

Starkt kassaflöde trots utmanande marknad

Kvartalet i korthet

För det fjärde kvartalet 2024 minskade Soltech Energy nettoomsättningen med 10% till 664,3 MSEK (740,6) med en EBITA om 39,9 MSEK (41,5) MSEK. I affärsområdet Sol ökade omsättningen i Sverige med 19% under kvartalet främst från energilager. I Spanien (-46%) och Nederländerna (-71%) är det fortfarande en svag marknad på grund av regulatorisk motvind och svag privatmarknad. Den fortsatt svaga byggkonjunkturen har påverkat bolagets övriga affärsområden under kvartalet.

Potential framåt

Affärsområdet Sol har under 2024 påverkats negativt, främst av en dämpad efterfrågan på konsumentmarknaden samt av Nederländernas tilläggsavgift på inmatad solenergi till elnätet. Soltechs övriga tre affärsområden – tak, fasad och elteknik – har också påverkats till följd av den svaga byggkonjunkturen i Sverige. Vi bedömer dock att detta är en cyklisk utveckling och förväntar oss en vändning i takt med att räntorna gradvis sjunker och att byggkonjunkturen vänder, vilket bör ha en positiv effekt.

För att stärka sin position på konsumentmarknaden har Soltech under fjärde kvartalet lanserat konceptet Soltech Home. Detta erbjudande omfattar en helhetslösning med solceller, elbilsaddning och energilagring (batterier), vilket gör det enklare för kunder att maximera nyttan av sin investering. Genom batterilagring kan effekttoppar kapas, vilket sänker abonnemangskostnaderna och möjliggör ersättning för stöd- och balanstjänster till elnätet. Vid stora variationer i elpriset under dygnet kan kunden dessutom sänka sitt genomsnittliga elpris. Den ökade komplexiteten på marknaden gör sådana lösningar värdefulla, då de underlättar beslutsfattandet och säkerställer maximal ekonomisk nytta.

I Nederländerna har marknadsförutsättningarna försämrats under året i och med energibolagens och nätägarnas extraavgift på inmatad sole, vilket påverkar efterfrågan negativt.

På längre sikt ser vi dock fortsatt starka tillväxtpotentialer, då det finns ett betydande politiskt stöd för ökad användning av solenergi. EU:s nya direktiv (EPBD) innebär att installation av solceller blir obligatorisk för större kommersiella och offentliga byggnader från 2026 och för bostadshus från 2029. Dessutom ser vi en möjlighet att fler länder följer Sveriges exempel genom att införa högre krav på både köpare och säljare av solceller och lagringslösningar – en utveckling som skulle gynna Soltech.

Bolaget har även en solparksportfölj uppgående till över 2 000 MW varav 600 MW har vunnit laga kraft hos länsstyrelsen. Under 2024

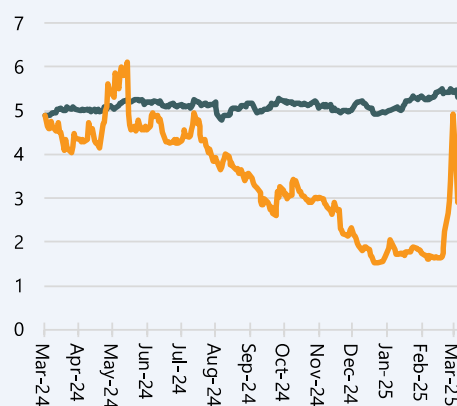
Soltech Energy

Rapportkommentar Q4 2024

Datum 11 mars 2025
Analytiker Joakim Kindahl

Basfakta

Bransch Teknik/Solenergi
Styrelseordförande Stefan Ölander
Vd Patrik Hahne
Noteringsår 2015
Listning Nasdaq First North Growth market
Ticker SOLT
2,90 kr
Antal aktier, milj. 132,3
Börsvärde, mkr 384
Nettoskuld*, mkr 38
Företagsvärde (EV), mkr 422
Webbplats www.soltechenergy.com



Källa: NasdaqOMX, Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2023	2024	2025P	2026P
Totala intäkter	2 962	2 685	2 460	2 632
EBITDA	128	197	86	118
Rörelseres. (ebit)	52	-218	14	45
Nettoresultat	-166	-278	-34	8
Vinst per aktie	-1,25 kr	-2,10 kr	-0,26 kr	0,06 kr
Omsättningstillväxt	211%	-9,4%	-8,4%	7,0%
EBITDA-marginal	4,3%	7,3%	3,5%	4,5%
Rörelsemarginal	1,8%	-8,1%	0,6%	1,7%
Vinstmarginal	-5,6%	-10%	-1,4%	0,3%
P/E-tal	neg	neg	neg	62
EV/ebit	9,6	neg	31	9,3
P/S-tal	0,1	0,1	0,2	0,1
EV/omsättning	0,1	0,2	0,2	0,2

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

driftsattes två parker på totalt 16,7 MW. Solparken Ramsjöholm på 11 MW avyttrades under fjärde kvartalet 2024.

Kostnadsbesparingar och trimmad organisation

En utmanande solmarknad tillsammans med en svag byggkonjunktur har påverkat bolagets nettoomsättning med en nedgång på 18% jämfört med 2023. För 2025 drar vi ned prognosen till 2460 MSEK (2 538) och för 2026 prognosticerar vi med en 7% ökning till 2 632 MSEK. Den hastiga nedgången i omsättning under 2024 har gjort det svårt att parera kostnadskostymen. Bolaget har infört kostnadsbesparingar genom bl a personalneddragningar och effektiviserat genom sammanslagning av verksamheter. Detta tar dock viss tid för att ge full effekt men på längre sikt kommer det att göra att man når lönsamhet snabbare vid en vändning. Vi ser fortfarande långsiktigt positivt på bolaget då möjligheterna är goda framöver då flera underliggande faktorer kommer göra att bolagets utveckling vänder. Mer specifikt: prognos om lägre ränta framöver, fortsatt fokus på energiomställning samt en ökad elektrifiering i hela Europa. Till detta ser vi en byggkonjunktur som kommer att vända då denna till sin natur är cyklisk. Under tiden hinner Soltech konsolidera sig och trimma organisationen. En ökad omsättning och lönsamhet skulle då ge förutsättningar för en omvärdering av bolaget. För en investerare med aptit för högre risk med tillhörande stor potential ser vi att det finns ett intressant läge att bevaka här. En del av risken är att bolaget inte lyckas hantera sin lönsamhetsomställning tillräckligt snabbt och tvingas till extern finansiering samt att bolagets tillväxt fortsätter påverkas av den dämpade konsumentmarknaden och utdragen svag konjunktur för byggmarknaden.

Investeringsstes

Konsoliderare på långsiktigt växande marknad

Soltech Energy verkar på den växande marknaden för solenergilösningar. Marknaden för solpaneler förväntas växa i Europa runt 15–20% vilket är en viss nedjustering jämfört med tidigare prognoser.

Soltech erbjuder energilösningar där man köper in komponenter och material med rätt kvalitets- och miljöstandard, sätter samman och installerar via förvärvade installationsbolag inom sol, tak, fasad och elinstallationer. Under 2022 expanderade bolaget också utomlands via förvärv i Nederländerna och Spanien. Den europeiska marknaden kännetecknas av en stark efterfrågesituation mot bakgrund av höjda klimatkrav samt ökande regulatoriska krav. En strävan efter energioberoende efter Rysslands utpressning med strypning av leveranser av fossila energilag med destination Europa och de därav kraftigt ökande energipriserna som förväntas vara än mer volatila framöver.

Myndigheterna i de flesta europeiska länder och EU stöttar nu investeringar i solenergi finansiellt, vilket borgar för bibehållen efterfrågan även under en sämre konjunktur. Marknaden har varit tuff de senaste åren och har medfört att det skett en viss utslagning av konkurrenter. Den alltmer komplexa elmarknaden gör också att det blir ökat fokus på smarta lösningar som kräver mer av bolagen som verkar inom branschen.

Diversifiering ger ökad stabilitet över tid

Soltech äger solenergibolag inriktade både mot konsument- och företagsmarknaden. Soltech har även verksamheter inom tak- och fasadbranchen samt elteknik. Detta ger en diversifiering samt att man på ett naturligt sätt kan skapa en helhetslösning för kunderna då allt finns under samma tak.

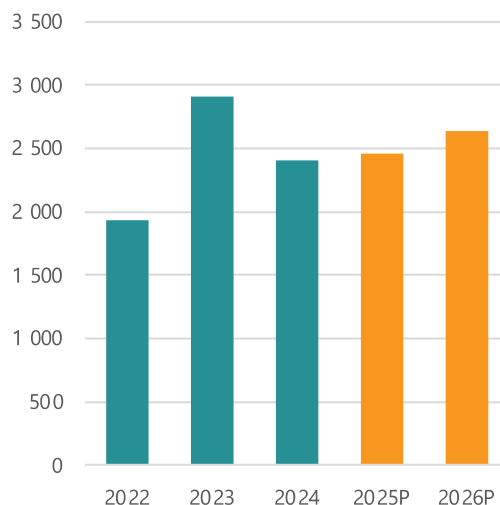
Bolaget har kritisk massa

Soltech har tillräcklig storlek för att kunna tillgodogöra sig skalfördelar och synergier. När det omsätts i stabila positiva marginaler så kommer möjligheterna till strategiska förvärv

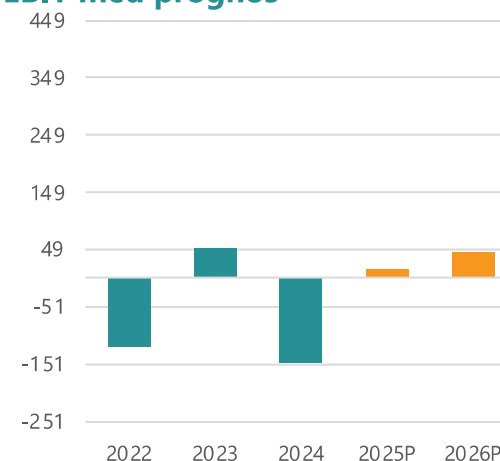
Stor potential i aktien

Om bolaget infriar våra prognoser ser värderingen låg ut även om det återstår en del arbete att nå marginalmålen. Även mot bakgrund av hur liknande bolag prissätts såväl internationellt som nationellt, så landar vi i att aktien är klart undervärderad på dagens nivå. Idag värderas bolaget till under en tiondel av sin omsättning – ett tydligt tecken på marknadens misstroende mot bolaget vilket dels kan förklaras med en för tillfället tuff privatmarknad.

Omsättningsprognos, netto



EBIT med prognos*



* justerad för ASAB och Neab

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

45 000 kvm solenergi och 4 MWh batterier för Postnord TPL i Norrköping



Källa: Bolaget

Marknadsutveckling

Marknaden för solceller

Privatmarknaden

Den tidigare starka efterfrågan på solceller på den svenska privatmarknaden har avtagit delvis på grund av lägre elpriser och högre ränta. Långsiktiga marknadstillväxten i Europa förväntas vara cirka 15–20% årligen. Faktorer som bidrar till de lägre elpriserna inkluderar ökad vattenkraftproduktion som en konsekvens av regn, gynnsamma vindförhållanden och ökad tillgång på naturgas från snabbt byggda LNG-terminaler. Privatmarknaden för solcellsinstallationer har bl a påverkats klart negativt på grund av höga räntor, lägre reallöner samt osäkerhet i tolkning av skattelagstiftningen gällande batteriinstallationer där man i början av 2024 inte tillät skattereduktion ” om batteriet helt eller delvis används för andra ändamål än att lagra den egenproducerade elen. I början av juli ändrades detta och nu får en batteriinstallation till viss del nyttjas även för stödtjänster och elprisarbitrage. Den alltmer komplicerade elmarknaden med effekttariffer anser vi kommer gynna bolag som kan erbjuda en helhetslösning möjliggör att stötta både kunden (och elnätet) för att göra investeringen så attraktiv som möjligt.

Marknaden för solet i Sverige står endast för ca 2,5% av den producerade elen. Intresset för solparker ökar, vilket tyder på att solceller fortfarande är attraktiva. Sverige ligger långt efter länder som bland andra Tyskland när det gäller solenergiutnyttjande, och det beror inte bara på geografiska faktorer utan också på historiskt lägre elpriser i Sverige jämfört med kontinenten.

Sammanfattningsvis behöver den svenska privatmarknaden för solet förmodligen navigera genom den svaga konjunkturen innan efterfrågan förväntas öka igen.



Nya, icke-inträngande applikationer av solcellsparker. Ovan: Agri-PV där solcellspanelerna monterats antingen lodrätt eller högt för att inte hindra brukandet av marken under.



Källa: Bolaget

Solparker

I Sverige har privatmarknaden varit dominerande när det gäller sole-nergi, medan solparker är vanligare på kontinenten. Denna skillnad öppnar upp för betydande potential för utveckling av solparker i Sve-rige, med intressenter såsom pensionsfonder och livförsäkringsbolag som söker stabil långsiktig avkastning. Genom att utveckla, bygga, drifva och underhålla solparker finns en möjlighet att skapa förutsäg-bara intäkter likt andra infrastruktur- och fastighetsprojekt.

När det gäller konflikter kring markanvändning för solpaneler, såsom att ta åkermark i anspråk, finns det alternativ som Agri-PV eller Agrivoltaics. Dessa tekniker innebär att solpaneler placeras ovan mar-ken på ett sätt som tillåter att bruka marken under dem. Denna metod har visat sig vara framgångsrik i andra länder och testas nu även i Sve-rige, där jordbrukarna generellt sett är nöjda.

Fördelarna inkluderar ökad grödoavkastning, ökad effektivitet i mar-kanvändningen och ökad motståndskraft hos grödorna, samtidigt som den lokala elförsörjningen blir mer pålitlig och övergången till eldrivna jordbruksmaskiner underlättas. Miljöfördelarna inkluderar minskad avdunstning och ökat elutbyte vid placering av solpaneler på vattenytor som färskvattens- eller kraftverksdammar. Detta indikerar en bety- dande potential för investeringar inom solenergi och integrerade jord- bruks- och energiprojekt i Sverige.

Soltech har en solparksportfölj med en potential på över 2 000 MW, varav cirka 600 MW har godkänts av länsstyrelsen. Portföljen inklude- rar byggrätter och arrendeavtal för mark, huvudsakligen belägna i el- nätsområde 4 (SE4). Processen att uppföra en solpark kan delas in ett antal olika steg. Första steget är att identifiera och analysera ett lämp- ligt område med bra solinstrålning och närhet till elnät. Efter detta ge- nomförs en utredning och miljöprövning där länsstyrelsen beslutar om bygglov för solparken. När godkännande erhållits sker detaljprojekte- ring och upphandling av material inför byggnationen. Soltechs verk- samhet fokuserar främst på de initiala faserna fram till byggnation, där bolaget har tre huvudsakliga intäktskällor: arbetet som utförs under steg 1–4, byggandet av solparken för investeraren samt service- och underhållsavtal under solparkens livslängd. För närvarande finns inga planer på att bygga solparker utan specifika beställningar.



Soltech Energy har under de senaste åren utvecklat en solparksportfölj om drygt 2 000 MWp

Solparksportfölj uppgående till 2 000 MW

Projektportföljen innehåller byggrät- tigheter och arrendeavtal av mark där majoriteten av projekten i ut- vecklingsfas är belägna i elnätsom- råde SE4

Strategin är att avyttra projekten lö- pande i takt med att de färdigprojekte- ras och är redo för byggstart

600 MW har vunnit laga kraft hos länsstyrelsen och är redo att avyttras med byggrättigheter och byggas åt in- vesterare

Soltech har i dagsläget inga planer på att bygga solparker utan specifik be- ställning

Kommersiella marknaden

För de som gör investeringarna är drivkraften till stor del energikostnaderna. Men det är inte bara en bättre kontroll på priset, utan också garanterad tillgänglighet på el som lockar företag och hushåll att investera i en egen solcellsanläggning. Företag har också fördelen av att de ofta har stor elförbrukning kombinerat med stora ytor på t ex tak/fasader som är fördelaktigt att installera solpaneler på. Med en batterilagring så ökar nyttan då man kan kapa stora effekttoppar vilket kan minska abonnemangskostnaderna samt även kunna erhålla ersättning för stöd- och balanstjänster för elnätet. Vid större svängningar i elpriset t ex mellan dag och natt kan lagring också användas för att sänka snittpriset på förbrukad el. Får många kommersiella kunder är det också viktigt att kunna uppvisa miljö- och hållbarhetsarbete som en del i sin profilering samt att ha en lösning som också möter de nya EU-kraven.

Fortsatt positiva marknadsutsikter

Marknaden för solceller fortsätter att växa, framför allt i Europa där klimathänsyn till och med övertrumpas av energisäkerhetsaspekten efter att Rysslands anfallskrig mot Ukraina totalt har förändrat spelplanen för energiförsörjningen i regionen. **EU vill nu exempelvis se solceller på alla större nya byggnader i etapper i Europa redan från 2026.**

I Sverige beräknar Energimyndigheten i sin senaste prognos att solkraften kommer att öka sitt bidrag till elproduktionen från 2 TWh 2022, eller 0,76% av den totala svenska elproduktionen, till 9 TWh (7,1)¹ 2027. Under 2023 levererade solkraften 3,1 TWh.

Solar Power Europe.org prognosticerar en ökning mellan 2024–2028 från 338 GW till 638 GW, motsvarande en ökning under perioden med 89%. Man har reviderat ned den årliga tillväxten något från tidigare rapport under 2025/26 från 72 och 81 GW till 70 och 72,3 GW. Marknaden beräknas fortsätta växa kommande år mellan runt 15–20%.

En fortsatt strukturell tillväxt ligger i korten. Den nuvarande svagheten inom solenergimarknaden påskyndar konsolideringen av marknaden. Bara i Sverige finns det flera hundra bolag som installerar solceller och branschförbundet Svensk Solenergi räknar ca 365 medlemmar. Soltech har insett detta och bestämt sig för att komma ut som en av vinnarna på processen.

Batterilagring förväntas växa starkt

Solar Power Europe ser en stark nytta i att kombinera solenergi med lagringsmöjligheter i form av batterier då detta kan hjälpa till att minska prisvolatilitet och nätkostnader vid tidpunkter då efterfrågan är som störst.

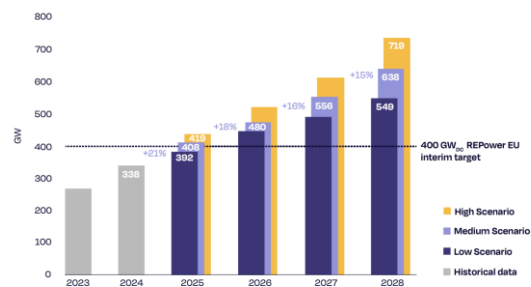
Enligt Solar Power Europe kommer det kortsiktiga behovet av lagring öka från 249 TWh 2021 till 924 TWh 2030. Noterbart är att 64 % till 70 % av dessa flexibilitetsbehov kommer att uppstå på daglig basis, vilket skapar en möjlighet för batterilagring att spela en avgörande roll genom att flytta överskottsproduktion från dagtid för att möta efterfrågetoppar på kvällen.

EU vill redan från 2026 se obligatorisk installation av solceller på kommersiella och offentliga byggnader redan från 2026 och bostadshus från 2029.

Källa: [Statement: European Parliament agrees on the EU Solar Standard - SolarPower Europe](#)

EU-27 PV scenarier 2024–2028, kumulativ och årlig ökning

EU-27 cumulative solar PV market scenarios 2025-2028



Source: SolarPower Europe

EU-27 annual solar PV market scenarios 2025-2028



Källa: https://api.solarpowereurope.org/uploads/Solar_Power_Europe_EMO_2024_v1_aea4b6803a.pdf

Source: SolarPower Europe

Stort behov av lagringskapacitet på daglig basis där batterilagring skulle kunna spela en avgörande roll

Batterilagring växer kraftigt i Europa och väntas fortsätta sin tillväxt kommande år

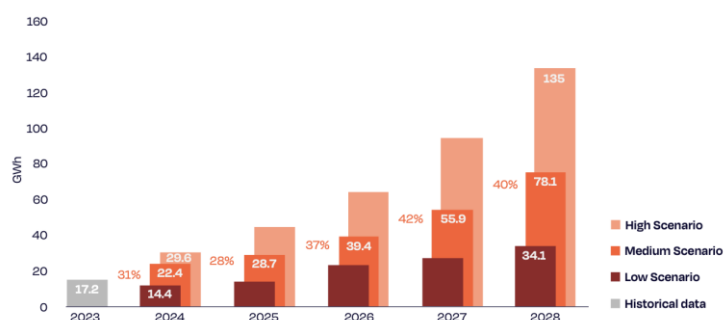
¹ <https://www.energimyndigheten.se/energisystem-och-analys/framtidens-energisystem/kortsiktiga-prognoser/>

Under 2023 installerade Europa 17,2 GWh i ny batterilagringskapacitet, en ökning med 94%. Största delen av ökningen stod hushållssektorn för som en konsekvens av höga elpriser och vilja till ökat oberoende.

Framtidsutsikterna för batterilagring är ljusa, då den ökande andelen förnybar energi, elektrifiering av transport och uppvärmning samt behovet av nätmodernisering driver efterfrågan. Teknologiska framsteg och kostnadsreduktioner förväntas ytterligare påskynda utvecklingen, vilket kommer att kräva stabila politiska och regulatoriska ramar för att stödja tillväxten.

The annual battery market is expected to grow to 78 GWh by 2028, over four times the capacity installed in 2023

Europe annual BESS installed capacity scenarios 2024-2028



Källa: https://api.solarpowereurope.org/uploads/Solar_Power_Europe_EMO_2024_v1_aea4b6803a.pdf

Soltech – fjärde kvartalet 2024

Nettoomsättningen för Soltechs fjärde kvartal minskade med 10% jämfört med Q4-23 och uppgick till på 664,3 MSEK (740,6). Man uppnådde ett rörelseresultat på EBITA-nivå på 39,9 MSEK vilket motsvarar en marginal på 6%.

Bolagets omsättning för det fjärde kvartalet har fortsatt att påverkats negativt av den minskade efterfrågan på konsumentmarknaden i Sverige men även i Nederländerna och Spanien. I Sverige har tolkningen av det gröna avdraget för batterier ändrats, vilket nu inkluderar avdrag för hembatterier som kan lagra egenproducerad el samt delvis användas för stödtjänster och elprisarbitrage. I Nederländerna har energibolagen en extraavgift för solenergi som matas in på elnätet, vilket påverkar investeringar. I Spanien har långa tillståndprocesser påverkat försäljningen. Andra delar av verksamheten har också påverkats av den allmänna byggkonjunkturen med färre byggstarter och ökad konkurrens, vilket har lett till prispress.

Bolagets kassaflöde före investeringar under kvartalet var positivt tack vare förändringar i rörelsekapitalet om 104,2 MSEK. Periodens kassaflöde ökade med 107,9 MSEK. Detta gjorde att bolagets kassa ökade från 107,9 MSEK till 235 MSEK under kvartalet.

Bruttomarginal på 37%

Kassan låg på 235 MSEK vid kvartalslutet, upp från 107,9 MSEK föregående kvartal

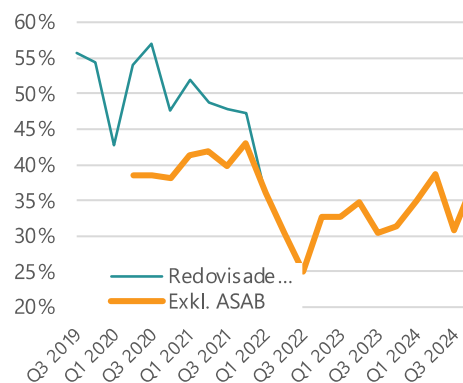
Fortsatt svag konsumentmarknad i Sverige, Nederländerna och Spanien

Soltech fortsätter att stärka sin bruttomarginal som bottnade i slutet av 2022

Driftsatt och sålt Ramsjöholm solpark på 11 MW

Långsiktigt positiv trend i bruttomarginalen sedan slutet av 2022

Bruttomarginal



Siffrorna för 2022 och 2023 enl IFRS, tidigare K3.

Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

Prognoser & Värdering

Prognoser

Omsättning

Soltech har en målsättning att omsätta 8 mdr SEK år 2028 med en EBITA-marginal på 10%.

I det korta perspektivet är det svårt att sia om exakt tillväxt då privatmarknaden för solcellsinstallationer fortfarande hämmas av höga räntor och ett elpris som för tillfället är på acceptabla nivåer för konsumenterna. På lite längre sikt kvarstår en större energiutmaning för många länder i och med elektrifieringen av samhället, ökade regulatoriska krav som t ex de kommande EU-kraven med solceller på byggnader samt den gröna omställningen. Andra positiva påverkansfaktorer är t ex effekttariffer som kommer införas senast 2027.² Fokuset på lönsamhet kommer så klart att påverka tillväxten, återstår att se hur mycket den organiska tillväxten påverkas. Vi justerar ned vår tro något för 2025 års omsättning efter ett tufft år men tror dock på en viss uppgång i omsättningen jämfört med 2024. För 2026 utgår vi från att räntenivåerna ligger något lägre och marknaden mognat ytterligare vilket bör gynna en aktör av större storlek och antar att bolaget kan öka sin omsättning något igen. Vad gäller kostnader antar vi i princip oförändrade marginalnivåer. Detta antar vi sedan gradvis ökar som en effekt av bolagets lönsamhetsarbete.

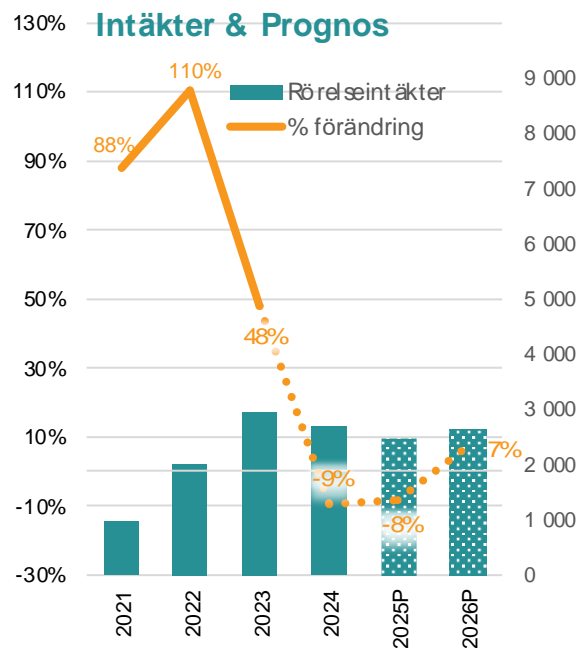
Vad gäller förvärv kommer det med största sannolikhet att ske i mindre skala innan man fått ett bättre grepp om sin lönsamhet och kassaflöde och kan förvärva med internt genererade medel i större utsträckning. För tillfället är fokus på organisk tillväxt och strategiska förvärv kommer ske när marknadsförutsättningarna är mer gynnsamma.

Marginaler

När det gäller marginalmålet har bolaget en ambition att nå en EBITA-marginal på 10% 2028. Bruttomarginalen påverkas till stor del av den försäljningsmix bolaget har under kvartalet där t ex elteknik har klart högre bruttomarginal än installation av batterilagring. Vi måste alltså se marginalutvecklingen på lite längre sikt för att utvärdera hur väl Soltech genomför sin resa från dagens nivå på 5,4% (2024) till 10% om fem år. I takt med att omsättningen ökar kommer också marginalerna att stabiliseras.

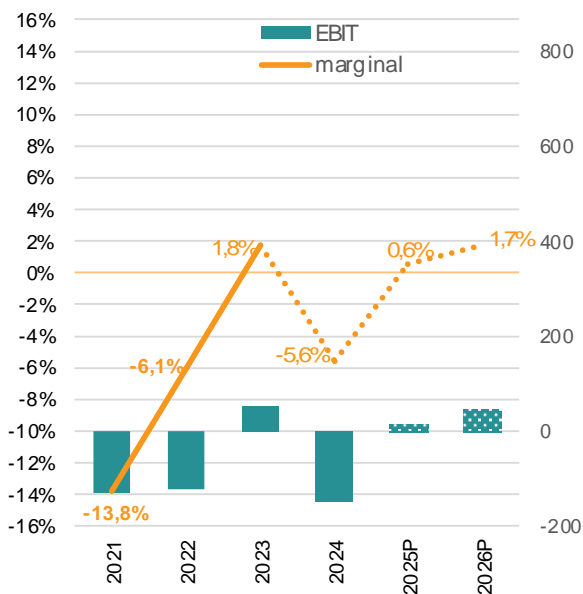
Vi kan dock konstatera att sedan tidigare finns det även ett antal punkter att ta fasta på som är positiva för bolaget; bl a materialprishöjningar som i princip har försvunnit, fastprisavtalen på kundsidan har rullat ut och ökande synergieffekter mellan bolagen.

Sammantaget utgår vi initialt från att vår långsiktiga marginalutveckling gradvis når upp till bolagets mål om 10% år 2028 från dagens nivå på 5,4%.



Källa: Analysguiden prognoser

EBIT & -marginal*



Källa: Analysguiden prognoser

² Det innebär att elnätskostnaden kan bli lägre om du sprider ut eller flyttar din elanvändning och högre om du använder mycket el samtidigt. En lösning med solpaneler och batterier kan innebära lägre användande av det externa elnätet vilket leder till lägre effekttariff.

Likviditet, kassaflöde och kapitalförsörjning

Likvida medel uppgick till 235 MSEK. Skulder till kreditinstitut uppgick till 272,8 MSEK.

För 2025 bedömer vi att bolaget genererar ca -25 MSEK före rörelsekapitalförändringar, investeringar och tilläggsköpeskillningar. Investeringar och tilläggsköpeskillningar bedömer vi uppgår till ca 110 MSEK för 2025.

Bolagets beräknade villkorade tilläggsköpeskillningar i Q4-24 ligger på 48,1 MSEK som förfaller till och med 2026, till vilket ska läggas optionsskulder på 87,7 MSEK. Utöver bolagets eget genererade kassaflöde finns finansiering enligt nedan att tillgå.

- Fortsatt optimering av rörelsekapitalet, vilket pågår
- Lock-up:en på Gigasun-posten löpte ut under 2023, så Soltech är fria att sälja den om de så skulle vilja. Bolaget uppger att en strategisk översyn pågår vilket innefattar en möjlig försäljning av bolaget vilket då skulle innefatta Soltechs ägarandel.
- Betydande värden finns även i de solparksportföljer som Soltech har byggt upp under ett par års tid. Inga värden är angivna, men det är troligen ganska signifikanta belopp i sammanhanget.
- Man har tillgängliga men ej utnyttjade kreditfaciliteter i Sverige uppgående till 135,8 MSEK

Såsom i tidigare delårsrapporter skriver styrelse och VD att **”För den kommande tolv månadersperioden bedöms likviditetsförsörjningen som säkerställd. I detta ingår fortsatt och löpande arbete med lönsamhet och effektivitet och nyttjande av befintligt rörelsekapital. Löpande utvärderas även nya samt förlängningar och nyttjanden av befintliga krediter.”**

En förbättring bör kunna komma dels från förbättrade marginaler och en återhållen förvärvsaktivitet, men tyngs ändå av tilläggsköpeskillningar och ett eventuellt rörelsekapitalbehov. Till del bör utflödet kunna finansieras med försäljningar av solparker. För 2025 tynger fortsatt tilläggsköpeskillningar, men då har förhoppningsvis kursen i Gigasun hunnit repa sig så pass att en försäljning framstår som attraktiv och kan finansiera underskottet. Fram till 2026 spökar fortsatt tilläggsköpeskillningar och optioner, men då bör marginalerna ha börjat bli så stabila att förvärvstakten kan öka försiktigt igen och utflödet finansieras externt, innan bolaget 2027 och framåt blir självfinansierande och börjar generera positiva fria kassaflöden.

Prognossammanfattning

Nyckeln framåt kommer att vara att få upp marginalerna genom hela resultaträkningen för att på det sättet få dels positiva kassaflöden, dels möjlighet till förbättrade finansieringsmöjligheter.

Det innebär ändå fortsatt omsättningstillväxt mot bakgrund av hela branschens snabba tillväxt. Vi bedömer också att marginalerna kommer att fortsätta stiga, om än i långsam takt.

Bättre framtida marknadsposition

kräver

Fortsatt tillväxt inkl förvärv

kräver

Tillgång till kapital

kräver

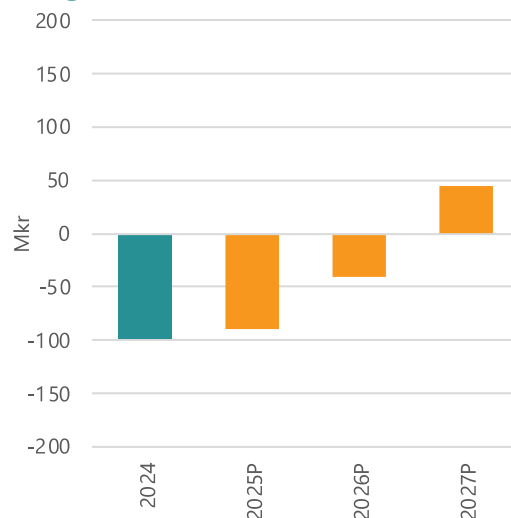
Stabila positiva kassaflöden

kräver

Högre marginaler

Soltechs nuvarande dilemma så som vi uppfattar det.

Prognos Fritt kassaflöde



Kassaflödet för 2025p-26p tyngs av tilläggsköpeskillningar som faller ut under dessa år.

Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Analysguiden

Värdering

Kassaflödesvärdering

En traditionell kassaflödeskalkyl för ett bolag är mycket beroende av ingående parametrar som tillväxt, marginaler och ett mer eller mindre dominerande terminalvärde, men kan ändå ge vissa insikter för den längre horisonten. Med en organisk tillväxt som är försiktigare än branschprognoserna, fortsatta förvärv som från 2027 är självfinansierade, någon procentenhets bättre bruttomarginal till år 2030 tack vare skalfördelar och synergier och en rörelsemarginal som inte riktigt når upp till bolagets mål, **så blir det matematiska värdet betydligt högre än dagens aktiekurs**, trots att vi använder en relativt hög diskonteringsfaktor om 14% som bolaget självt använder för värdering och nedskrivningsprövningar av immateriella tillgångar.

Multiplar

Trots nedjusteringarna av våra prognoser, inte minst för de närmaste åren, så har en svag kursutveckling i princip vägt upp för detta. Bolaget har haft en kraftig tillväxt de sista åren även om 2024 blev ett år av omsättningsminskning. Det framstår som alldeles för billigt givet bolagets mål att hantera lönsamheten och den underliggande tillväxten i branschen.

Soltech verkar på en marknad som växer strukturellt med 15–20% under många år framåt. Det bör rimligen också finnas ett premium för att det är ett "climate tech"-bolag. Matrisen till höger kan ge en idé om motiverad kurs utifrån de antaganden om marginal och det P/E-tal som marknaden är villig att åsätta bolaget för 2026.

Värderingssammanfattning

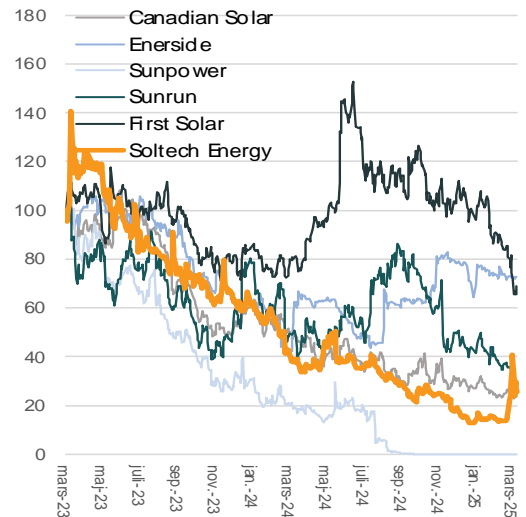
Oavsett värderingsmodell så framträder med tydlighet den misstro som marknaden fortfarande verkar ha till bolaget och som förmodligen grundar sig i en osäkerhet om kapitalförsörjningen och ledningens förmåga att skruva upp lönsamheten i koncernen.

Vi ser båda riskerna som överprissatta med dagens aktiekurs, och ser dagens läge som en intressant placering med hänsyn till risk kontra potential.

Uppsidan om bolaget skulle lyckas är stor med tanke på den värdering bolaget dras med idag men samtidigt vill vi påpeka att risken finns att man inte når den lönsamhet som krävs för att hantera likviditeten under kommande år och tvingas till någon form av kapitaltillskott. En ren nyemission på denna nivå skulle dramatiskt påverka värdet för de investerare som inte har möjlighet att delta.

Med ett svagt 2024, där Q1 påverkades extra mycket av säsongsfaktorer som väder och en allmänt svag konsumentmarknad lyfter vi blicken mot 2025 och framåt där vi med intresse följer bolagets väg mot högre lönsamhet och en förmodad omvärdering. Skulle bolaget nå våra prognoser under kommande år ser vi en god risk-reward på nuvarande kursnivå.

Soltech mot globala solbolag i SEK



Källa: Refinitiv, Analysguiden

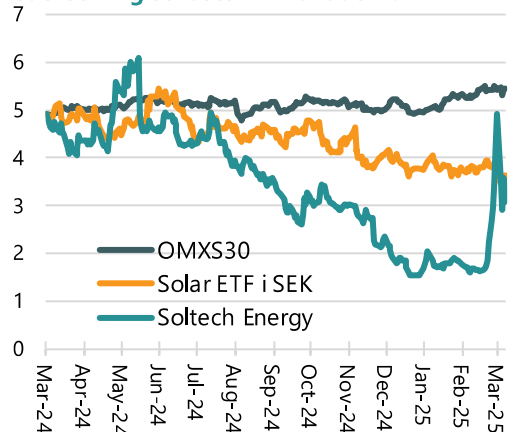
Värderingsmatris

Motiverad kurs, kr	Rörelsemarginal 2026 --->						
	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
6	1	2	3	3	4	5	6
8	1	2	3	5	6	7	8
10	1	3	4	6	7	9	10
12	1	3	5	7	9	11	13
14	1	4	6	8	10	12	15
16	2	4	7	9	12	14	17
18	2	5	8	10	13	16	19
20	2	5	8	11	15	18	21
22	2	6	9	13	16	20	23
24	2	6	10	14	18	21	25
26	3	7	11	15	19	23	27
28	3	7	12	16	21	25	29
30	3	8	13	17	22	27	31

Givet antaganden om rörelsemarginal och till vilken multipel aktiemarknaden är beredd att betala Soltech-aktien i slutet av 2026, visar tabellen motiverad kurs för aktien, under förutsättning att vår prognos om främst försäljning nås.

Källa: Aktieguiden

Kursutveckling senaste 12 månaderna



Risker

Ett antal risker finns både långsiktigt och i närtid för Soltech. Marknaden för solenergi är ännu relativt liten i Sverige där endast 2,5 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 eller en marknad som mättas snabbare än i andra länder kan ge utebliven tillväxt.

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 överföras på kund. Global komponentbrist och ökande varupriser påverkade exempelvis bolaget kraftigt och risken existerar att något liknande kan hända igen, eller att marknadens villkor strukturellt ändras, med hämmad tillväxt och lägre resultat som följd.

Finansieringen är också en tydlig risk då bolaget ännu inte nått stabil lönsamhet med positiva kassaflöden. Nyckelfaktorn i nuläget bedöms vara att få upp marginalerna i verksamheten så fortsatta förvärv kan finansieras. Ytterligare utspädande emissioner framöver kan heller inte helt uteslutas.

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 som bolaget befinner sig i, med flera år av kraftig expansion, 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.

Största aktieägarna*, %

Stefan Ölander, styrelseordf.	1,67%
Ruter 5 Holding	0,92%
JT Starks Holding	0,85%
Christoffer Caesar	0,78%
Fredrik Telander	0,64%

* exkl. förvaltarregistrerade, pensioner, etc.

Källa: Bolaget

Marknad och Historik

Om Soltech Energy

Soltech utvecklar solenergilösningar och skapar framtidssäkrade installationer med hållbara lösningar som passar både idag och för framtidens behov.

Soltech erbjuder helhetslösningar från projektering till driftsättning av färdig lösning. Förmågan att erbjuda lösningar med en kontakt och effektiva installations- och leveransprocesser skapar en stark/unik position i branschen.

På senare år har bolaget breddat verksamheten både geografiskt genom större förvärv i Nederländerna och Spanien och även produktmässigt genom att vid sidan av solenergilösningar tillhanda batterilagring och elfordonsladdning. Till det ska också läggas solparksutveckling från fält till färdig anläggning med drift och underhåll samt ”Energy as a Service”-konceptet som innebär att lämpliga kommersiella aktörer upplåter sina tak till en solcellsanläggning utan investeringar men förbinder sig att köpa elen därifrån under 20 år till ett förmånligt pris.

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 MSEK. Bolaget levererade sedan tillväxt på 65% till 2020 med intäkter på 500 MSEK, 148% tillväxt till 2021 då intäkterna landade på 1239 MSEK för 2022 landande siffrorna på 2 001 MSEK och 2023 omsatte Soltech 2 962 MSEK (alla siffror t o m 2021 inklusive den numera särnoterade kinesiska verksamheten Gigasun. Merparten av den historiska tillväxten kan härledas till ett stort antal genomförda förvärv under åren.

En makalös förvärvsresa

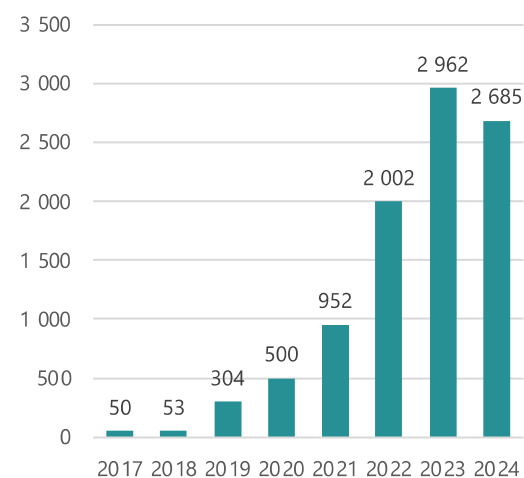
Den starka tillväxten bygger till stor del på förvärv där Soltech byggt upp en enhetlig koncern av sol-, el-, fasad- och takbolag som tillsammans innebär ett komplett helhetserbjudande inom solenergi. Fokus har genomgående varit att förvärva bolag med etablerad, lönsam historia som är villiga att ta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



Soltech Energys dotterbolag Soltech Energy Solutions har under 2024 projekterat och installerat en av Sveriges största batteriparker om 42 MWh för Hylte Paper

Tillväxtresan



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

Källa: Bolaget

fokus mot företagsmarknaden. Detta följdes upp med förvärvet av Sol-dags i Sverige AB, ytterligare ett solenergibolag. 2020 kännetecknades av accelererande 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 elbilsladdningsbolag.

Under 2023 gjordes tilläggsförvärv i Vårgårda Solenergi, Plåtteamet i Örnsköldsvik, Arvika Elinstallationer och Din elkontakt i Kungälv. Efter halvårsskiftet har förvärv även gjorts av Tekniska Lösningar i Täby AB, Icopal Entreprenad i Helsingborg och resterande 30% i dotterbolaget Takorama.

Under 2024 gjordes inga förvärv.

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.

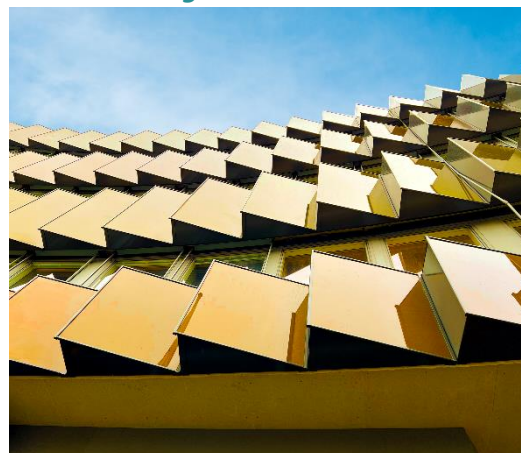
365zon

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.

Sud Renovables

Sud Renovables omsatte 2021 ca 90 MSEK. 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.

Solcellsfasader för fastighetsägare och kommersiella fastigheter



Spanska förvärvet Sud Renovables

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



365zons kunderbjudande



Soltechs holländska förvärv vänder sig i huvudsak till privatpersoner.

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 Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl