

## Uppföljning: Kv4 2020

### ECOCLIME GROUP AB

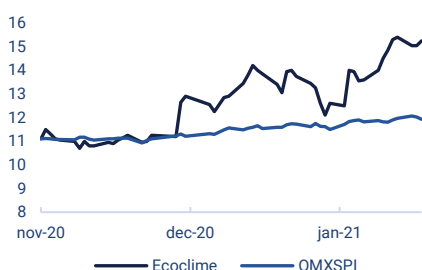
VD: Lennart Olofsson  
 SO: Peter Nygårds  
[www.ecoclimate.se](http://www.ecoclimate.se)

Bloomberg: ECC:SS  
 Reuters Eikon: ECC.ST

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 14,60 kronor  
 Marknadsvärde: 482 MSEK

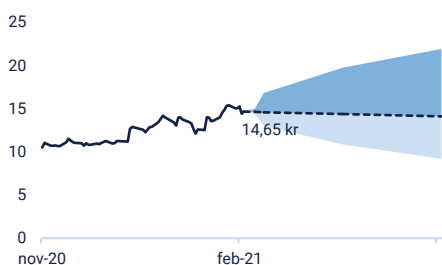
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	91,5	11,6	99,5	7,5

Källa: Thomson Reuters Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	9,2	14,1	21,9
Upp-/nedsida (%)	-37	-3	50

Källa: Carlsquare

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson  
 Head of Equity Research

## Stora framsteg för Evertherm

Affärsområde Cirkulär Energi gör stora framsteg mot olika fastighetsägaresegment och ökade sin andel av koncernens försäljning under 2020 väsentligt. Samtidigt stod affärsområde Fastighetsautomation för 76 procent av koncernens rörelseresultat. Utmaningen blir att höja lönsamheten i Inomhusklimat och Cirkulär Energi.

### 11 procent organisk intäktsstillväxt under fjärde kvartalet

Ecoclimate redovisade 92 procent omsättningsökning under fjärde kvartalet 2020, där huvuddelen beror på förvärvade bolag (H-Gruppen Totalinstallatör). Den organiska intäktsstillväxten uppgick till 11 procent såväl under det fjärde kvartalet som för helåret 2020.

### Huvuddelen av resultatet fortfarande från Fastighetsautomation

Koncernen satsar kraftigt på att öka försäljningen av egna produkter med väsentligt högre lönsamhet jämfört med installationsarbeten som är de förvärvade bolagens tidigare kärnverksamhet. Speciellt lovande är Evertherm inom Cirkulär Energi som fokuserar på en energibesparingseffekt i fastigheter på cirka 20 procent, vilket ger en värdeökning på kundernas fastigheter.

Under helåret 2020 bidrog affärsområde Fastighetsautomation med 76 procent av koncernens intjäning på EBITDA-nivå jämfört med endast 27 procent av omsättningen. Då ligger Fastighetsautomation över koncernmålet om 15 procent EBITDA-marginal, till skillnad från affärsområdena Inomhusklimat och Cirkulär Energi där vi väntar oss en markant förbättring under 2021.

### Förändrade resultatprognoser

Vi höjer våra intäktsprognoser med 6 procent för 2021 samt med 7 procent för 2022. Till följd av en högre kostnadsmassa i kv4/2020 blir rörelseresultatprognoser lägre än tidigare, 17,9 mot 25,5 miljoner kronor. Däremot förväntar vi oss ett högre rörelseresultat, 53,7 mot 51,7 miljoner kronor för helåret 2022.

Vi räknar med att en extra försäljningskrona slår igenom med 20 procent på EBITDA-nivå från kv1/2021 och framåt.

### Värdering av aktien

Vi värderar Ecoclimate-aktien genom en sammanvägning av två olika modeller. 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 riktkurs på 14,1 kronor per aktie i basscenariot (13,1 kronor). I vårt Bear-scenario hamnar motsvarande riktkurs på 9,2 kronor per aktie (tidigare 6,0 kronor), medan riktkursen i Bull-scenariot blir 21,9 kronor/aktie (tidigare 19,6 kronor).

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Totala intäkter	88,7	155,5	248,4	395,3	467,7
EBITDA	2,3	11,2	24,0	60,7	77,0
EBIT	-1,5	6,0	17,9	53,7	69,8
Resultat efter finansnetto	-1,9	5,5	17,4	53,3	69,4
Årets resultat	-1,9	6,4	15,6	45,3	55,1
EBITDA-marginal, %	3%	7%	10%	15%	16%
Vinst kronor per aktie (kronor)	-0,07	0,21	0,47	1,37	1,67
P/E	neg.	61,1x	30,8x	10,7x	8,8x
EV/Intäkter	2,1	2,7	1,9	1,1	0,9
EV/EBITDA	65,3	34,0	18,6	7,0	5,3
P/EK	1,4x	2,5x	2,6x	2,1x	1,7x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

Ecoclime nådde en nettoomsättning om 39,7 miljoner kronor plus 3,0 miljoner kronor i övriga intäkter för fjärde kvartalet 2020. Det var 13 procent bättre än våra prognoser på nettoomsättningen. Koncernens resultat under kv4/2020 blev 9 procent sämre än vår prognos, men justerat för cirka 0,8 miljoner kronor i förvävsrelaterade kostnader blev avvikelserna positiv även här. Affärsområde Fastighetsautomation stod med 76 procent för en anmärkningsvärt stor andel av intjäningen på EBIT-nivå.

### Omsättningen lär öka framöver givet orderingången

Ecoclime-koncernen nådde en nettoomsättning på cirka 139,7 miljoner kronor för helåret 2020. Därtill kom övriga intäkter (aktiverade kostnader, bidrag mm) på cirka 15,8 miljoner kronor. Sammantaget var utfallet åtta procent bättre vad gäller koncernens intäkter i kv4/2020 jämfört med våra prognoser.

Däremot ökade samtidigt kostnaderna och framför allt för personal också mer än väntat. Samtidigt ska noteras att bolaget redovisar cirka 0,8 miljoner kronor av kostnaderna som förvävsrelaterade. Då avvikelserna mot vår prognos endast uppgick till cirka 0,2 miljoner kronor, blir denna positiv rensad för detta.

#### Utfall och prognos kv4, 2020 (MSEK)

	Kv4, 2020A	Kv4, 2020P	Differens
Nettoomsättning	39,691	35,000	13%
Aktiverat arbete och övriga intäkter	2,966	4,514	-34%
<b>Totala intäkter</b>	<b>42,658</b>	<b>39,514</b>	<b>8%</b>
Inköp varor och förnödenheter	-20,465	-18,385	11%
Övriga externa kostnader	-3,829	-5,814	-34%
Personalkostnader	-15,064	-11,853	27%
Avskrivningar	-1,416	-1,392	2%
<b>Rörelseresultat efter avskrivningar</b>	<b>1,884</b>	<b>2,071</b>	<b>-9%</b>
Resultat från intressebolag	0,000	0,000	
Ränteintäkter	0,000	0,000	
Räntekostnader	-0,120	-0,131	-9%
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>1,764</b>	<b>1,939</b>	<b>-9%</b>
Skatt	-0,127	-0,097	31%
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>1,637</b>	<b>1,842</b>	<b>-11%</b>
Hänförligt till minoritetsintresse	0,000	0,000	
<b>Hänförligt till moderbolaget</b>	<b>1,637</b>	<b>1,842</b>	<b>-11%</b>
Vinst per stamaktie (kronor)	0,05	0,06	-11%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Medan affärsområdena Cirkulär Energi och Fastighetsautomation redovisar förbättrade resultat efter finansnetto för helåret 2020 jämfört med 2019, så hamnade Inomhusklimat 25 procent lägre 2020 jämfört med 2019.

76 procent av Ecoclime-koncernens resultat efter finansnetto kan hänföras till Fastighetsautomation. Detta trots att affärsområdet endast stod för 27 procent av koncernens intäkter helåret 2020. Den senare siffran kan jämföras med det för Fastighetsautomation mycket starka 2019, då affärsområdet stod för 35 procent av intäkterna men endast 27 procent av resultatet efter finansnetto.

Medan Fastighetsautomation landade på en EBITDA-marginal om 18 procent på helåret 2020, blev EBITDA-marginalen endast tre procent för Cirkulär Energi och två procent för Inomhusklimat. På koncernnivå hamnade då EBITDA-marginalen på sju procent. Koncernens mål är 15 procent EBITDA-marginal.

Ecoclime redovisar siffrorna på affärsområdesnivå där dotterbolagen inom H-Gruppen Totalinstallatör som förvärvades i början av december 2019 har delats upp mellan affärsområdena Cirkulär Energi och Inomhusklimat.

## Nyheter under perioden 1 oktober 2020-18 februari 2021:

Ecoclimate har noterat genombrott i försäljning av sitt cirkulära energisystem, Evertherm, mot fastighetsägare i Sverige sedan hösten 2020. Bolaget ska nu anställa en affärschef för detta affärsområde och har tillsatt en affärschef för Inomhusklimat.

En sammanfattning av de viktigaste händelserna för bolaget under det fjärde kvartalet 2020 samt 1 januari-18 februari 2021:

- Dotterbolaget Evertherm har fått mer än 20 miljoner kronor av sina cirkulära energisystem föreskrivna i sex olika fastighetsprojekt i Stockholm, Skellefteå, Umeå och Uppsala för genomförande under 2021. Det innebär att bolagets budget för Evertherm för helåret 2021 redan har uppnåtts.
- SDC Automation har fått flera order på totalt 30 miljoner kronor under kv4/2020. Totalt väntas affärsområdet nå 100 miljoner kronor i fakturering mot sin stora serverhallskund som stod för en stor del av intäkterna även under 2019.
- Ecoclimate meddelade den 8 och 9 februari 2021 att bolaget avser att rekrytera affärschefer som ska leda försäljning och affärsutveckling för affärsområdena Cirkulära Energisystem och Inomhusklimat. Som affärschef för Inomhusklimat anställs Stefan Bolöv. Stefan har tidigare varit ägare och VD för Larmia Control.
- En finansieringslösning för verksamhetsfastigheter introducerades den 15 februari 2021. Ecoclimes dotterbolag Facility Partners erbjuder en finansieringslösning för så kallade verksamhetsfastigheter. Denna finansieringslösning siktar in sig på hyresgäster i kommersiella fastigheter (bland annat hotell, restaurang, spa- och industriverksamhet för livsmedelstillverkning) som har ett energibesparingskrav på verksamheten, men inte kan påverka fastighetsägarens inställning i frågan. Lösningen innebär en uppdelning av ansvaret för olika delar av fastigheten inklusive de så kallade fastighetstillbehören.

## Investment case, prognoser och värdering

Förvärvsdriven tillväxt med korsförsäljningsstrategi: Ecoclimate har utvecklat egna unika cirkulära energisystem för värmeåtervinning samt komfortsystem (kyla/värme/ventilation) för kontorslokaler. Med dessa som bas har koncernen byggt en förvärvsdriven tillväxt där bolag inom värme- och rörinstallation samt fastighetsautomation har adderats. I nästa steg ska de förvärvade bolagen öka sin försäljning av Ecoclimate-produkter.

### 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) har förvärvats av Ecoclimate från år 2017 och framåt i samband med att den nya strategin för förvärvsdriven tillväxt inleddes. Ecoclimes förvärvsmodell etablerar nya försäljningskanaler för bolagets produkter via installatörer.

Vid sidan av detta har det sedan september 2019 etableras ett säljbolag för bolagets produkter för Mälardalsregionen. Försäljning mot nyproduktion eller renovering av bostäder och kommersiella fastigheter är det lättaste sättet för bolaget att komma in mot fastighetsägare i dessa segment. Detta även om kalkylerna ur fastighetsägares perspektiv oftast är bättre för äldre hus.

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

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

#### Mycket stora värden i att spara energi i bostadshus

Sett ur ett fastighetsägarperspektiv och speciellt vad gäller hyresbostäder är värdet av sparad energi (uppvärmning) mycket stort. Förklaringen är att den reglerade bruksvärdeshyresnivån för begagnade bostäder i Sverige är förhållandevis 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 inom ett intervall från 25 till 50 procent beroende på om vi talar om ett nyproducerat eller begagnat bostadshus. Givet ett direktavkastningskrav på bostadsfastigheter på omkring fyra procent blir den initiala besparingen för en fastighetsägare år ett omkring 100 procent på investerat kapital vid en avskrivningstid om 12 år för hela investeringen och mer än 150 procent om investeringen delas upp i fastighetstillbehör respektive maskiner. Detta förklaras av en värdeökning på fastigheterna beroende på ett förbättrat driftsöverskott.

#### 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 andra 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 till låga multiplar ökar vinst per aktie

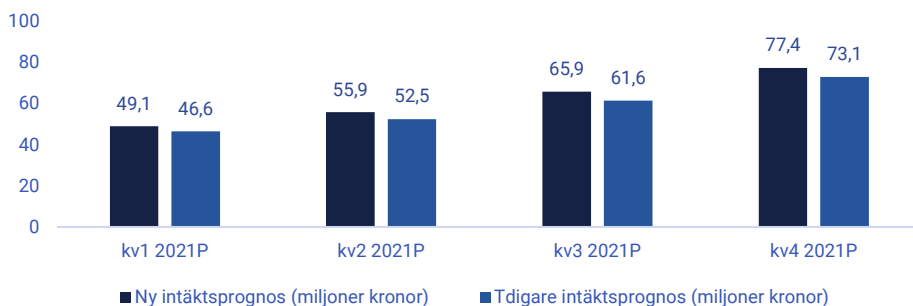
Ecoclimate köper rörelsedrivande bolag i ventilations- och rörinstallationsbranschen med flera, ofta för p/e-tals-multiplar på omkring 5-6x årsvinsten. Det innebär att varje nytt anskaffat bolag skapar ett ganska stort arbitrage i form av en vinstökning efter räntekostnader på köpeskillingen. Detta arbitrage 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 närmast avgörande. Koncernen har så här långt lyckats förbättra vinstmarginalen framför allt för SDC Automation.

## Prognoser per kvartal under 2021

Mot bakgrund av en stark ordergång utgår vi från att Ecoclimate-koncernens fakturering kommer att öka ganska markant under 2021. Vi har även påverkats av det goda intäktsutfallet under kv4/2020 och justerar därför våra prognoser enligt siffror som visas i nedanstående graf. Genomslaget av en extra intäktskrona antas i genomsnitt bli 20 procent på rörelseresultat före avskrivnings-nivå.

Under helåret 2020 var lönsamheten endast bra inom ett av Ecoclimate-koncernens affärsområden, Fastighetsautomation, med 18 procent EBITDA-marginal (13 procent efter de första nio månaderna 2020). Hade de övriga två affärsområdena, Cirkulär Energi och Inomhusklimat, nått samma nivå under helåret 2020 hade koncernen tjänat cirka 17 miljoner kronor mer på EBITDA-nivå.

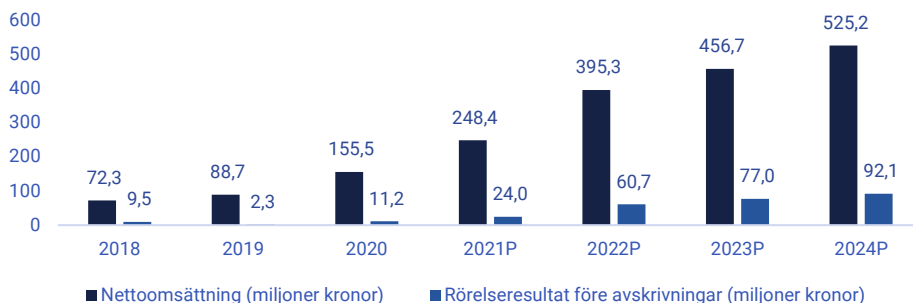
### Förändrade intäktsprogner för kv1/2021-kv4/2021



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Våra rörelseresultatprognoser blir en matematisk effekt av ökad eller minskad omsättning. Detta då vi antar att en extra försäljningskrona slår igenom med 20 procent på EBITDA-nivå. Denna resultat effekt såg vi dock inte i fjärde kvartalet 2020, beroende på att kostnaderna ökade mer än vad vi hade räknat med. Långsiktigt ser vi att kostnad såld vara bör öka med omkring 50 procent av en intäktsökning, medan motsvarande ökning för personal- och övriga kostnader bör ligga på omkring 15 procent av en sådan intäktsökning. Avgörande är dock försäljningsmixen, eftersom projektförsäljning (vanliga installationer) brukar ligga på 10-15 procent rörelsemarginal, medan produktförsäljningen har marginaler på 30-40 procent. Eftersom bolagets kostnads massa i kv4/2020 översteg våra prognoser innebär det också att våra rörelseresultatprognoser för 2021 blir lägre än tidigare. Däremot hamnar vi något högre vad gäller rörelseresultatprognosen för 2022.

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



Källa: Bolagsinformation (utfall 2018-2020) och Carlsquare prognoser (2021-2024).

## Värdering

### Kassaflödesvärdering enligt prognoser för perioden 2020-2024

I vår kassaflödesmodell använder vi våra prognoser för åren 2021-2022 och lägger sedan även prognosen för 2023 och 2024 samt ett evighetsvärde år 2025 utan hänsyn till av bolaget kommunicerade tillväxtscenarion.

#### **Kalkylränta om 13,2 procent**

Vi har diskonterat bedömda kassaflöden med en kalkylränta enligt CAPM-modellen. Där använder vi en riskfri ränta om 0,30 procent, utgående från räntan på en tioårig svensk statsobligationsränta den 17 november 2020. Till det adderar vi en marknadsriskpremie om 7,7 procent samt en småbolagspremie om 3,2 procent enligt PwC:s riskpremiestudie från juli 2020. Vi applicerar ett beta-tal om 1,0x samt en företagsspecifik riskpremie om 2,0 procent för att komma fram till en vägd kalkylränta på 13,20 procent.

#### **Antaganden och motiverat värde enligt basscenariot**

Vårt DCF-värde enligt basscenariot utgår från de prognoser som vi har lagt för åren 2020-2022. Därefter antar vi att koncernens nettoomsättning ökar med 20 procent 2023 och 15 procent 2024. De ökande intäkterna under 2023 och 2024 väntas ske till en bruttomarginal om 50 procent. Samtidigt väntas övriga externa kostnader öka med 15 procent 2023 och 10 procent 2024. Vi kalkylerar med 3 procent årlig tillväxt för personalkostnaderna 2023 och 2024. Rörelseresultatet år 2024 evighetskapitaliseras med ett långsiktigt årligt tillväxt-antagande om 2,5 procent. Givet dessa förutsättningar kommer vi fram till ett motiverat värde om 15,9 kronor per Ecoclime-aktie i basscenariot. Det kan jämföras med 14,3 kronor per aktie i riktkurs i bas-scenariot vid vår uppdatering efter bolagets kv3/2020-rapport den 13 november 2020. Det ökade DCF-värdet förklaras av en kombination av höjda resultatprognoser och ett lägre avkastningskrav (då bolagets börsvärde har ökat).

#### **Antaganden och motiverade värden i Bear- och Bull-scenariona**

I vårt Bear-scenario utgår vi från att koncernens intäkter och kostnader hamnar på 80 procent av bas-scenariots nivåer 2021-2022. Vidare att intäkterna ökar med 15 procent 2023 och 10 procent 2024. Den långsiktiga tillväxten från år 2025 antas minska till 2,0 procent per år.

I vårt Bull-scenario räknar vi med att koncernens intäkter och kostnader hamnar på 120 procent av bas-scenariots nivåer 2021 och 2022. Därutöver antas intäkterna öka med 25 procent 2023 och 20 procent 2024. I Bull-scenariot utgår vi från en långsiktig årlig tillväxt om 3,0 procent från år 2025.

Givet dessa ändrade antaganden får vi ett motiverat värde om 10,8 kronor per aktie i Bear-scenariot och 22,2 kronor per aktie i Bull-scenariot. Det kan jämföras med 7,3 kronor per aktie i Bear-scenariot och 20,4 kronor per aktie i Bull-scenariot vid vår senaste uppdatering den 13 november 2020.

### 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/Intäkter samt 50 procent vikt för vårt beräknade DCF-värde för Ecoclime-aktien får vi en vägd motiverad kurs om 14,1 kronor för Ecoclime-aktien (jämfört med 13,1 kronor per aktie i vår uppdatering den 13 november 2020). Vi har då adderat bolagets nettokassa per aktie till de två EV-marknadsvärden som vi räknar fram via sektorns genomsnittliga värderingsnyckeltal.

I Bear-scenariot ökar vi vikten för sektorns EV/EBITDA och EV/Intäkts-tal med vardera fem procent-enheter, samtidigt som vi minskar vikten för vårt beräknade DCF-värde med tio procent-enheter. Det motiverade vägda aktievärdet sjunker då till 9,2 kronor (tidigare 6,0 kronor/aktie).

I Bull-scenariot sänker vi vikten för sektorns EV/EBITDA och EV/Intäkts-tal med vardera fem procent-enheter, samtidigt som vi höjer vikten för vårt beräknade DCF-värde med tio procent-enheter. Det motiverade vägda aktievärdet ökar då till 21,9 kronor per aktie (tidigare 19,6 kronor/aktie).

### Sammanvägt motiverat värde för Ecoclimate-aktien

	Bas	Bear	Bull
EBITDA per aktie	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA för sektorn	20,0	12,3	30,2
<b>Motiverat värde på EBITDA</b>	<b>8,7</b>	<b>5,9</b>	<b>12,5</b>
Intäkter/Ecoclimate-aktie	5,1	5,1	5,1
EV/Sales för sektorn	2,9	1,7	5,7
<b>Motiverad värdering på intäkter</b>	<b>16,0</b>	<b>10,2</b>	<b>30,5</b>
<b>Motiverat DCF-värde</b>	<b>15,9</b>	<b>10,8</b>	<b>22,2</b>
Applicerat på EBIT	25%	30%	20%
Applicerat på intäkter	25%	30%	20%
Applicerat värde på DCF-värde	50%	40%	60%
Total vikt för samtliga tre värderingar	100%	100%	100%
<b>Värde per aktier i ett basscenario (kronor)</b>	<b>14,1</b>	<b>9,2</b>	<b>21,9</b>

Källa: Refinitiv Eikon och Carlsquare prognoser

### Risker och utmaningar

Ecoclimes viktigaste person är koncernchefen och huvudägaren Lennart Olofsson. Till det kan läggas de tre dotterbolags-VD:arna Bengt Tedebo (Flexibel Luftbehandling), Mathias Lindberg (SDC Automation) samt Björn Westerström (H-Gruppen Totalinstallatör). Vidare Torbjörn Jonasson som är teknikutvecklingsansvarig hos Ecoclimate. Nu tillkommer nyrekryterade affärschefer för Inomhusklimat och Cirkulära Energisystem till denna grupp av nyckelpersoner. I takt med att Ecoclimate expanderar via förvärv minskar beroendet av enskilda nyckelpersoner. Det är samtidigt viktigt att dotterbolags-VD:arna känner engagemang för att deras bolag fortsätter att utvecklas på ett positivt sätt.

Ecoclimate är resultatmässigt beroende främst av sin koncern-VD samt 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 köpta bolag kommer Ecoclimate att ställas inför tröskelnivåer vad gäller investeringsbehov som det gäller att kunna ta sig över. Det kan handla om utbyggnad av organisationen, att expandera lagerhållning av produkter samt nya och utbyggda affärssystem etc. Däremot finns det gott om produktionskapacitet vid bolagets anläggning i Vilhelmina i Västerbottens län som dessutom nyligen har uppgraderats.

Ecoclimate har med sina produkter och tjänster möjlighet att ta sig in på en mycket stor marknad för energibesparing. Dessa kan främst nås via nyproduktion och renovering av bostäder och kommersiella lokaler. Fastighetsbranschen inklusive beställare, arkitekter och konsulter m.fl. har historiskt varit konservativ och inte villiga att ta till sig nya produkter omedelbart. Större branschföretag som Swegon och Fläkt m.fl. har tillämpat en dominansstrategi för att hindra uppstickare som t.ex. Ecoclimate.

Byggbranschen har historisk varit cyklisk med kraftiga upp- och nedgångar kopplat till förändrade fastighetspriser, vakans- och hyresnivåer. Positivt är att renoveringsbehovet av Sveriges ganska ålderstigna fastighetsbestånd, där en fjärdedel är byggt mellan 1965 och 1974, 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, i någon mån på bekostnad av kontoren i takt med att jobba-hemma-trenden har ökat i Covid-pandemins spår.

## Räkenskaper och nyckeltal

### Resultaträkning 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning, extern	72,7	139,7	234,4	380,6	456,7
Aktiverat arbete och övriga rörelseintäkter	16,1	15,8	14,0	14,7	11,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>88,7</b>	<b>155,5</b>	<b>248,4</b>	<b>395,3</b>	<b>467,7</b>
Inköp varor och förnödenheter	-38,8	-71,1	-118,5	-191,6	-229,6
Övriga externa kostnader	-18,1	-20,0	-34,0	-49,0	-56,3
Personalkostnader	-29,5	-53,0	-71,9	-94,0	-104,8
Avskrivningar	-3,9	-5,3	-6,1	-7,0	-7,2
Totala kostnader	-90,3	-149,5	-230,5	-341,5	-397,9
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-1,5</b>	<b>6,0</b>	<b>17,9</b>	<b>53,7</b>	<b>69,8</b>
Resultat från intressebolag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansnetto	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>-1,9</b>	<b>5,5</b>	<b>17,4</b>	<b>53,3</b>	<b>69,4</b>
Skatt	0,1	0,9	-1,7	-8,0	-14,3
<b>Resultat efter skatt</b>	<b>-1,9</b>	<b>6,4</b>	<b>15,6</b>	<b>45,3</b>	<b>55,1</b>
<b>Tillväxt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Nettoomsättning, extern	30%	92%	68%	62%	20%
Totala intäkter	23%	75%	60%	59%	18%
Personalkostnader	37%	80%	36%	31%	12%
Rörelseresultat	n.m.	n.m.	200%	200%	30%
Resultat efter finansnetto	n.m.	n.m.	216%	206%	30%
Resultat efter skatt	n.m.	n.m.	145%	189%	22%
<b>Marginaler</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
EBITDA-marginal	3%	8%	10%	16%	17%
EBIT-marginal	-2%	4%	8%	14%	15%
Resultat efter finansnetto-marginal	-3%	4%	7%	14%	15%
Nettovinstmarginal	-3%	5%	7%	12%	12%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser



**Balansräkning 2019-2023P (MSEK)**

	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Immateriella Anläggningstillgångar	63,2	91,6	111,7	133,6	155,6
Materiella Anläggningstillgångar	32,9	30,1	29,0	27,5	25,9
Uppskjuten Skattefordran	4,8	4,1	4,1	4,1	4,1
Finansiella Anläggningstillgångar	12,9	15,7	15,7	15,7	15,7
<b>Summa Anläggningstillgångar</b>	<b>113,8</b>	<b>141,5</b>	<b>160,5</b>	<b>181,0</b>	<b>201,2</b>
Varulager	8,2	8,4	10,7	13,7	17,4
Kortfristiga fordringar	19,1	32,1	37,4	44,4	53,1
Likvida medel	29,0	46,3	39,5	59,3	79,3
<b>Summa Omsättningstillgångar</b>	<b>56,4</b>	<b>86,8</b>	<b>87,5</b>	<b>117,3</b>	<b>149,8</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>170,2</b>	<b>228,3</b>	<b>248,0</b>	<b>298,2</b>	<b>351,1</b>
Eget Kapital	127,7	168,6	184,3	229,6	276,4
Långfristiga räntebärande skulder	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Övriga långfristiga skulder	10,7	14,6	15,7	17,0	18,6
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>12,8</b>	<b>16,7</b>	<b>17,8</b>	<b>19,1</b>	<b>20,7</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	1,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Övriga kortfristiga skulder	28,5	42,6	45,5	49,1	53,5
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>29,7</b>	<b>43,0</b>	<b>45,9</b>	<b>49,6</b>	<b>54,0</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>170,2</b>	<b>228,3</b>	<b>248,0</b>	<b>298,2</b>	<b>351,1</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2 019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Balanslikviditet	92%	94%	105%	117%	131%
Likviditetsgrad	190%	202%	190%	236%	278%
Kassa/kortfristiga skulder	98%	107%	86%	119%	147%
<b>Soliditet</b>	<b>2 019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Nettoskuld (+)/Nettokassa (-)	-25,7	-43,7	-36,9	-56,7	-76,7
Nettokassa/EBIT	-16,7x	7,3x	2,1x	1,1x	1,1x
Nettokassa/EK	20%	26%	20%	25%	28%
Skuld/EK	3%	2%	1%	1%	1%
Soliditet	75%	74%	74%	77%	79%
<b>Lönsamhetsmått</b>	<b>2 019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Avkastning på eget kapital	-2%	5%	9%	25%	24%
Avkastning på totalt kapital	-1%	4%	8%	22%	23%
Avkastning på investerat kapital	-1%	5%	8%	22%	22%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Kassaflöde 2019-2023P**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Den löpande verksamheten</b>					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	3,7	14,4	21,7	52,3	62,3
Ökning (-)/minskning (+) av varulager och fordringar	-2,4	-12,7	-7,5	-10,0	-12,5
Minskning (-)/ökning (+) av rörelseskulder	-9,3	18,5	4,0	5,0	6,0
Investeringar	-26,7	-31,1	-25,0	-27,5	-27,5
Utgivning lån mot utomstående	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodens kassaflöde efter förändr.rörelsekapital	-37,1	-10,8	-6,8	19,8	28,3
<b>Finansieringsverksamheten</b>					
Nyemissioner, netto efter omkostnader	6,2	31,2	0,0	0,0	0,0
Amortering (-)/upptagande av lån (+)	-1,2	-0,1	0,0	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	-8,3
Betald leasing exklusive räntedel	-2,6	-3,7	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	9,4	28,1	0,0	0,0	-8,3
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>-27,8</b>	<b>17,2</b>	<b>-6,8</b>	<b>19,8</b>	<b>20,0</b>
Likvida medel vid årets början	56,8	29,0	46,3	39,5	59,3
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>29,0</b>	<b>46,3</b>	<b>39,5</b>	<b>59,3</b>	<b>79,3</b>
<b>Nyckeltal</b>					
Kassaflöde, löpande verksamhet/nettoomsätt.	0,05x	0,10x	0,09x	0,14x	0,14x
Kassaflöde, löpande verksamhet/tillgångar	0,02x	0,06x	0,09x	0,18x	0,18x

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://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.