Uppdatering: Kv1 2022

ECOCLIME GROUP AB

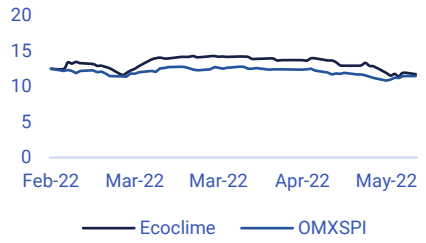
VD: Marcus Sandlund
SO: Peter Nygårds
www.ecoclime.se

Bloomberg: ECC:SS
Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 12,38 kronor
Marknadsvärde: 571 MSEK

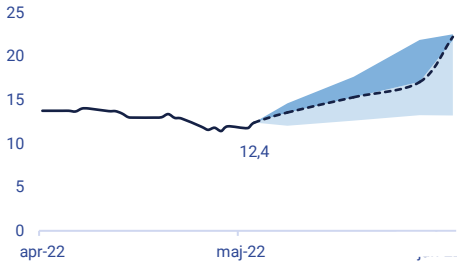
AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-21,6	-17,4	-21,4	-9,9

Källa: Thomson Reuters Ekon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	13,6	18,2	22,9
Upp-/nedsida (%)	10	47	85

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Ökat kostnadsfokus i växande koncern

Ecoclimes rapport för första kvartalet 2022 motsvarade i stort sett våra förväntningar vad gäller intäkter. Däremot ökade flera kostnadsposter, där bolagets ledning har initierat ett besparingsprogram. Vår riktkurs i Bas-scenariot blir 18,2 kronor per aktie (tidigare 20,0 kronor per aktie), främst beroende på ett högre avkastningskrav och lägre jämförelsevärderingar.

God försäljning för Cirkulär Energi och Inomhusklimat

Ecoclime-koncernens nettoomsättning kv1/2022 landade 2 procent lägre än våra prognoser. Det nya förvärvet Miljöbelysning ingick två månader av tre i affärsområde Smarta Fastigheter (tidigare Fastighetsautomation) som dock sammantaget inte nådde upp till tidigare intäktsnivåer på grund av en jämförelse med ett starkt kv1/2021. Däremot fortsatte Cirkulär Energi och Inomhusklimat att utvecklas väl med en god intäktstillväxt. Lönsamhetsmässigt gick Cirkulär Energi från förlust i kv1/2021 till vinst i kv1/2022, medan Inomhusklimat stannade kvar på röda siffror.

En relativt stor resultatavvikelse jämfört med våra prognoser beror på att övriga extraordinära rörelsekostnader låg kvar på en hög nivå även i kv1 2022. Företagsledningen har initierat en översyn av kostnaderna i koncernen, liksom underpresterande delar, där affärsområde Inomhusklimat är ett sådant.

Bra förutsättningar för tillväxt

Vi ser fortsatt goda förutsättningar för tillväxt för Ecoclime de närmaste åren. Detta mot bakgrund av att fastighets- och byggbolagen behöver reducera sina energiemissioner av hållbarhetsskäl, samtidigt som de har mycket starka ekonomiska incitament att spara driftskostnader för att därigenom öka sina fastighetsvärden. Energisparbehovet är ännu mer dramatiskt i Tyskland till följd av sanktioner vid köp av rysk gas och olja.

Vi gör endast marginella förändringar i våra prognoser för åren 2022 till 2024. För helåret 2025 och 2026 höjer vi dock intäktsprognoser med ca 4 respektive ca 12 procent.

Lägre riktkurs till följd av högre avkastningskrav

Vi värderar Ecoclime-aktien genom en sammanvägning av tre olika nyckeltal. En kassaflödesvärdering baserat på våra prognoser med 50% vikt samt jämförande nyckeltal med fyra branschbolag mätt på EV/Sales samt EV/EBITDA med vardera 25% vikt.

Med dessa förutsättningar hamnar en sammanvägd riktkurs på 18,2 kronor per aktie i basscenariot (tidigare 20,0 kronor). Förändringen beror främst på ett högre avkastningskrav till följd av stigande räntor samt en lägre värdering av jämförbara bolag.

I vårt Bear-scenario blir motsvarande riktkurs på 13,6 kronor per aktie (tidigare 14,5 kronor. Riktkursen i Bull-scenariot hamnar på 22,9 kronor/aktie (tidigare 25,8 kronor).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Totala intäkter	155,5	159,4	298,7	362,0	462,1
EBITDA före förvärvskostn.mm	15,5	13,6	38,3	43,7	93,1
EBIT	6,0	-13,4	14,6	29,6	78,6
Resultat efter finansnetto	5,5	-14,5	14,2	29,1	78,1
Årets resultat	6,4	-12,2	12,0	25,0	76,9
EBITDA-marginal, % (före förv.kos)	10,0%	8,5%	9,5%	12,1%	20,2%
Vinst kronor per aktie (kronor)	0,21	-0,28	0,26	0,54	1,44
P/E	61,1x	neg.	47,6x	22,8x	8,6x
EV/Intäkter	2,7	3,7	1,5	1,1	0,8
EV/EBITDA före förv.kos.	24,6	38,7	14,4	8,9	3,8
Utdelning, SEK per aktie	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv1 2022

Ecoclime startade 2022 väl med en organisk intäktstillväxt om 27% under första kvartalet. Samtidigt var kostnaderna, speciellt extraordinära sådana, fortsatt höga. Företagsledningen har påbörjat ett kostnadsbesparingsprogram som även omfattar att effektivisera underpresterande delar av koncernen. Sälj- och marknadsföringsaktiviteterna ska också förstärkas.

God intäktstillväxt men högre kostnader drog ned resultatet

Nettoomsättningen om 54,4 miljoner kronor blev 2% lägre än vår prognos. Men den organiska tillväxten jämfört med kv1/2021 uppgick till imponerande 27%.

Kostnader var med undantag av personal genomgående högre än våra prognoser. Den största avvikelsen är att övriga extraordinära rörelsekostnader blev ganska betydande, ca minus 6,5 miljoner kronor i kv1/2022.

Rörelseresultatet efter avskrivningar (efter förvärvsrelaterade och övriga rörelsekostnader) landade på minus 7,7 miljoner kronor, jämfört med vår prognos om plus 2,3 miljoner kronor. Före extraordinära kostnader inklusive förvärvsrelaterade uppgick Ecoclimes rörelseresultat till minus 0,5 miljoner kronor i kv1 2022.

En genomlysning av koncernen pågår under den nye VDn Marcus Sandlunds ledning i syfte att öka kostnadskontrollen, ta krafttag i underpresterande delar av verksamheten samt intensifiera sälj- och marknadsaktiviteterna. Vad gäller övriga rörelsekostnader som inte är förvärvsrelaterade ska de reduceras men också i ökad utsträckning tryckas ut i affärsområdena i takt med att deras intäkter ökar.

Utfall och prognos kv1, 2022 (MSEK)

	Kv1, 2022A	Kv1, 2022P	Differens
Nettoomsättning	54,4	55,5	-2%
Aktiverat arbete och övriga intäkter	4,0	5,8	-31%
Totala intäkter	**58,4**	**61,2**	**-5%**
Inköp varor och förnödenheter	-31,0	-28,0	11%
Övriga externa kostnader	-14,9	-10,0	49%
Personalkostnader	-16,9	-18,6	-9%
Avskrivningar	-3,2	-2,2	43%
Rörelseresultat efter avskrivningar	**-7,6**	**2,4**	**n.m.**
Resultat från intressebolag	0,0	0,0	n.m.
Ränteintäkter	0,0	0,0	n.m.
Räntekostnader	-0,1	-0,1	-36%
Resultat efter finansnetto	**-7,7**	**2,3**	**n.m.**
Skatt	-0,2	-0,2	n.m.
Resultat efter skatt	**-7,9**	**2,1**	**n.m.**
Hänförligt till minoritetsintresse	0,0	0,0	n.m.
Hänförligt till moderbolaget	**-7,9**	**2,1**	**n.m.**
Vinst per stamaktie (kronor)	-0,17	0,05	n.m.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Intäktsutvecklingen för de tre affärsområdena Inomhusklimat, Cirkulär Energi och Smarta Fastigheter sedan första kvartalet 2020 har lagts in i grafen nedan.

Smarta Fastigheter

Som framgår stod Smarta Fastigheter (tidigare Fastighetsautomation) för omkring halva koncernens omsättning och hela tillväxten under kv1 2022. Det nyförvärvade företaget Miljöbelysning i Täby konsolideras i Ecoclime-koncernen från 1 februari 2022. Miljöbelysning bidrog med ca 16 av totalt 27 miljoner kronor i intäkter som affärsområde Smarta Fastigheter redovisade för första kvartalet 2022. Exklusive Miljöbelysning hamnade Smarta Fastigheters intäkter därmed omkring 30 procent lägre i kv1 2022 än kv1 2021. Men företagsledningen räknar med att nya projekt som är beslutade snart ska komma i gång och därmed öka intäkterna.

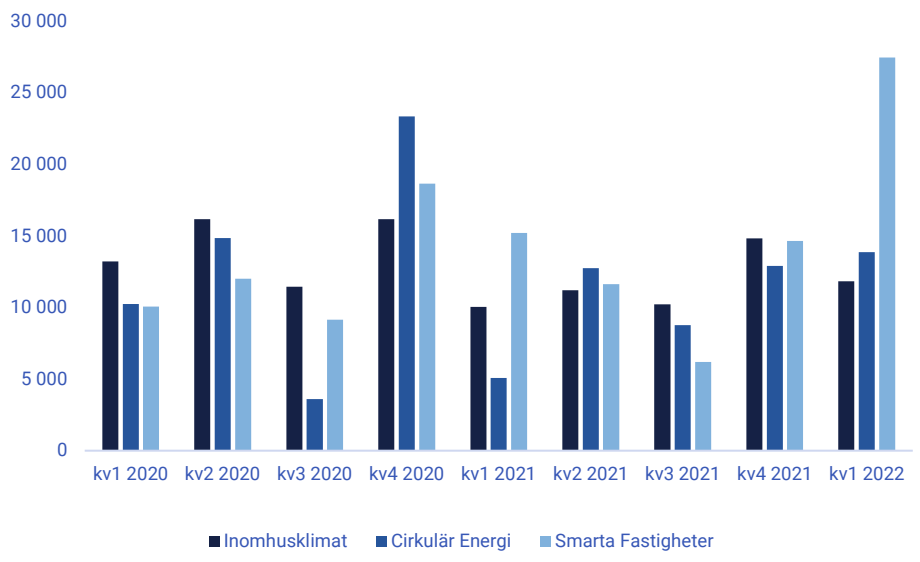
Cirkulär Energi

Affärsområdet Cirkulär Energi växte intäktsmässigt med 7% jämfört med kv4/2021. Intresset för bolagets energibesparande produkter är stort bland fastighets- och byggbolag. Dock så försvann investeringsbidraget för nyproduktion av hyresrättsfastigheter (ca 7 000 kr per kvm i produktionskostnader erhölls fram till årsskiftet 2021/2022). Detta lär leda till färre nyproducerade hyresrättsfastigheter framöver, speciellt i städer där det inte är ett alternativ att ändra upplåtelseformen till bostadsrätt, p.g.a. för låga brf-prisnivåer.

Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimat nådde 18% högre omsättning kv1 2022 jämfört med kv1 2021. Orderböckerna för installationsverksamheten är relativt välfyllda. Verksamheten gynnas av att hyresgästerna har börjat återvända till sina kontorslokaler efter Covidrestriktionerna som rådde fram till hösten 2021. Försäljningen avser främst komfortkyla installerad i kontorslokaler.

Nettoomsättning per affärsområde (tkr) kv1 2020-kv1 2022:

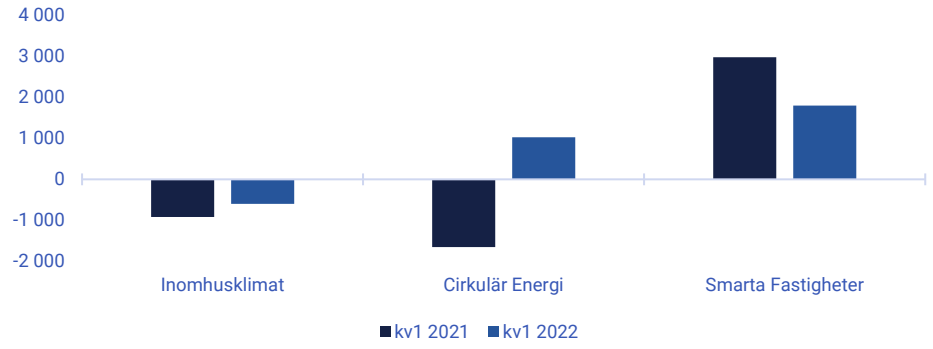


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Om vi jämför första kvartalet 2021 med kvartal 1/2022 så förbättrades rörelseresultatet före avskrivningar och extraordinära kostnader framförallt för Cirkulär

Energi. Även Inomhusklimat lyfte sitt resultat (EBITDA) något kv1/2022 jämfört med kv1/2021 men går fortfarande med förlust. Smarta Fastigheter (tidigare Fastighetsautomation) tappade däremot omkring 40 procent av sitt EBITDA-resultat om vi jämför kv1/2022 med kv1/2021.

EBITDA före extraordinära kostnader per affärsområde (tkr) kv1/2021 och kv1/2022



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Nyheter under perioden 1 januari-5 maj 2022:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna för bolaget under det första kvartalet samt 1 april-5 maj 2022:

- Den 1 februari förvärvade Ecoclime det svenska elproduktbolaget Miljöbelysning i Täby. Detta bolag kommer att ingå i affärsområde Smarta Fastigheter. Under helåret 2021 omsatte Miljöbelysning 71,3 miljoner kronor med ett rörelseresultat om 7,4 miljoner kronor.
- Den 1 mars tillträdde Marcus Sandlund som ny VD för Ecoclime-koncernen. Marcus är utbildad byggnadsingenjör från KTH. Innan han började på Ecoclime den 1 januari 2021 där han först var operativt ansvarig för affärsområde Cirkulär Energi, var Marcus projekt- och affärschef i olika affärsområden i Skanska och NCC.
- Sedan 2 maj är Robert Johansson ny CFO på koncern-nivå.

Investment case, prognoser och värdering

Ecoclime 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, energibesparande produkter samt fastighetsautomation har adderats. I nästa steg ska de köpta bolagen öka sin försäljning av Ecoclime-produkter. Bolaget expanderar kapaciteten för försäljning av Evertherm värmeåtervinningssystem kraftigt. En marknadssatsning på Tyskland där bolaget avser att växa organiskt har inletts.

Investment case

Cirkulära energisystem bildar basen

Ecoclime 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 och Miljöbelysning inom Smarta Fastigheter. 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 Ecoclime år 2017. Med förvärvsmodellen som startade samma år etablerades nya försäljningskanaler för bolagets produkter via installatörer och försäljare av angränsande produktlösningar.

Ecoclime 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 inom elprodukter, fastighetsautomation samt rör- och värmeinstallation.

En försäljningsstrategi på koncern-nivå är också att det fastighetsbolag eller liknade som blivit kund hos ett av affärsområde (vilket oftast är Smarta Fastigheter då de adresserar både nyproducerade och äldre fastigheter) ska bli det hos övriga affärsområden också. Visionen är att Ecoclime ska bli en total-leverantör inom samtliga steg av energibesparingskedjan hos fastighetsägare och fastighetsutvecklare med flera.

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.

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

Vad gäller energibesparingsincitamentet hos fastighetsbolag och andra kunder har dessa blivit mycket stora i Tyskland efter sanktionsbesluten mot rysk gas och olja efter Rysslands invasion av Ukraina den 24 februari 2022. En 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 är värdet av sparad energi mycket stort. Förklaringen är att den reglerade bruksvärdeshyresnivån för begagnade bostäder i Sverige är låg, medan uppvärmning inklusive el och vatten kan utgöra omkring hälften av de totala driftskostnaderna. 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. Bostadsfastigheter brukar avkasta omkring fyra procent på sitt marknadsvärde. Då 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

hänförbart till det förbättrade driftsöverskottet. På så sätt skapar bolagets erbjudande värde till köparen vilket underlättar införsäljningsprocessen.

En ökad produktförsäljning ger kraftig utväxling

Ecoclime 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 till 15 procent. Då huvuddelen 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 företagen lyckas öka inslaget av sålda egna produkter.

Företagsförvärv har hittills ökat Ecoclimes vinst per aktie

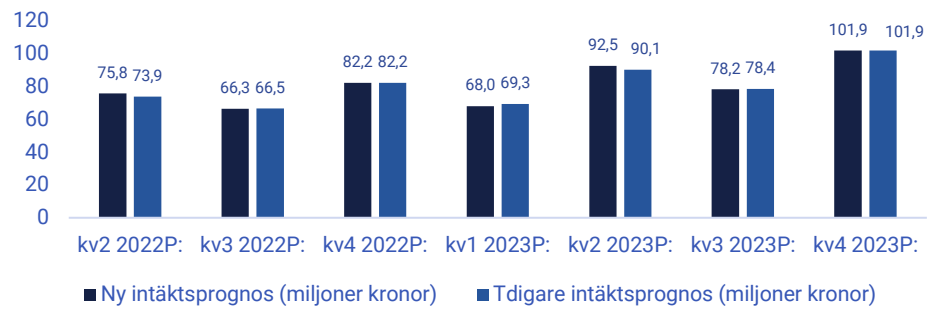
Ecoclime köper rörelsedrivande bolag i ventilations- och rörinstallationsbranschen, tidigare för p/e-tals-multiplar på omkring 5-6x årsvinsten. Det innebär att varje nytt anskaffat bolag skapar ett ganska stort arbitrage i form av en vinstökning efter räntekostnader på köpeskillingen. Detta arbitrage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

Utmaningen ligger i att upprätthålla vinstnivån i de förvärvade bolagen, där de tidigare ägarnas incitament att driva vidare affären inom Ecoclime-koncernen blir avgörande. Ecoclime fokuserar på bolag med en omsättning lägre än 100 miljoner kronor per år, vilket brukar ge en viss småbolagsrabatt.

Förändrade prognoser

Med anledning av utfallet i kv1 2022 och den guidning som ledningen ger i rapporten har vi marginellt reviderat våra prognoser för kv2 2022-kv4 2023. Grafen nedan illustrerar våra tidigare prognoser jämfört med nya antaganden. Proforma beräknas Ecoclime-koncernen nå en nettoomsättning ca 290 miljoner kronor i årstakt efter förvärvet av Miljöbelysning som står för drygt 70 miljoner kronor av detta. Dessutom ingår ca 25 miljoner kronor i budgeterade intäkter från Team Wessman, ett nytt bolag som Ecoclime startade i oktober 2021 med ett cirkulärt geotekniskt energikoncept.

Förändrade intäktsprognoser för kv1 2022-kv4 2023



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Våra rörelseresultatprognoser är beräknade utifrån den prognosticerade förändringen i omsättning för koncernen. Vi antar att en extra försäljningskrona slår igenom med 20 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 vara 15 procent av en intäktsökning. Under resten av 2022 har vi reducerat antagna övriga rörelsekostnader med 1,5 miljoner kronor i kv 2, med 2 miljoner kronor i kv3 och med 2,5 miljoner kronor i kv4. Avgörande för nivån på rörelsemarginal är försäljningsmixen, då projektförsäljning (installationsarbeten) brukar ligga på 10-15 procents rörelsemarginal, medan produktförsäljningen har marginaler på 30-40 procent.

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

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Kassaflödesvärdering

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser för åren 2022-2026 samt ett evighetsvärde år 2027.

Kalkylränta om 14,76 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 1,75 procent, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta den 13 maj 2022. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 6,7 procent samt en småbolagspremie om 2,9 procent enligt PwC:s riskpremiestudie från 2021. Vi applicerar ett beta-tal om 1,0x samt en företagsspecifik riskpremie om 3,5 procent för att komma fram till en vägd kalkylränta på 14,76 procent.

Utfall och prognos kv1, 2022 (MSEK)

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	159,8	Riskfri ränta, prognostiserad period	1,8%	CAGR, 2022-26	26,8%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	581,8	Marknadsriskpremie	6,7%	EBITDA-marginal, 2025	21,1%
Rörelsevärde (EV)	**741,6**	Småbolagspremie	2,9%	Skattesats	20,6%
		Beta	1,0x	Bolagsspec. tillägg	35% av Re
Kassa	128,7	**Avkastningskrav, EK**	**11,4%**		
Räntebärande skulder	0,0				
Aktievärde	**870,4**	Skattejust. Kreditränta	7,0%		
		Belåningsgrad	0,0%	Implicita värderingsmult.	
Befintligt antal aktier	46,1			EV/Sales, 2022P	1,5x
Nya akter efter emissioner		WACC	11,4%	EV/EBITDA, 2022P	14,4x
Antalet aktier	46,1	Bolagsspec. Tillägg	3,4%	P/S, 2022P	1,9x
				P/E, 2022P	47,6x
Värde per aktier I ett basscenario	**18,9**	**Disk.ränta**	**14,8%**		

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Antaganden och motiverat värde enligt basscenariot

Vårt DCF-värde enligt basscenariot utgår från de prognoser som vi har lagt för perioden kv2 2022-kv4 2026. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 30 procent 2025 samt 25 procent 2026. De ökande intäkterna väntas under hela prognosperioden 2022-2026 ske till en bruttomarginal om 50 procent. Samtidigt väntas övriga externa kostnader öka med 15 procent 2022 samt med 10 procent från 2023 till 2026. Personalkostnaderna väntas öka med 15 procent av motsvarande intäktsökning under hela prognosperioden 2022–2026 (med undantag av kv2-kv4 2022 då övriga rörelsekostnader gradvis väntas falla ned mot noll mot slutet av året). Rörelseresultatet år 2026 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,50 procent (tidigare 3,25 procent).

Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 18,9 kronor per Ecoclime-aktie i basscenariot. Det kan jämföras med 20,3 kronor per aktie i riktkurs i bas-scenariot i samband med vår senaste uppdatering efter bolagets kv4 2021-rapport den 18 februari 2022.

Antaganden och motiverade värden för Bear- och Bull

I vårt Bear-scenario utgår vi från att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 75 procent av bas-scenariots nivåer 2023–2026. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 3,0 procent per år.

I vårt Bull-scenario räknar vi med att koncernens rörelseresultat före avskrivningar hamnar på 125 procent av bas-scenariots nivåer 2023–2026. I Bull-scenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 4,0 procent.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 14,1 kronor per aktie i Bear-scenariot och 24,0 kronor per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 14,2 kronor per aktie i Bear-scenariot och 27,1 kronor per aktie i Bull-scenariot vid vår senaste uppdatering den 18 februari 2022.

Sammanvägd värdering

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

Givet 25 procent vikt vardera för sektorns EV/EBITDA och EV/Sales-multiplar med 10% småbolagsrabatt för Ecoclime samt 50% vikt för vårt beräknade DCF-värde får vi en vägd motiverad kurs om 18,2 kronor för Ecoclime-aktien (jämfört med 20,0 kronor per aktie i vår uppdatering den 18 februari 2022). Vi har då adderat bolagets nettokassa per aktie till de två EV-marknadsvärden som vi räknar fram via sektorns genomsnittliga värderingsnyckeltal. Den lägre riktkursen beror främst på ett högre avkastningskrav till följd av stigande räntor samt en lägre värdering av bolagen i jämförelsegruppen.

Jämförande värdering

Jämförande värdering	Börsv. (MSEK)	P/E	EV/EBITDA	EV/Sales	P/EK
Ecocllime	570	neg.	38,7	3,7	2,2
Instalco	13 654	22,3	15,1	1,5	5,2
Lindab	15 422	24,4	7,7	1,6	2,6
Nibe	184 672	55,2	30,0	5,8	8,1
Systemair	13 104	25,1	12,9	1,6	3,5
Genomsnitt exklusive Ecoclime		31,7	16,4	2,6	4,9
Motsvarande med 10% rabatt		28,6	14,8	2,4	4,4

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 13,6 kronor per aktie. Det kan jämföras med 14,5 kronor per aktie vid vår senaste uppdatering den 18 februari 2022.

Även i Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfördelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclime-aktien (25, 25 respektive 50% vikt). Vi hamnar då på en riktkurs om 22,9 kronor per aktie (jämfört med 25,8 kronor per aktie vid vår avstämning den 18 februari 2022.

Sammanvägt motiverat värde för Ecoclime-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA för sektorn, 10% rabatt	14,8	10,3	19,2
Motiverat värde på EBITDA	**16,6**	**12,6**	**20,6**
Intäkter/Ecoclime-aktie	6,5	6,5	6,5
EV/Sales för sektorn, 10% rabatt	2,4	1,7	3,1
Motiverad värdering på intäkter	**18,3**	**13,7**	**22,9**
Motiverat DCF-värde	**18,9**	**14,1**	**24,0**
Applicerat på EBIT	25%	25%	25%
Applicerat på intäkter	25%	25%	25%
Applicerat värde på DCF-värde	50%	50%	50%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
Värde per aktier I ett basscenario	**18,2**	**13,6**	**22,9**

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Ecoclime är resultatmässigt beroende främst av sin koncern-VD och dotterbolagscheferna.

Ecoclimes ledning består av VD:n Marcus Sandlund. Därutöver har vi dotterbolags-VD:arna Bengt Tedebo (Flexibel Luftbehandling), Mathias Lindberg (SDC Automation) och Björn Westerström (H-Gruppen Totalinstallatör) som nu ersätts med Angelina Berg-Martell. Till det kan läggas den nyrekryterade Christoffer Eklund i sin roll som Chief Sales Officer och Robert Johansson som ny CFO. I takt med att Ecoclime expanderar via förvärv som nu senast av Miljöbelysning minskar beroendet av enskilda nyckelpersoner.

I sin accelererande tillväxtstrategi har Ecoclime 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 har Ecoclime konfronterats med tröskelnivåer vad gäller investeringsbehov som det gäller att kunna ta sig över. Ett sådant uppstod genom behovet att bygga ut produktionskapaciteten för Evertherm-produkter samt att etablera försäljning i Tyskland via samarbetspartners/agenter.

Ecoclime har med sina produkter och tjänster möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing. Fastighetsbranschen med beställare, arkitekter och konsulter med flera 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 till exempel Ecoclime.

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 de senaste åren. Lönsamheten i att bygga nya bostäder har ökat i takt med stigande marknadsvärden för förvaltade bostadsbestånd (hyresrätter). Men från årsskiftet 2021/2022 har investeringsbidraget på ca 7 000 kr per kvm för nyproducerade hyresrätter slopats, vilket tillsammans med väsentligt högre byggmaterialpriser och brist på cement mm förväntas leda till ett minskat byggande framöver.

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning, extern	139,7	143,9	278,7	340,6	442,8
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	15,8	15,4	20,0	21,4	19,2
Totala intäkter	**155,5**	**159,4**	**298,7**	**362,0**	**462,1**
Inköp varor och förnödenheter	-71,1	-69,5	-139,4	-170,4	-221,5
Övriga externa kostnader	-20,0	-35,1	-58,4	-64,6	-74,8
Personalkostnader	-53,0	-58,4	-72,6	-83,3	-72,7
Avskrivningar	-5,3	-9,7	-13,7	-14,2	-14,6
Totala kostnader	-149,5	-172,8	-284,1	-332,5	-383,5
Rörelseresultat	**6,0**	**-13,4**	**14,6**	**29,6**	**78,6**
Resultat från intressebolag	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Resultat efter finansnetto	**5,5**	**-14,5**	**14,2**	**29,1**	**78,1**
Skatt	0,9	2,2	-2,2	-4,1	-1,2
Resultat efter skatt	**6,4**	**-12,2**	**12,0**	**25,0**	**76,9**
Tillväxt	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoomsättning, extern	92%	3%	94%	22%	30%
Totala intäkter	75%	3%	87%	21%	28%
Personalkostnader	80%	10%	24%	15%	-13%
Rörelseresultat	-488%	-325%	-209%	103%	166%
Resultat efter finansnetto	-382%	-363%	-198%	105%	168%
Resultat efter skatt	-443%	-291%	-198%	109%	207%
Marginaler	2020	2021	2022P	2023P	2024P
EBITDA-marginal	8%	-3%	10%	13%	21%
EBIT-marginal	4%	-9%	5%	9%	18%
Resultat efter finansnetto-marginal	4%	-10%	5%	9%	18%
Nettovinstmarginal	5%	-8%	4%	7%	17%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2020-2024P (MSEK)

	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Immateriella Anläggningstillgångar	91,6	102,5	155,4	164,9	174,9
Materiella Anläggningstillgångar	30,1	34,3	36,5	27,3	10,1
Uppskjuten Skattefordran	4,1	9,0	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	15,7	12,2	17,5	17,5	17,5
Summa Anläggningstillgångar	141,5	157,9	218,4	218,7	211,5
Varulager	8,4	10,8	17,4	21,2	24,9
Kortfristiga fordringar	32,1	37,9	30,4	39,2	47,9
Likvida medel	46,3	152,7	160,7	178,9	246,1
Summa Omsättningstillgångar	86,8	201,3	208,5	239,2	318,9
Summa tillgångar	**228,3**	**359,2**	**426,9**	**457,9**	**530,4**
Eget Kapital	168,6	308,9	332,7	357,7	424,2
Långfristiga räntebärande skulder	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	14,6	8,0	40,1	41,7	43,3
Summa långfristiga skulder	16,7	8,0	40,1	41,7	43,3
Kortfristiga räntebärande skulder	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	42,6	42,3	54,1	58,5	62,9
Summa kortfristiga skulder	43,0	42,3	54,1	58,5	62,9
Summa eget kapital och skulder	**228,3**	**359,2**	**426,9**	**457,9**	**530,4**
Likviditet	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Balanslikviditet	94%	115%	88%	103%	116%
Likviditetsgrad	202%	475%	385%	409%	507%
Kassa/kortfristiga skulder	107%	361%	297%	306%	391%
Soliditet	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-43,7	-152,7	-160,7	-178,9	-246,1
Nettokassa/EBIT	7,3x	-11,4x	11,0x	6,0x	3,1x
Nettokassa/EK	26%	49%	48%	50%	58%
Skuld/EK	2%	0%	0%	0%	0%
Soliditet	74%	86%	78%	78%	80%
Lönsamhetsmått	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Avkastning på eget kapital	5%	-7%	4%	8%	21%
Avkastning på totalt kapital	4%	-6%	4%	7%	17%
Avkastning på investerat kapital	5%	-7%	4%	7%	19%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2020-2024P

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	14,4	-1,8	25,4	39,2	91,3
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	-12,7	-8,6	21,9	-12,5	-12,5
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	18,5	-2,8	-3,6	6,0	6,0
Investeringar	-31,1	-23,9	-34,2	-14,5	-17,6
Utgivning lån mot utomstående	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändr.rörelsekapital	-10,8	-37,0	9,4	18,2	67,2
Nyemissioner, netto efter omkostnader	31,2	150,0	0,2	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån +)	-0,1	-2,6	-1,6	0,0	0,0
Erhållna bidrag för utvecklingskostnader	0,8	0,1	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	-4,1	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	28,1	143,4	-1,4	0,0	0,0
Periodens kassaflöde	**17,2**	**106,4**	**8,0**	**18,2**	**67,2**
Likvida medel vid årets början	29,0	46,3	152,7	160,7	178,9
Likvida medel vid periodens slut	**46,3**	**152,7**	**160,7**	**178,9**	**246,1**

Nyckeltal	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	0,10x	-0,01x	0,09x	0,12x	0,21x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	0,06x	0,00x	0,06x	0,09x	0,17x

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

Friskrivning

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

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