

Explosiv tillväxt och nödvändig kassaförstärkning

Hög tillväxt men resultatet tyngs

Soltech Energys andra kvartal innebär fortsatt explosiv tillväxt, när koncernens intäkter ökar med 126% till 437 miljoner kronor jämfört med fjolårets 194 mkr justerat för särnoteringen av den tidigare konsoliderade kinesiska verksamheten Advanced Soltech (266 mkr ifjol inklusive ASAB). Bolaget rapporterar en bruttomarginal på 31% (46% inkl ASAB) och ett EBITDA-resultat (före intresseandelar) på -38 miljoner kronor (-22,8, justerat för ASAB). Försämringen i EBITDA-resultatet hänförs främst till ökande komponentkostnader och hög investeringstakt i dotterbolag. Rörelseresultatet uppgick till -54,6 miljoner kronor (-20,5 exkl ASAB). Uppmuntrande att se är att trots att bolaget håller fortsatt hög förvärvstakt lyckas koncernen uppvisa 35% organiskt tillväxt under kvartalet (36%).

Extrem efterfrågan och leveransstörningar

Intresset från både privatpersoner och företag att installera solpaneler är extremt, båda för att minska kostnader och i syfte att öka energioberoende. Utöver Soltechs +126% har t ex Vattenfall och Svea Solar sett dubblad efterfrågan. Marknaden framstår som omättnad just nu och leveranstiderna har ökat rejält trots att bolagen gör allt de kan för att leverera. Samtidigt har kriget i Ukraina och omfattande nedstängningar i Kina inneburit rejäla svårigheter och kostnadsökningar i försörjningskedjan, vilket syns på marginalerna. Soltech framhåller att de, delvis tack vare sin storlek, lyckas säkra leveranser genom att bygga lager och se över och säkra transportvägar och villkor.

Utlandsförvärv och påfyllning av kassan

Inhemska förvärv under perioden hamnar i skuggan av de betydligt större köpen av 53% av holländska 365zon och 65% av spanska Sud Renovables, båda med option att på sikt förvärva resten av aktierna. 365zon förväntas omsätta 350 mkr under 2022 med en rörelsemarginal kring 10 procent och Sud Renovables ca 245 mkr till 8-10 marginal – båda klart bättre än jämförbara svenska solenergibolag. Fram till 2024 väntas 365zon tillföra över 1,2 mdr och Sud Renovables 868 mkr i omsättning för Soltech, stora steg på vägen mot målsättningen om en omsättning på 4,7 mdr 2024. Förvärven innebär också ett nytt, viktigt kapitel i bolagets strategiska utveckling, som vi beskrev utförligare i en kommentar i början av augusti.

Igår meddelade bolaget också att man tar in nya pengar genom en garanterad företrädesemission om 228 mkr, med en övertilldelningsoption om 253 mkr, att tecknas 12-26 september på kursen 11 kr. Skulle även övertilldelningsoptionen tecknas fullt ut så har bolaget säkrat ungefär halva den nödvändiga finansieringen till och med 2024. Även om utspädningen inte är oväsentlig, så sänker det här självklart risken betydligt i aktien och emissionsgarantin är ett styrketecken i en svag marknad. På ett par års sikt finns en tydlig uppsida i aktien.

Soltech Energy

Rapportkommentar - Q2 2022

Datum för kursdata

1 september 2022

Analytiker

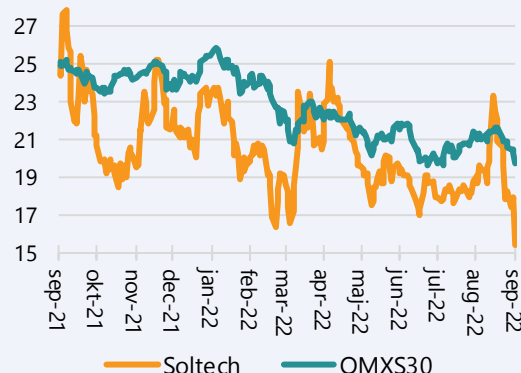
Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch	Teknik/Solenergi
Styrelseordförande	Mats Holmfeldt
Vd	Stefan Ölander
Noteringsår	2015
Listning	Nasdaq First North GM
Ticker	SOLT
Aktiekurs	15,38 kr
Antal aktier, milj.	103,8
Börsvärde, mkr	1596
Nettoskuld*, mkr	-150,1
Företagsvärde (EV), mkr	1446
Webbplats	www.soltechenergy.com

* neg = nettokassa

Kursutveckling senaste 12 månaderna



Källa: NasdaqOMX

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022P	2023P	2024P
Omsättning	952	1700	2800	4700
EBITDA	318	34	308	799
Rörelseres. (ebit)	151	-102	84	423
Nettoresultat	77	-117	39	288
Vinst per aktie	0,75 kr	-1,13 kr	0,37 kr	1,60 kr
Omsättningstillväxt	65%	79%	65%	68%
EBITDA-marginal	33%	2,0%	11%	17%
Rörelsemarginal	16%	-6,0%	3,0%	9,0%
Vinstmarginal	8,1%	-6,9%	1,4%	6,1%
P/E-tal	21	neg	41	9,6
EV/ebit	9,6	neg	17	6,2
P/S-tal	1,7	0,9	0,6	0,6
EV/omsättning	1,5	0,9	0,5	0,6

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden (nyckeltalen för 2024p iusterade för beräknat kapitalbehov.)

Investeringsstes

Konsoliderare på en feberhet marknad

Soltech Energy verkar på den snabbt växande marknaden för solcells-anläggningar. Marknaden förväntas växa globalt med drygt 15% per år under den närmaste 10-årsperioden enligt Bloomberg NEF, 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 året har bolaget också expanderat utomlands via förvärv i Nederländerna och Spanien.

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

Samtidigt har komponentbrist och leveransstörningar skapat en osäker och dyr försörjningssituation, något som drabbat Soltechs bruttomarginaler ganska hårt kortsiktigt. På lite längre sikt finns dock inga skäl att anta att inte marginalerna kan återställas eller 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.

Aggressiva men möjliga mål

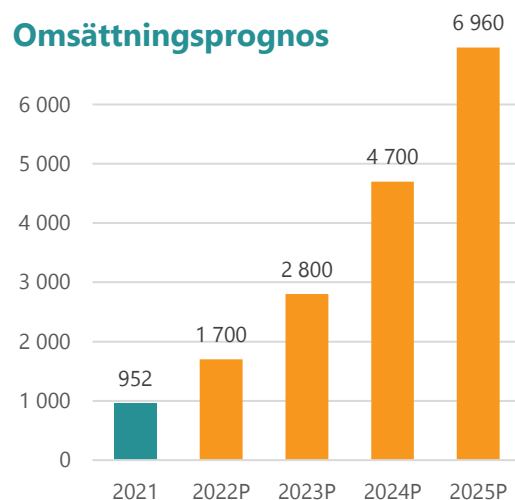
Bolaget har satt upp aggressiva men fullt möjliga mål för 2024, med 4,7 miljarder i omsättning och en rörelsemarginal om 8-10%. Trots en förväntad organisk tillväxt om 35% per år, så kommer dock fortsatta förvärv att krävas i ganska stor omfattning för att målet. Det innebär att en kapitalförstärkning om ca 1 miljard kommer att krävas för att nå fram, där dagens annonserade emission utgör en viktig pusselbit för att göra målsättningen möjlig.

Tydlig uppsida i aktien

Givet att bolaget levererar på dessa mål, mot bakgrund av hur liknande bolag prissätts och medräknat den utspädning som kapitalförstärkningen kommer att innebära, så landar vi i att aktien är klart undervärderad på dagens nivå.

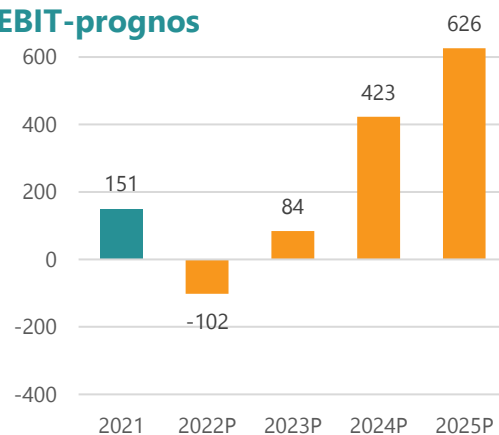
Med en rörelsemarginal som når de 8-10% och ett avkastningskrav på 12%, så innebär dagens aktiekurs att bolaget värderas till cirka EV/Sales på 1 och EV/EBIT på 11 år 2024. Det för ett bolag som vid den tidpunkten kommer att ha haft en tillväxt i omsättningen på närmare 70% för både 2023 och 2024. Det är för lågt. I takt med att bolaget kommer runt till svarta siffror så bör en tydlig uppvärdering kunna ske.

Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

EBIT-prognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Utsikter och värdering

Marknaden för solceller

Att marknaden för solceller fullständigt exploderar just nu torde knappast ha undgått någon. Drivkrafterna är klimatet och det senaste året givetvis 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.

Solcellstrenden är dock inte så ny som man kan tro. Globalt har marknaden gått från 22 GW kapacitet installerad under 2007 till beräknat 240 GW som kommer att ha installerats i år. 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.

Viktigare är dock hur det ser ut framåt och där räknar exempelvis Bloomberg New Economy Finance med att det om 10 år kommer att installeras 1200 GW per år, vilket skulle innebära en tillväxttakt om drygt 15% per år i genomsnitt under perioden. År 2030 beräknar EIA att drygt 15% av all el i Europa kommer att genereras med solceller – en fördubblad andel mot idag av en snabbt växande kaka på grund av den starka elektrifieringstrenden. Då är dessa beräkningar ändå gjorda före kriget i Ukraina och rusningen i Europa mot energioberoende.

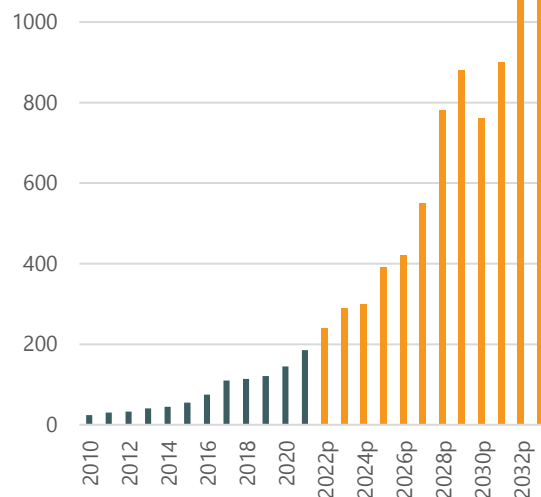
En fortsatt kraftig strukturell tillväxt under många år är med andra ord bakgrunden, men till det ska läggas en omogen och okonsoliderad marknad. I lilla Sverige finns det flera hundra bolag som installerar solceller och branschförbundet Svensk Solenergi räknar idag 282 medlemmar. Det är med andra ord upplagt för utslagningar och uppköp under resans gång. Soltech har insett det och har bestämt sig för att komma ut som en av vinnarna på processen genom att mycket snabbt skaffa sig storleksfördelar.

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.

Solcellsinstallationer, GW



Årligt installerad kapacitet, GW

Källa: Bloomberg NEF

Takmonterade solpaneler



Nordens största solenergianläggning på tak som byggs för Castellum Hisingen Logistikpark i Göteborg.

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 och 148% tillväxt till 2021 då intäkterna landade på 1239 mkr, alla siffror inklusive den nu särnoterade kinesiska verksamheten Advanced Soltech AB (ASAB). Tillväxten har rört både den svenska och kinesiska verksamheten men är störst i Sverige som uppvisat mycket stark tillväxt under de senaste åren. Prognosen för i år pekar på en omsättning om 1700 mkr, en ökning med 86% från 2021 års nettoomsättning på 913 mkr, exklusive ASAB och övriga intäkter, främst statliga bidrag hänförliga till ASAB. Merparten av denna tillväxt kan härledas till ett stort antal genomförda förvärv under åren, beskrivna nedan.

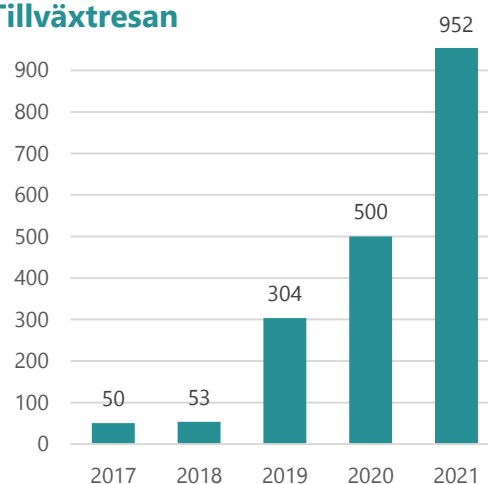
Trots den starka tillväxten har resultatet hållit upp väl historiskt. EBITDA och rörelseresultatet ökade 2020 med 56 respektive 72 procent, till att uppgå till 101,8 miljoner kronor och 42,7 miljoner kronor. Fjolåret, 2021, innebar ett EBITDA-resultat på 317,5 miljoner kronor och ett rörelseresultat på 150,7 miljoner kronor, kraftigt stärkt av en extraordinär intäkt i samband med särnoteringen av Advanced Soltech.

En makalös förvävsresa

Den starka tillväxten bygger till stor del på förvärv där Soltech byggt upp en enhetlig koncern av sol-, el-, fasad- och takbolag som tillsammans kan erbjuda ett komplett solenergieerbjudande. Fokus har genomgående varit att förvärva bolag med etablerad, lönsam historia som är villiga att ta steget till solenergibranschen. 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.

Förvävsstrategin 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.

Tillväxtresan



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

Källa: Bolaget

Byggnadsintegrerade solpaneler



Soltech Shingel, en modern takpanna med fullt integrerade solceller.

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 Takbyrån 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 och Fasadsystem i Stenkullen och slutligen ett förvärv av TGs El i Finsspång.

Strategiskt viktiga utlandsförvärv

Emellertid domineras innevarande år av utlandsförvärven: 365 Energie Holding BV (365zon) i Nederländerna i april och spanska Sud Energies Renovables SL i juni, vilket vi skrev om lite utförligare i början av augusti.

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 kommer båda dessutom att utgöra lokala hubbar för ytterligare förvärv, ungefär som Soltech själva är hubben i Sverige.

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. Bara under resterande 2022 väntas bolaget tillföra cirka 260 miljoner i omsättning 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 ser prislappen attraktiv ut och motsvarande börsnoterade bolag hade troligen krävt ett klart högre pris. Priset är även på jämförbar nivå med svenska bolag trots att 365zon kan uppvisa klart bättre lönsamhet och en rörelsemarginal kring 10 procent.

Sud Renovables omsatte 2021 ca 90 mkr som beräknas öka 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

Även för privatbostäder



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 tilläggsköpeskilling 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.

Utsikter och värdering

Prognoser

Utvecklingen framåt är svårbedömd, både på översta raden på grund av förvärv och även längre ned i resultaträkningen, beroende på att siffrorna är väldigt slagiga från en period till en annan. Några "normalnivåer" för olika parametrar som ingår i prognoser och värderingar har helt naturligt inte hunnit etableras i ett så snabbväxande bolag.

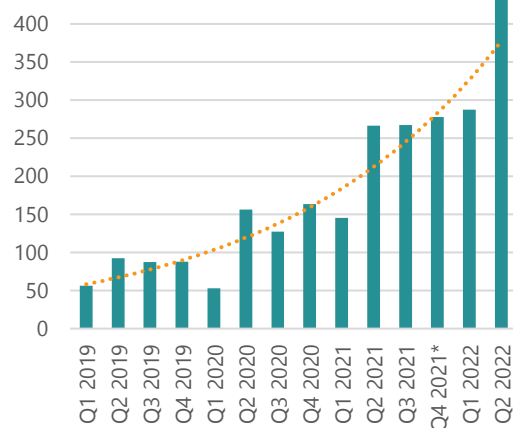
Soltech har som egen uttalad målsättning att nå 1,7 miljarder i omsättning i år och 4,7 miljarder 2024, då med en rörelsemarginal om 8-10%. Inte minst mot bakgrund av den starkt ökade efterfrågan i år från redan tidigare höga nivåer så räknar vi med att den organiska tillväxten om 35% per år består till 2024, vilket kanske till och med kan visa sig för försiktigt. Resterande omsättning upp till 4,7 miljarder behöver då förvärvas, samtidigt som den organiska tillväxten också drar kapital, men bolaget har dock en nettokassa kvar och beräknas dessutom generera en del egna medel. Kapitalbehovet beräknas sammantaget av bolaget till ca 1-1,5 miljarder, vilket framstår som rimligt.

Den företrädesemission som annonserades igår kommer därför väl till pass: Emissionen uppgår till 228 mkr, 100% garanterad och med en övertilldelningsoption om 253 mkr till en beräknad kostnad om 28,5 miljoner. Prislappen sattes till 11 kronor per aktie, vilket innebär en rabatt på drygt 38% från dagen innan. En så pass stor rabatt höjer visserligen sannolikheten att fylla emissionen, men innebär samtidigt en inte oväsentlig utspädning. Vid full teckning av övertilldelningen så kommer antalet nya aktier uppgå till 43 757 008 stycken. Räknat på stängningskursen i förrgår, 17,90 per aktie, så blir den nya kursen matematiskt 15,85 kronor. Aktien stängde igår på 15,38 och står i skrivande stund i 15 kronor jämnt. Teckningsrätternas matematiska värde kan beräknas till 97 öre styck – 5 stycken krävs för att teckna en ny aktie – men kommer givetvis att handlas utefter aktuell aktiekurs.

Om emissionen fylls så kan den svara för ca hälften av det beräknade behovet till 2024-målet. Resterande kommer sannolikt senare, givet marknadsförutsättningarna. Om det riktigt kniper så kan Soltech också sälja hela eller delar av sin post i ASAB, som till dagens kurs är värd 227 mkr och i sista hand förstås också lätta lite på gaspedalen i förvärvstakten.

När det gäller resultatet så har det hållits upp av ASAB, men har exklusivt den verksamheten hamnat på rött på såväl EBITDA som rörel-

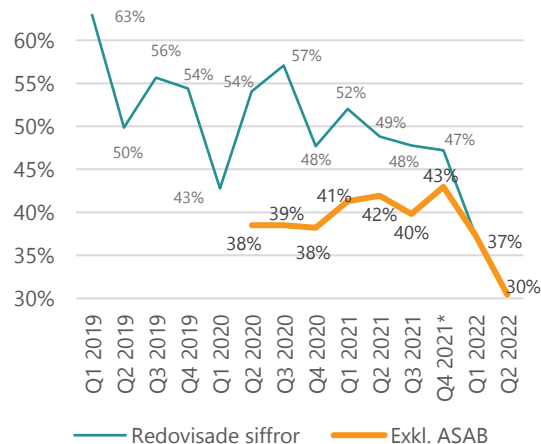
88% årlig tillväxt sedan Q1 2019



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

Källa: Bolaget

Fallande bruttomarginal



Stigande råmaterialpriser, komponentbrist, leveransproblem, mixförskjutning, eftersläpning i prisjusteringar mot kund och avsaknaden av ASAB har tillsammans bidragit till fallet i bruttomarginalen.

Källa: Beräkningar Analysguiden

seresultatnivån. Att under fortsatt kraftig tillväxt då förvänta sig att EBIT ska upp till 8-10% för 2024 är inte givet. Några faktorer pekar dock på att det är möjligt:

- Dels har komponentbrist, prisuppgångar på materiel, lageruppbyggnad och eftersläpning i prisjusteringar mot kund medfört att bruttomarginalen sjunkit så lågt som till 31% för andra kvartalet, jämfört med 46% för andra kvartalet i fjol, då visserligen ASAB förskönade siffran. Med samma bruttomarginal som i fjol, allt annat lika, hade rörelsemarginalen för årets andra kvartal landat på 2,5%. Även om problemen på komponent- och leveranssidan kan hålla i sig något eller några kvartal till så tyder marknadsstudier på att det kommer att rätta till sig på något års sikt, och Soltech höjer också priserna ut mot kund, fast det sker med en viss eftersläpning.
- Utlandsförvärven ligger redan på rätt marginaler och drar därmed upp genomsnittet för koncernen framöver.
- Det finns fortfarande mycket synergier att skörda i redan gjorda förvärv och skalfördelar kommer att komma i takt med att bolaget växer, t ex i form av lägre priser på större volymer, kostnaden för gemensamma funktioner kan slås ut över fler bolag och resurser kan poolas så att projekten löper smidigare och beläggningen kan hållas högre.

Sammantaget innebär det här att målet om 4,7 miljarder i omsättning 2024 faktiskt går att räkna ihop och givet bolagets historia av att leverera mycket kraftig tillväxt, även under lönsamhet, så väljer vi att sätta vår tilltro även till marginalmålet, vilket kommer till uttryck i våra prognoser.

Värdering

Beroende på slagigheten i siffror och nyckeltal från en period till en annan, i sin tur beroende på bolagets snabba utveckling, så blir en traditionell kassaflödeskalkyl för oprecis. I sammanhanget små, men i brist på bättre information, plausibla skillnader i antaganden får för stor effekt på det framräknade värdet för att det ska kännas meningsfullt.

Vi får istället utgå ifrån bolagets egna prognoser som vi har tagit till oss av de skäl som diskuterats i avsnittet ovan, och se vad de innebär.

Om vi ställer oss 2024 och ska bedöma bolaget utifrån

- att tillväxten de senaste två åren har varit närmare 70% per år och ännu högre dessförinnan,
- att marknadens tillväxt framöver inte visar några tecken på att avta, utan tvärtom bibehålla tillväxttakten under många år, och
- att rörelsemarginalen ändå nått upp till 8-10% under 2024,

så blir frågan vilken värdering vi skulle åsätta det då. Är det 10, 15 eller 20 gånger EBIT? Är det 1, 2 eller 3 gånger omsättningen?

1. Vi kan göra det enkelt för oss och utgå från vad Soltech just har betalat för sina utlandsförvärv för att få en indikation:

Värderingsmatrix EV/Sales

Motiverad kurs, kr	Avkastningskrav --->							
	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	
1,0	17	16	16	15	15	14	14	
1,1	19	18	18	17	17	16	16	
1,2	21	20	20	19	19	18	18	
1,3	23	22	22	21	20	20	19	
1,4	25	24	24	23	22	22	21	
1,5	27	26	26	25	24	24	23	
1,6	29	28	28	27	26	26	25	
1,7	31	30	30	29	28	27	27	
1,8	33	33	32	31	30	29	29	
1,9	35	35	34	33	32	31	30	
2,0	38	37	36	35	34	33	32	
2,1	40	39	38	37	36	35	34	
2,2	42	41	40	39	38	37	36	

Källa: Analysguiden

- 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.
- 365zon marginal tappade 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 multiplarna kan vara högre.

Det kan med rätta hävdas att de här bolagen värderas utifrån en annan miljö, de är båda onoterade, de är betydligt mindre än Soltech och får därmed inte samma skalfördelar, etc. Icke förty ger de en viss, om än konservativ, indikation på hur man kan komma att se på värdering av Soltech 2024. Vår känsla är att man nog får öka på multiplarna ett par hack åtminstone, både för att Soltech är så mycket större och för att bolaget är noterat.

2. Med en traditionellt framräknad kapitalkostnad baserad på 2% riskfri ränta, 6% aktieriskpremie, 3% småbolagspremie och ett beta på 1,3 så landar avkastningskravet på 13%. En sådan beräkning tar emellertid inte hänsyn till specifika osäkerheter som exempelvis en förvärvsbaserad snabb tillväxtstrategi innebär. Å andra sidan är en säkrad finansiering i nuvarande investeringsmiljö mycket värt och väger troligen tyngre. Det kommer i slutändan ner till vilken bedömning varje investerare gör, men vi lutar åt 12% så som situationen ser ut nu.

Vi kan då baklänges räkna fram de multiplar som marknaden implicit räknar med, utgående från aktuell börskurs och se om vi bedömer dem som rimliga. Vi utgår då från att kapitalinjektionerna stannar vid en miljard, inklusive gårdagens annonserade emission, att de sker till dagens kurs och att nettokassan/-skulden är noll 2024. Det skulle innebära att marknaden nu tror på en prissättning av Soltech 2024 till EV/Sales 1,0 och EV/EBIT 11 (markerade i tabellerna intill). Det känns klart för lågt givet de marknadsutsikter som då rimligen kommer att råda och Soltechs position och förutsättningar på den marknaden.

Risker

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

Bolaget säljer en högteknologisk produkt med ofta relativt avancerad tillverkningsprocess. Risker 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 och begränsad tillgänglighet. Globala komponentsbrister och ökande varupriser har

Värderingsmatris EV/EBIT

Motiverad kurs, kr		Avkastningskrav --->						
		9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
EV/EBIT 2024	10	14	14	14	13	13	12	12
	11	16	16	15	15	15	14	14
	12	18	18	17	17	16	16	15
	13	20	20	19	18	18	17	17
	14	22	21	21	20	20	19	19
	15	24	23	23	22	21	21	20
	16	26	25	24	24	23	23	22
	17	28	27	26	26	25	24	24
	18	30	29	28	27	27	26	25
	19	31	31	30	29	28	28	27
	20	33	33	32	31	30	29	29
21	35	34	33	33	32	31	30	
22	37	36	35	34	34	33	32	

Källa: Analysguiden

under kvartalet 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.

Finansiering är också en uppenbar risk då bolaget ännu inte nått lönsamhet och har stora negativa kassaflöden. Detta innebär att ytterligare utspädande emissioner framöver är sannolika, inte minst mot bakgrund av bolagets intensiva förvärvande.

Slutligen baseras värderingen på antaganden om framtiden som innehåller ett stort mått 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.

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