



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS  
30 oktober 2019

# SOLTECH ENERGY

NYA MÅL INGER OPTIMISM

## Innehåll

Nya mål inger optimism .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Kort om SolTech.....	4
Nytt mål för ansluten kapacitet i Kina... ..	5
...och omorganisation i Sverige pekar på fler köp.....	5
Bra andra kvartal.....	6
Fortsatt bra tillväxt .....	6
Temporärt uppställ i rörelseresultatet.....	6
Prognoser och värdering .....	7
Intäktsprognoser affärsområde BIPV + förvärv .....	7
Tillväxt i Kina bör tillta under kv3 2019 .....	7
Bättre lönsamhet i takt med att Kina växer .....	9
Värdering.....	9
Risker .....	10
Disclaimer.....	12

# Nya mål inger optimism

**SolTech fortsätter att växa och redovisade en nettoomsättning i linje med vår prognos. EBITDA-resultatet överraskade på uppsidan men förklaras i stort av engångsjusteringar. Nya och höjda mål för verksamheten i Kina baserade på en fortsatt stark efterfråga har kommunicerats, vilket inger optimism.**



Under tredje kvartalet 2019 redovisade Soltech en nettoomsättning på 88,0 miljoner kronor. Det var i linje med vår prognos som låg på 89,0 miljoner kronor. Den installerade kapaciteten i Kina ökade med 10,6 MW till 104,3 MW. Bolaget har också tagit upp ytterligare obligationsfinansiering för att finansiera vidare tillväxt. Per den 30 september 2019 var 22,5 MW under uppbyggnad. Det redovisade EBITDA-resultatet uppgick till 30,2 miljoner kronor, vilket var klart över vår prognos som låg på 21,5 miljoner kronor. Avvikelsen kan dock till största delen förklaras av engångsjusteringar.

Bolaget har också satt upp ett nytt mål rörande ansluten kapacitet i Kina. Målet är att per år 2024 ha en ansluten kapacitet på 1 000 MW. Tidigare var målet att ha 605 MW anslutna till nätet under 2022. Det nya målet motsvarar en genomsnittlig tillväxttakt om cirka 56 procent per år under perioden 2020 – 2024. Detta givet vårt antagande om att bolaget kommer ha en ansluten kapacitet om 108 MW vid utgången av 2019. Efterfrågan är uppenbarligen stor och från det perspektivet är målet absolut uppnåbart. Finansiering fortsätter dock att vara den hämmande faktorn vilket ökar osäkerheten. Men allteftersom affären bevisar sig kommer finansieringen rimligtvis att underlättas men också bli billigare. Det är också rimligt att anta att storleken på investeringsbehovet per nyansluten MW kommer att minska. Det allteftersom kostnad för teknik sjunker och processer effektiviseras.

Givet det nya målet har vi justerat våra antaganden kring den anslutna kapaciteten i Kina. Med samarbetet med Vattenfall tror vi också att försäljningen av byggnadsintegrerade solceller kan få en bra skjuts under 2020. Efter justeringar i vår modell beräknar vi ett motiverat värde per aktie till 21 kronor (15,4) för de kommande 6–12 månaderna. Uppjusteringen beror på en förlängd och höjd tillväxtkurva för verksamheten i Kina och på en uppjusterad försäljningsprognos för byggnadsintegrerat. Omorganisation pekar på att fler förvärv kommer genomföras. Det kan addera ytterligare värden till vår värdering.

## Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Nettoomsättning	50	54	326	464	675	878
EBITDA	-14	18	90	189	333	469
EV/Sales	30,5x	28,3x	4,7x	3,3x	2,3x	1,7x
EV/EBITDA	-	84,9x	17,1x	8,1x	4,6x	3,3x

Källa: SolTech och Carlsquare

Datum: 30 oktober 2019  
 Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: SolTech Energy Sweden AB (publ)  
 Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM  
 Vd: Stefan Ölander  
 Styrelseordförande: Frederic Telander  
 Marknadsvärde: 1 220 MSEK  
 Senast: 22,3 SEK  
 Kort om SolTech Energy: SolTech utvecklar och säljer solceller som samtidigt är ett byggnadsmaterial. Genom det samägda bolaget, ASRE, finansierar, äger och driver bolaget även solenergiinstallationer i Kina som ger förhållandevis säkra och återkommande intäkter över långa perioder, upp mot 25 år.

Möjligheter och styrkor: SolTech säljer bland annat på byggnadsintegrerade solceller, ett segment som väntas växa under de kommande åren med lägre priser som underlättar investeringskalkylerna. Denna marknad är i dag inte lika konkurrensumsatt som utanpåliggande solceller, eftersom produkterna är unika.

Samarbetet med Vattenfall möjliggör för bolaget att få en större exponering mot marknaden med sina byggnadsintegrerade solceller. Vi räknar med en bra skjuts som en effekt av detta under 2020.

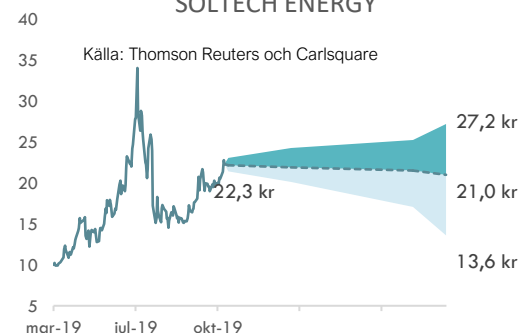
Den elproducerande verksamheten i Kina, som bedrivs i det samägda bolaget ASRE, är redan uppe och genererar bra intäkter. Långa leveransavtal om 20 till 25 år skapar stabila och förutsägbara intäkter.

Risker och svagheter: Bolagets förvärvsstrategi har hittills varit lyckad. Fler förvärv kan skapa ytterligare uppsida.  
 SolTechs tillväxtplaner i Kina är beroende av icke säkrad extern finansiering.

Statliga bidrag som stimulerar tillväxten är utanför bolagets kontroll.

Värdering: **Bear** 13,6 kr      **Bas** 21,0 kr      **Bull** 27,2 kr

## SOLTECH ENERGY



## Temperatur

### Ledning och styrelse



I augusti 2018 tillträdde tidigare styrelseordförande, Stefan Ölander, vd-posten. Sedan dess har han presenterat bolagets befintliga förvävsstrategi inom vilken tre köp redan genomförts. Stefan har en lång bakgrund av ledande positioner inom bland annat SEB- och Kinneviksfären. Stefan är numera aktiv investerare efter en lång period som framgångsrik entreprenör. Tidigare vd, Fredric Telander, ansvarar numera för den kinesiska verksamheten och tog över posten som styrelseordförande efter Stefan.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



Ägandet i SolTech är väl spritt med cirka 30 800 aktieägare. Styrelseordförande Frederic Telander och vd Stefan Ölander, är privat och genom bolag, SolTechs två enskilt största ägare. Det ger dem ett finansiellt incitament att agera i aktieägarnas intresse.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Bolaget hade per den 30 september 2019 93 miljoner kronor i kassan. EBITDA-resultatet motsvarade under tredje kvartalet 3,1 gånger räntekostnaderna och påverkades positivt av engångsjusteringar. Denna multipel bedöms alltså komma att falla tillbaka mot nivåer en bit över en gång för innevarande kvartal. För att realisera på tillväxtplanerna i Kina krävs ytterligare kapital (via emission av gröna obligationer).

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

### Potential



Bolaget har genomfört tre bolagsförvärv i Sverige som adderar värden. Till detta har bolaget börjat förvärva redan anslutna anläggningar i Kina. Det påskyndar tillväxten och förbättrar kassaflödet i en snabbare takt än att själva bygga anläggningar. Bolaget avser att fortsätta med sin förvävsstrategi i både Kina och Sverige, vilket bedöms som positivt. Fler förvärv kan addera ytterligare värden till vår värdering.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



Ännu inte säkerställd finansiering krävs för att uppnå målet om 1 000 MW installerad kapacitet i Kina år 2024. Förtroendet kan snabbt minska om sådan finansiering löpande inte kan säkerställas. Verksamheten i Kina har intäkter i RMB. Utestående lån är i SEK och euro.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.





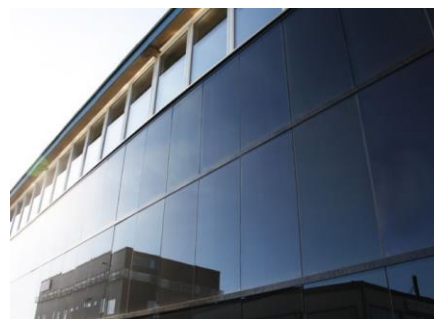
## Kort om SolTech

SolTech Energy Sweden AB (SolTech, bolaget eller koncernen) står i dag på två affärsben. Den svenska verksamheten säljer utanpåliggande och egenutvecklade byggnadsintegrerad (BIPV) solceller. Sedan årsskiftet 2018/2019 har den svenska verksamheten stärkts upp genom tre förvärv som breddar erbjudandet. I sommars togs nya pengar in i en kraftigt övertecknad emission för att fortsätta förvärva och vidare stärka upp positionen på den svenska marknaden. Den andra verksamheten i Kina äger och driver solcellsanläggningar genom det samägda bolaget, ASRE. Med denna affär erhåller bolaget återkommande intäkter från försäljning av el kontrakterat på upp till 25 år med bra marginal. ASRE samägs med kinesiska Advanced Solar Power Hangzhou Inc. (ASP) som är ett väletablerat företag med investerare som välkända Sequoia Capital och Legend Capital (Lenovo).

SolTech är ett intressant bolag ur fler perspektiv:

- Bolaget erbjuder innovativa och estetiskt tilltalande lösningar för elproduktion som bidrar till omställningen från förbränning av fossila bränslen (och kärnkraft) till gröna hållbara energikällor. Koncernens erbjudande är via de båda verksamhetsområdena heltäckande. Erbjudandet täcker också flera segment av marknaden inkluderat; hushåll, större fastigheter som kontor och flerbostadshus, samhällsfastigheter och industri.
- Under 2020 kommer bolagets integrerade solceller att säljas via Vattenfall. Det ökar exponeringen mot hushållen vilket vi tror kan ge en ordentlig skjuts till intäkterna från detta segment.
- SolTech förvärvar andra sol- och takbolag för att befästa en stark position på marknaden för solceller i Norden med fokus på Sverige. Bolaget betalar förvärven delvis med aktier. Det möjliggör för arbitrage – att värdeökningen från intäkt- och lönsamhetsbidrag överskrider effekten av utspädning vid emission av egna aktier.
- Fler förvärv kan addera ytterligare värden till vår värdering.
- Verksamheten i Kina har på sikt god lönsamhet. Avtal med kund (köpare av den producerade elektriciteten) skrivs av på löptider mellan 20 och 25 år. Det skapar återkommande och förutsägbara intäkter. Under tillväxtfasen är verksamheten i Kina kapitalkrävande (kostnader för

Exempel på produkt: SolTech Facade  
En putsad fasad kostar cirka 1 800 kronor per kvm och en komplett SolTech fasadlösning cirka 1 950 kronor per kvm. Den faktiska merkostnaden blir då 150 kronor per kvm med en återbetalningstid på ett till två år. Detta är till synes en mycket attraktiv investeringskalkyl vilket gör att vi har stora förväntningar på denna produkt.



uppbyggnation). Under pågående tillväxtfas tar det tid att match pengainflöden, i form av intäkter från såld elektricitet med pengautflöden i form av räntekostnader.

- Förvärv av redan ansluten kapacitet underlättar tillväxtresan för koncernen. Det då den påskyndar processen att nå det uppsatta målet och dels då timingen av inflöden av intäkter snabbare kan matchas mot utgifter i form av räntekostnader.

## Nytt mål för ansluten kapacitet i Kina...

SolTech har höjt sitt mål för ansluten kapacitet i Kina. Det nya målet är att ha en ansluten kapacitet om 1 000 MW vid utgången av 2024. Det är en uppjustering från tidigare mål som låg på en ansluten kapacitet om 605 MW vid utgången av år 2022. Uppjusteringen av målet är baserat på bolagets insyn i den efterfråga som råder på marknaden i Kina. Målet bedöms som rimligt men finansiering har hittills varit den hämmande faktorn för tillväxten.

ASAB som finansierar verksamheten under ASRE i Kina avses att börsnoteras separat i början av 2020. Det är en förflyttning relativt ursprungsplanen men bör inte påverka nyförsäljningen. En särnotering ger en ökad transparens och kan underlätta för bolaget att få in finansiering. Vidare bedömer vi att finansieringen kommer att underlättas ytterligare allteftersom affärsmodellen fortsätter att bevisa sig. Det är inte heller helt orimligt att finansieringskostnaderna och att finansieringsbehovet per nyinstallerad MW kommer att minska över tid. Det givet att tekniken blir billigare och tillverknings- liksom monteringsarbete effektiviseras.

## ...och omorganisation i Sverige pekar på fler köp

I rapporten för det tredje kvartalet 2019 framgår även ytterligare information om den planerade omorganisationen som kommunicerades i samband med att resterade 49 procent av aktierna i Nyedal Solenergi förvärvats i slutet på augusti. Omorganisationen innebär att tidigare Nyedal Solenergi, numera Soltech Sales & Support, tar ett helhetsgrepp om koncernens försäljning och produkter. De agerar samtidigt som ett internt supportorgan för den övriga verksamheten. Detta avser att effektivisera hur koncernen jobbar och möjliggör samtidigt för en snabb integration och anpassning av potentiellt nya förvärv.

Bolagets ledning initierade förvärvsstrategi redan i januari 2019. Hittills har tre köp genomförts. Genom förvärvsstrategin adderas intäkter och lönsamhet samtidigt som bolaget position på marknaden stärks med kompetens samt produkter och tjänster inom flera vertikaler som utökar konkurrenskraften. Den underliggande tillväxt inom solcellsmarknaden liksom försäljningssynergier, som nya kontaktytor och korsförsäljning mellan produkttyper, skapar goda förutsättningar för koncernen att hållbart växa över tid. Genom att via förvärv bredda produkt- och tjänsteportföljen (med exempelvis rena takprodukter/tjänster) så bör även den säsongsmässiga känsligheten minska.

Bolagets kassa förstärktes också i juni 2019 i en emission som övertecknades med 333 procent. Denna inbringade totalt drygt 100 miljoner kronor före relaterade kostnader. Likviden var avsedd för att fortsätta förvärva. Bolaget har flertalet pågående diskussioner med potentiella förvärvskandidater. Vi förväntar oss fler köp, vilket vid konsolidering bör addera ytterligare uppsida till vår värdering.

SolTech har i de tre senaste förvärven betalat mellan 70 och 80 procent av köpeskillingen kontant och resterande belopp med aktier. Att använda aktien för att delfinansiera förvärv underlättar finansieringen och har en inlåsningsseffekt av säljarna som kan säkerställa att förvärvsobjekten fortsätter att leverera. Genom att betala med egna aktier kan bolaget även göra teoretiska arbitrage givet att den egna aktien handlas till högre multiplar än de multiplar som bolagen förvärvas till. Vidare, för att i bästa mån säkerställa sig om att förvärvsobjektet fortsätter att prestera i linje med förutbestämda mål har bolaget "reserverat" delar av köpeskillingen som först betalas ut vid en förutbestämd tidpunkt. Detta givet att målen uppnås (en så kallad earn-out-modell).

## Bra andra kvartal

### Fortsatt bra tillväxt

Under tredje kvartalet 2019 redovisade SolTech totala intäkter om 87,3 miljoner kronor, vilket motsvarar en tillväxt om 380 procent på årsbasis. Nettoomsättningen uppgick till 88,0 miljoner kronor vilket var i linje med vår prognos om 89 miljoner kronor.

Under andra kvartalet 2019 uppgick nettoomsättningen för koncernen till 88,6 miljoner kronor. Från andra kvartalsrapporten 2019 går också att tyda att verksamheten i moderbolagets bidrag till nettoomsättningen var 4,8 miljoner kronor. Det går också att utläsa att dotterbolagens bidrag var 55 miljoner kronor. Det innebär att resterande 28,8 miljoner kronor kom från den kinesiska verksamheten under andra kvartalet. Under det tredje kvartalet 2019 ökade den anslutna kapaciteten i Kina med 10,6 MW, från 93,7 MW till 104,3 MW. Intäktsbidraget från verksamheten i moderbolaget var 2,5 miljoner kronor. Givet detta uppskattar vi att intäkterna från verksamheten i Kina var 32,0 miljoner kronor under det tredje kvartalet 2019 och att den svenska verksamhetens bidrag var 53,5 miljoner kronor.

### Temporärt uppställ i rörelseresultatet

Med högre intäktsbidrag från verksamheten i Kina steg också bruttomarginalen till 56 procent under tredje kvartalet, 2019 från 50 procent under andra kvartalet 2019. Bruttomarginalen i den kinesiska verksamheten är betydligt högre än den i den svenska rörelsen. Intäktsmixen mellan de två affärsområdena har därmed också en avgörande för utvecklingen i bruttomarginal, liksom för andra lönsamhetsmått längre ner i resultaträkningen.

Det redovisade EBIT-resultatet kom in på 30,2 miljoner, vilket översteg vår prognos som låg på 21,5 miljoner kronor. Framstående var de låga övriga externa kostnader som påverkade EBITDA-resultatet positivt. Den låga siffran förklaras av engångsjusteringar och kommer rimligtvis tillsammans med personalkostnader att stiga aningen de kommande kvartalen givet bolagets fortsatta satsning på att ta marknadsandelar i Sverige.

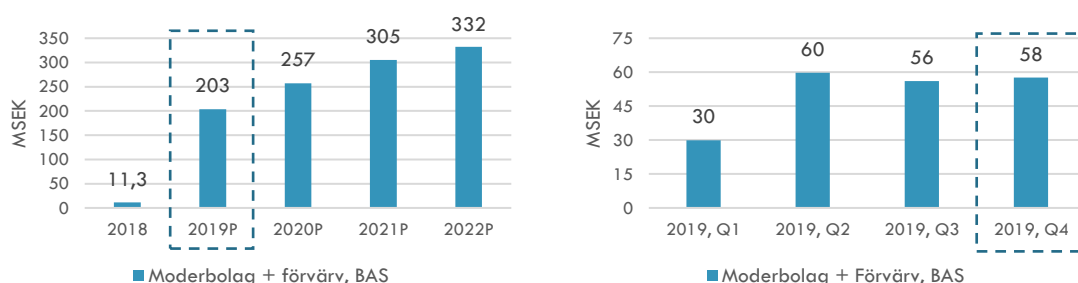
Det redovisade EBITDA-resultatet för det tredje kvartalet 2019 motsvarar cirka 3,1 gånger kvartalets räntekostnader. Detta nyckeltal bedöms dock komma tillbaka ner på nivåer en bit över en gång. Vidare tror vi att detta nyckeltal kommer att förbli lågt under tillväxtsatsningen i Kina.

## Prognoser och värdering

### Intäktsprognoser affärsområde BIPV + förvärv

Nedan följer våra prognoser för den svenska verksamheten, då inkluderat moderbolag och de tre senaste förvärven. I basscenariot prognostiserar vi nettoomsättning om totalt cirka 203 miljoner kronor för helåret 2019. Det är en uppjustering från tidigare prognos med 10 miljoner kronor och beror främst på att vi möjligen underskattat momentum i den svenska rörelsens B2B-affärer som kan realiseras mot slutet av året, i kv 4. Bidraget från de tre förvärven är antaget till cirka 190 miljoner kronor under 2019. Även efterföljande år 2020–2024 är uppjusterade med anledning av samarbetet med Vattenfall som vi tror har bra potential att lyfta försäljningen av byggnadsintegrerat.

#### Historik och prognoser för nettoomsättning, den svenska verksamheten på års- och kvartalsbasis (2019) i basscenariot



Dotterbolag konsoliderade i SolTechs räkenskaper med 100 procent  
Källa: SolTech och Carlsquare

### Tillväxt i Kina bör tillta under kv3 2019

Orderstocken i Kina-verksamheten uppgick per den 30 september 2019 till 31,5 MW och har stärkts ytterligare sedan dess. Detta kan sättas i relation till orderstocken vid andra kvartalets utgång som var 33 MW.

Intäkter genereras först när installationerna anslutits till nätet. Det innebär att om nya anläggningar ansluts tidigt under ett kvartal kommer också intäkten/tillväxten att vara högre än om anslutning sker sent under kvartalet. Kapacitet under uppbyggnation vid utgången av det tredje kvartalet var 22,5 MW. Vi tror samtidigt att nyadderad ansluten kapacitet under fjärde kvartalet inte vara lika stor, sett till antal MW som under det tredje kvartalet 2019. I basscenariot modellerar vi med att bolaget har cirka 108 MW anslutet vid utgången av 2019. Givet detta antagande har den anslutna kapaciteten ökat med cirka 77 procent i årstakt. Den starka tillväxten påskyndades av förvärv av redan installerad kapacitet.

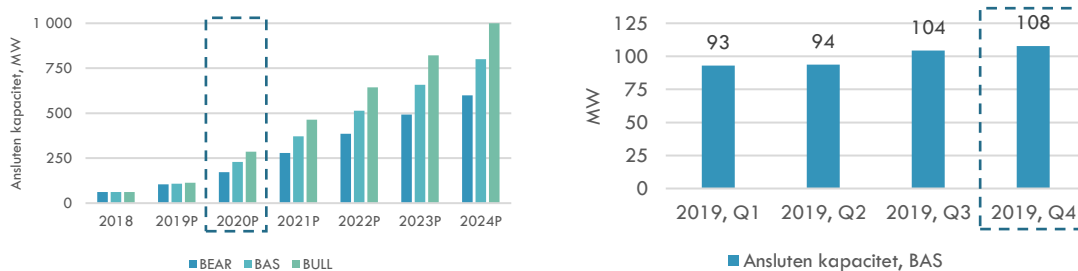
Givet den nya målsättningen har vi också justerat våra prognoser för efterföljande prognostiserade år, 2020–2024. I basscenariot modellerar vi med en tillväxt om 112 procent, alltså en starkare tillväxt än under 2019 då motsvarande antas bli 77 procent. Det då bolagets modell fortsätter bevisa sig och även särnoterar ASAB vilket medför ökad transparens och synlighet som i sin tur kan underlätta för bolaget att finansiera tillväxten. I bear-scenariot har vi antagit en tillväxt för den



installerade kapaciteten om 63 procent. I bull-scenariot har vi antagit en tillväxt om 151 procent.

Det enligt nedanstående graf. Det skall noteras att förvärv av en eller flera portföljer innehållande redan ansluten kapacitet snabbt kan förändra prognoserna. Det senaste förvärvet bestod av en portfölj innehållande ansluten kapacitet motsvarande 21,4 MW.

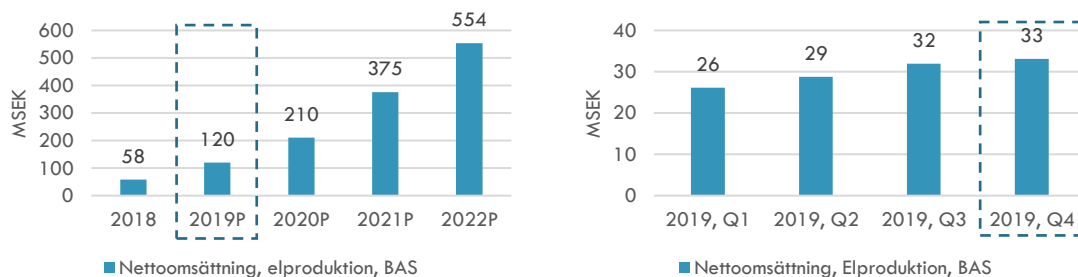
### Historik och prognoser för ansluten kapacitet på års- och kvartalsbasis (2019) i tre scenarion och i basscenariot



Ansluten kapacitet vid periodens slut. Källa: SolTech och Carlsquare

Grafer nedan visar antagna intäkter på års- och kvartalsbasis i basscenariot. Nettoomsättningen för helåret 2019 antas till 120 miljoner kronor och är oförändrad sedan vår föregående analysuppdatering. 2020 är oförändrad medan 2021 är något nedjusterad och 2022 är något uppjusterad sedan vår tidigare analys. Prognoserna är givetvis fortfarande osäkra och framtida tillväxt är beroende av att bolaget kan hitta finansiering.

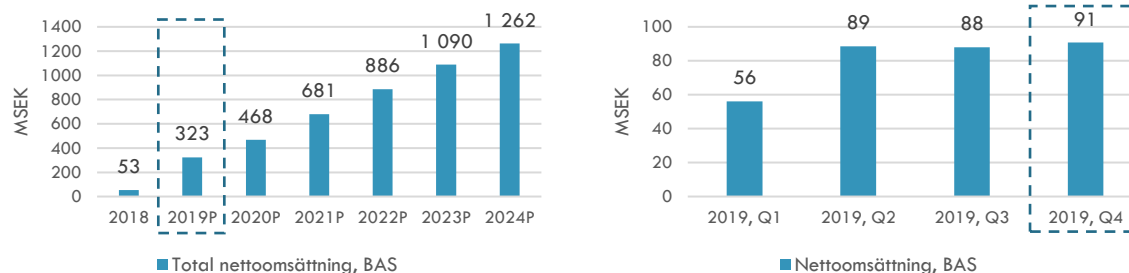
### Prognoser nettoomsättning för den elproducerande verksamheten, i basscenariot på års- och kvartalsbasis (2019)



Siffrorna visar 100 procent av intäkterna i ASRE. Intäkt för tredje kvartalet är baklänges framräknade baserat på information som tillhandahålls i SolTechs liksom ASAB:s respektive kvartalsrapporter.  
 Källa: SolTech (utfall) och Carlsquare (prognoser)

Genom att addera intäkterna från de båda affärsområdena prognostiserar vi en total nettoomsättning under år 2019 om 323 miljoner kronor. Det är en uppjustering sedan föregående analys då bedömningen låg på 314 miljoner kronor. Nedan följer antagen nettoomsättning för perioden, 2019 till 2024 i basscenariot.

### Historiska och prognostiserad nettoomsättning på årsbasis i basscenariot och intäkter på kvartalsbasis 2019



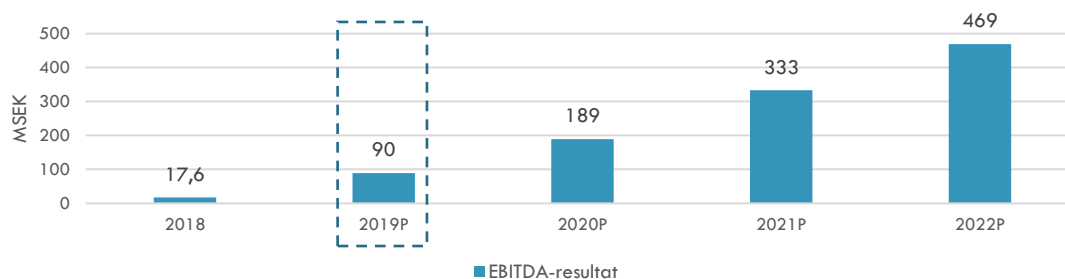
Källa: SolTech och Carlsquare

## Bättre lönsamhet i takt med att Kina växer

Som nämnts spelar fördelning av intäktsbidrag mellan de båda affärsområdena Kina och Sverige en stor roll för lönsamheten på koncernens EBITDA-nivå. EBITDA-marginalen i Kina-rörelsen ligger med en hög sannolikhet betydligt över EBITDA-marginalen i den svenska verksamheten.

För helåret 2019 modellerar vi med ett EBITDA-resultat om 90 miljoner kronor. Det är upp från 79 miljoner kronor vid tidigare analystillfälle. Nedan visas de antagna EBITDA-resultaten på årsbasis i basscenariot.

### Prognoser EBITDA-resultat i basscenariot.



Källa: SolTech och Carlsquare

## Värdering

För att beräkna ett motiverat värde på aktien har vi utgått från en DCF-värdering baserat på prognoser ovan. I DCF-modellen har vi nuvärdesberäknat den andel av kassaflödet som antas hänförligt till aktieägarna i SolTech. DCF-modellen har vi kompletterat med en multipelvärdering baserat på prognostiserad nettoomsättning och EBITDA-resultat för 2020 hänförliga till aktieägarna i SolTech.

Genom att kombinera de två modellerna i ett genomsnitt beräknas ett motiverat värde per aktie i basscenariot till 21,0 kronor (15,4) för de

kommande 6 – 12 månaderna. Uppjusteringen beror främst på den uppreviderad och förlängd tillväxtkurvan i Kina men också på högre prognoser för den svenska verksamheten efter samarbetet med Vattenfall träffats.

Jämförelsevärderingen inkluderar en grupp bolag vars verksamhet påminner om den svenska verksamheten och en grupp bolag vars verksamhet påminner om verksamheten i Kina. Nettoskulden, hänförlig till aktieägare i SolTech, är i basscenariot antagen till drygt 310 miljoner kronor.

I bull-scenariot beräknas det motiverade värdet per aktie till 27,2 kronor och 13,6 kronor i bear-scenariot. Se sammanställning av värdering i tabellen nedan.

### Sammanställning värdering, tre scenarion

	BEAR	BAS	BULL
DCF-värdering	13,0	21,6	28,9
Multipelvärdering	14,3	20,4	25,5
<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>13,6</b>	<b>21,0</b>	<b>27,2</b>
Upp-/nedsida relativt senast betald (22,3 kr)	-39%	-6%	22%
EV/Sales, 2020P	4,6x	5,1x	5,3x
EV/EBITDA, 2020P	13,5x	13,6x	13,9x

Källa: Carlsquare

Det motiverade värdet i basscenariot motsvarar en EV/Sales-multipel om 5,1x antagen nettoomsättning under 2020 hänförlig till SolTechs aktieägare.

Jämförelsegruppens bolag vars verksamhet påminner om den svenska verksamheten handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipeln om 1,1x intäktsprognosen de kommande tolv månaderna. Jämförelsegruppens bolag vars verksamhet påminner om SolTechs affärsben i Kina handlas till ett medianvärde för EV/sales-multipeln om 8,2x den prognostiserade försäljningen för de nästkommande tolv månaderna.

Det motiverade värdet i basscenariot motsvarar en EV/EBITDA-multipel om 13,6x prognostiserat EBITDA-resultatet hänförlig till aktieägarna i SolTech för 2020. Jämförelsegruppens bolag vars verksamhet påminner om den svenska verksamheten handlas till ett medianvärde för EV/EBITDA-multipeln om 12,5x EBITDA-prognosen de kommande tolv månaderna. Jämförelsegruppens bolag vars verksamhet påminner om SolTechs affärsben i Kina handlas till ett medianvärde för EV/EBITDA-multipeln om 11,4x det prognostiserade EBITDA-resultatet för de nästkommande tolv månaderna.

## Risker

Som bekant redovisar bolaget 100 procent av sina intäkter liksom kostnader i dotterbolagen. Ägarandelarna i dessa varierar mellan 60 och 100 procent. Andelen av de per det första, andra liksom tredje kvartalet 2019 redovisade kostnaderna (liksom intäkter) som är hänförliga till SolTechs aktieägare är således

svåra att spåra. Det adderar ytterligare en grad av osäkerhet i prognoserna framåt.

För att bolaget skall kunna realisera på sina tillväxtplaner för elproduktion i Kina är finansiering en avgörande faktor. Denna är långt ifrån säkerställd. Räntan på framtida eventuella lån kan behöva överskrida befintliga nivåer för att attrahera investerare. Vidare är Riksbankens styrränta en faktor som bestämmer räntan som bolagets betalar på sina lån. Det innebär att bolaget kan tvingas betala högre räntor på ny finansiering. I det kortare perspektivet har ränteläget dock vänt ner.

Samarbetspartnern ASP saknar i dag produktionskapacitet för att leverera på tillväxtplanerna fram till år 2024. ASRE är inte bundna av att använda solceller från ASP. Om ASP inte kan leverera kan ASRE köpa från vilken tillverkare som helst och har gjort så några gånger.

Marknaden för förnybar energi är fortfarande beroende av statliga och kommunala bidrag. Förändringar i bidragen kan förändra efterfrågan åt båda hållen. Politiska beslut fattas inte heller över en natt. Utdragna politiska beslutsprocesser kan skapa avvaktande köpare.

Bolagets pris på den sålda elen i Kina är knuten till marknadspriset på el. Det kan i sin tur göra att intäkterna på nya leveransavtal blir lägre. Dock är kunderna avtalsmässigt bundna till ett fast elpris under ett år.

ASRE:s intäkter liksom kostnader är uttryckta i RMB. Bolagets obligationer är utgivna i SEK och i euro.

Tekniken för solceller utvecklas och nya tekniker kan göra den teknik som bolaget arbetar med relativt ineffektiv och dyr.



## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.