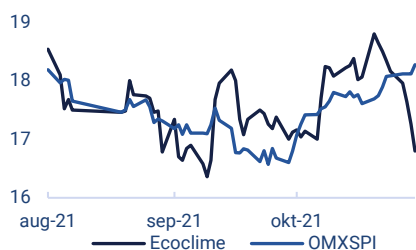
VD: Lennart Olofsson
 SO: Peter Nygårds
www.ecoclime.se

Bloomberg: ECC:SS
 Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 16,4 kronor
 Marknadsvärde: 743 MSEK

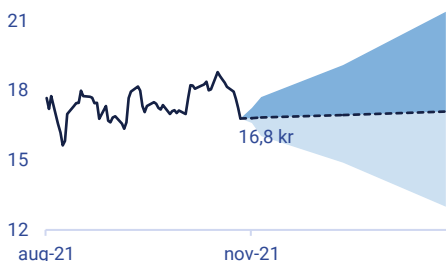
AKTIEKURSUUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	49,1	27,1	-1,3	-4,2

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	13,0	17,1	21,4
Upp-/nedsida (%)	-21	5	31

Källa: Carlsquare2

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Förсенad projektstart flyttar fram intäkterna

En försenad projektstart inom Fastighetsautomation bidrog till lägre intäkter och resultat än väntat i kv3 för Ecoclime-koncernen. Bolaget investerar kraftfullt i ett nytt affärssystem, en utökad säljorganisation och förvärv mm. Detta gav 7,5 miljoner kronor i extraordinära kostnader under kv3 2021. Samtidigt ökar efterfrågan för Evertherms SEW-system både i Sverige och Tyskland, till följd av stigande energipriser. Vi justerar ned aktiens rikt Kurs i Bas-scenariot till 17,1 kronor (tidigare 19,3 kronor).

Stark orderingång och försäljning för Cirkulär Energi

Ljuspunkten i Ecoclimes kv3 2021-rapport var affärsområdet Cirkulär Energi som fick order på 11,3 miljoner kronor för sina SEW-system under tredje kvartalet 2021. Nettoomsättningen för detta affärsområde ökade med 144 procent jämfört med kv3 2020. Vidare har stigande energipriser ökat intresset hos fastighetsägare att investera i energibesparande åtgärder. Det gäller i Sverige, men även i Tyskland där Ecoclime nu har börjat en marknadsbearbetning av några större fastighetsbolag.

Rörelseresultatet fortsatt belastat av kostnader för expansion

Ecoclime-koncernens intäkter blev sammantaget väsentligt lägre än våra alltför optimistiska prognoser inför denna rapport. En tydlig avvikelser var att affärsområde Fastighetsautomation som hamnade på 6,6 miljoner kronor i intäkter i kv3 2021, jämfört med 11,7 miljoner kronor som skulle blivit fallet om de lyckats hålla sig kvar på en 21 procentig tillväxt-takt även i kv3. Avvikelsen på omkring 5 miljoner kronor i intäkter är hänförligt till ett försenat serverhallprojekt som nu kommer in i kv4 2021-resultatet istället, men i någon mån även på halvlederbrist. Även i övrigt blev affärsområdenas rörelsemarginaler lägre än väntat, med undantag av Inomhusklimat som förefaller vara inne i en återhämtningsfas.

Nedjusterade intäkts- och resultatprognoser

Vi justerar ned våra intäktsprognoser för kv4 2021 och kv1-kv4 2022 mot bakgrund av utfallet i kv3 2021. Det är tydligt att en återhämtning är på väg för samtliga affärsområden med denna startar från en lägre nivå än vi tidigare antagit. Våra nedjusterade intäktsprognoser blir relativt sett mindre framemot kv4 2022. Koncernens rörelseresultat antas öka med 20 procent av antagen intäktsökning. Vidare har vi antagit att de extraordinära kostnaderna minskar med 2 miljoner kronor i kv2 2022, 3 miljoner kronor i kv3 2022 samt med 4 miljoner kronor i kv4 2022.

Värdering av aktien

Vi värderar Ecoclime-aktien genom en sammanvägning av tre olika nyckeltal. En kassaflödesvärdering baserat på våra prognoser samt jämförande nyckeltal med fyra branschbolag mätt på EV/Sales samt EV/EBITDA. Givet dessa förutsättningar hamnar en sammanvägd rikt Kurs på 17,1 kronor per aktie i basscenariot (tidigare 19,3 kronor).

I vårt Bear-scenario blir motsvarande rikt Kurs på 13,0 kronor per aktie (tidigare 12,7 kronor), medan rikt Kursen i Bull-scenariot minskar till 21,4 kronor/aktie (tidigare 29,4 kronor).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Totala intäkter	88,7	155,5	151,9	248,1	295,7
EBITDA före förvärvskostn.mm	8,3	15,5	14,4	32,0	35,2
EBIT	-1,5	6,0	-13,1	14,8	22,6
Resultat efter finansnetto	-1,9	5,5	-13,6	14,4	22,2
Årets resultat	-1,9	6,4	-13,8	13,0	19,1
EBITDA-marginal, % (före förv.kos)	9,4%	10,0%	9,5%	12,9%	11,9%
Vinst kronor per aktie (kronor)	-0,07	0,21	-0,32	0,29	0,42
P/E	neg.	61,1x	-neg.	57,0x	38,9x
EV/Intäkter	2,1	2,7	4,1	2,4	2,0
EV/EBITDA före förv.kos.	18,2	24,6	40,1	17,9	16,2
P/EK	1,4x	2,5x	2,4x	2,3x	2,3x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv3 2021

Ecoclimes intäkter och resultat för kv3 2021 blev svagare än vår prognos. Den största avvikelsen på intäktssidan var affärsområde Fastighetsautomation som redovisade intäkter på 6,6 miljoner kronor under kvartalet. Den siffran hade hamnat på 11,7 miljoner kronor om den tidigare tillväxtkurvan från kv2 hade fortsatt. Avvikelsen förklaras av ett försenat projekt som nu startar i kv4 2021 istället. Cirkulär Energi fortsätter däremot att gå starkt, med order om 11,3 miljoner kronor på sina SEW-system under tredje kvartalet. Justerat för förvävsrelaterade och övriga extraordinära kostnader om 7,5 miljoner kronor blev Ecoclime-koncernens EBIT minus 0,4 miljoner kronor under kv3 2021, vilket var cirka 3 miljoner kronor sämre än vår prognos.

Starkt orderläge för Cirkulär Energi, men förseningar för SDC

Ecoclime-koncernen nådde en nettoomsättning på 26,9 miljoner kronor under tredje kvartalet 2021. Det motsvarar en organisk tillväxt om minus 0,2 procent i kv3. Inom affärsområde fastighetsautomation har ett projekt knutet kring en serverhall försenats in på kv4 2021, vilket drog ned nettoomsättningen med omkring fem miljoner kronor under kv3 2021.

Koncernens bruttomarginal landade på låga 47 procent under kv3 2021. Normalt ska denna marginal väl överstiga 50 procent. Den mest troliga anledningen till den lägre bruttomarginalen är en förändrad försäljningsmix där en högre andel produktförsäljning brukar höja marginalerna och vice versa. Även intäkt- och resultatsvackan för Fastighetsautomation som tidigare har stått för lejonparten av koncernens intjäning, bidrog uppenbart negativt under tredje kvartalet.

Koncernens EBITDA-marginal före förvävsrelaterade och övriga kostnader förbättrades till 7,8 procent i kv3 jämfört med 6,4 procent under första halvåret 2021. Räknat efter sådana kostnader var det bara två affärsområden- Fastighetsautomation med 8,1 procent och Inomhusklimat med 1,5 procent som nådde positiva justerade EBITDA-marginaler i kv3 2021. Totalt hade koncernen extraordinära kostnader om 4,6 miljoner kronor under första halvåret och ytterligare knappt 7,5 miljoner kronor under kv3 2021. Dessa kostnader som är kopplade till ett nytt affärssystem, expansion av säljorganisationen, förvärv och flytt av huvudkontoret mm väntas fortsätta framöver, där vi antar ungefär ytterligare kostnader om drygt 4 miljoner kronor under kv4 2021.

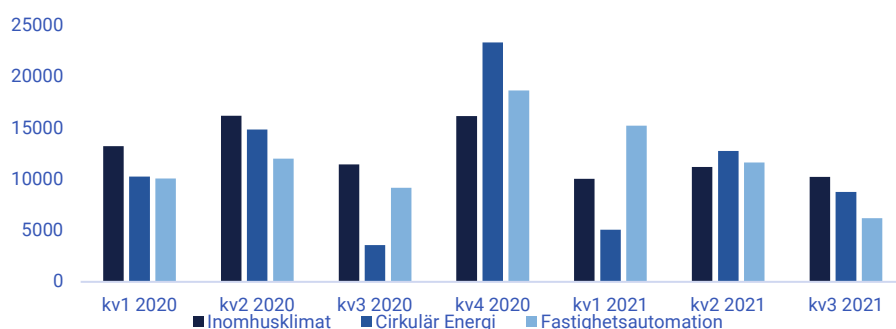
Utfall och prognos kv3, 2021 (MSEK)

	Kv3, 2021A	Kv3, 2021P	Differens
Nettoomsättning	26,9	49,8	-46%
Aktiverat arbete och övriga intäkter	2,8	3,0	-5%
Totala intäkter	29,8	52,8	-44%
Inköp varor och förnödenheter	-14,3	-25,8	-44%
Övriga externa kostnader	-10,4	-8,0	30%
Personalkostnader	-10,2	-14,5	-30%
Avskrivningar	-2,7	-1,8	47%
Rörelseresultat efter avskrivningar	-7,9	2,7	-391%
Resultat från intressebolag	-0,5	0,0	n.m.
Ränteintäkter	0,0	0,0	n.m.
Räntekostnader	-0,1	-0,1	21%
Resultat efter finansnetto	-8,4	2,6	-422%
Skatt	-0,1	-0,1	-30%
Resultat efter skatt	-8,5	2,5	-442%
Hänförligt till minoritetsintresse	0,0	0,0	
Hänförligt till moderbolaget	-8,5	2,5	-442%
Vinst per stamaktie (kronor)	-0,2	0,1	-442%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Under januari-september 2021 stod Inomhusklimat för 30 procent av intäkterna (jämfört med 36 procent under januari-september 2020). Cirkulär Energi ökade sin andel till 32 procent av koncernens intäkter under januari-september 2021, vilket är samma andel som motsvarande period 2020. Fastighetsautomation fortsätter att vara det största affärsområdet med 33 procent av koncernens intäkter under januari-september 2021, jämfört med 29 procent samma period 2020. Fastighetsautomation tappade emellertid kraftigt under kv3 2021 och nådde en nettoomsättning på knappt 6,6 miljoner kronor. Motsvarande intäkter i kv3 2020 uppgick till 9,6 miljoner kronor. Hade Fastighetsautomation fortsatt med 21 procent tillväxt, likt det andra kvartalet innevarande år, kv3 2021 jämfört med kv3 2020 hade det istället blivit 11,7 miljoner kronor i intäkter i kv3 2021. Det handlar om en differens på cirka 5 miljoner kronor. Denna differens förklaras primärt av den uppskjutna ordern till det fjärde kvartalet 2021 avseende serverhallsprojektet inom Fastighetsautomation. I någon mån berodde Fastighetsautomations låga intäkter under kv3 även på bristande leveranser av halvledare, vilket inneburit vissa förseningar av leveranser till kund

Intäkter från externa kunder per affärsområde (tkr) kv1 2020-kv3 2021:



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Lönsamhetsmässigt ser Inomhusklimat ut att komma tillbaka och nådde 6,1 procent EBITDA-marginal före förvärvs- och övriga kostnader under kv3 2021. Under första halvåret 2021 redovisade Inomhusklimat röda siffror på denna nivå. Cirkulär Energi dippade från 13,7 procent EBITDA-marginal före förvärvs- och övriga kostnader H1 2021 till 7,6 procent EBITDA-marginal under kv3 2021. Fastighetsautomation halverade sin EBITDA-marginal från 17,3 procent i H1 2021 till 8,6 procent i kv3 2021. En viss minskning i kv3 2021 är säsongsmässigt betingad i och med att en månads semester ingår i perioden. Även om Inomhusklimat började bidra till EBITDA-resultatet i kv3 2021, så blev bidraget från den stora tidigare vinstgeneratoren Fastighetsautomation blygsamt under tredje kvartalet. Fastighetsautomation har historiskt redovisat bruttomarginaler väl överstigande 50 procent på sina försäljningsintäkter.

Nyheter under perioden 1 juli-11 november 2021:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna för bolaget under det tredje kvartalet samt 1 oktober-11 november 2021:

- Ecoclimate tecknade ett agentavtal med CVC Revenue Solutions avseende Tyskland. Ecoclimate har kontakter med flera av de större lokala fastighetsbolagen kring möjliga Evertherm-projekt på denna stora marknad. Utvecklingen gynnas av de höga energi- och specifikt naturgaspriserna i Tyskland, vilket ger fastighetsägarna incitament att investera i energibesparande åtgärder.
- Evertherm fick fem nya systemorder om totalt 12,6 miljoner kronor på bolagets SEW (återvinning av värme från spillvatten inom affärsområdet Cirkulär Energi) i juli och början av augusti. Offert- och orderläget är mycket starkt på den svenska marknaden, där stigande energipriser ger fastighetsägarna incitament att investera i energibesparande åtgärder.
- Bolagets styrelse beslöt att tidigarelägga satsningen om utökad produktionskapacitet av 100 GWh grön energi motsvarande 450 SEW-system vid fabriken i Vilhelmina.
- Ecoclimate lanserade en standardiserad molntjänst för energieffektiviseringstjänster riktad mot fastighetsägare. Denna är baserad på Ecoclimes dotterbolag SDC Fastighetsautomations IoT-plattform Optima. Effekt-topparna i fastighetens energiförbrukning reduceras genom prognosstyrning.
- Ecoclimate kommer att äga 90,1 procent och investera 7 miljoner kronor i ett nystartat bolag, Team Wessman som fokuserar på ett cirkulärt energikoncept med geoenergi och spillenergiåtervinning. Team Wessman har en budget på 25 miljoner kronor i omsättning och 2 miljoner kronor i rörelseresultat för helåret 2022.
- Ett samarbetsavtal har tecknats med Stravent Oy (etablerade sedan 1984) avseende exportförsäljning av Inomhusklimats ventilationsprodukter i Finland och Estland.

Investment case, prognoser och värdering

Ecoclimate har utvecklat cirkulära energisystem för värmeåtervinning samt komfortsystem för kontorslokaler. Med dessa som bas har koncernen inlett en förvärvsdriven tillväxtfas där bolag inom värme- och rörinstallation samt fastighetsautomation har adderats. I nästa steg ska de köpta bolagen öka sin försäljning av Ecoclimate-produkter. Bolaget kommer att expandera kapaciteten för försäljning av Evertherm värmeåtervinningssystem kraftigt. En marknadssatsning på Tyskland, med en mycket stor potential har inletts. Den första leveransen till en fastighetsägare väntas ske inom tre till sex månader.

Investment case

Cirkulära energisystem bildar basen

Ecoclimate har efter förvärv etablerat verksamhet inom tre affärsområden; Inomhusklimat med Flexibel Luftbehandling och KVS Montage, Cirkulära energisystem med Evertherm och Hansson & Hansson Rör samt SDC Automation inom fastighetsautomation. Av dessa har Evertherm funnits med sedan starten 2013, medan Flexibel Luftbehandling, SDC Automation och H-Gruppen Totalinstallatör (där KVS Montage och Hansson & Hansson Rör ingick) förvärvades av Ecoclimate år 2017. Detta skedde när den nya strategin för förvärvsdriven tillväxt startade. Ecoclimes förvärvsmodell etablerar nya försäljningskanaler för bolagets produkter via installatörer.

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

Sedan september 2019 finns ett säljbolag för bolagets produkter i Mälardalen. Försäljning mot nyproduktion eller renovering av bostäder och kommersiella fastigheter är det lättaste sättet för bolaget att komma in mot fastighetsägare. En satsning på att marknadsföra och sälja Evertherm-systemen med finansieringslösningar mot bostads- och industriägare i Sverige och nu även Tyskland har inletts. Detta görs sedan stora energibesparingsmöjligheter har vidimerats, liksom att den fördelaktiga energisparkalkylen sett ur ett fastighetsägarperspektiv har kartlagts.

Med cirkulära energisystem som bas (Evertherm) har Ecoclimate växt via förvärv av bolag som säljer mot fastighetsägare och kommuner. Nu etableras säljkanaler mot industrier i Sverige samt mot fastighetsägare i Tyskland.

Mycket stora värden i att spara energi i bostadshus

Sett ur ett fastighetsägarperspektiv och speciellt vad gäller hyresbostäder är värdet av sparad energi mycket stort. Förklaringen är att den reglerade bruksvärdes-hyresnivån för begagnade bostäder i Sverige är låg, medan uppvärmning inklusive el och vatten kan utgöra omkring hälften av de totala driftkostnaderna. Andelen värmekostnader som kan sparas genom att använda Evertherms system varierar mellan 25 och 50 procent beroende på om det är ett nyproducerat eller begagnat bostadshus. Givet ett direktavkastningskrav på bostadsfastigheter på cirka fyra procent blir den initiala besparingen för en fastighetsägare år ett omkring 100 procent på investerat kapital vid en avskrivningstid om tolv år för hela investeringen och mer än 150 procent om investeringen delas upp i fastighetstillbehör respektive maskiner. Detta förklaras av en värdeökning på fastigheterna hänförligt till det förbättrade driftsöverskottet. På så sätt skapar bolagets erbjudande värde till köparen vilket underlättar införsäljningsprocessen liksom tillväxt. Under 2021 har direktavkastningskravet för hyresbostäder minskat ytterligare- uppskattningsvis med omkring 0,5 procentenheter. Det förbättrar fastighetsägarnas kalkyler att välja ett Ecoclimate-system med ytterligare omkring 10 procent.

En ökad produktförsäljning ger kraftig utväxling

Ecoclimate säljer sina produkter med mellan 50 och 75 procent bruttomarginal samt mellan 30 och 50 procent rörelsemarginal före centrala administrationskostnader. De högre marginalerna erhålls på leverans av egna produkter, medan den lägre siffran avser systemleveranser där även externa produkter ingår. För tjänster och servicearbeten ligger rörelsemarginalerna inom intervallet 10-15 procent. Då huvuddelen av Ecoclimate-koncernens försäljning efter de senaste årens förvärv består av värme- och rörinstallatörer med huvudsaklig service- och tjänsteförsäljning, är utväxlingen på marginaler och lönsamheten betydande om företagen lyckas öka inslaget av sålda egna produkter.

Företagsförvärv har hittills ökat Ecoclimes vinst per aktie

Ecoclimate köper rörelsedrivande bolag i ventilations- och rörinstallationsbranschen, tidigare för p/e-tals-multiplar på omkring 5-6x årsvinsten. Det innebär att varje nytt anskaffat bolag skapar ett ganska stort arbitrage i form av en vinstökning efter räntekostnader på köpeskillingen. Detta arbitrage förbättras ytterligare om säljaren är villig att acceptera nyemitterade Ecoclimate-aktier som betalning för en del av köpeskillingen.

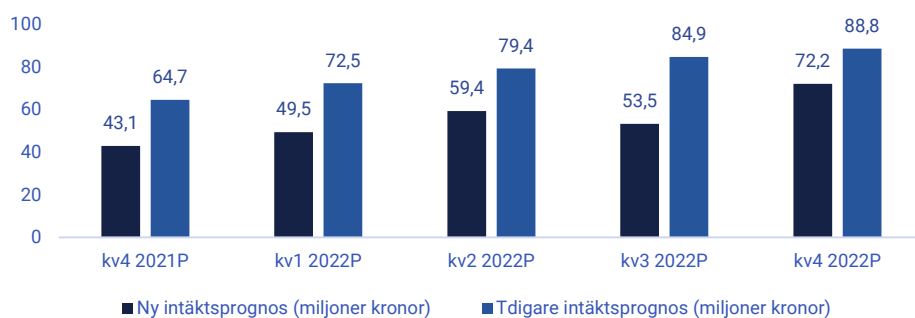
Utmaningen ligger i att upprätthålla vinstnivån i de förvärvade bolagen, där de tidigare ägarnas incitament att driva vidare affären inom Ecoclimate-koncernen blir avgörande.

Det senaste året har prisförväntningarna på företag som är till salu ökat så mycket att det idag är utmanande att räkna hem förvärvskalkylen på tidigare beskrivna förmånliga villkor. Ecoclimate fokuserar nu på bolag med en omsättning understigande 100 miljoner kronor per år, vilket brukar ge en viss småbolagsrabatt.

Förändrade prognoser för kv4 2021-kv4 2022

Med anledning av ett svagare utfall under det tredje kvartalet 2021 och potentiellt fortsatta utmaningar för tillförseln av komponenter väljer vi att justera ned våra prognoser för kommande 12 månader. Tabellerna nedan illustrerar våra tidigare prognoser jämfört våra nya antaganden. Nedjusteringarna är störst i början av perioden och minskar sedan successivt fram till utgången av prognosperioden.

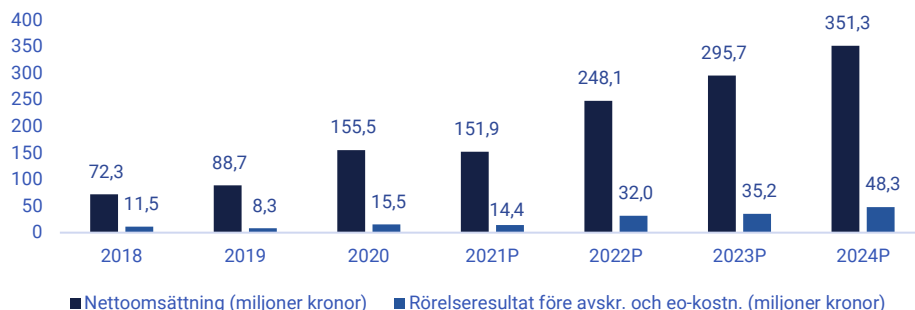
Förändrade intäktsprognoser för kv4/2021-kv4/2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Våra rörelseresultatprognoser är beräknade utifrån den prognosticerade förändringen i omsättning för koncernen framöver. Detta då vi antar att en extra försäljningskrona slår igenom med 20 procent på EBITDA-nivå. Vi bedömer att kostnad för såld vara bör öka med 50 procent av en intäktsökning. Motsvarande tillväxt för personal- och övriga kostnader bör ligga på F15 procent av en intäktsökning. Avgörande är försäljningsmixen, då projekt-försäljning (installationsarbeten) brukar ligga på 10-15 procent rörelsemarginal, medan produktförsäljningen har marginaler på 30-40 procent. Vi utgår från att de nuvarande extraordinärt höga övriga rörelse- och förvärvskostnader börjar normaliseras från och med andra kvartalet 2022. Vi har därför reducerat övriga rörelsekostnader med 2 miljoner kronor i kv2 2022, med 3 miljoner kronor i kv3 2022 samt med 4 miljoner kronor i kv4 2022.

Historik och prognoser, nettoomsättning och rörelseresultat, 2018-2024P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Kassaflödesvärdering enligt prognoser för perioden 2021-2025

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser för åren 2021-2025 samt ett evighetsvärde år 2026 utan full hänsyn till av bolaget kommunicerade tillväxtscenarion.

Kalkylränta om 12,65 procent

Vi har diskonterat bedömda kassaflöden med en kalkylränta baserat avkastningskravet på eget kapital framräknat med CAPM-modellen. Där använder vi en riskfri ränta om 0,25 procent, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta den 10 november 2021. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 7,1 procent samt en småbolagspremie om 2,8 procent enligt PwC:s riskpremiestudie från april 2021. Vi applicerar ett beta-tal om 1,0x samt en företagsspecifik riskpremie om 2,5 procent för att komma fram till en vägd kalkylränta på 12,65 procent.

Antaganden och motiverat värde enligt basscenariot

Vårt DCF-värde enligt basscenariot utgår från de prognoser som vi har lagt för åren 2021-2023. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 20 procent 2024 och 15 procent 2025. De ökande intäkterna väntas under hela prognosperioden 2021-2025 ske till en bruttomarginal om 50 procent. Samtidigt väntas övriga externa kostnader öka med 15 procent 2021-2022 samt med 10 procent från 2023 till 2025. Personalkostnaderna väntas öka med 15 procent av motsvarande intäktsökning under hela prognosperioden 2021-2025. Rörelseresultatet år 2025 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 2,75 procent (tidigare 2,5 procent).

Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 15,0 kronor per Ecoclimate-aktie i basscenariot. Det kan jämföras med 16,9 kronor per aktie i riktkurs i basscenariot vid vår senaste uppdatering efter bolagets kv2 2021-rapport den 20 augusti 2021. Det lägre DCF-värdet förklaras av våra förändrade intäkts- och resultatprognoser för perioden kv4 2021-kv4 2025.

Antaganden och motiverade värden i Bear- och Bull-scenariona

I vårt Bear-scenario utgår vi från att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 70 procent av bas-scenariots nivåer 2022-2025. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 2,25 procent per år.

I vårt Bull-scenario räknar vi med att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 130 procent av bas-scenariots nivåer 2022-2025. I Bull-scenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 3,25 procent.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 11,1 kronor per aktie i Bear-scenariot och 19,2 kronor per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 12,2 kronor per aktie i Bear-scenariot och 21,9 kronor per aktie i Bull-scenariot vid vår senaste uppdatering den 20 augusti 2021.

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 (fyra jämförbara bolag; Instalco, Lindab, Nibe och Systemair) samt vår kassaflödesvärdering av Ecoclimate.

Givet 33 ^{1/3} procent vikt vardera för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt för vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien får vi en vägd motiverad kurs om 17,1 kronor för Ecoclimate-aktien (jämfört med 19,3 kronor per aktie i vår uppdatering den 20 augusti 2021). Vi har då adderat bolagets nettokassa per aktie till de två EV-marknadsvärden som vi räknar fram via sektorns genomsnittliga värderingsnyckeltal.

I Bear-scenariot får vi med samma lika vikter för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien en riktkurs på 13,0 kronor per aktie. Det kan jämföras med 12,7 kronor per aktie vid vår senaste uppdatering den 20 augusti 2021.

Även i Bull-scenariot applicerar vi lika vikter (33 ^{1/3} procent) för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien. Vi hamnar då på en riktkurs om 21,4 kronor per aktie (jämfört med 29,4 kronor per aktie vid vår avstämning den 20 augusti 2021).

Sammanvägt motiverat värde för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie*	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA för sektorn	25,7	18,0	33,5
Motiverat värde på EBITDA	17,9	13,6	22,1
Intäkter/Ecoclimate-aktie	3,4	3,4	3,4
EV/Sales för sektorn	4,3	3,0	5,6
Motiverad värdering på intäkter	18,6	14,3	22,9
Motiverat DCF-värde	15,0	11,1	19,2
Applicerat på EBIT	33%	33%	33%
Applicerat på intäkter	33%	33%	33%
Applicerat värde på DCF-värde	33%	33%	33%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
Värde per aktier i ett basscenario (kronor)	17,1	13,0	21,4

*2022 års nivå diskonterat med WACC-räntan i ca åtta månader. Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Ecoclimes viktigaste person är koncernchefen och huvudägaren Lennart Olofsson. Till det kan läggas vice VD Marcus Sandlund, som även är chef för affärsområdet Cirkulär Energi. Därutöver har vi dotterbolags-VD:arna Bengt Tedebo (Flexibel Luftbehandling), Mathias Lindberg (SDC Automation) samt Björn Westerström (H-Gruppen Totalinstallatör). I takt med att Ecoclimate expanderar via förvärv minskar beroendet av enskilda nyckelpersoner.

I sin accelererande tillväxtstrategi har Ecoclimate som mål att växa i ett exponentiellt tempo. Förvärv av i första hand installationsbolag ger ett omedelbart vinstbidrag. De nyförvärvade bolagen ska sedan sälja in Ecoclimes produkter med bättre marginaler än den tidigare huvudsakliga tjänsteförsäljningen (installation). Förutom att behålla vinstnivåer i förvärvade bolag kommer Ecoclimate att ställas inför tröskelnivåer vad gäller investeringsbehov som det gäller att kunna ta sig över. Ett sådant har nu uppstått genom behov att bygga ut produktionskapaciteten för Evertherm-produkter samt att etablera försäljning i Tyskland via samarbetspartners/agenter.

Ecoclimate har med sina produkter och tjänster möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing. Fastighetsbranschen med beställare, arkitekter och konsulter m.fl. har historiskt varit konservativ och inte villig att ta till sig nya produkter omedelbart. Större branschföretag har historiskt tillämpat en dominansstrategi för att hindra uppstickare som t.ex. Ecoclimate.

Byggbranschen är cyklisk med kraftiga upp- och nedgångar kopplat till förändrade fastighetspriser, vakans- och hyresnivåer. Positivt är att renoveringsbehovet av Sveriges ganska ålderstigna fastighetsbestånd är omfattande. Statliga investeringsbidrag har sedan 2018 bidragit till en ökad nyproduktion av bostäder främst i medelstora regionstäder med lägre brf-priser än storstäderna. Dessutom har efterfrågan och priset på bostäder i alla former fortsatt att öka det senaste året. Lönsamheten i att bygga nya bostäder har ökat i takt med stigande marknadsvärden för förvaldade bostadsbestånd (hyresrätter).

Ecoclimate är resultatmässigt beroende främst av sin koncern-VD, vice VD och dotterbolagscheferna.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning, extern	72,7	139,7	140,1	234,6	287,0
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	16,1	15,8	11,8	13,5	8,7
Totala intäkter	88,7	155,5	151,9	248,1	295,7
Inköp varor och förnödenheter	-38,8	-71,1	-70,3	-117,5	-143,7
Övriga externa kostnader	-18,1	-20,0	-30,2	-35,4	-40,6
Personalkostnader	-29,5	-53,0	-55,6	-68,3	-76,1
Avskrivningar	-3,9	-5,3	-9,0	-12,2	-12,6
Totala kostnader	-90,3	-149,5	-165,0	-233,4	-273,0
Rörelseresultat	-1,5	6,0	-13,1	14,8	22,6
Resultat från intressebolag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4
Resultat efter finansnetto	-1,9	5,5	-13,6	14,4	22,2
Skatt	0,1	0,9	-0,2	-1,3	-3,1
Resultat efter skatt	-1,9	6,4	-13,8	13,0	19,1
Tillväxt	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning, extern	30%	92%	0%	67%	22%
Totala intäkter	23%	75%	-2%	63%	19%
Personalkostnader	37%	80%	5%	23%	12%
Rörelseresultat	-120%	-488%	-319%	-213%	53%
Resultat efter finansnetto	-128%	-382%	-347%	-206%	55%
Resultat efter skatt	-126%	-443%	-316%	-194%	47%
Marginaler	2019	2020	2021P	2022P	2023P
EBITDA-marginal	3%	8%	-3%	11%	12%
EBIT-marginal	-2%	4%	-9%	6%	8%
Resultat efter finansnetto-marginal	-3%	4%	-10%	6%	8%
Nettovinstmarginal	-3%	5%	-10%	6%	7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2019-2023P (MSEK)

	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Immateriella Anläggningstillgångar	63,2	91,6	100,3	110,4	117,8
Materiella Anläggningstillgångar	32,9	30,1	34,2	26,7	18,3
Uppskjuten Skattefordran	4,8	4,1	6,2	6,2	6,2
Finansiella Anläggningstillgångar	12,9	15,7	13,5	13,5	13,5
Summa Anläggningstillgångar	113,8	141,5	154,2	156,8	155,8
Varulager	8,2	8,4	8,3	11,3	15,1
Kortfristiga fordringar	19,1	32,1	21,5	28,5	37,3
Likvida medel	29,0	46,3	165,1	170,6	172,8
Summa Omsättningstillgångar	56,4	86,8	194,9	210,4	225,2
Summa tillgångar	170,2	228,3	349,2	367,2	381,0
Eget Kapital	127,7	168,6	305,0	318,0	325,8
Långfristiga räntebärande skulder	2,1	2,1	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	10,7	14,6	9,2	10,5	12,2
Summa långfristiga skulder	12,8	16,7	9,2	10,5	12,2
Kortfristiga räntebärande skulder	1,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	28,5	42,6	35,0	38,6	43,0
Summa kortfristiga skulder	29,7	43,0	35,0	38,6	43,0
Summa eget kapital och skulder	170,2	228,3	349,2	367,2	381,0
Likviditet	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Balanslikviditet	92%	94%	85%	103%	122%
Likviditetsgrad	190%	202%	557%	545%	524%
Kassa/kortfristiga skulder	98%	107%	472%	442%	402%
Soliditet	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-25,7	-43,7	-165,1	-170,6	-172,8
Nettokassa/EBIT	-16,7x	7,3x	-12,6x	11,6x	7,6x
Nettokassa/EK	20%	26%	54%	54%	53%
Skuld/EK	3%	2%	0%	0%	0%
Soliditet	75%	74%	87%	87%	86%
Lönsamhetsmått	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Avkastning på eget kapital	-2%	5%	-8%	4%	6%
Avkastning på totalt kapital	-1%	4%	-6%	4%	6%
Avkastning på investerat kapital	-1%	5%	-7%	4%	6%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2019-2023P

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	3,7	14,4	-4,8	25,2	31,7
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	-2,4	-12,7	9,9	-10,0	-12,5
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	-9,3	18,5	-4,7	5,0	6,0
Investeringar	-26,7	-31,1	-20,8	-14,8	-11,6
Utgivning lån mot utomstående	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändr.rörelsekapital	-37,1	-10,8	-20,4	5,5	13,6
Nyemissioner, netto efter omkostnader					
Nyemissioner, netto efter omkostnader	6,2	31,2	144,8	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-1,2	-0,1	-4,5	0,0	0,0
Erhållna bidrag för utvecklingskostnader	7,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Utdelning till aktieägarna	0,0	0,0	0,0	0,0	-11,3
Betald leasing exklusive räntedel	-2,6	-3,7	-1,1	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	9,4	28,1	139,2	0,0	-11,3
Periodens kassaflöde	-27,8	17,2	118,8	5,5	2,3
Likvida medel vid årets början	56,8	29,0	46,3	165,1	170,6
Likvida medel vid periodens slut	29,0	46,3	165,1	170,6	172,8
Nyckeltal					
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	0,05x	0,10x	-0,03x	0,11x	0,11x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	0,02x	0,06x	-0,01x	0,07x	0,08x

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.

Analytikern Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.