

Minskad utspädning

Tufft jämförelsekvartal

Avmattningen i omsättningstillväxten som vi har väntat på kom under fjärde kvartalet. Den landade på 6% till en omsättning om 86,9 mkr under Q4-23 (82,2 under Q4-22) om än att minskningen av tillväxttakten förstärktes av att Q4-22 var ett osedvanligt starkt kvartal. Omsättningen för helåret skrevs till 314,4 mkr (243,1), vilket innebar +29% för 2023. Avmattningen är helt naturlig mot bakgrund av den mycket svaga bygg- & fastighetssektorn, ett tapp som omorienteringen mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri inte fullt ut kan kompensera för ännu.

Tillväxt står sedan i somras dock inte högst på prioriteringslistan för den nya ledningen som har fokus på marginaler och kassaflöden. Den strävan har hittills gått lite snabbare än vår förväntan, med en rörelsemarginal som i den här besvärliga marknaden förbättrades till -1% (-11%) för Q4 med EBIT på -0,8 mkr (-8,8) och motsvarande helårssiffror på -14,1 mkr (-55,6) och -4% (-23%).

Cirkulär Energis tillväxttakt sjönk till +10% (+111%) i Q4, delvis eftersom Q4-22 var så starkt, men också då installationsdelen ökade, vilket å andra sidan hjälpte upp EBIT-marginalen till 6,7% (-12,2%).

Smarta Fastigheter hade ett tungt kvartal igen, -10% (+154%) efter -21% i Q3 till 35,5 mkr (39,4) i omsättning. Marginalerna var också fortsatt pressade, med en rörelsemarginal om +2,2% (+10,9%).

En positiv överraskning var att Inomhusklimat fortsatte att utvecklas väl, +45% (-21%), till en kvartalsomsättning på 18,5 mkr (12,8) till stigande marginaler; 8,5% (1,2%) på EBIT-nivå, tack vare mer ramavtal och service.

Likviditetssituationen – klar förbättring

Kassaflödet från den löpande verksamheten förbättrades mer än vi väntat till -0,8 mkr (-11,8) för Q4 och -10,9 (-31,7) för helåret. Ändå bör marginalerna stiga och ytterligare förbättringar av rörelsekapitalet väntas. Med minskat produktutvecklingsbehov lär investeringarna minska, så ett positivt fritt kassaflöde för ett enskilt kvartal är klart inom synhåll för första gången sedan 2020 – kanske redan i Q1. Så även om nettokassan är nere på 30 mkr, så bör en nyemission kunna undvikas, vilket det finns många anledningar till att göra.

Potential i aktien

Med bokslutskommunikén fick vi också veta att det inte blir någon tilläggsköpeskilling för Miljöbelysning i år, vilket tillsammans med en minskad risk för nyemission tydligt minskar utspädningen för existerande aktieägare. Den nya bolagsledningen har ännu inte presenterat några finansiella mål, och vi försöker hålla våra prognoser någorlunda konservativa i både tillväxt och omsättning. Med det så landar vi på drygt 8 kronor i motiverad kurs för aktien, med ett avkastningskrav för de närmaste åren på 16% - en hög siffra, men som motiveras av osäkerheten i marknaden och prognoser.

Ecoclime

Rapportkommentar - Q4 2023

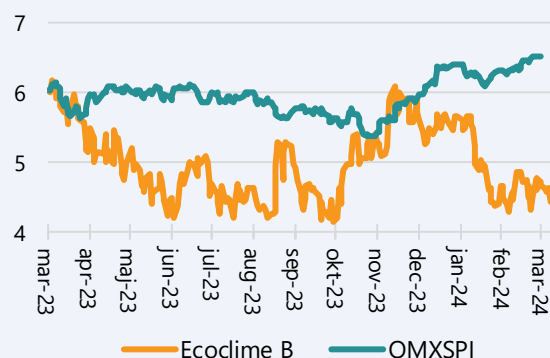
Datum 13 mars 2024
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch	Miljöteknik
Styrelseordförande	Lennart Olofsson
Vd	Krister Werner
Noteringsår	2014
Listning	First North
Ticker	ECC B
Aktiekurs 12/3 - 24	4,45 kr
Antal aktier, milj. *	46,2
Börsvärde, mkr	206
Nettoskuld, mkr **	-30
Företagsvärde (EV), mkr	176
Webbplats	www.ecoclime.se

* Efter full beräknad utspädning ** Neg = nettokassa.

Kursutveckling senaste året



Källa: NasdaqOMX

Prognoser

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	314	360	421	505
Ebitda*	8,7	24	47	64
Rörelseres. (ebit)	-14	-8,7	12	26
Nettoresultat	-25	-8,7	9,3	20
Vinst per aktie	-0,53 kr	-0,19 kr	0,20 kr	0,43 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	30%	14%	17%	20%
Ebitda-marginal	2,8%	6,7%	11%	13%
Rörelsemarginal	-4,5%	-2,4%	2,8%	5,0%
Nettoskuld/ebitda**		nettokassa		
P/e-tal	neg	neg	22	10
EV/ebit	neg	neg	15	6,9
EV/omsättning	0,6	0,5	0,4	0,3

*Exkl. förv. & expansionskostn. ** nettokassa

Siffrorna för 2026p är inklusive bedömd utspädning.

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Investeringsstes

Utmärkt marknadspotential

Marknaden för energieffektivisering av fastigheter har gått från ett allmänt intresse för ett förbättrat inomhusklimat och kostnadsjakt till att befinna sig i en perfekt storm, där ett accelererat fokus på åtgärder för att hejda klimatkrisen nu har ackompanjerats av en energikostnadskris som började redan innan kriget i Ukraina bröt ut och där kriget plötsligt har försatt Västeuropa i ett akut behov av energiberoende.

Fastigheter beräknas stå för ca 40% av Sveriges totala energianvändning och hamnar därmed i energikrisens brännpunkt. Samtidigt pressas fastighetsbranschen hårt inte bara av höga energipriser utan också av höga räntor och begränsade möjligheter till hyreshöjningar – inte minst i en svagare konjunktur. Fastighetsbolag får därmed svårt med dessa nödvändiga investeringar, så Ecoclime vänder sig alltmer mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri, en omorientering som hittills utfallit väl men som inte är färdig ännu. Även om privata fastighetsbolag har en besvärlig situation, så går det att ana en ljusning vid horisonten och förutsättningarna för finansiering har börjat tina upp.

Betydande tillväxtpotential inom Cirkulär Energi

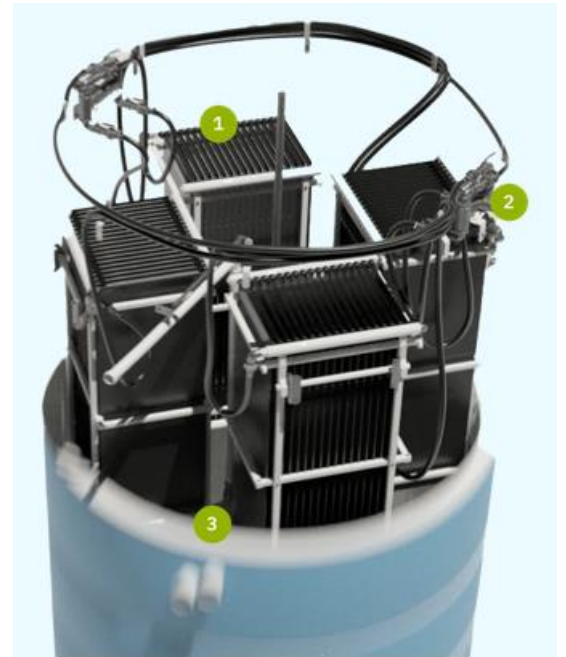
Ecoclime är mycket väl positionerat för att kunna dra fördel av nödvändiga energieffektiviseringar. En tredjedel av den energi som tillförs en fastighet, till exempel i form av fjärrvärme, gas, el, mm, försvinner ut genom avloppet. Bolagets lösning för energiåtervinning ur spillvatten ger i genomsnitt ca 95% av energin tillbaka i form av värme och en installation garanteras i allmänhet ge 90% tillbaka. Ecoclimes lösning är unik i att den även tar svartvatten och därmed inte kräver dubbla rörsystem i fastigheten. Eftermarknaden blir därmed mycket enklare och lönsammare och görs på några veckor nere i källaren utan att hyresgästerna märker det, till skillnad från exempelvis tilläggsisolering eller fönsterrenovering/-byte som innebär månader av olägenheter och oftast också har sämre lönsamhet.

Affärsområdet Smarta Fastigheter bidrar också med potential att sänka energiförbrukningen i fastigheter med ca 10% och minskar dessutom kostnader för drift och underhåll.

Potential i aktien

Kombinationen av jakten på sänkta energikostnader, en fortsatt ökad efterfrågan på klimatsmarta produkter och ett antal piskor och morötter från myndighetshåll, är svårstoppade krafter för investeringar i energieffektivisering – så länge pengarna kan undvaras.

Samtidigt är marknaden fortfarande i en luftgrop, och Ecoclimes byte av målgrupp bromsar. Många problem är dock diskonterade i kursen, signaler om att den allmänna konjunkturen börjar återhämta sig något börjar komma och bolagets nya ledning är nu varm i kläderna, så de viktigaste pusselbitarna för att kunna realisera bolagets och aktiens potential börjar nu så sakteliga falla på plats, även om vi nog inte ser den fulla effekten förrän 2025 och framåt.

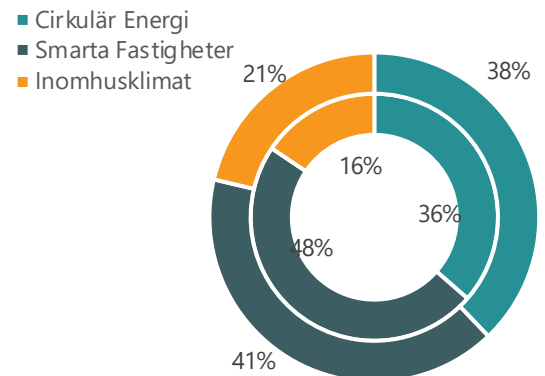


Evertherm SEW, kärnan i Cirkulär Energi och en av Ecoclimes mest lovande produkter återvinner närmare 30% av en fastighets totala energiförbrukning.

Källa: Ecoclime

Omsättningsfördelning

Inre: Q4-22, Yttre: Q4-23



Källa: Ecoclime

Marknad & Resultat

Det långsiktigt positiva caset för Ecoclimes produkter har egentligen inte förändrats, däremot känner bolagets traditionella kunder alltmer av effekterna av en sämre konjunktur under senaste året.

Ecoclime har tidigare varit inriktade mot produktförsäljning till nyproduktion och privata fastighetsägare och den målgruppen är fortfarande viktig även om nyförsäljningen till stor del omorienterats. Fastighetsmarknaden börjar dock se begynnande tecken på en bottenkänning, och aktiemarknaden skickade redan i slutet av förra året upp fastighetsaktierna rejält. Som illustration för marknaden mer brett räknar Handelsbanken i sin senaste fastighetsrapport som kom 12 mars med att avkastningskraven fortsätter att stiga till andra halvan av 2024, och ser till mars 2024 en nedgång i fastighetsvärdena från toppen 2022 med 10%, och prognosticerat 15% totalt.

En majoritet av bolagen har en finansieringskostnad som är långt över vad fastigheterna avkastar och räntorna må ha toppat men förväntas inte sjunka mer än 1-2 procentenheter framöver, och mindre än så för längre löptider, enligt de flesta marknadsbedömare. Med fortsatt stigande avkastningskrav kommer fastighetsbolagens räntetäckningsgrad fortsätta försämrans samtidigt som obligationsförfall om 103 mdr behöver refinansieras i år. Sammantaget finns bara ett begränsat utrymme för investeringar.

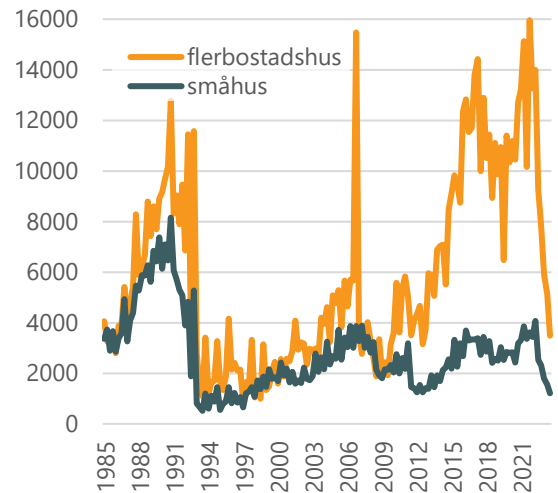
Nyproduktionen är givetvis också smittad: Boverkets senaste byggprognos från oktober 2023 pekar på 19 000 nybyggda bostäder i flerbostadshus under 2023 mot 44 500 under 2022, och att takten kan minska till så lågt som 12 500 under 2024 innan en långsam vändning upp 2025. Siffrorna för 2023 och 2024 är ännu lägre än i juniprognosen (19 500 för 2023 och 15 000 för 2024).

Det här är knappast bästa tänkbara situation för Ecoclimes traditionella kunder, och Ecoclime har därför riktat om sina säljansträngningar och fokuserar nu på allmännyttan, bostadsrättsföreningar och processindustri, som visserligen också känner av högre räntor och andra kostnader, men har i många fall lättare att finansiera en sund investering än ett hårdbelånat privat fastighetsbolag.

Den här marknadsbilden kontrasterar dock tydligt med den medvind för energieffektiviseringar som både är en effekt av klimatutmaningen och av säkerhetsinspirerade önskemål om självförsörjning. Precis som på 70-talet satsar regeringar på energieffektiviseringar då det är det snabbaste sättet att få ner energipriserna, få upp energisäkerheten och den här gången också för att nå klimatmålen. Det har bidragit till ordentlig fart i investeringarna i värmepumpar som ökade med 11% globalt under 2023, och mer i Europa.

Byggsektorn, där ingen ljusning är i sikte ännu, får rikta in sig på renoveringar och bör bli hjälpta av EUs allt tuffare krav på energieffektivisering. Direktivet om byggnaders energiprestanda, EPBD, med start under 2024, innehåller ett antal krav på både befintliga och nya byggnader. Det innehåller bl a minimistandarder för befintliga byggnaders energiprestanda, MEPS (Minimum Energy Performance Standards), föreskriver t ex att 3% av (golvytan av) offentligt ägda byggnader ska genomföra energieffektiviserande renoveringar

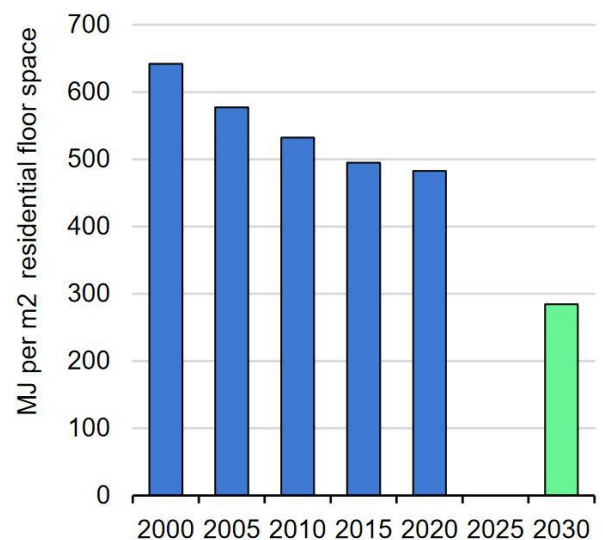
Påbörjade lägenheter



Källa: SCB

Bostäders energiförbrukning

Energiförbrukning per m² globalt, siffran för 2030 i enlighet med IEAs "netto noll 2050"-scenario.



Källa: IEA, Energy Efficiency 2022

varje år och dessutom ska en ny utsläppshandel införas 2027 som inbegriper uppvärmning av byggnader. Bland annat förordas just värmepumpar som ju är kärnan i Ecoclimes Evertherm-system, och målet för EU är 10 miljoner enheter under 2023-2027 att jämföra med 2022 års fördubbling till 3 miljoner enheter.

Även om vi i Sverige ofta klappar oss för bröstet och tycker att vi är så bra på klimatåtgärder, så ligger vi efter EU-genomsnittet avseende både stöd och kampanjer för energieffektivisering mer brett och Sverige ligger även under EU-genomsnittet i energieffektivitet. Nuvarande förslag från Europaparlamentet innebär enligt Allmännyttan att renoveringstakten skulle behöva höjas med 1000% – en omöjlighet förstås. EU-rådet går inte lika långt, men klart är i alla fall att takten måste upp och det är kanske inte en helt vild gissning att myndigheterna förr eller senare väljer att lansera ett rejält ROT-paket, inte minst när lågkonjunkturen drabbar sysselsättningen i Bygg- & Fastighetssektorn, som trots allt står för 11% av Sveriges BNP. Det stöd för energieffektivisering i flerbostadshus som togs bort 2021 kanske kan komma tillbaka? Att allmännyttan ser dessa stora investeringsbehov är naturligtvis positivt för Ecoclimes möjligheter till affärer med dem.

Energiåtervinning ur avloppsvatten har blivit hett, men Ecoclimate är inte ensamma om nischen. Konkurrenter som Warmab, Inex, WSP, m fl. har egna lösningar ute på den svenska marknaden. Ecoclimes Evertherm-system har dock fördelen av att kunna använda svartvatten utan någon besvärlig filterlösning i och med att systemet maler sönder klumpar av fast material som annars kan sätta igen systemet. För system som enbart kan använda gråvatten (dusch, disk, tvätt,...) krävs separata avloppsstammar för detta, vilket i praktiken oftast begränsar sådana lösningar till nybyggnation.

Fenomenet med att vissa kommuner försöker stoppa installationer av avloppsvärmeväxlare, då avloppsverken menar att temperatur-sänkningen skulle påverka reningsprocessen i avloppsverken negativt som vi beskrivit i tidigare analyser, är ingenting som Ecoclimate har upplevt som begränsande hittills trots sitt nya fokus på bostadsrättsföreningar som rimligen borde ha en mindre stark förhandlingsposition mot det lokala vattenverket än ett stort fastighetsbolag.

Marknadsutsikterna för Ecoclimes övriga delar kan sammanfattas som blandade. Den positivt lagde fokuserar på de energibesparingar som kan göras med exempelvis SDCs fastighetsautomationssystem och det är rimligt att knyta vissa förhoppningar till att det nya Ecocloud som lanserades i höstas kan få fart på försäljningen under 2024. Även om Inomhusklimat avslutade 2023 betydligt bättre än vi väntat så är risken att deras produkter i många sammanhang kan komma att falla för kundernas knivar av kostnadsbesparingsskäl, då luftförbättring kanske inte kommer högst upp på priolistan i en stundande lågkonjunktur. Affärsområdet gynnas heller inte strukturellt av ”jobba-hemma”-trenden.

Breddningen av målgruppen för Ecoclimes produkter bidrar rimligen till slutsatsen att det finns tillräckligt många potentiella kunder som ändå har resurser för sunda investeringar för att Ecoclimate ska kunna på ett bra sätt klara sig igenom lågkonjunkturen som ändå nu verkar bli grundare än först befarat. Innan vi är ur den är kostnads-

Energiprestanda krav för befintliga byggnader

Bostäder	Lokalbyggnader
<ul style="list-style-type: none"> Minska genomsnittlig primärenergianvändning med 16 procent till 2030. 	<ul style="list-style-type: none"> Primärenergianvändning är lägre än de 16 procent av byggnadsstocken med sämst energiprestanda till 2030.
<ul style="list-style-type: none"> Minska genomsnittlig primärenergianvändning med 20-22 procent till 2035. 	<ul style="list-style-type: none"> Primärenergianvändning är lägre än de 26 procent av byggnadsstocken med sämst energiprestanda till 2033.
<ul style="list-style-type: none"> Genomsnittlig primärenergianvändning minskas från och med 2040, och vart femte år därefter, i linje med omvandlingen till ett nollutsläppsbestånd*. 	<ul style="list-style-type: none"> Mer stringenta tröskelvärden för 2040 och 2050 i linje med omvandlingen till ett nollutsläppsbestånd*.

* Nollutsläppsbyggnad: en byggnad med mycket hög energiprestanda som inte producerar CO₂-utsläpp på plats från fossila bränslen. Basår 2020.

Källor: EU-parlamentet, EU-rådet och Handelsbanken

Optima, Smarta Fastigheter



Plattformen i Optima som visualiserar bl a energieffektivitet inomhusluft eller systemprestanda och som kan användas för både manuell och automatiserad fjärrstyrning av enskilda fastigheter eller hela bestånd.

Källa: Ecoclimate

jakt påpassligt i fokus för den nya ledningen, vilket stärker bolaget inför bättre marknader.

Ecoclimes fjärde kvartal

Ecoclimes nettoomsättning uppgick till 86,9 mkr för det fjärde kvartalet (82,2 för Q4-22), vilket innebar att tillväxttakten sjönk kraftigt från 40-70%-nivån på 12 månaders rullande omsättning under de senaste 6 kvartalen till +29% för de senaste 12 månaderna; +33% justerat för avvitrningen av H-gruppen. Även om siffrorna har blivit hjälpta av inflationen, så har vi, som vi beskrivit tidigare, varit positivt överraskade över att bolaget har lyckats hålla tillväxten uppe så väl i en allt sämre marknad, men nu verkar det som att verkligheten har börjat hinna ikapp. Samtidigt har ledningens ökade fokus på marginaler och kassaflöde menat att man har börjat tacka nej till vissa affärer där lönsamheten inte är tillräckligt bra.

Lönsamhetsfokuset ledde under kvartalet till ett tydligt förbättrat rörelseresultat om -0,8 mkr (-8,8) och fortsätter därmed förbättringstrenden från de senaste kvartalen med ett 12-månaders rörelseresultat om -14 mkr (-55,6). Det måste ändå betecknas som bra under nuvarande marknadsförutsättningar, även om sannolikt de lägst hängande frukterna bland möjliga kostnadsbesparingsåtgärder nu är plockade.

Längre ned i resultaträkningen finns en icke kassaflödespåverkande post om 8 mkr som avser en tilläggsköpeskilling för Miljöbelysning som har frusit inne, vilket gör att nettoresultatet efter skatt faktiskt landar på plus som första enskilda kvartal sedan 2020, med +7,1 mkr (-1,2).

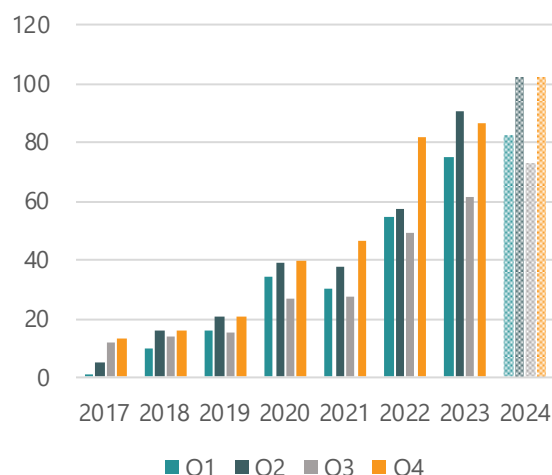
Ser vi till de enskilda affärsområdena så föll Cirkulär Energis tidigare extrema tillväxttakt ner till betydligt mer beskedliga +10% (+111%), dels som en effekt av ett mycket starkt fjärde kvartal 2022, dels på grund av en mixförskjutning som innebar mer installation än produktförsäljning jämfört med tidigare. Det bidrog däremot till att nå en bra rörelsemarginal för kvartalet om +6,7% (-12,2%).

För Smarta Fastigheter så var Q4 återigen ett besvärligt kvartal, med en omsättning mot externa kunder som backade för andra kvartalet i rad, med -10% (+154%) efter -21% i Q3 till 35,5 mkr (39,4). Marginalerna var också fortsatt pressade, med en rörelsemarginal om +2,2% (+10,9%). Det är tydligt att fastighetsbranschens pressade situation har givit avtryck. Miljöbelysning upplever att bostadsrättsföreningarna har haft längre till beslut. SDC Automation har bra beläggning men "mixen av pågående projekt varierar över tid och kan påverka omsättningen", som bolaget uttrycker det. Samtidigt tyngdes Miljöbelysning av dollarkursen och laddarsegmentet har ökat som andel av omsättningen samtidigt som bolaget bytte leverantör av laddboxarna vilket sänkte marginalerna.

En positiv överraskning för oss är att Inomhusklimat fortsätter att utvecklas väl med en tillväxt under kvartalet om hela 45% (-21%), till en kvartalsomsättning på 18,5 mkr (12,8) till stigande marginaler; 8,5% (1,2%) på EBIT-nivå, tack vare mer ramavtal och service.

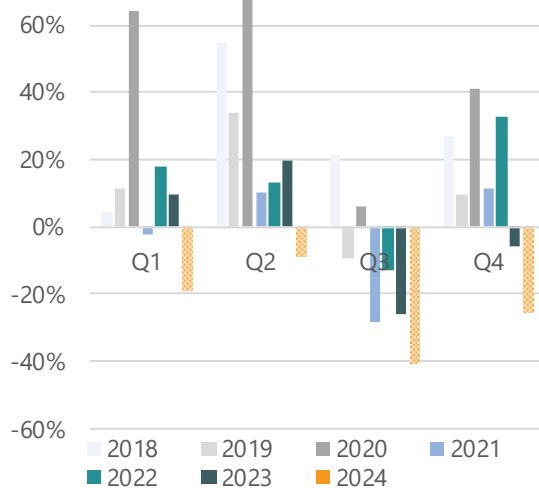
För koncernen hamnade fjärde kvartalets kassaflöde från den löpande verksamheten på -0,8 mkr (-11,8), och för helåret på -10,9 mkr (-31,7), bådadera stora och viktiga förbättringar. I linje med

Kvartalsomsättningar, mkr



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Säsongsmönster



Avvikelse i procent från den trendmässiga tillväxten.

Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

avtagande produktutveckling så minskar också investeringarna, vilket ger en ytterligare förbättring av det fria kassaflödet.

Sammantaget visar rapporten på ytterligare steg i rätt riktning och vi hoppas att få se en fortsatt trend mot stabila positiva rörelsemarginaler och kassaflöden trots ett tufft marknadsklimat.

Prognoser och värdering

Prognoser

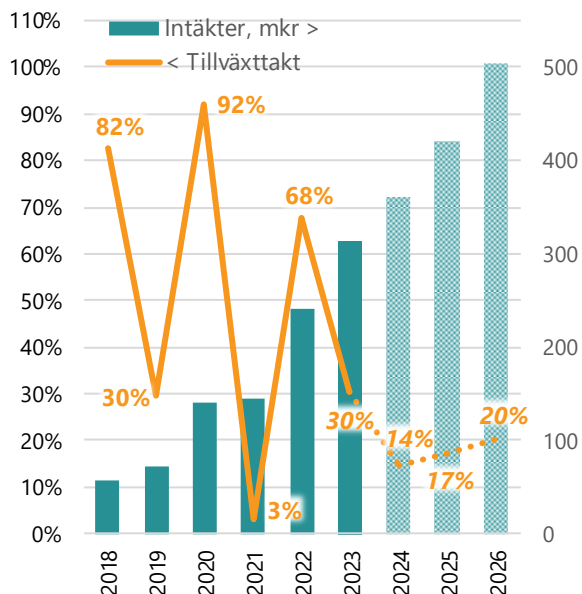
Ecoclime ser nu att det hittillsvarande fokuset på produktutvecklingen kommer att minska framöver, helt enkelt eftersom ”produkterna är klara”. Det bidrar bland annat till att det finansiella fokuset kommer att flyttas från bolagets ”justerade EBITDA”-mått till ett mycket mer standardiserat och traditionellt rörelseresultat (EBIT) och -marginal.

Att andelen produktutveckling kommer att minska kommer inte i sig att leda till lägre tillväxt – däremot kan en högre selektivitet i att ta affärer leda dit, åtminstone temporärt. Bolaget är sedan beslutet fattades för ett år sedan mitt uppe i en strategisk förflyttning från produktförsäljning till privata fastighetsägare mot systemlösningar till bostadsrättsföreningar och allmännyttan. Den framstår som strategiskt riktig att göra och exekveringen har hittills verkat gå bra. Till det ska också läggas intresse från processindustrin och Tysklandssatsningen som har hållit på ett tag nu, men som verkar rulla på. Det tar ju nästan alltid lång tid att komma in med nya produkter på en ny marknad med nya regler och traditioner, nya nätverk, etc. Det kommer sannolikt först att handla om pilotanläggningar och demoprojekt, så vi räknar inte med att Tyskland blir en volymmarknad för Ecoclime i närtid.

På hemmaplan slöts under slutet av året ett antal avtal med både allmännyttiga bostadsbolag och förvaltningsorganisationer till bostadsrättsföreningar i linje med omorienteringen mot dessa målgrupper. Under Q4 gjordes flera Evertherm-affärer med systemleveranser till bostadsrättsföreningar, vilket förutom en avsevärd energibesparing också ger föreningarna en bättre energiklassificering och lägre klimatavtryck som i vissa fall kan ge såväl föreningarna som de boende förbättrade lånevillkor. Miljöbelysning tycker sig se en ökad investeringsvilja i LED-belysning, både för att spara pengar, men också för nya tvingande EU-regler. SDC Automation ser också en fortsatt hög beläggning och orderingsången i Inomhusklimats installationsverksamhet rapporteras som stabil.

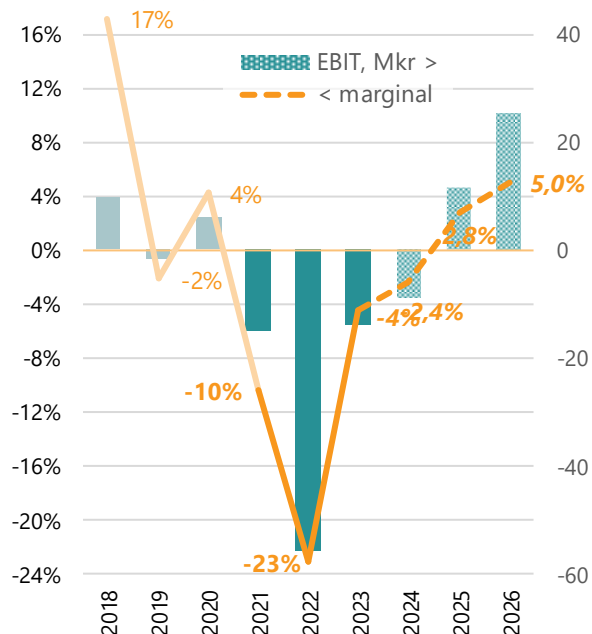
Med huvuddelen av intäktströmmarna under kontroll kan bolagsledningens fokus fortsatt ligga på kostnadsbesparingar för att höja marginalerna och förbättra kassaflödet. Under hösten har dessa ansträngningar främst varit inriktade på enkla samordningsvinster mellan koncernens olika bolag. Framöver kommer det att handla om ett antal större och mindre åtgärder, som lageroptimering, centraliserade funktioner, ett nytt styrsystem som ska införas för hela koncernen och en ny byrå för ekonomifunktionen. Ytterligare effektivitetsvinster ska komma från ökade volymer i produktledet och mer synergier mellan bolagen och affärsområdena. Vi hoppas att effekterna kan börja bli synliga redan under första kvartalet.

Intäkter & Prognos



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

EBIT & -marginal



NB: 2018-2020 tillämpades en annan redovisningsstandard (K3) än den nuvarande (IFRS), vilket påverkar jämförbarheten.

Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Vad allt detta kommer att innebära i monetära termer och vilka finansiella mål man styr mot är fortfarande oklart. Ledningens uttalande mål är ”positivt kassaflöde samtidigt som vi fortsätter växa med lönsamhet”. Dock är inget av dessa mål vare sig siffrsatta eller har något tidsmål. Det gamla marginalmålet om 15% på EBITDA-nivå från förra ledningens tid verkar behållas än så länge, även om det inte heller är helt tydligt (”vi har inte kommunicerat att vi har tagit bort det”).

Vi hoppas att tydligare mål kommuniceras om inte alltför länge, men för stunden bidrar otydligheten till osäkerhet i prognosarbetet påspädd av en osäker konjunkturutsikt. I värderingsavsnittet längre ned återspeglas dessa osäkerheter i en relativt hög riskpremie.

I våra prognoser så utgår vi från ett ganska besvärligt marknadsläge under de närmaste 1-1,5 åren, men därefter en förbättring till ett starkt långsiktigt scenario mot bakgrund av bolagets unika produkter på en marknad med stor potentiell tillväxt. Det vi sett hittills av den nya ledningen ger oss anledning att tro på att den förmår att lotsa bolaget dit och sedan få ut potentialen i bolaget under åren därefter.

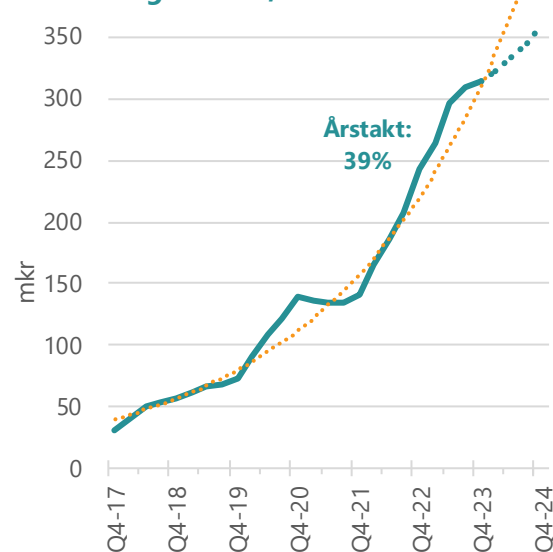
Kapitalförsörjningen

Förbättringarna i kassaflödet från den löpande verksamheten under andra halvåret 2023 är inspirerande och överträffade våra förväntningar. Efter det största negativa kassaflödet för de 12 månaderna fram till halvårsskiftet 2023 på -33,4 mkr, så var 12-månader rullande per sista december -10,9 mkr, den starkaste siffran sedan 2021 och ca 5 mkr bättre än vår prognos. Självklart underlättades förbättringen av en minskad tillväxttakt, men samtidigt finns det mer att göra på rörelsekapitalet där kortfristiga fordringar ökade, men kortfristiga skulder minskade. Ett starkt första kvartal ifjol gör emellertid att vi inte vågar hoppas på en positiv 12-månaderssiffra förrän i Q2 i år, även om Q1 som enskilt kvartal bör kunna visa svarta siffror.

Trots förbättringarna i kassaflödet så lär de framöver behöva balanseras av mot tillväxten framöver. Nettokassan uppgick per årsskiftet till 30 mkr och även om det inte är obehagligt nära till kistbotten ännu, så måste bolaget vara försiktigt med pengarna. Finansieringsvillkoren för små kassaflödesnegativa bolag är fortfarande mycket dåliga och att ta in kapital lär kosta bortåt 15% i emissionskostnader innan allt är klart, utöver att nytryckta aktier måste erbjudas med rejäl rabatt, kanske 25%, inte minst om man vill kunna hitta emissionsgaranter. Det skulle med andra ord bli en mycket dyr kapitalanskaffning för existerande ägare som bolaget kommer att vilja undvika i det längsta.

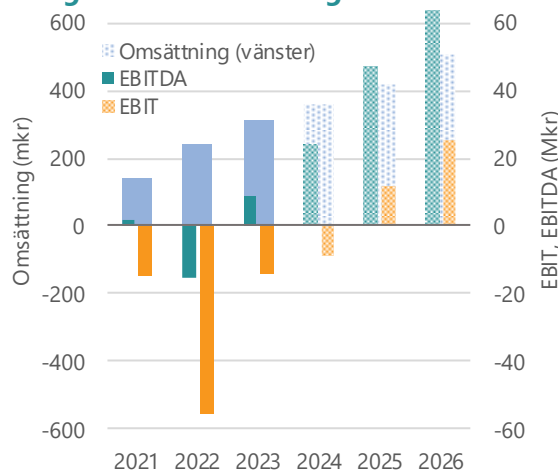
Så hur länge räcker pengarna? En statisk analys kan utgå från de senaste 12 månadernas kassaflöde från den löpande verksamheten om -10,9 mkr, som ovan, men till det måste vi också lägga 18,7 mkr i investeringar, så totalt knappt 30 mkr i kapitalbehov för 2023, alltså på samma nivå som nettokassan som då skulle räcka i ett år till. En mer dynamisk och realistisk analys utgår från prognosticerade kassaflöden, där vi dels bedömer att vi kommer att få se fortsatta förbättringar i kassaflödet från den löpande verksamheten, inklusive engångseffekter av trimning av rörelsekapitalet, dels att investeringarna som andel av omsättningen inte kommer att ligga

Omsättningstillväxt, rull 12m



Källa: Ecoclime, beräkningar & prognoser Aktieguiden

Prognossammanfattning



Källa: Ecoclime, prognoser Aktieguiden

kvar på samma nivå som historiskt eftersom produktutvecklingstakten nu sjunker.

Vi ser framför oss ett positivt fritt kassaflöde (efter investeringar, före finansiering) redan under Q1, trots att vi inte vågar hoppas på positiva rörelsemarginaler förrän mot slutet av året. Huvudskälet till optimismen är positiva effekter från de förbättringar i rörelsekapitalet som rimligen borde finnas att hämta. Från slutet av året räknar vi sedan med positiva marginaler så att verksamhetens kassagenenering mer än uppväger kostnader för tillväxt och investeringar.

Även om våra förväntningar skulle komma på skam, så finns viss marginal nedåt, som kalkylerna ovan visar, fast det då riskerar att börja bli obekvämt glest i botten av kassakistan. Det är också tydligt att bolagsledningen utöver att ha laserfokus på kassan också är beredd att tillfälligt begränsa tillväxttakten hellre än att dra igång en dyr nyemission, som också kostar managementfokus och sannolikt inte skulle gillas av huvudägaren. Det är lite som att styra en sladdande bil med gaspedalen genom en hal kurva – det är inte det bästa sättet men det går bra om föraren har koll.

Det finns förstås också andra vägar än en nyemission för att finansiera verksamheten, även om rena lån kan bli svåra och åtminstone dyra. Factoring kan naturligtvis vara ett lite enklare alternativ, även om det också är dyrt och bara bör bli en temporär lösning. En ökad andel leasing kan kanske också övervägas för att på marginalen minska kapitalbindningen, men koncernen har inte så stora materiella anläggningstillgångar att det kan bli en stor effekt.

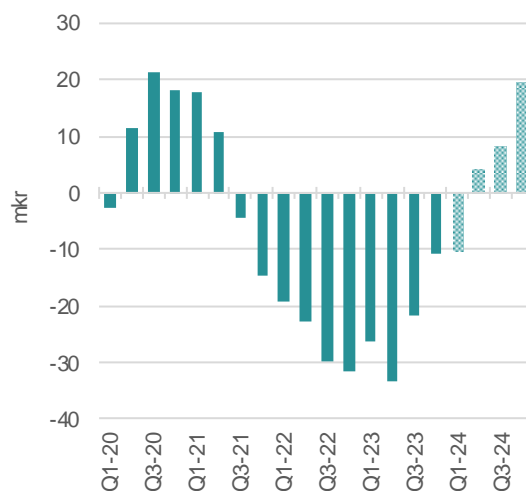
Sammantaget bedömer vi att Ecoclime bör kunna klara sig till stadigt positiva kassaflöden utan att ta in pengar från aktiemarknaden – en viktig förändring från vår tidigare bedömning. Detta minskar utspädningen för existerande aktieägare. Till det ska också läggas att den första tilläggsköpeskillingen för Miljöbelysning, som skulle förfallit i vår med utgivandet av 330 578 nya Ecoclime-aktier – för övrigt bokförda till 8 mkr, vilket motsvarar 24,20 per aktie – inte blir av då villkoren för denna inte uppfyllts. Allt annat lika så kan man då nästan gissa att sannolikheten för att villkoren ska uppfyllas för den andra tilläggsköpeskillingen som förfaller våren 2026 (om 10 mkr kontant och 10 mkr i Ecoclime-aktier baserad på Miljöbelysnings resultat för 2024 och 2025) också har minskat. Det här betyder alltså en klart minskad utspädning jämfört med våra tidigare mer konservativa bedömningar.

Kort sikt

I ljuset av marknaden, bokslutskommunikén och resonemanget ovan om kassan/kassaflödet så justerar vi ner våra förväntningar för omsättningstillväxten för de kommande kvartalen och även något litet för rörelseresultatet.

Visserligen har Ecoclime lyckats väl med sin omorientering mot nya målgrupper hittills, men det är inte klart och situationen inom bygg- & fastighetssektorn har fortsatt att försämrats, inte minst när det gäller de senaste signalerna om sektorns investeringar. Vi föredrar fortsatt att i det här läget helt enkelt hålla våra prognoser åt det konservativa hållet och hellre få positiva överraskningar.

Kassaflöde, 12 mån. rullande från löpande verksamheten



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Lång sikt

Vi väntar fortfarande på något slags finansiella mål från Ecoclime och de borde komma snart, då den nya ledningen verkar ha fått armarna runt bolaget. I väntan på det så håller vi även våra långsiktiga prognoser åt det försiktiga hållet. I takt med att fastighets- och byggmarknaden så småningom återhämtar sig på andra sidan lågkonjunkturen – rimligen under 2025 – så borde förutsättningarna finnas för att på allvar slå mynt av bolagets unika produkter på en marknad som då rimligen borde växa i god takt med hjälp av de långsiktiga drivkrafter vi beskrivit ovan under marknadsavsnittet. Vi har dock tagit ner våra prognoser även på längre sikt för att landa i en tillväxttakt som under andra halvan av decenniet ligger på 20% per år och knappt det mot slutet. Vi räknar försiktigtvis med en rörelsemarginal som under samma period ganska snabbt kommer upp till 5% för att nå knappt 8% mot slutet av decenniet.

Värdering

Produktmässigt ser förutsättningarna för Ecoclime mycket bra ut och på andra sidan lågkonjunkturen även marknadsmässigt. Den nya ledningen börjar bli varm i kläderna och verkar ha rätt fokus i en tuff marknad.

Med en lägre förväntad tillväxttakt, något justerade marginalprognoser och med ett visst kvarvarande påslag på avkastningskravet för de osäkerhetsfaktorer vi beskrivit ovan, så borde värderingen hamna lägre än tidigare. Emellertid räknade vi tidigare med en utspädning både ifrån tilläggsköpeskillingen för Miljöbelysning och en nyemission som med våra konservativa glasögon framstod som trolig. När vi nu bara räknar med utspädningen från tilläggsköpeskilling 2 2026, så blir det färre aktier att fördela värdet på, vilket ungefär väger upp för sänkningen av våra prognoser. Vår kassaflödesvärdering ger därför fortfarande en motiverad kurs på drygt 8 kronor i dagens värde, givet våra prognoser ovan och att marknaden är beredd att betala P/E 12 för aktien 2030, vilket bottnar i en förväntan om avtagande men fortsatt god tillväxt och en god lönsamhet.

Självklart finns risken att våra prognoser inte nås, att något oväntat händer i marknaden eller något mer bolagsspecifikt. Av det skälet så har vi ett avkastningskrav om 16%, vilket är relativt högt även i beaktande av att Ecoclime i börssammanhang är ett relativt litet och därtill ännu kassaflödesnegativt bolag. Vi hoppas att de utsikter till riskminskning avseende såväl finansiering som marknad som finns kan komma att materialiseras inom några kvartal, vilket skulle förändra en översyn av avkastningskravet.

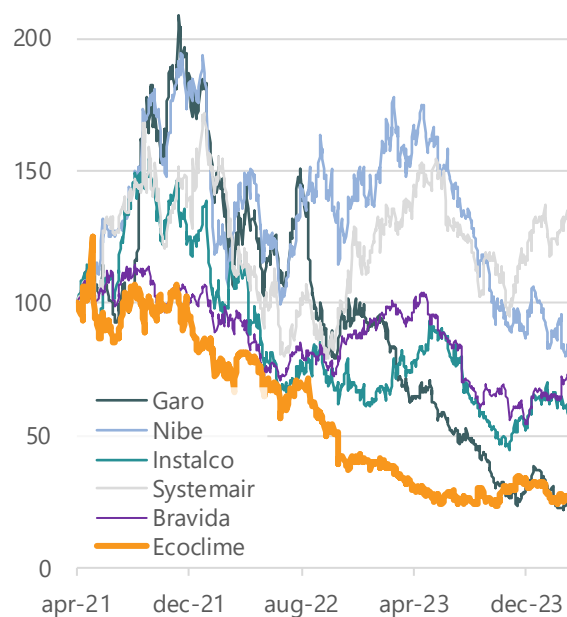
Det är ett stort antal parametrar som ingår i en kassaflödesvärdering och kalkylen är känsligare för förändringar i vissa av dem. Som en illustration kan man i matrisen intill se motiverat värde på aktien utifrån de nivåer man själv vill använda på avkastningskrav och antaganden om den vinstmultipel som marknaden är villig att handla aktien till år 2030. Kalkylen kan alltså tydas som att ifall bolaget växer som förväntat och når våra knappt 8% i rörelsemarginal 2030, så kan en investerare betala drygt 8 kronor för aktien idag och sälja den 2030 för 24 kronor, vilket då motsvarar P/E 12 och innebär en avkastning under tiden om 16% per år. Omvänt innebär dagens kurs 28% avkastning per år till 2030 om aktien handlas till P/E 12 då.

Värderingsmatris

Motiverad kurs, kr	Avkastningskrav --->							
	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	
8	9	8	7	7	6	5	5	
9	10	9	8	7	6	6	5	
10	10	9	8	8	7	6	6	
11	11	10	9	8	7	7	6	
12	12	10	9	8	8	7	6	
13	12	11	10	9	8	7	7	
14	13	12	11	9	9	8	7	
15	14	12	11	10	9	8	7	
16	14	13	12	10	9	9	8	
17	15	14	12	11	10	9	8	
18	16	14	13	11	10	9	8	
19	17	15	13	12	11	10	9	
20	17	15	14	12	11	10	9	

Källa: Analysguiden

Jämförbara bolag över 3 år



Källa: NasdaqOMX

När det gäller kursutvecklingen så ligger Ecoclimes aktie på samma nivå nu som i somras, medan jämförbara bolag hade det jobbigt under börssvackan i Q3 och i de flesta fall inte riktigt återhämtat sig sedan dess. Börs klimatet är fortsatt ganska surt förutom för storbolag och teknologi. I värderingstermer är bolagen i grafen intill svåra att jämföra, där de större gör hyfsade vinster, medan lilla Ecoclime kämpar för att ta sig till svarta siffror. Här finns dock en bra potential om ledningen kan nå liknande lönsamhets siffror som de stora bolagen.

Risker

På medellång sikt är risken förhöjd, med tanke på försämringen i marknadsförutsättningarna, centrerad på fastighets- och byggsektorn som är bolagets främsta avnämare, och att risk fortfarande kvarstår med bolagets omorientering mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri.

Likviditetssituationen har visserligen klarnat en del och det ser nu ut som att en dyr och utspädd finansieringsrunda kan undvikas trots allt, men vi vill gärna se dessa förhoppningar komma närmare ett infriande innan vi helt blåser faran över.

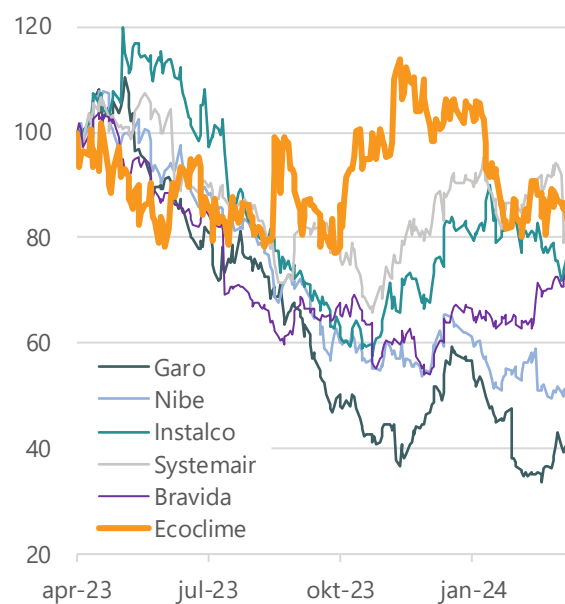
Bolaget är fortfarande litet och som sådant mer känsligt för om ytterligare nyckelpersoner skulle välja att lämna. Risken för detta är givetvis också högre under en tid efter att en ny permanent ledning är på plats.

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

Bolaget har hittills mött ett stort intresse för sina kärnprodukter. Utmaningen ligger i att på ett lönsamt sätt sälja och få ut produkterna eftersom det ofta sker som en totalentreprenad, vilket innebär en mer komplex leverans.

Kvardröjande effekter av rejält höjda räntor och nuvarande lågkonjunktur riskerar att påverka såväl fastighets- och byggmarknaden som bostadsrättsföreningar och andra nya målgrupper mer negativt än förväntat och skjuta investeringar i bl a Ecoclimes produkter på framtiden.

Jämförbara bolag över 1 år



Källa: NasdaqOMX

Marknad och Historik

Växtvärk

Ecoclimate har via en förvärvsresa 2017–2022 gått från ett rent produktbolag i tidig fas till ett mer vertikalt integrerat bolag med flera intäktsben. Den mest snabbväxande verksamheten tidigare år har varit automationsverksamheten vilken har sin grund i Ecoclimes förvärv av SDC Automation 2018. Förvärven av installationsbolagen H-Gruppen samt Flexibel Luftbehandling ökade möjligheterna att ta Ecoclimes kärnprodukter till marknaden. Senaste större förvärvet, av Miljöbelysning Sweden i februari 2022, var ytterligare ett steg i den riktningen.

Emellertid hängde resultaten inte med och problemen har varit centrerade på installationsverksamheten där den underliggande lönsamheten legat på för dåliga nivåer. Det handlar både om en bristande kostnadskontroll, dålig projektstyrning som har lett till för låg beläggning och projekt som har tagits till för låga marginaler. Även kundavtal till fast pris har med stigande råmaterialpriser straffat marginalerna. Att åtgärda detta har varit i fokus för bolaget under 2023, och förutom avyttringen av H-gruppen så går viss effekt att se även i övrigt.

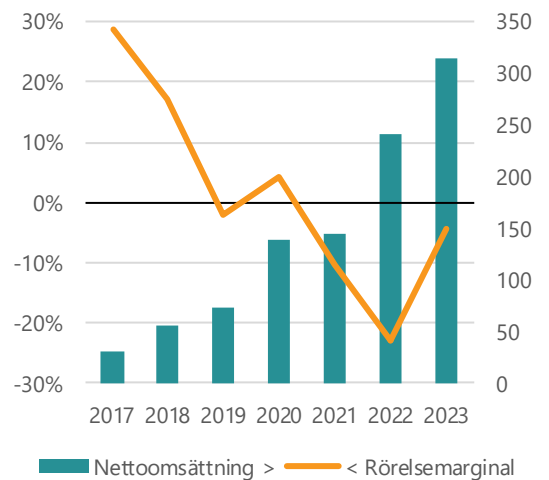
Det är viktigt att notera att det inte handlar om ett problem med efterfrågan – i alla fall inte ännu. Säljoffensiven inom Cirkulär Energi som inleddes redan under andra halvåret 2020 har givit goda resultat, även sedan bygg- & fastighetsmarknaden visat allt tydligare tecken på stress, men marginalerna på tagna affärer har varit alldeles för låg. Det är nu under åtgärd. Ordergången beskrivs som god i samtliga affärsområden. Så småningom finns också potentialen med affärer utomlands, bland annat med flera diskussioner i Tyskland.

Betydande tillväxtpotential inom Evertherm

Marknadspotentialen fick Ecoclimate att redan 2021 tidigarelägga och utöka investeringar i ökad kapacitet och trots begynnande lågkonjunktur och trots en alltmer ansträngd situation för fastighetsägare har inte försäljningsutvecklingen försämrats förrän nu. Lyckligtvis påbörjade dock den nya företagsledningen en breddning av målgruppen till bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri i tid för att börja fylla tappet från de privata fastighetsbolagen. Potentialen är även inom dessa nya kundgrupper mycket stor och kommer rimligen att gynna bolaget under mycket lång tid framöver.

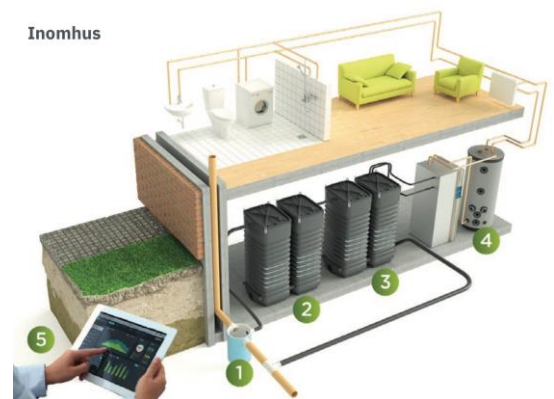
Drivkraften hos fastighetsägarna ligger i en önskan om energioberoende och sänkta energikostnader som nu ackompanjerar redan tidigare starka klimatargument. EU trycker också på hårt för energieffektiviseringar och att få till en mer decentraliserad energiförsörjning av fastigheter med program som RePowerEU och FitFor55, inte minst för att ersätta rysk energi, för klimatet och på sikt skapa en europeisk självförsörjning. Värmepumpslösningar nämns explicit, där Evertherm står ut med enkelhet, lönsamhet och effektivitet med sitt COP-tal på 5.

Omsättning & Marginal



Källa: Bolaget

Everthermsystem



- 1 Pumpgrop** Tuggerpump finfördelar spillvattnet till bufferttank. Säkerställer avloppsfunktion via bräddning.
- 2 Bufferttank:** Utjämnar flödesvariationerna. Möjliggör optimalt energiutnyttjande.
- 3 Kollektortank:** Innehåller energikollektorer för avlämning av energi mot värmepump.
- 4 Värmepump och ackumulatortankar:** Anpassas och optimeras mot fastigheten för bästa energiprestanda.
- 5 Styr- och optimering:** Mäter, kontrollerar och reglerar temperaturer, nivåer och flöden för att optimera energiåtervinning ur spillvattnet.

Källa: Ecoclimate

Med flera nya regleringar från EU på väg så måste ambitionsnivån även i Sverige höjas. Ecoclimate är med sina energibesparande produkter mycket bra positionerat för att komma ut som en vinnare på en sådan utveckling.

Trenden med ökade och mer volatila energipriser lär knappast brytas även om 2023 var lite lugnare. Det gör att även med högre räntor, så framstår en investering i Evertherm som affärsmässigt attraktiv med kort återbetalningstid. Klimatfördelarna fick man på köpet. Framöver kommer i många fall valet inte ens att finnas när tvingande regler från EU måste uppfyllas.

Även om investeringskalkylen är mycket bra, så är fastighetsmarknaden fortfarande under stark press från höga räntor, höga energikostnader och begränsade möjligheter till hyreshöjningar. På kort sikt håller därför många fastighetsägare hårt i plånboken, och det är här som den nya ledningens fokus på bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri framstår som vettig, då en kostnadsbesparande investering i t ex den egna föreningen sannolikt är lättare att få igenom än en hyreshöjning från en extern fastighetsägare.

Bättre marknadsförutsättningar på lite sikt i kombination med ett utmärkt mottagande av marknaden och gott om produktions- och säljkapacitet inom Evertherm gör att affärsområde Cirkulär Energi lär förbli koncernens viktigaste tillväxt drivare och Evertherm bolagets viktigaste produkt.

Smarta Fastigheter har också potential

De produkter och tjänster som Ecoclimate erbjuder inom affärsområdet Smarta Fastigheter möjliggör för fastighetsägare att direkt minska energiförbrukningen med 10% och sänka toppeffekten. Det åstadkoms med integrering av olika maskiner och styrsystem oavsett fabrikat och smartare styrning av allt från ventilation till laddstolpar och avancerad väderstyrning. Det här minskar inte bara energiåtgången utan även andra kostnader för drift och underhåll av fastigheter.

Vi knyter lägre förhoppningar till Inomhusklimat

Affärsområde Inomhusklimat har tidigare haft en mindre god utveckling men ledningsfokus, ramavtal och ökad service gjorde att affärsområdet avslutade 2023 klart bättre än förväntat. Ändå framstår deras produkter som mer konjunkturkänsliga. Som bolaget självt har skrivit, ”kundernas investeringsvilja styrs främst av behovet att erbjuda komfortkyla i lokaler med låg bygghöjd, minska klagomål och öka flexibiliteten för hyresgäster”. Vi får därför vara glada så länge den nya trenden håller i sig.

Tidigare analyser

Q3-uppdatering 2023 – 8 december 2023 (kurs 5,26 kr)

Motiverad kurs 8 kr

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclimate-marginalfokus>

Q2-uppdatering 2023 – 7 september 2023 (kurs 4,44 kr)

Motiverad kurs 8 kr

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclimate-successiv-forbattning>

Q1-uppdatering 2023 – 26 juni 2023 (kurs 5,00 kr)

Riktkurs borttagen

<https://www.aktiespararna.se/analyser/analys-ecoclimate-bra-produkter-men-flera-utmaningar>

Q4-uppdatering 2022 – 30 mars 2023 (kurs 5,29 kr)

Riktkurs borttagen

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclimate-upp-till-bevis>

Q3-uppdatering 2022 – 15 december 2022 (kurs 7,08 kr)

Riktkurs borttagen

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclimate-fardigstadat-men-ovantat-styrelse-vd-byte>

Q2-uppdatering 2022 – 5 september 2022 (kurs 10,18 kr)

Riktkurs 15 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclimate-nya-ledningen-har-borjat-stada>

Q1-uppdatering 2022 – 12 maj 2022 (kurs 11,42 kr)

Riktkurs 20 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclimate-imponerande-tillvaxt-inte-minst-organiskt>

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

Riktkurs 20 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclimate-attraktivt-forvarv-och-ater-tvasiffrig-organisk-tillvaxt>

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

Riktkurs 20 kr

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

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

Riktkurs 20 kr

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

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

Riktkurs 17,50 kr

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

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

Riktkurs 17,50 kr (uppnådd 16 mars 2021)

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

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

Riktkurs 13,50 kr (uppnådd 8 januari 2021)

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

Disclaimer

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

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

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

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader