

## Tillväxt trots lönsamhetsfokus

### Levererar i säsongsmässigt svagt kvartal

Det är besvärligt att sätta upp solceller mitt i vintern, så första kvartalet brukar vara Soltech Energys klart svagaste (och Q2 det starkaste). Trots det nådde bolaget den näst högsta kvartalsförsäljningen någonsin om 683 mkr (Q1-22: 287,5 mkr). Av tillväxten på 138% var hela 66% organisk. Smolken i glädjebägaren var att förstärkningen av bruttomarginalen inte fortsatte från Q4 utan den landade något lägre, på 33% (35% i Q4-22 efter 25% Q3-22). Det huvudsakliga skälet anges vara en ofördelaktig mixförskjutning som delvis är säsongsberoende. Inom ett fåtal kvartal bedömer vi att bruttomarginalen bör kunna vara återställd till historiska nivåer kring 40%. Värt att notera är att de kraftiga prishöjningarna på material har avstannat helt och under våren faktiskt förbytts i en liten sänkning, samtidigt som de sista av de olycksaliga tidigare fastprisavtalen rullar ut, något som bådär gott för marginalerna redan i Q2. Längre ned i resultaträkningen så landar EBITDA på -5,8 mkr (-38,5), eller för den underliggande verksamheten (exkl resultat från andelar i intressebolag) på +5,8 mkr (-33,4) och motsvarande siffror på EBIT-nivå var -40,1 (-53,2), respektive -28,6 (-48,1).

### Kapitalförsörjning utan nyemission

Det framstår allt tydligare att bolaget kommer att göra allt i sin makt för att nå målet om 4,7 mdr i omsättning och 8-10% i rörelsemarginal för 2024 utan att göra en nyemission, och det ser ut att kunna lyckas. För att nå tillväxtmålet krävs 48% årlig tillväxt till Q4-24, vilket ska ställas mot 87% historiskt sedan Q1-19, och 47% organisk tillväxt sedan avknoppningen av ASAB. Med andra ord behövs nästan inte några förvärv om inte solcellsmarknaden svalnar, vilket inte framstår som sannolikt. Det som behöver finansieras är ett ökat rörelsekapitalbehov som kommer av tillväxten. Det finns dock flera spakar att dra i som förvärvsfinansiering, skatteanstånd, ASAB-posten, kortade kredittider mot kund – och kassan är ändå på 234 mkr. Det viktigaste är dock en förbättrad lönsamhet. Styrelsen skriver själva i delårsrapporten att finansieringen är säkrad för de kommande 12 månaderna.

### Vi behåller vår mycket positiva syn på aktien

Vi betraktar rapporten som ytterligare ett tydligt tecken på att bolaget är på väg åt rätt håll, trots marknadens tveksamma mottagande. På nuvarande kurs så handlas aktien till ett P/E-tal på knappt 6 på 2024 års prognosticerade vinst – det för ett bolag som växer med mer än 50% per år! Marknadsprognoser för solcellsmarknaden ger dessutom stöd för fortsatt kraftig tillväxt även efter 2024.

Med "climate tech" i ropet, investeringsstöd som pumpas in och Soltech som en framträdande konsoliderare av en fragmenterad marknad, så ser framtiden ljus ut för bolaget. Att börsvärdet då inte ens är halva innevarande års omsättning är alldeles för lågt. Vi upprepar vår riktkurs på 25 kronor per aktie och ser potential för mer än så på sikt.

## Soltech Energy

### Rapportkommentar - Q1 2023

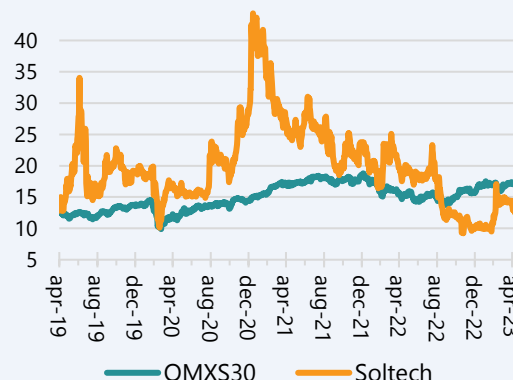
Datum 22 maj 2023  
Analytiker Johan Voss-Schrader

### Basfakta

Bransch Teknik/Solenergi  
Styrelseordförande Mats Holmfeldt  
Vd Stefan Ölander  
Noteringsår 2015  
Listning Nasdaq First North GM  
Ticker SOLT  
Aktiekurs 19/5 - 23 11,21kr  
Antal aktier, milj. 130,8  
Börsvärde, mkr 1466  
Nettoskuld\*, mkr -70,8  
Företagsvärde (EV), mkr 1395  
Webbplats www.soltechenergy.com

\* neg = nettokassa

### Kursutveckling senaste 48 månaderna



Källa: NasdaqOMX

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023P	2024P	2025P
Omsättning	1952	3100	4700	6980
EBITDA	-84	209	611	942
Rörelseres. (ebit)	-246	42	376	593
Nettoresultat	-270	8,5	253	415
Vinst per aktie	-2,06 kr	0,06 kr	1,93 kr	3,17 kr
Omsättningstillväxt	65%	59%	52%	49%
EBITDA-marginal	-4,3%	6,8%	13%	14%
Rörelsemarginal	-13%	1,4%	8,0%	8,5%
Vinstmarginal	-14%	0,3%	5,4%	5,9%
P/E-tal	neg	173	5,8	3,5
EV/ebit	neg	33	3,7	2,4
P/S-tal	0,8	0,5	0,3	0,2
EV/omsättning	0,7	0,5	0,3	0,2

Källa: Bolaget, prognoser och beräkningar Analysguiden

## Investeringsstes

### Konsoliderare på en feberhet marknad

Soltech Energy verkar på den snabbt växande marknaden för solcells-anläggningar. Marknaden förväntas växa globalt med 20-25% per år under innevarande decennium enligt flera bedömare, snabbare i Europa och speciellt i Sverige, samtidigt som den konsolideras kraftigt.

Soltech köper in komponenter och material med rätt kvalitets- och miljöstandard, sätter samman och installerar via förvärvade installationsbolag inom tak, fasad och elinstallationer. Under 2022 expanderade bolaget också utomlands via förvärv i Nederländerna och Spanien.

Den europeiska marknaden kännetecknas av en feberhet efterfrågesituation mot bakgrund av höjda klimatkrav, en akut strävan efter energioberoende efter Rysslands utpressning med strypning av leveranser av fossila energislag med destination Europa och de därav skenande energipriserna.

Myndigheterna i de flesta europeiska länder och EU stöttar nu investeringar i solenergi finansiellt, vilket borgar för bibehållen efterfrågan även under en sämre konjunktur. Tidigare komponentbrist och leveransstörningar har nu i huvudsak bedarrat, och det finns nu skäl att anta att marginalerna kan återställas och till och med förbättras mot tidigare år, i takt med att bolaget blir större. Även längre ner i resultaträkningen bör synergier och volymfördelar komma att synas i förbättrade marginaler framöver.

### Målen alltmer inom räckhåll

Bolaget har satt upp mål för 2024 som alltmer framstår som nåbara, med 4,7 miljarder i omsättning och en rörelsemarginal om 8-10%. Den extrema tillväxten de senaste kvartalen gör nu att dessa kan nås utan ytterligare förvärv om den organiska tillväxten fortsätter på samma nivå som under de senaste 2-3 åren i genomsnitt.

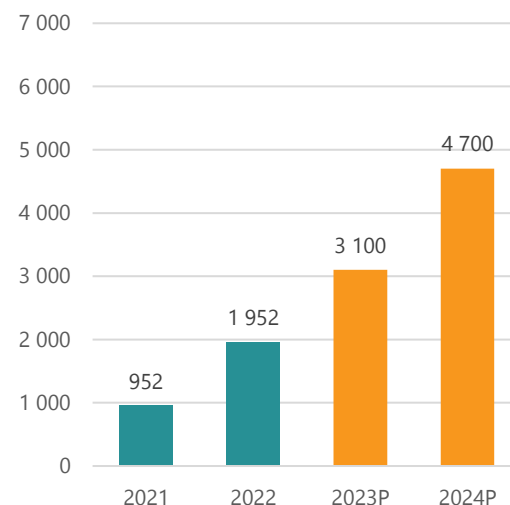
### Stor uppsida i aktien

Givet att bolaget levererar på sina mål och mot bakgrund av hur liknande bolag prissätts såväl internationellt som lokalt, så landar vi i att aktien är klart undervärderad på dagens nivå.

Nås en rörelsemarginal på 8% 2024 och omsättningen på 4,7 mdr, så hamnar vinsten per aktie på knappt 2 kronor och ett P/E-tal på mycket låga 5,8, samtidigt som bolaget växer närmare 50% per år. Det är alldeles för lågt.

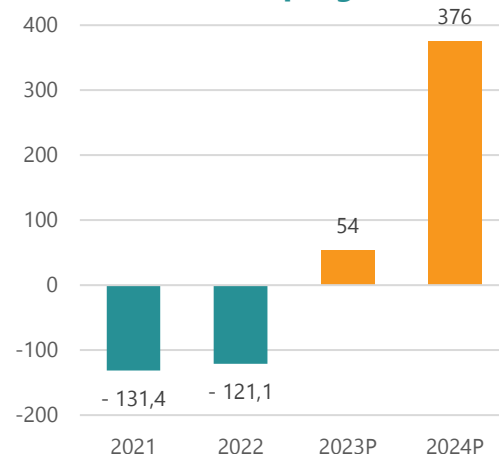
Dagens aktiekurs innebär att varje försäljningskrona i år bara värderas till 47 öre. Vi tycker det går lätt att motivera dubbla aktiekursen, 25 kronor, med branschens och bolagets utmärkta förutsättningar.

### Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

### Justerad EBIT med prognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

### Solfasad



Källa: Bolaget

## Marknad & Resultat

### Marknaden för solceller

Marknaden för solceller fortsätter att växa i rasande fart, framför allt i Europa där klimathänsyn nu övertrumpas av energisäkerhetsaspekten efter att Rysslands anfallskrig mot Ukraina totalt har förändrat spelplanen för energiförsörjningen i regionen. Tillväxttakten för solcellsininstallationer ligger nu långt över tidigare antagna nationella planer och även klart före EUs årsgamla plan, RePowerEU, som inom kort ska uppdateras med höjda mål. EU vill nu exempelvis se solceller på alla nya byggnader i Europa.

För de privatpersoner eller företag som gör investeringarna är drivkraften till stor del de skenande energikostnaderna. Men det är inte bara en bättre kontroll på priset, utan också garanterad tillgänglighet på el som lockar både företag och hushåll till en investering i en egen solcellsanläggning. Viss oro fanns i Sverige efter riksdagsvalet i höstas om minskade subventioner till förnybar energi, men den nya regeringen har tvärtom föreslagit ett ökat skatteavdrag från 15% till 20% för solcellsininstallationer.

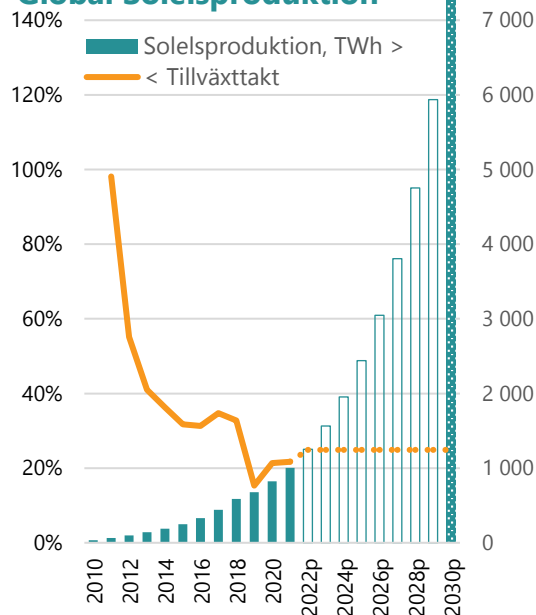
Solcellstrenden är inte så ny som man kan tro. Globalt har marknaden gått från 22 GW kapacitet installerad under 2007 till 240 GW som beräknas ha installerats ifjol. Det är en årlig tillväxttakt på nästan 35%, dvs det tar bara drygt två år för en fördubbling av mängden kapacitet som installeras per år. För ett år sedan passerades 1 TW i globalt installerad effekt – 10 gånger mer på 10 år, eller 26% per år.

Viktigare är dock hur det ser ut framåt och där menar IEA att solelsproduktionen behöver öka med 25% per år fram till 2030 för att vara i linje med deras Net Zero Emission Scenario, vilket baseras på de förändringar som bedöms vara nödvändiga inom olika områden för att världen ska kunna nå nettonollutsläpp år 2050 – det är alltså mer av ett krav än en prognos och det är osäkert om det kan nås fullt ut. För Europa prognosticerade Solar Power Europe i december 2022 i sitt medelscenario att tillväxttakten faller från 25% i år ner till 17% 2027 och sedan ligger kvar där decenniet ut. För Sverige bedömde Energimyndigheten i somras att solkraft kommer att växa med 33% i genomsnitt de kommande 3 åren i Sverige. Solar Power Europe's prognos ligger på 41% per år från 2022 till 2026, därefter "ett möjligt scenario" om 26% per år till 2030 för att nå 30 GW<sub>AC</sub> installerad kapacitet, mot 2,5 GW<sub>AC</sub> idag – detta efter en tillväxt på hela 80% för 2022 från 2021.

En fortsatt mycket kraftig strukturell tillväxt under många år ligger med andra ord i korten, men till det ska läggas en omogen och okonsoliderad marknad. Bara i Sverige finns det flera hundra bolag som installerar solceller och branschförbundet Svensk Solenergi räknar ca 280 medlemmar. Det är med andra ord upplagt för utslagningar och uppköp under resans gång. Soltech har insett det och bestämt sig för att komma ut som en av vinnarna på processen genom att mycket snabbt skaffa sig storleksfördelar, något som visat sig viktigt inte minst mot leverantörerna under komponentbristen ifjol.

För Spanien och Nederländerna, där Soltech också är verksamt, bedömer Solar Power Europe att tillväxttakten fram till 2026 kommer att ligga på 31% respektive 20%. Dessa marknader är mognare och t ex

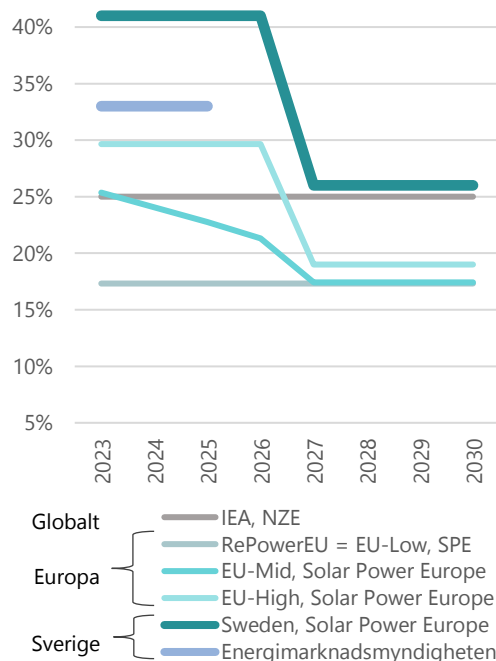
### Global Solelsproduktion



Totalt installerad kapacitet globalt. 2030p baserat på IEAs Net Zero Emission Scenario, samt stabil tillväxttakt under tiden. Ytterligare ansträngningar från såväl publika som privata parter kommer att krävas för att nå dithän, enligt IEA.

Källa: IEA, Solar PV Tracking Report, sept 2022

### Marknadstillväxt, prognoser



Källa: IEA, Solar Power Europe, RePowerEU, Energimarknadsinspektionen

Spanien tillhör redan de tio största i världen sett till installerad bas – tio gånger större än Sverige.

Det är också värt för framtiden att notera Soltechs breddning mot två nya områden:

- Solparker, där den första, Öringe Solpark ska komma i drift i år. Den kommer att ägas till 100% av Soltech. Den kommer att följas av nästa solparksprojekt i Ramsjöholm där finansiering och ägande ännu inte är bestämt.
- E-mobility, där Soltechs nyförvärv från i höstas, Kalema e-mobility, under kvartalet startade upp en av Sveriges största laddstationer för lastbilar i Göteborg.

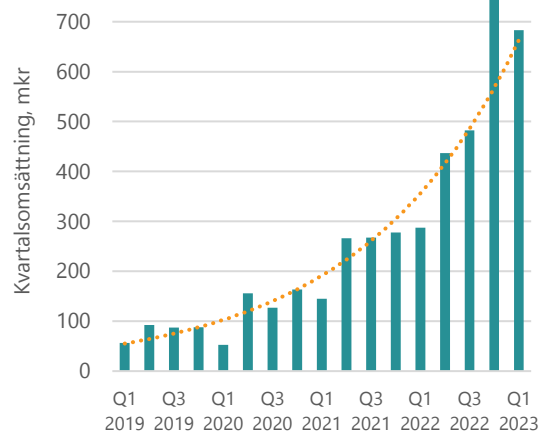
## Bra kvartal för intäkterna trots svår säsong

Soltechs intäkter uppgick till 683 mkr för första kvartalet (287,5 mkr Q1-22), en ökning med hela 138%. Det var visserligen lite lägre än fjärde kvartalets 755 mkr, men första kvartalen är normalt sett svaga då det inte är lätt att sätta upp solpaneler med kyla och snö. Ändå intar det gångna kvartalets omsättning en klar andraplats på listan över kvartalsomsättningar före Q3-22 med 482,5 mkr.

Detta åstadkoms dessutom under ett kvartal där fokus internt låg på att få upp lönsamheten efter det besvärliga fjolåret. Ambitionen lyckades till hälften. Personalkostnaderna sjönk till knappt 23% av omsättningen jämfört med knappt 37% för Q1-22 och knappt 25% för helåret 2022. Övriga externa kostnader hölls nere till 9,4%, mot 12,0% Q1-22 och 10,2% helåret -22. Däremot sjönk bruttomarginalen från 35% för Q4-22 till 33% för senaste kvartalet (37% Q1-22). Här straffades Soltech under fjolåret av en globalt kraftig ökning i efterfrågan på sole energi efter pandemin, och också som en följd av skenande energipriser efter Rysslands attack på Ukraina, vilket ledde till komponentbrist med åtföljande kraftiga prisökningar på ingående material, samtidigt som Soltech satt med fastprisavtal på kundsidan. Resultatet blev en bruttomarginal som bottnade på 25% under Q3 ifjol. Under Q4 studade den dock upp till 35%, vilket t o m överträffade en förmodat stark trend upp mot tidigare nivåer på låga fyrtiotalet procent, i takt med att fastprisavtalen började löpa ut och nya priser sätts i en stark marknad. Att siffran då gick ned till 33% för Q1-23 är lite av en besvikelse, men förklaras av bolagets CFO med en ofördelaktig mixförskjutning mellan bolagets fyra delar, tak, fasad, el och sol. Den effekten måste rimligen ha varit relativt kraftig eftersom en stor del av fastprisavtalen samtidigt betades av under kvartalet och borde ha *höjt* marginalen.

Sammantaget landade rörelseresultatet efter avskrivningar (EBIT) på -40 mkr (-53) eller en rörelsemarginal på -5,9% (-18,5%), och före avskrivningar (EBITDA) på -5,8 mkr (-38,5), dvs en EBITDA-marginal på -0,8% (-13,4%). I dessa siffror ingår resultatandelar i intressebolag (ASAB) som inte påverkar kassaflödet, med -11,6 mkr (-5,1), så om man bara tittar på Soltech Energys egna underliggande verksamhet så blir marginalerna på EBIT-nivå -4,2% (-16,7%) och före avskrivningar på +0,8% (-11,6%). Även om det är avsevärt bättre än Q1-22, så är det ändå något sämre än Q4-22, men det får väl tills vidare skrivas på säsongskontot.

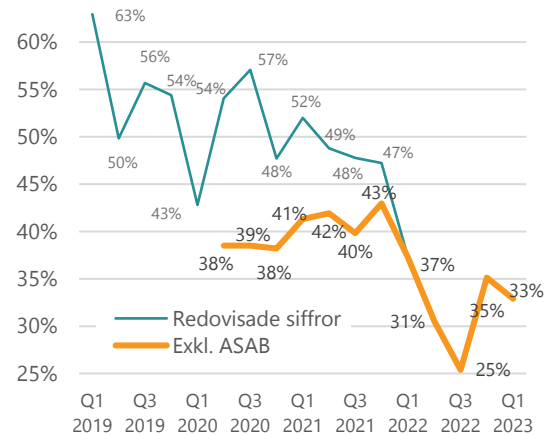
## 87% tillväxt/år sedan Q1 2019!



\* Fjärde kvartalet 2021 justerat för dekonsolideringen av Advanced Soltech AB (ASAB).

Källa: Bolaget

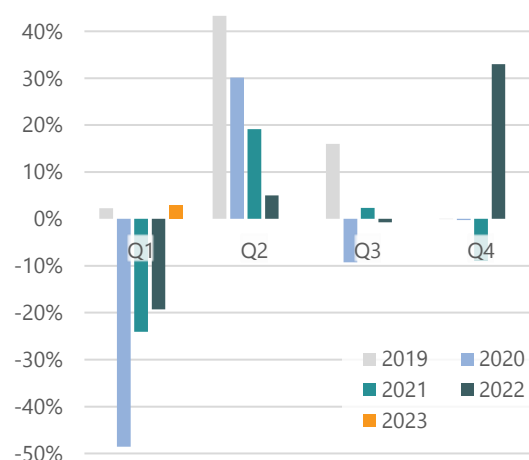
## Mer krävs i bruttomarginalen



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

## Säsongvariation

procentuell avvikelse från intäktstrend



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

## Prognoser & Värdering

### Prognoser

#### Omsättning

När Soltech lade fast sin förvävsstrategi hösten 2018 antogs de nuvarande finansiella målen om intäkter på 4,7 miljarder 2024 med en rörelsemarginal om 8-10%. Alltsedan dess har bolaget haft en halsbrytande tillväxt och kunde boka en omsättning för 2022 som var nästan fyrtio gånger större än för 2018 – eller 146% per år – och då har ändå ASAB avkonsoliderats längs vägen. Det har dock inte bara handlat om förvärv, utan den organiska tillväxten har samtidigt varit hög, med ett rekord på 57% för helåret 2022.

Från att vi har sett de 4,7 miljarderna 2024 som mycket aggressiva fram till så sent som för ett år sedan, framstår det målet nu som inom räckhåll. För att nå det så krävs en tillväxt på 48% i årstakt under de kvarvarande 7 kvartalen. Det kan jämföras med de 87% i årstakt som bolaget har vuxit med sedan Q1 2019, alltså direkt efter att strategin lades om. Det kan också ställas mot Soltechs organiska tillväxt på 47% sedan Q1 2021, vilket är det tidigaste kvartal för vilket bolaget givit siffror för den organiska tillväxten på nuvarande affär.

Vi ska heller inte glömma att de historiska jämförelseperioderna har varit mycket stökiga, med pandemi, ränteuppgångar, ett betydande krig i närområdet och komponentbrist. Kan den här takten hållas så behövs i princip inga förvärv längre för att nå omsättningsmålet, vilket inte hindrar att förvärv sannolikt ändå kommer att ske. Vi har nu också gått in i Soltechs säsongsmässigt starkaste kvartal, så vi har gott hopp om fortsatt stark tillväxt även på kort sikt.

#### Marginaler

När det gäller marginalmålet så är vägen till målet otydligare. Vi vill nog gärna se en klar förbättring redan i Q2, vilket också framstår som sannolikt av främst tre skäl:

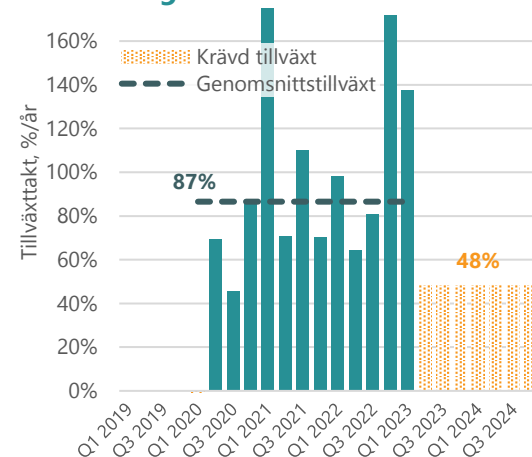
- Första kvartalets negativa mixförskjutning borde reverseras när vi nu går in i Soltechs starkaste kvartal,
- Priserna på paneler har t o m sjunkit lite grann under våren,
- Effektiviseringen på övriga poster som personal och övriga externa kostnader är rimligen bestående och kan över tid förhoppningsvis förbättras ytterligare,
- Till det bidrar rimligen synergiarbetet mellan koncernens olika delar som har accelererat senaste månaderna och dessutom kommer med tryck underifrån i organisationen.

Sammantaget bör det finnas goda förutsättningar att den positiva trenden i bruttomarginalutvecklingen från det fjärde kvartalet kan återupptas redan i Q2, och att förbättringar syns även längre ned i resultaträkningen.

#### Likviditet och kapitalförsörjning

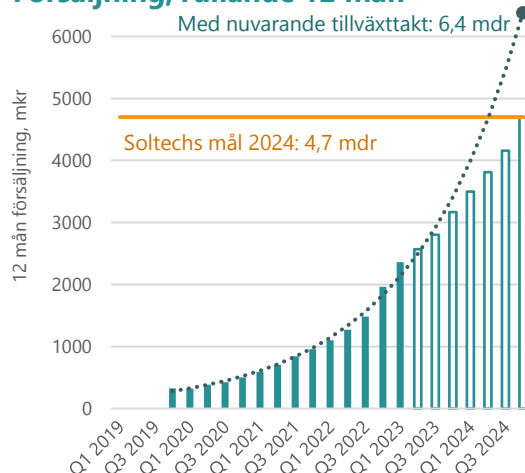
Likvida medel uppgår vid rapportperiodens slut till 233,8 mkr och räntebärande skulder till 163 mkr (101). Kassaflödet från den löpande

### Omsättningstillväxt



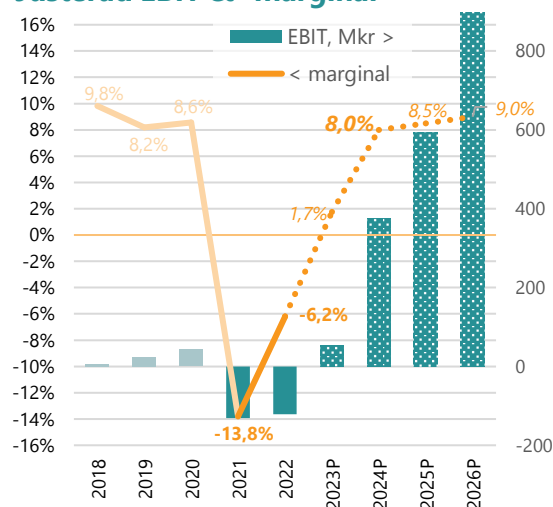
Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

### Försäljning, rullande 12 mån



Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Aktiespararna

### Justerad EBIT & -marginal



EBIT för åren 2021-22 är efter justeringar för ASAB och Neab-gruppen, åren dessförinnan utan dessa justeringar.

Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Analysguiden

verksamheten var första kvartalet -41,5 mkr (-80,2). Precis som med marginalerna så hade vi väl hoppats på något bättre siffror för Q1, men det är inget som håller oss sömnlösa om nätterna.

Däremot skulle kapitalförsörjningen potentiellt kunna vara ett orosmoln fram till stabila positiva kassaflöden nås, med tanke på hur svår marknaden är för små kassaflödesnegativa bolag att hitta finansiering. Soltech vill till varje pris undvika att göra en nyemission, framför allt på nuvarande kursnivåer. Företagsledningen har dock ett antal spakar att dra i för att klara sina målsättningar ändå, t ex:

- Verksamhetens blödande av kassa kommer att minska succesivt i takt med att lönsamheten förbättras och enligt våra beräkningar nå positiva siffror mot slutet av nästa år.
- Fram till och med september kan Soltech fortfarande begära skatteanstånd som en del av statens pandemihjälp till företagen, vilket för Soltechs del skulle kunna uppgå till kanske en kvarts miljard, som då egentligen är ett lån.
- Lock-up på ASAB-posten löper ut 29 oktober, så efter det datumet är Soltech fria att sälja den om de så skulle vilja.
- Det går sannolikt också att vrida ur mer ur rörelsekapitalet, dels då Soltech bör kunna förhandla till sig bättre betalningsvillkor givet sin allt större storlek, dels ta delar av kundbetalningar i förskott. Om det riktigt kniper kan möjligen factoring vara ett alternativ.
- Soltech är idag i princip obelånat, och med positiva kassaflöden lär bankerna vilja låna ut till dem.

I delårsrapporten skriver styrelse och VD också att "för den kommande tolv månadersperioden bedöms likviditetsförsörjningen som säkerställd...".

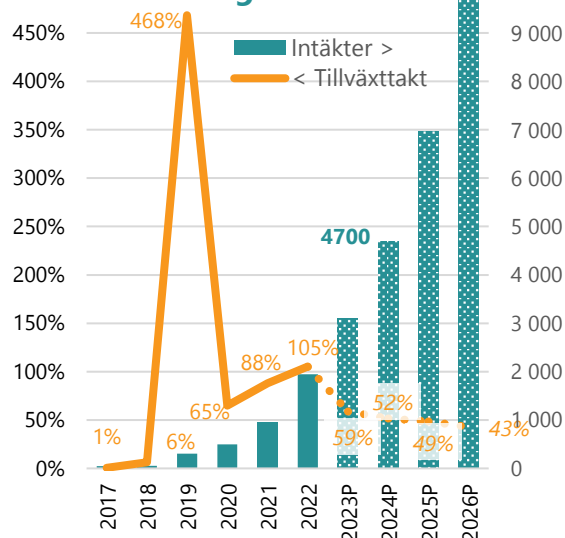
Vi kan dessutom konstatera att redan i Q1 så var kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapitalet i princip noll, så om det verkligen skulle knipa kan företagsledningen lätta lite på gaspedalen eftersom rörelsekapitalbehovet drivs av tillväxten.

Vad hela frågan om kapitalförsörjning egentligen kokar ner till enligt vårt förmenande är hur snabbt Soltech ska växa framöver. Marknaden konsolideras snabbt nu och bolaget blir konstant uppvaktat både av potentiella uppköpsobjekt som vill "in i värmen", dels i ökande grad också av företagsmäklare som har sett hur Soltech har blivit allt större och tagit en tydligare roll som konsoliderare i den fragmenterade svenska solenergimarknaden. Även i Spanien och Nederländerna konsolideras marknaden vilket ger attraktiva möjligheter till positionering där. Om hittillsvarande förvärvstakt ska hållas uppe för att tillvarata de offensiva möjligheter som marknaden bjuder på nu, så kommer mer kapital att krävas, och även om ledningen i det längsta drar sig för en nyemission – i alla fall på dessa nivåer – så skulle exempelvis en konvertibelemission inte kunna uteslutas så småningom.

### Prognossammanfattning

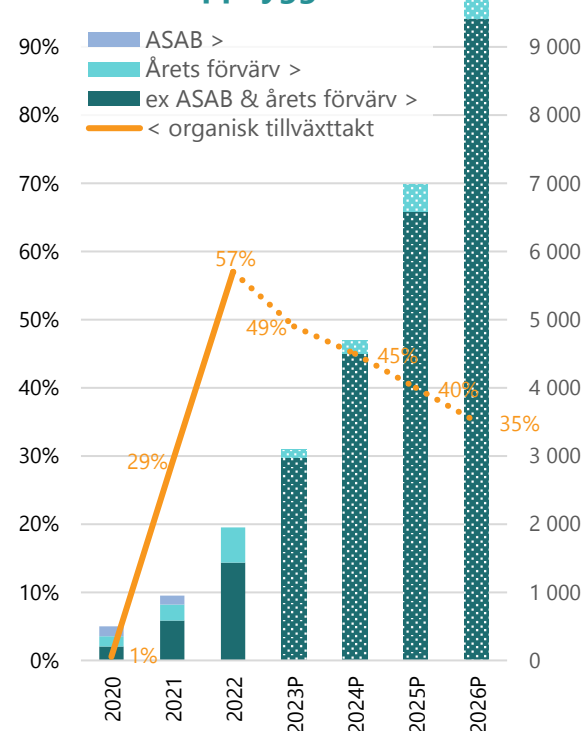
Sammantaget ser det alltmer ut som att Soltech skulle kunna nå sina ambitiösa mål för 2024 utan att behöva göra en nyemission, möjligen med en brasklapp för att rörelsemarginalen ska orka hela vägen upp i intervallet 8-10% för helåret 2024.

### Intäkter & Prognos



Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Aktiespararna  
Notera att tillväxttakterna för kalenderår skiljer sig från tillväxttakten på kvartalsbasis uppräknad till årstakt.

### Tillväxtens uppbyggnad



I våra prognoser räknar vi med att den organiska tillväxttakten faller ner mot marknadstillväxten och försiktigtvis med att den fortsätter att falla under prognoserna för marknaden.

Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Aktiespararna

Efter 2024 räknar vi med fortsatt kraftig tillväxt, om än inte på samma nivå som sedan 2018, utan att den under resten av decenniet sakta rör sig ner mot branschtillväxten som framåt 2030 beräknas till ca 25% av externa bedömare. Vi tror dock att under åren efter 2024 så kommer tillväxten att ske under god lönsamhet med en rörelsemarginal på runt 10%.

## Värdering

### På kort sikt

Redan en kortsiktig värdering ser mycket attraktiv ut med enkla mått, trots ett marknadsklimat som är mycket njuggt mot små, kassaflödesnegativa bolag. Redan i år så bedömer vi att Soltech vänder till svarta siffror och för nästa år så tror vi att de klarar sitt eget rörelsemarginalmål om 8-10%, om än med ett nödrop. Vi ser med andra ord inte Soltech som ett förhoppningsbolag längre, då lönsamhet nås under innevarande år och vi bedömer att vägen till positivt kassaflöde är relativt tydligt utstakad. Visst kan olyckor hända på vägen, men det kan ske med alla bolag och i Soltechs fall finns nödtåtgärder tillgängliga om det oväntade inträffar. Det som i Venture Capital-världen kallas "de-risking" går nu fort för Soltech.

Så hur skulle marknaden värdera ett lönsamt bolag – om än fortfarande litet – som växer med närmare 50%? P/E 15? 20? Eller ännu högre? Med den tillväxten och bibehållen marginal så halveras P/E-talet på två år... Det bör rimligen också finnas ett premium för att det är ett "climate tech"-bolag. På dagens kurs så värderas aktien till P/E 5,8 på 2024 års vinst givet att bolaget når sina mål, vilket vi alltså bedömer som troligt så som beskrivits ovan, och hittills har ledningen inte missat på något av sina mål. Matrisen till höger kan ge en idé om motiverad kurs utifrån de antaganden om marginal och P/E-tal som marknaden är villig att åsätta bolaget nästa år.

### Branschperspektivet

Även jämfört med transaktioner i branschen är det lätt att se att det finns en betydande uppsida i aktien: Soltech handlas till ett företagsvärde i förhållande till försäljningen, EV/Sales, på låga 0,45 för innevarande års försäljning och 0,30 för nästa år. I förhållande till rörelseresultatet, EV/EBIT, handlas aktien på likaledes låga 3,7 på 2024 års prognoser. Vi kan för jämförelsens skull relatera dessa siffror till vad Soltech själva har betalat för sina stora förvärv ifjol:

- För 260 mkr i omsättning i 365zon har/kommer Soltech att betala 193 miljoner totalt för 53,3% av aktierna, medräknat tilläggsköpeskillingar. Det ger ett företagsvärde (EV) på 362 miljoner för ett skuldfritt bolag, eller 1,4 gånger omsättningen.
- 365zons marginal minskade visserligen under fjolåret, men beräknas snabbt vara uppe på 10% med en förbättrad kundmix. Utgående från det och med samma sätt att räkna blir EV/EBIT för 365zon 14.
- För Sud Renovables ger motsvarande kalkyler ett EV/Sales på drygt 1,1 och EV/EBIT på 11, dock med reservation för att vi inte vet något om belåningen i bolaget, så nivåerna på multipelerna kan vara högre.

## Värderingsmatris marginal / P/E-tal

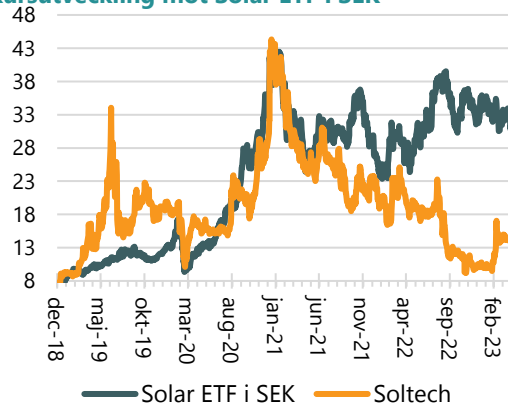
Motiverad kurs, kr	Rörelsemarginal 2024 ---->							
	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	
6	5	6	8	10	12	13	15	
8	6	9	11	13	15	18	20	
10	8	11	14	16	19	22	25	
12	10	13	16	20	23	27	30	
14	11	15	19	23	27	31	35	
16	13	17	22	26	31	36	40	
18	14	19	25	30	35	40	45	
20	16	22	27	33	39	44	50	
22	17	24	30	36	43	49	55	
24	19	26	33	40	46	53	60	
26	21	28	35	43	50	58	65	
28	22	30	38	46	54	62	70	
30	24	32	41	49	58	67	75	

Givet egna antaganden om till vilken multipel marknaden är beredd att betala Soltech-aktien i slutet av 2024, och givet egna antagande om den rörelsemarginal bolaget når för 2024, visar tabellen motiverad kurs för aktien, under förutsättning att omsättningen når bolagets mål om 4,7 mdr.

Aktuell värdering innebär ett P/E-tal på 5,8 för 2024 vid 8% marginal och representeras av den svarta boxen.

Källa: Analysguiden

### Kursutveckling mot Solar ETF i SEK



Soltechs kursutveckling mot den största solels-ETFen.

Källa: Refinitiv

Det här betyder enkelt uttryckt att Soltech handlas till en fjärdedel av värderingen av 365zon och en tredjedel av Sud Renovables, trots att marknadstillväxten är högre i Sverige än i Nederländerna och Spanien.

Ändå värderas de här bolagen utifrån en annan miljö: De är båda onoterade, de är betydligt mindre än Soltech och får därmed inte samma skalfördelar, etc. Deras marknader växer heller inte lika snabbt. Trots det ger de en viss, om än konservativ, indikation på hur man kan komma att se på värderingen av Soltech ganska snart. Vår känsla är snarast att man får öka på multiplarna ett par hack, både för att Soltech är så mycket större och för att bolaget är noterat.

### På längre sikt – kassaflödesanalysen

En traditionell kassaflödesanalys blir som alltid beroende av osäkra bedömningar av ett mer eller mindre dominerande terminalvärde, men kan ändå ge vissa insikter för den längre horisonten. Med en organisk tillväxt som är klart försiktigare än de marknadsbedömningar som beskrevs på sid 3, fortsatta förvärv som dock är självfinansierade, ytterligare någon procentenhets bättre bruttomarginal till år 2030 tack vare skalfördelar och synergier och en rörelsemarginal på 10%, så blir det matematiska värdet mångfalt högre.

En annan faktor att ta med i övervägandet är att med tilltagande storlek och börsvärde så kommer Soltech allt närmare tröskeln till institutionellt intresse. Redan idag bör microcapfonder ha möjlighet att investera och ganska snart även den betydligt större kategorin småbolsfonder. Även om det är förhållandevis god likviditet i aktien för att vara så liten kommer det dock att krävas tålamod för att bygga upp en vettig position, då medianvärdet senaste året bara ligger på drygt 6 mkr per dag och blockhandel nästan kan uteslutas då ägarbilderna är mycket spridd på i princip bara småsparare.

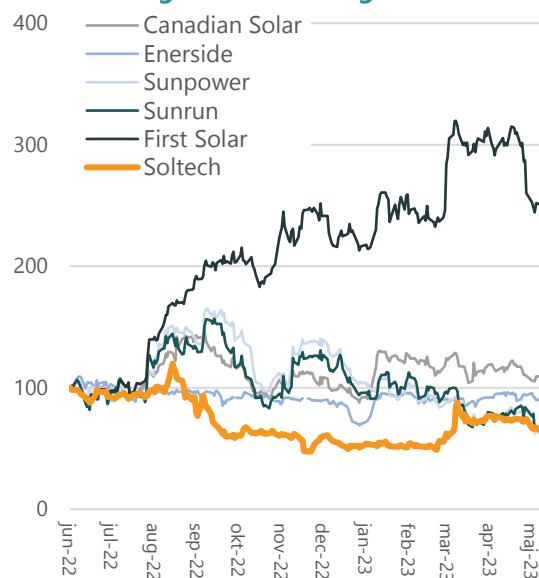
### Värderingssammanfattning

Oavsett perspektiv så framträder med tydlighet den misstro som marknaden fortfarande verkar ha till bolagets mål som nu ändå börjar ligga nära i tid. Detta trots att bolaget redan har levererat två utmärkta rapporter i rad och att ledningen tidigare har hållit sina målsättningar. Vi har självklart rannsakat både oss själva, våra kalkyler och våra bedömningar mot bakgrund av det som vi upplever som marknadens njugghet, men inte hittat mer än marginella justeringar som vi behövt göra. Tvärtom vidhåller vi att i takt med att misstron avtar – senast i samband med faktisk leverans – kommer kursen att stiga och vi ser en stor uppsida. Vi sätter en försiktig riktkurs på 25 kr, med potential för mer.

## Risker

Ett antal risker finns både långsiktigt och i närtid för Soltech. Marknaden för solenergi är ännu relativt liten i Sverige där endast 1,5 procent av elenergin idag utvinns från solpaneler. Detta ger mycket goda möjligheter för stark tillväxt men det är fortsatt dock en relativt ung bransch och ett fördröjt större genomslag för solenergi kan ge utebliven tillväxt.

### Soltech mot globala PV-bolag i SEK



Källa: Refinitiv

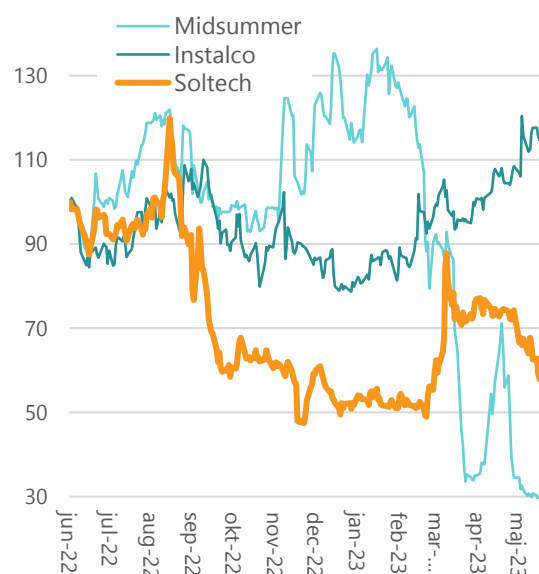
### Största aktieägarna\*, %

Stefan Ölander, VD	1,17%
Ruter 5 Holding	0,95%
JT Starks Holding	0,87%
Fredrik Telander	0,86%
Christoffer Caesar	0,68%

\* exkl. förvaltarregistrerade, pensioner, etc.

Källa: Bolaget

### Soltech mot liknande lokala bolag



Källa: Refinitiv



Bolaget säljer en högteknologisk produkt med ofta relativt avancerad tillverkningsprocess. Risken existerar att omvärldsfaktorer och brist på komponenter skapar osäkerheter i leveranskedjan. Den starka tillväxten inom sektorn som helhet och ökad konkurrens kan innebära ökande priser som inte fullt ut kan rullas över på kund. Globala komponentsbrister och ökande varupriser har under det gångna året påverkat bolaget kraftigt och risken existerar att detta fortsätter påverka negativt framöver under längre tid än förväntat, eller att marknadens villkor strukturellt ändras, med hämmad tillväxt och lägre resultat som följd.

En förvärvsstrategi innebär alltid att det finns en risk för att något av bolagen inte lever upp till förväntningarna eller, ännu värre, dolt eller farit med osanning om faktiska omständigheter. Även om inte detta är fallet tar förvärven mycket av ledningens fokus i anspråk, med risk för att övrig verksamhet blir lidande.

Finansieringen är också en tydlig risk då bolaget ännu inte nått lönsamhet och har negativa kassaflöden. Detta innebär att ytterligare utspädande emissioner framöver kanske ändå inte går att undvika, inte minst mot bakgrund av bolagets intensiva förvärvande.

Slutligen baseras värderingen på antaganden om framtiden som innehåller ett stort mått av osäkerhet. Utfallet kan både bli bättre och sämre än våra förväntningar vilket kan påverka värderingen stort. Den fas bolaget befinner sig i, med kraftig expansion och hög förvärvstakt, skapar också ett något mer svårprognostiserat läge, vilket innebär att osäkerheten i prognoserna ökar. Vi försöker bemöta detta genom säkerhetsmarginaler men risken existerar ändå att utfallet blir markant annorlunda än vi väntat oss.

## Marknad och Historik

### Om Soltech Energy

Soltech Energy utvecklar och säljer byggnadsintegrerade (BIPV) solceller samt säljer utanpåliggande solenergilösningar. Verksamheten har sedan 2019 stärkts med ett stort antal förvärv som breddar bolagets erbjudande och tar marknadsandelar. Traditionella bolag inom bland annat tak, fasad och el, har förvärvats in i Soltech-koncernen och börjat erbjuda hållbara produkter tillsammans med deras traditionella utbud. Takprodukterna består delvis av utanpåliggande traditionella solceller samt även egenutvecklade solceller integrerade direkt i takpannorna, kallade Soltech RooF och Soltech ShingEl. Soltech erbjuder även fasadprodukten Soltech Facade, som integrerar solceller i byggnadsfasader som helt ersätter fasaden.

Soltech leds av VD Stefan Ölander sedan 2018 som också är en av bolagets största ägare med totalt 1,4 miljoner aktier i bolaget. I ledningen återfinns bred erfarenhet från ledande positioner i ett antal branscher med styrelseordförande Mats Holmfeldt i spetsen, med 25 års erfarenhet från bank och finansbranschen och med bred erfarenhet som rådgivare och styrelseledamot i start-ups och innovationsbolag.

### Starka år historiskt

De senaste åren har kännetecknats av stark tillväxt för Soltech, såväl organiskt som via förvärv. Koncernens intäkter växte hela 469% till 2019 då de uppgick till 303,5 mkr. Bolaget levererade sedan tillväxt på 65% till 2020 med intäkter på 500 mkr, 148% tillväxt till 2021 då intäkterna landade på 1239 mkr och nu senast hela 217% till 1952 Mkr (alla siffror t o m 2021 inklusive den särnoterade kinesiska verksamheten Advanced Soltech AB, ASAB). Tillväxten har historiskt rört både den svenska och kinesiska verksamheten men varit störst i Sverige som uppvisat mycket stark tillväxt under de senaste åren. Prognosen för i år pekar på en omsättning om 3100 mkr, en ökning med 59%. Merparten av den historiska tillväxten kan härledas till ett stort antal genomförda förvärv under åren, beskrivna nedan.

Trots den starka tillväxten har resultatet hållit upp väl historiskt, förutom under fjolåret. EBITDA och rörelseresultatet ökade 2020 med 56 respektive 72 procent, till att uppgå till 101,8 miljoner kronor och 42,7 miljoner kronor. 2021 innebar ett EBITDA-resultat på 317,5 miljoner kronor och ett rörelseresultat på 150,7 miljoner kronor, kraftigt stärkt av en extraordinär intäkt i samband med särnoteringen av Advanced Soltech, men ifjol kom ett tapp till -148,6 Mkr på EBITDA-nivå och -246,3 i rörelseresultat. Dock var dessa påverkade av flera jämförelsestörande poster, så justerat för dessa var motsvarande siffror -23,3 Mkr (-63,9 för 2021 justerat) och -121,1 Mkr (-131,4) för rörelseresultatet.

### En makalös förvärvsresa

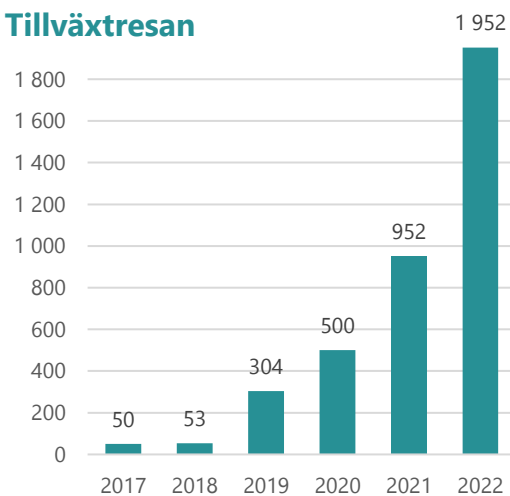
Den starka tillväxten bygger till stor del på förvärv där Soltech byggt upp en enhetlig koncern av sol-, el-, fasad- och takbolag som tillsammans innebär ett komplett solenergiebjudande. Fokus har genomgå-

### Takmonterade solpaneler



En av Nordens största takplacerade solcellsanläggningar som Soltech uppfört åt Castellum i Hisingen Logistipark strax utanför Göteborg.

### Tillväxtresan



Sedan förvärvsstrategin lades fast i slutet av 2018 har Soltech vuxit så det knakar.

Källa: Bolaget

ende varit att förvärva bolag med etablerad, lönsam historia som är villiga att ta steget till solenergiindustrin. Stort fokus ligger på att hitta entreprenöriella företag med en vilja att fortsätta driva och utveckla bolaget inom den växande koncernen. På detta sätt byggs, som bolaget själva uttrycker det, optimala förutsättningar för tillväxt med en stor grupp drivna entreprenörer i samma koncern. Därtill genomförs förvärven ofta till attraktiva multiplar där onoterade bolag tas in i en noterad miljö vilket får värdeskapande effekter och synergier uppstår genom tillgång till alla nödvändiga kompetenser i huset, såsom solutrustning, tak/fasad och elinstallationer.

Förvärvsstrategin beslutades i slutet av 2018. Året därpå inleddes med att Soltech förvärvade majoritetsposter i Nyedal Solenergi, ett solenergi-bolag, samt NP-Gruppen, ett av Sveriges mest etablerade takföretag. Detta följdes upp med ett förvärv av Swede Energy Power, ett av Sveriges ledande solenergiföretag. Året avslutades med att en majoritetspost förvärvades i Merasol AB, ytterligare ett etablerat solenergi-bolag med fokus mot företagsmarknaden. Detta följdes upp med förvärvet av Soldags i Sverige AB, ytterligare ett solenergi-bolag. 2020 kännetecknades av accelererade förvärvstakt, där hela åtta bolag förvärvades in i koncernen. Takorama AB och Fasadsystem i Stenkullen AB var de första två förvärven. Takorama förvärvades under mars månad och arbetar med platta tätskiktstak inriktade mot företagsmarknaden. Därefter kom förvärvet av Fasadsystem i Stenkullen AB som är ett av Sveriges ledande företag inom fasadbranschen med lång erfarenhet av att utveckla aluminiumfasader. Efter sommaren förvärvades 60 procent av aktierna i Miljö & Energi Ansvar Sverige AB, två takföretag i Kalmar och Växjö, Takrekond i Småland AB och Takrekond i Kalmar AB och slutligen Din Takläggare i Arvika AB.

2021 gick i samma anda och startade med förvärv av Annelunds Tak AB och Ljungs Sedum Entreprenad AB. Därefter utökade bolaget ägandet i Swede Energy och Merasol till 100% och i maj förvärvades också Takbyrå i Alingsås AB. Slutligen tog bolaget position inom elteknik, med förvärven av Provektor Sweden och Rams El. Under tredje kvartalet förvärvades takbolaget Wettergrens Tak, och Neabgruppen inom elteknik. Fjärde kvartalet köptes fasadbolaget ESSA Glas och Aluminium AB i Örebro och därefter Falu Plåtslageri AB samt Tak och Bygg i Falun AB. Sammanlagt innebär detta totalt 10 genomförda förvärv under 2021.

2022 har i Sverige inneburit två tilläggsförvärv, Trönninge Elektriska och Solexperterna i Värmland AB, samt förvärv av minoriteten i Din Takläggare, Fasadsystem i Stenkullen och 100%-iga förvärv av TGs El i Finspång, Takab i Jönköping och Takrekond i Småland. Slutligen förvärvades 80% av aktierna i Kalema E-Mobility, vilket är Soltechs första renodlade elbils-laddningsbolag.

Hittills under 2023 har tilläggsförvärv gjorts i Vårgårda Solenergi, Plåtteamet i Örnsköldsvik, Arvika Elinstallationer och Din elkontakt i Kungälv.

## Strategiskt viktiga utlandsförvärv 2022

2022 dominerades dock av utlandsförvärven: 365 Energie Holding BV (365zon) i Nederländerna i april och spanska Sud Energies Renovables SL i juni, vilket vi skrev om utförligare i början av augusti 2022.

## Byggnadsintegrerade solpaneler



Soltech Shingel, en modern takpanna med fullt integrerade solceller.

## Även för privatbostäder



## Solcellsparken utanför Karlskrona



Soltech har också börjat utveckla solparker tillsammans med externa investerare.

Den strategiska betydelsen av dessa förvärv bör inte underskattas. Det är kliv in på helt nya marknader, det är betydligt större förvärv än vad Soltech tidigare gjort och det är solcellsbolag och inte installationsfirmor (tak, fasad, el) som har varit Soltechs fokus på hemmaplan på senare år. De utgör dessutom lokala hubbar för ytterligare förvärv, ungefär som Soltech själv är hubben i Sverige.

### 365zon

365zon har omkring 40 anställda och tillhandahåller huvudsakligen solcells- och laddinstallationer till privatpersoner. Bolaget omsatte 250 miljoner kronor under 2021 med ett rörelseresultat på 10 miljoner kronor. Bolaget tillförde cirka 260 miljoner i omsättning bara under resten av 2022 och fram till 2024 väntas omsättningen från bolaget uppgå till cirka 1,2 miljarder med ett rörelseresultat kring 120 miljoner. Tillväxten väntas dels vara ett resultat av den starkt växande nederländska marknaden, dels en effekt av de synergier som väntas uppnås när bolaget blir en del av Soltech-koncernen. Förvärvslikviden för 53,3 procent av aktierna uppgår till 115,7 miljoner, men eventuella tilläggsköpeskillingar kommande år kan öka siffran till cirka 193 miljoner totalt. Bolaget har också en option att förvärva resterande delen av bolaget under 2025. Givet den starka historiken, tillväxten och lönsamheten var prislappen attraktiv och motsvarande börsnoterade bolag hade troligen krävt ett klart högre pris. Priset var även på jämförbar nivå med svenska bolag trots att 365zon kan uppvisa klart bättre lönsamhet och en rörelsemarginal kring 10 procent.

### Sud Renovables

Sud Renovables omsatte 2021 ca 90 mkr som beräknas ha ökat till ca 245 mkr 2022 med en rörelsemarginal om ca 8-10%. Bolaget är inriktat på utveckling och installation av solenergi- och lagringslösningar för fastighetsägare och företag, men erbjuder även solcellslösningar för privatpersoner. Sud Renovables har ca 60 anställda i moderbolaget och ca 35 anställda i det helägda dotterbolaget, Instal Sud, som är ett installations- och montageinriktat bolag och som ingår i förvärvet vilket är positivt. Utöver god solinstrålning skapar kombinationen av politiska lättnader och höga elpriser mycket goda förutsättningar för solenergiaktörer i landet. Till och med 2024 beräknas Sud Renovables bidra med över 868 MSEK i omsättning till en rörelsemarginal om 8-10%.

Förvärvet av 65% av Sud Renovables betalas med en initial kontantdel om ca 45 MSEK och med nyemitterade Soltech aktier till ett värde av ca 36 MSEK. Under de kommande 36 månaderna kan en rörlig tilläggsköpeskillning om totalt ca 98 MSEK betalas ut, om uppställda omsättnings- och lönsamhetsmål uppnås, vilket skulle ge en total förvärvslikvid på ca 179 MSEK. Soltech har dessutom en option på att köpa upp resterande 35 % efter 2024 till en liknande värdering. Även här framstår prislappen som klart attraktiv, om än med reservation för att vi inte vet hur mycket skulder som ingår.

### 365zons kunderbjudande



**365zon.nl**

**OFFERTE**

<b>12</b> SOLNEEMERLEN	<b>VERMOGEN</b> 3120 WP	<b>OPBRENGST</b> 2800 KWH/JAAR	<b>BESPARING</b> €644 PER JAAR	<b>TERUGKEREN</b> TID 5,6 JAAR	<b>KLEUR</b> ZWART MONO
---------------------------	-------------------------------	--------------------------------------	--------------------------------------	---	-------------------------------

Soltechs holländska förvärv vänder sig i huvudsak till privatpersoner.

### Spanska förvärvet Sud Renovables



Sud Renovables vänder sig i första hand till företag och fastighetsägare.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://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