

Uppdatering: Kv4 2021

ECOCLIME GROUP AB

VD: Marcus Sandlund (från 1 mars 2022)

SO: Peter Nygårds

www.ecoclimate.se

Bloomberg: ECC:SS

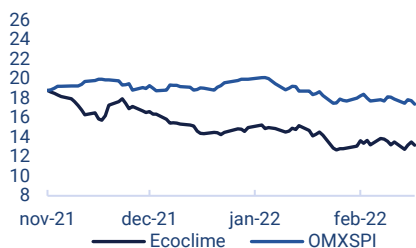
Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 13,2 kronor

Marknadsvärde: 609 MSEK

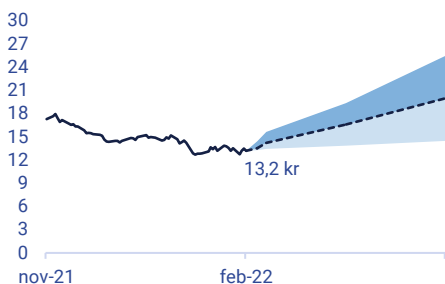
AKTIEKURSUUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	-13,4	-11,9	-24,7	-10,1

Källa: Thomson Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	14,5	20,0	25,5
Upp-/nedsida (%)	10	51	95

Källa: Carlsquare2

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
Head of Equity Research

Ökad försäljning och bättre bruttomarginaler

Ecoclimes rapport för kv4/2021 visar på högre intäkter och framförallt bättre bruttomarginaler på denna försäljning. Det är positivt då det ökar bolagets intjäningsförmåga. Företagsledningen räknar i sin prognos för 2022 med att lyfta intäktsnivån till 300 miljoner kronor med ett EBITDA om 45 miljoner kronor. Vi beräknar en rikt Kurs om 20,0 kronor per aktie i vårt Bas-scenariot.

God försäljning för Fastighetsautomation och Cirkulär Energi

Ecoclimate-koncernen nådde 4% högre nettoomsättning kv4/2021 jämfört med vår prognos. Faktureringen var ganska jämnt fördelad mellan de tre affärsområdena Fastighetsautomation, Cirkulär Energi och Inomhusklimat. Den positiva försäljningstrenden detta kvartal var tydligast för Cirkulär Energi och Fastighetsautomation.

Lönsamhetsmässigt står Fastighetsautomation för omkring 60% av rörelseresultatet. Cirkulär Energi förbättrade sin resultatnivå men behöver komma upp ytterligare en bit för att klara koncernens lönsamhetsmål inför 2022 om 15% EBITDA-marginal, vilket även gäller för Inomhusklimat.

Hög bruttomarginal överraskade oss positivt

Samtidigt förbättrades bruttomarginalen till 57%, jämfört med vårt estimat om 49%. Däremot drog övriga externa kostnader (bland annat kopplat till förvärven) iväg till 12,9 miljoner kronor mot vår tidigare uppskattning om 4,3 miljoner kronor. Sammantaget hamnade rörelseresultatet efter avskrivningar därmed ungefär på den nivå vi hade förutspått. Intäkterna och bruttomarginalen är väsentliga för den framtida intjäningsförmågan. De extraordinära kostnaderna kopplat till nuvarande expansion av verksamheten inklusive förvärv räknar vi med kommer att minska från andra kvartalet 2022.

Uppjusterade intäkts- och resultatprognoser

Vi justerar upp våra intäkts- och resultatprognoser främst som en följd av förvärvet av Miljöbelysning, vilket adderar 70 miljoner kronor i årlig försäljning och 7,8 miljoner kronor i rörelseresultat. Men vi räknar också med en organisk tillväxt på drygt 20 procent under 2022 för koncernen.

Värdering av aktien

Vi värderar Ecoclimate-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 20,0 kronor per aktie i bas-scenariot (tidigare 17,1 kronor).

I vårt Bear-scenariot blir motsvarande rikt Kurs på 14,5 kronor per aktie (tidigare 13,0 kronor), medan rikt Kursen i Bull-scenariot ökar till 25,5 kronor/aktie (tidigare 21,4 kronor).

Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P
Totala intäkter	88,7	155,5	157,2	299,7	361,1
EBITDA före förvärvskostn.m	8,3	15,5	12,3	39,9	54,9
EBIT	-1,5	6,0	-13,4	30,2	45,0
Resultat efter finansnetto	-1,9	5,5	-14,4	29,6	44,3
Årets resultat	-1,9	6,4	-12,2	27,0	38,3
EBITDA-marginal, % (före förv.kos)	9,4%	10,0%	7,8%	13,3%	15,2%
Vinst kronor per aktie (kronor)	-0,07	0,21	-0,28	0,59	0,83
P/E	neg.	61,1x	-47,3x	22,5x	15,9x
EV/Intäkter	2,1	2,7	3,1	1,5	1,2
EV/EBITDA före förv.kos.	18,2	24,6	36,2	10,7	7,4
P/EK	1,4x	2,5x	1,9x	1,8x	1,6x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer kv4 2021

Ecoclime avslutade 2021 starkt med en bättre omsättning och högre bruttomarginaler jämfört med våra prognoser. Samtidigt hamnade övriga externa kostnader väsentligt högre än våra estimat. Sammantaget ser vi positivt på rapportutfallet då en högre omsättning och bättre bruttomarginaler innebär en ökad intjäningsförmåga. Prognosen om en omsättning på 300 miljoner kronor och en EBITDA-marginal om 15 procent motsvarande 45 miljoner kronor kan vara möjlig att nå för helåret 2022.

Bättre omsättning och högre bruttomarginal i fjärde kvartalet

Ecoclime-koncernen nådde en nettoomsättning på 44,7 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2021, motsvarande en organisk tillväxt om drygt 12 procent. Det var 4 procent bättre än vår prognos före rapporten. Fördelningen av omsättningen under fjärde kvartalet 2021 var ganska jämn mellan de tre affärsområdena Inomhusklimat, Fastighetsautomation och Cirkulär Energi. Det innebär att Cirkulär Energi relativt sett har flyttat fram sina positioner, vilket också var väntat med tanke på Evertherms försäljningskampanjer och goda orderinång från fastighetsägare i Sverige.

Koncernens bruttomarginal ökade till 57 procent, jämfört med de knappt 49 procent vi hade förutspått. Här bör det vara produktmixen som har påverkat denna resultatnivå positivt. Här tänker vi främst på Evertherms värmeåtervinningsanläggningar mot fastighetsägare.

Däremot blev övriga externa kostnader om 12,9 miljoner kronor väsentligt högre än de 4,3 miljoner kronor som vi hade förutspått. Av dessa 12,9 miljoner kronor klassificerar bolaget 2,6 miljoner kronor som förvärvs- och/eller extraordinära kostnader.

Sammantaget tolkar vi detta rapportutfall positivt. En högre omsättning och förbättrad bruttomarginal är nyckelfaktorer för en bättre intjäningsförmåga.

Ecoclime-koncernen går nu in i 2022 med en prognos om en omsättning på 300 miljoner kronor och en EBITDA (rörelseresultat före avskrivningar) om 45 miljoner kronor. Vad gäller det förstnämnda målet (omsättning om 300 miljoner kronor) adderar förvärvet av Miljöbelysning i december 2021 en omsättning om cirka 70 miljoner kronor till de 151 miljoner kronor som Ecoclime-koncernen nådde helåret 2021. Ett annat förvärv som bör bidra till omsättningstillväxten 2022 är Team Wessman som återfinns i affärsområdet Cirkulär Energi. För Team Wessman ligger intäktsbudgeten 2022 på 25 miljoner kronor.

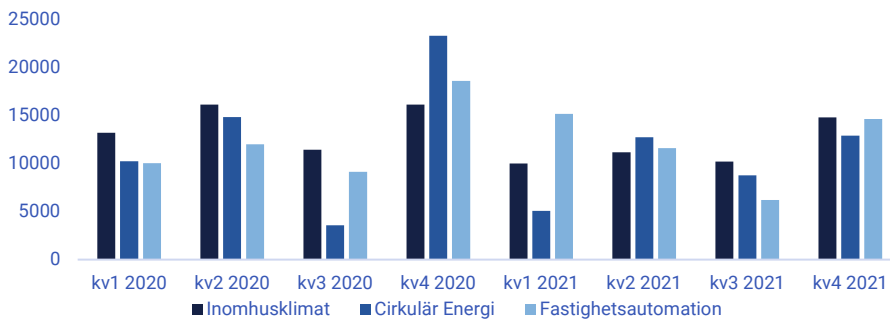
Utfall och prognos kv3, 2021 (MSEK)

	Kv4, 2021A	Kv4, 2021P	Differens
Nettoomsättning	44,7	43,1	4%
Aktiverat arbete och övriga intäkter	6,6	3,0	122%
Totala intäkter	51,3	46,0	11%
Inköp varor och förnödenheter	-19,2	-22,1	-13%
Övriga externa kostnader	-12,9	-4,3	198%
Personalkostnader	-18,0	-17,5	3%
Avskrivningar	-2,2	-2,8	-22%
Rörelseresultat efter avskrivningar	-1,0	-0,7	47%
Resultat från intressebolag	0,0	0,0	n.m.
Ränteintäkter	0,0	0,0	n.m.
Räntekostnader	-0,1	-0,1	57%
Resultat efter finansnetto	-1,1	-0,8	48%
Skatt	2,5	0,0	n.m.
Resultat efter skatt	1,4	-0,7	-286%
Hänförligt till minoritetsintresse	0,0	0,0	
Hänförligt till moderbolaget	1,4	-0,7	n.m.
Vinst per stamaktie (kronor)	0,0	0,0	n.m.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Som framgår av stapeldiagrammet nedan så fördelade sig koncernens omsättning ganska jämnt mellan de tre affärsområdena Inomhusklimat, Cirkulär Energi och Fastighetsautomation under fjärde kvartalet 2021. Fastighetsautomation kom tillbaka starkt efter ett svagt tredje kvartal 2021, kopplat till fakturering av projekt. Cirkulär Energi visar på en bra tillväxt med sina Evertherm-produkter som nu inte bara inriktar sig mot kommersiella fastighetsägare i samband med nyproduktion, utan nu allt mer i samband med renovering och ombyggnadsprojekt. Bolaget har också börjat sälja mot bostadsrättsföreningar och inte bara som tidigare mot kommersiella fastighetsförvaltare. På något års sikt är industri ett nytt kundsegment där potentialen för Evertherms produkter och energibesparing kopplat till det bedöms vara mycket stor. Utvecklingen för Inomhusklimat var också stabil med en säsongsmässig stark avslutning i kv4/2021 vad gäller intäkter.

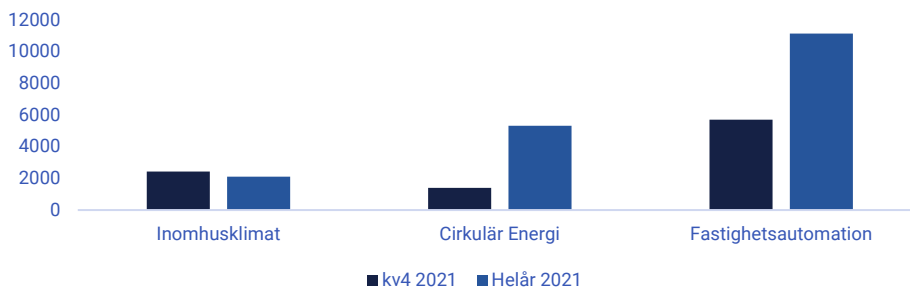
Intäkter från externa kunder per affärsområde (tkr) kv1 2020-kv4 2021:



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Lönsamhetsmässigt fortsätter Fastighetsautomation att dominera med 60 procent av koncernens EBITDA före gemensamma, extraordinära och förvävsrelaterade kostnader både i kv4 och för helåret 2021. Cirkulär Energi ökade sin andel av det totala resultatet till 29 procent i kv4 2021, medan Inomhusklimat föll tillbaka till en EBITDA-andel på 11 procent. Resultatfördelningen mellan affärsområden illustreras i nedanstående diagram. Sett till 2021 nådde alltså endast Fastighetsautomation koncernens mål om 15 procent EBITDA-marginal. Resultatförbättringen under 2022 ska alltså framförallt komma från de två andra affärsområdena; Inomhusklimat och Cirkulär Energi.

EBITDA före extraordinära kostnader per affärsområde (tkr) kv4 2021 och helåret 2021:



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare.

Nyheter under perioden 1 oktober 2021-17 februari 2022:

En sammanfattning av de viktigaste händelserna för bolaget under det fjärde kvartalet 2021 samt 1 januari-17 februari 2022:

- 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.
- Ecoclimate rekryterade Christoffer Eklund, 38 år som Chief Sales Officer för koncernen med ett särskilt fokus på Evertherm. Christoffer kommer närmast från Siemens Energy och har en utbildningsbakgrund som civilingenjör från Lunds Tekniska Högskola.
- Ett samarbetsavtal har tecknats med Stravent Oy (etablerade sedan 1984) avseende exportförsäljning av Inomhusklimats ventilationsprodukter i Finland och Estland.
- Den 14 januari 2022 meddelades att Ecoclimate förvärvar det svenska elproduktbolaget Miljöbelysning AB. Detta bolag nådde en omsättning på cirka 70 miljoner kronor helåret 2021 med ett rörelseresultat om 7,8 miljoner kronor. Köpeskillingen uppgick till ca 20 miljoner kontant jämte 805 910 nyemitterade aktier i Ecoclimate till ett värde av 12 miljoner kronor.
- Ett aktieoptionsprogram om totalt 1,5 miljoner teckningsoptioner i Ecoclimate för personal och styrelse fulltecknades.
- Den 17 februari 2022 meddelades att vice VD Marcus Sandlund kommer att efterträda Lennart Olofsson som koncern-VD för Ecoclimate från den 1 mars 2022. Marcus är 34 år och utbildad byggnadsingenjör från KTH. Innan han började på Ecoclimate den 1 januari 2021 var han projekt- och affärschef i olika affärsområden i Skanska och NCC.

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, energibesparande produkter samt fastighetsautomation har adderats. I nästa steg ska de köpta bolagen öka sin försäljning av Ecoclimate-produkter. Bolaget expanderar nu 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

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. Det skedde i samband med att den nya strategin för förvärvsdriven tillväxt inleddes. Med förvärvsmodellen etableras nya försäljningskanaler för bolagets produkter via installatörer och försäljare av angränsande produktlösningar (som det nyförvärvade Miljöbelysning).

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- som industriägare i Sverige och nu även Tyskland har inletts. Detta görs sedan stora energibesparingsmöjligheter har vidimerats.

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 fastighetsägareperspektiv 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 driftöverskottet. På så sätt skapar bolagets erbjudande värde till köparen vilket underlättar införsäljningsprocessen. Under 2021 har direktavkastningskravet för hyresbostäder minskat ytterligare- uppskattningsvis med omkring 0,5 procentenheter. Det har förbättrat 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, blir 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.

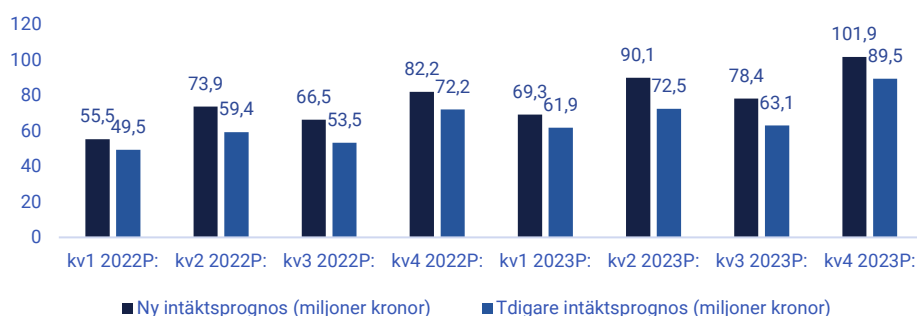
Utmaningen ligger i att upprätthålla vinstnivån i de förvärvade bolagen, där de tidigare ägarnas incitament att driva vidare affären inom Ecoclimate-koncernen blir avgörande.

Det senaste året har prispåväntningarna 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 kv1 2022-kv4 2023

Med anledning av denna uppdatering efter bolagets kv4 2021-rapport samt prognos för helåret 2022 har vi reviderat våra prognoser för kv1-kv4 2022. Tabellerna nedan illustrerar våra tidigare prognoser jämfört med våra nya antaganden. De ökade intäkterna förklaras främst av förvärvet av Miljöbelysning, men även av en antagen organisk tillväxt under 2022 och 2023.

Förändrade intäktsprogner för kv1 2022-kv4 2023

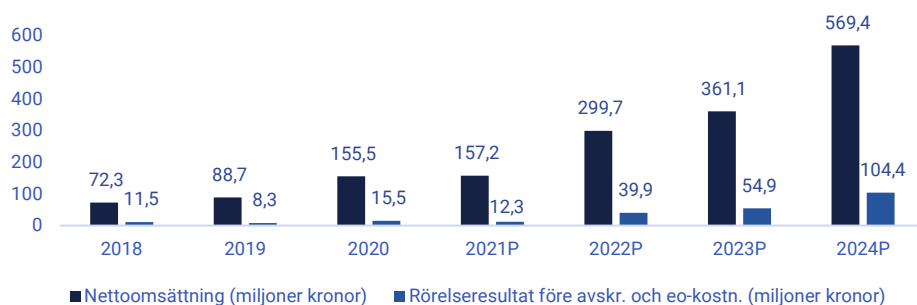


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

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 ligga på 15 procent av en intäktsökning.

Avgörande är försäljningsmixen, då projektförsäljning (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 2022-2026

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

Kalkylränta om 12,04 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 0,64 procent, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta den 15 februari 2022. Till det adderar vi en marknads-riskpremie om 6,7 procent samt en småbolagspremie om 2,9 procent enligt PwC:s riskpremiestudie från april 2021. Vi applicerar ett beta-tal om 0,9x samt en företagsspecifik riskpremie om 2,8 procent för att komma fram till en vägd kalkylränta på 12,04 procent.

Antaganden och motiverat värde enligt basscenariot

Vårt DCF-värde enligt basscenariot utgår från de prognoser som vi har lagt för åren 2022-2023. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 30 procent 2024, 25 procent 2025 samt 20 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 2022samt med 10 procent från 2023 till 2026. Personalkostnaderna väntas öka med 15 procent av motsvarande intäktsökning under hela prognosperioden 2022-2026. Rörelseresultatet år 2026 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxtantagande om 3,25 procent (tidigare 2,75 procent).

Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 20,3 kronor per Ecoclimate-aktie i basscenariot. Det kan jämföras med 15,0 kronor per aktie i riktkurs i basscenariot vid vår senaste uppdatering efter bolagets kv3 2021-rapport den 12 november 2021. Men det var före förvärvet av Miljöbelysning som annonserades den 14 januari 2022 och som ger ett betydande resultatförbättring för koncernens del. Koncernens omsättning ökar proforma med närmare 50 procent som en följd av detta förvärv.

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 2022-2026. Den långsiktiga tillväxten antas minska till 2,75 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 3,75 procent.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 14,2 kronor per aktie i Bear-scenariot och 27,1 kronor per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 11,1 kronor per aktie i Bear-scenariot och 19,2 kronor per aktie i Bull-scenariot vid vår senaste uppdatering den 12 november 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 25 procent vikt vardera för sektorns EV/EBITDA och EV/Sales-multiplar med 10% småbolagsrabatt för Ecoclimate samt 50% vikt för vårt beräknade DCF-värde får vi en vägd motiverad kurs om 20,0 kronor för Ecoclimate-aktien (jämfört med 17,1 kronor per aktie i vår uppdatering den 12 november 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 ovanstående vikter för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien en riktkurs på 14,5 kronor per aktie. Det kan jämföras med 13,0 kronor per aktie vid vår senaste uppdatering den 12 november 2021.

Även i Bull-scenariot applicerar vi tidigare angivna viktfordelning för sektorns EV/EBITDA, EV/Sales samt vårt beräknade DCF-värde för Ecoclimate-aktien (25, 25 respektive 50% vikt). Vi hamnar då på en riktkurs om 25,5 kronor per aktie (jämfört med 21,4 kronor per aktie vid vår avstämning den 12 november 2021).

Vid vår senaste värderingsuppdatering använde vi lika vikter (33 ^{1/3}%) för de tre värderingsmetoderna. I denna uppdatering har vi alltså ökat upp DCF-värdets vikt till 50 procent.

Sammanvägt motiverat värde för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie*	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA för sektorn, 10% småbolagsrabatt	17,4	12,2	22,6
Motiverat värde på EBITDA	18,4	13,8	22,9
Intäkter/Ecoclimate-aktie	6,5	6,5	6,5
EV/Sales för sektorn, 10% småbolagsrabatt	2,7	1,9	3,5
Motiverad värdering på intäkter	20,9	15,6	26,2
Motiverat DCF-värde	20,3	14,2	27,1
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 (kronor)	20,0	14,5	25,8

*Källa: Sektorbolagens senaste kvartalsrapporter samt Carlsquare prognoser

Risker och utmaningar

Ecoclimes viktigaste personer är huvudägaren Lennart Olofsson samt den tillträdande VD:n Marcus Sandlund, som tidigare varit 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). Till det kan läggas den nyrekryterade Christoffer Eklund i sin roll som Chief Sales Officer. I takt med att Ecoclimate expanderar via förvärv som nu senast av Miljöbelysning minskar beroendet av enskilda nyckelpersoner.

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

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 uppstod genom behovet 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 de senaste åren. Lönsamheten i att bygga nya bostäder har ökat i takt med stigande marknadsvärden för förvaldade bostadsbestånd (hyresrätter).

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021	2022P	2023P
Nettoomsättning, extern	72,7	139,7	141,7	278,0	339,8
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	16,1	15,8	15,4	21,8	21,4
Totala intäkter	88,7	155,5	157,2	299,7	361,1
Inköp varor och förnödenheter	-38,8	-71,1	-67,3	-135,4	-166,3
Övriga externa kostnader	-18,1	-20,0	-38,8	-50,2	-56,4
Personalkostnader	-29,5	-53,0	-56,1	-74,2	-83,4
Avskrivningar	-3,9	-5,3	-8,4	-9,6	-9,9
Totala kostnader	-90,3	-149,5	-170,6	-269,5	-316,1
Rörelseresultat	-1,5	6,0	-13,4	30,2	45,0
Resultat från intressebolag	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0
Finansnetto	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Resultat efter finansnetto	-1,9	5,5	-14,4	29,6	44,3
Skatt	0,1	0,9	2,3	-2,6	-6,0
Resultat efter skatt	-1,9	6,4	-12,2	27,0	38,3
Tillväxt	2019	2020	2021	2022P	2023P
Nettoomsättning, extern	30%	92%	1%	96%	22%
Totala intäkter	23%	75%	1%	91%	20%
Personalkostnader	37%	80%	6%	32%	12%
Rörelseresultat	-120%	-488%	-325%	-325%	49%
Resultat efter finansnetto	-128%	-382%	-363%	-305%	50%
Resultat efter skatt	-126%	-443%	-290%	-321%	42%
Marginaler	2019	2020	2021	2022P	2023P
EBITDA-marginal	3%	8%	-4%	14%	16%
EBIT-marginal	-2%	4%	-9%	11%	13%
Resultat efter finansnetto-marginal	-3%	4%	-10%	11%	13%
Nettovinstmarginal	-3%	5%	-9%	10%	11%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Balansräkning 2019-2023P (MSEK)

	2 019	2020	2021	2022P	2023P
Immateriella Anläggningstillgångar	63,2	91,6	99,1	109,7	117,6
Materiella Anläggningstillgångar	32,9	30,1	37,7	32,2	26,0
Uppskjuten Skattefordran	4,8	4,1	9,0	9,0	9,0
Finansiella Anläggningstillgångar	12,9	15,7	11,7	11,7	11,7
Summa Anläggningstillgångar	113,8	141,5	157,5	162,6	164,3
Varulager	8,2	8,4	7,6	10,6	14,3
Kortfristiga fordringar	19,1	32,1	41,9	48,9	57,6
Likvida medel	29,0	46,3	152,7	181,5	200,1
Summa Omsättningstillgångar	56,4	86,8	202,1	241,0	272,1
Summa tillgångar	170,2	228,3	359,6	403,6	436,4
Eget Kapital	127,7	168,6	308,5	347,5	374,3
Långfristiga räntebärande skulder	2,1	2,1	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder	10,7	14,6	8,3	9,6	11,2
Summa långfristiga skulder	12,8	16,7	8,3	9,6	11,2
Kortfristiga räntebärande skulder	1,2	0,5	0,0	0,0	0,0
Övriga kortfristiga skulder	28,5	42,6	42,8	46,5	50,9
Summa kortfristiga skulder	29,7	43,0	42,8	46,5	50,9
Summa eget kapital och skulder	170,2	228,3	359,6	403,6	436,4
Likviditet	2 019	2020	2021	2022P	2023P
Balanslikviditet	92%	94%	115%	128%	141%
Likviditetsgrad	190%	202%	472%	518%	535%
Kassa/kortfristiga skulder	98%	107%	356%	391%	393%
Soliditet	2 019	2020	2021	2022P	2023P
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-25,7	-43,7	-152,7	-181,5	-200,1
Nettokassa/EBIT	-16,7x	7,3x	-11,4x	6,0x	4,4x
Nettokassa/EK	20%	26%	49%	52%	53%
Skuld/EK	3%	2%	0%	0%	0%
Soliditet	75%	74%	86%	86%	86%
Lönsamhetsmått	2 019	2020	2021	2022P	2023P
Avkastning på eget kapital	-2%	5%	-7%	9%	11%
Avkastning på totalt kapital	-1%	4%	-6%	8%	11%
Avkastning på investerat kapital	-1%	5%	-7%	9%	11%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Kassaflöde 2019-2023P

	2019	2020	2021	2022P	2023P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	3,7	14,4	-1,8	36,6	48,2
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	-2,4	-12,7	-6,9	-10,0	-12,5
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	-9,3	18,5	-0,8	5,0	6,0
Investeringar	-26,7	-31,1	-23,6	-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	-33,2	16,9	30,1
Nyemissioner, netto efter omkostnader					
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-1,2	-0,1	-5,5	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	-11,5
Betald leasing exklusive räntedel	-2,6	-3,7	-1,1	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	9,4	28,1	139,6	12,0	-11,5
Periodens kassaflöde	-27,8	17,2	106,4	28,9	18,6
Likvida medel vid årets början	56,8	29,0	46,3	152,7	181,5
Likvida medel vid periodens slut	29,0	46,3	152,7	181,5	200,1
Nyckeltal					
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	0,05x	0,10x	-0,01x	0,13x	0,14x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	0,02x	0,06x	-0,01x	0,09x	0,11x

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.