



Analysguiden - Uppdragsanalys

18 maj 2020

[Soltech Energy](#)

Stabil tillväxt första kvartalet



Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Samhällsomvandlande solenergibolag	3
Stark tillväxt under 2019	4
Aggressiva långsiktiga mål	4
Förvärvsstrategin tar fart	5
Händelser under första kvartalet	6
Prognoser	7
Värdering	8
Risker	9

Stabil tillväxt och nya förvärv

Soltech Energy Sweden AB inleder 2020 med ett stabilt kvartal där den svenska verksamheten ökar omsättningen med 22 procent jämfört med motsvarande kvartal 2019. Den kinesiska delen av verksamheten har tappat intäkter på omkring 5,5 miljoner kronor under kvartalet till följd av Covid-19, men i takt med att Kina öppnat upp igen ser vi en klar återhämtning.

Första kvartalet 2020 redovisar Soltech en nettoomsättning på 52,8 miljoner kronor, en minskning med 6,3 procent från motsvarande kvartal 2019. Denna minskning är huvudsakligen till följd av effekterna av Covid-19 på den kinesiska delen av verksamheten. Den svenska delen av verksamheten uppvisar en omsättningsökning på 22,4 procent jämfört med motsvarande kvartal 2019, där genomförda förvärv bidrar starkt. Bolaget ser tendenser till att projekt på den svenska marknaden skjuts upp till följd av Covid-19, men orderingången är fortfarande god. Det är ännu tidigt att säga vilken effekt Covid-19 får på den svenska verksamheten. Covid-19 har tillfälligt hämmat tillväxtplanerna i Kina under första kvartalet då en viss del av den installerade solenergi kapaciteten inte varit i produktion. Dock förväntar sig bolaget att samtlig installerad kapacitet åter skall vara i produktion i slutet av maj månad, 2020. Bolaget ser en ensiffrig procentuell minskning av intäkterna i Kina på helåret 2020 som en följd av Covid 19, jämfört med tidigare prognoser, givet nuvarande installerade kapacitet om 139,2 megawatt som referens. Den främsta påverkan i den kinesiska delen har dock varit beslutet att skjuta upp obligationsemissioner och den planerade noteringen av ASAB:s aktier som ett resultat av Covid-19. Alternativa finansierings-lösningar undersöks nu för att säkra finansiering för denna del av verksamheten. Sammantaget står tidigare prognoser på koncernnivå kvar med smärre förändringar till följd av ytterligare ett nytt förvärv, Fasadsystem i Stenkullen AB. I vårt basscenario beräknar vi ett aktievärde på 21,2 kr per aktie för de kommande 6–12 månaderna.

MSEK	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Nettoomsättning	47,5	53,7	323,3	644,4	897,8	1203
EBITDA	-13,1	17,6	88,3	172,9	339,3	504,4

Datum: 18maj 2020
Analytiker: Johan Hellström, Nils Hellström
Aktiespararna

Företagsnamn: Soltech Energy Sweden AB (publ)
Lista: First North Stockholm
Vd: Stefan Ölander
Styrelseordförande: Frederic Telander
Marknadsvärde: 837,7 MSEK
Senast: 15,18 kr (15 maj 2020)
Kort om bolaget: Soltech utvecklar och säljer solceller, med ett fokus på estetiskt tilltalande byggnads-integrerade solceller. Genom det samägda bolaget, ASRE, finansierar, äger och driver bolaget också solenergiinstallationer i Kina som ger återkommande intäkter över längre perioder, upp mot 25 år. Bolaget befinner sig i en stark expansionsfas med ett uttalat fokus på transformering av traditionella bolag till solenergi. Detta har bidragit med stark tillväxt och synergieffekter genom förvärv av hittills totalt 7 bolag inom bland annat fasad, tak och solcellsbranschen.

Möjligheter och styrkor: Soltech säljer bland annat byggnads-integrerade solceller, ett segment som väntas växa under de kommande åren. Denna marknad är i dag inte lika konkurrens-utsatt som utanpåliggande solceller, eftersom produkterna är unika.

Förvävsstrategin har inletts framgångsrikt och har möjlighet att kraftigt öka Soltechs framtida omsättning.

Den elproducerande verksamheten i Kina, som bedrivs i det samägda bolaget ASRE, har goda möjligheter att uppnå den aggressiva tillväxtplanen. Långa leveransavtal om 20 till 25 år skapar stabila och förutsägbara intäkter

Bolagets förvävsstrategi har hittills varit lyckad. Fler förvärv kan skapa ytterligare uppsida i bolaget och aktiens värde.

Risker och svagheter: Soltechs tillväxtplaner i Kina är beroende av inte säkerställd extern finansiering.

Statliga bidrag som stimulerar tillväxten påverkas av politiska beslut som är utanför bolagets kontroll.

Värdering

Bear	Bas	Bull
10,5 kr	21,2 kr	32,1 kr

Utfall och prognoser, basscenario.
Källa: Soltech och Analysguiden

Samhällsomvandlande solenergibolag



Soltech Energy

Soltech Energy Sweden AB (Soltech eller bolaget) är ett solenergibolag med två huvudsakliga affärsinriktningar. Verksamheten i Sverige utvecklar och säljer byggnadsintegrerade (BIPV) solceller samt säljer utanpåliggande solenergilösningar. Genom att utveckla och erbjuda innovativa och estetiskt tilltalande solcellslösningar, vid sidan av standard solenergilösningar, bidrar bolaget till omställningen till gröna, hållbara energikällor. Den svenska verksamheten har sedan inledningen av 2019 stärkts genom sju förvärv som breddar bolagets erbjudande. 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.

Soltechs andra affärsinriktning rör verksamheten i Kina, där bolaget investerar i solcellsanläggningar genom det samägda bolaget Advanced Soltech Sweden AB (ASAB) vilket ägs till 51 procent av Soltech och 49 procent av dess kinesiska samarbetspartner Advanced Solar Power Hangzhou Inc. ASAB äger i sin tur 100 procent av Advanced Soltech Renewable Energy Hangzhou Co. Ltd (ASRE) ASRE och ASRE Suqian och dess helägda dotterbolag, som driver solcellsanläggningarna. Den kinesiska delägaren till ASAB har stora investerare i ryggen, som Sequoia Capital och Legend Capital (Lenovos riskkapitalbolag). Affärsmodellen i Kina består i att finansiera, installera, äga och driva solenergiinstallationer på kunders tak. Kunden betalar inget för anläggningen utan skriver istället ett 20-årigt avtal om att köpa all el som anläggningen producerar. Detta affärsområde ger långsiktiga intäkter med god marginal.



Fasadsolceller, ett lovande affärsområde för Soltech.
Källa: Soltech Energy



Solcellsinstallation i Kina.
Källa: Advanced Soltech

Stark tillväxt under 2019

2019 kännetecknades av stark tillväxt för Soltech. Koncernens intäkter uppgick till 324 miljoner kronor, en ökning med hela 503 procent från föregående år. Denna tillväxt berör båda affärsinriktningarna, med en 1 682 procentig ökning i den svenska delen av verksamheten och en 151 procentig ökning i den kinesiska delen.

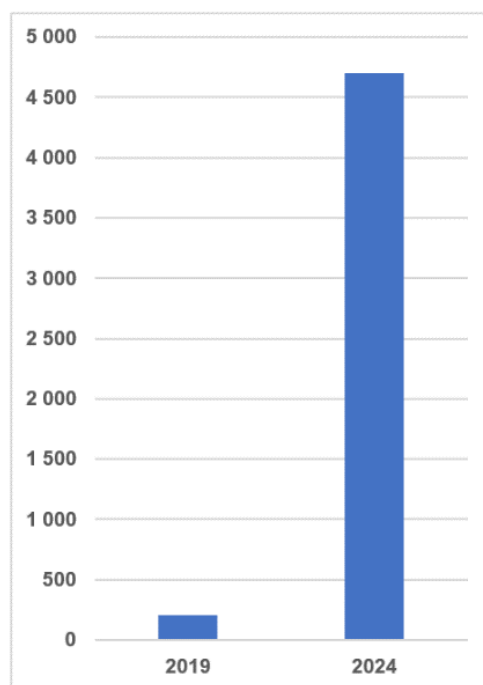
Den svenska delen av verksamheten ökade intäkterna från 11,3 miljoner under 2014 till 201,4 miljoner. En stor del av dessa intäkter är hänförliga till genomförda förvärv under året. Den kinesiska delen av verksamheten ökade intäkterna från 48,8 miljoner kronor till 122,6 miljoner kronor samt ökade den anslutna kapaciteten i Kina från 78 MW vid utgången av 2018 till 139,2 MW per 2019-12-31. Soltech koncernen redovisade ett EBITDA resultat om 88,3 miljoner för helåret 2019, en årlig ökning på omkring 400%. Bolaget gjorde ett resultat efter finansiella poster om -33 miljoner kronor, där merparten av det negativa resultatet utgörs av större finansiella kostnader huvudsakligen hänförliga till kapitalanskaffning och avskrivningar på anläggningar i den kinesiska verksamheten.

Aggressiva långsiktiga mål

Soltech har som målsättning att nå 4,7 miljarder kronor i omsättning 2024. Detta innebär en ökning, från år 2019, med omkring 23 gånger. Soltech förlitar sig på ett antal värde drivande händelser som ska möjliggöra denna kraftiga expansion:

1. Förvävsstrategi
2. Stark organisk tillväxt
3. Byggnadsintegrerade produkter
4. Kraftigt växande marknad

Vidare har den kinesiska delen av verksamheten en tillväxtplan som innebär en installerad kapacitet om 1 gigawatt år 2024. Då den nuvarande anslutna kapaciteten är 139,2 megawatt innebär detta en ökning på omkring 170 megawatt installerad kapacitet per år. För att nå detta mål krävs en ökning på omkring 38 procent per år, vilket inte bör anses orimligt då man har en orderstock på drygt 40 megawatt, en pipeline som man löpande bearbetar på över 100 MW samt tecknade ramavtal på motsvarande 670 megawatt.



Omsättningsmål i MSEK, 2019 – 2024.
Källa: Soltech

Förvärvsstrategin tar fart

Under slutet av 2018 inleddes Soltechs förvärvsstrategi och totalt sju förvärv har hittills genomförts. Bolaget nyttjar i viss utsträckning den egna aktien som betalning, vilket innebär möjligheter till arbitrage då den egna aktien värderas till högre multiplar än det förvärvade bolagets aktier. Detta innebär också att onoterade bolag förs in i en noterad miljö, något som historiskt har tenderat att skapa högre värderingar.

Nyliga förvärv

Den 19 december 2019 förvärvade bolaget 60 procent av bolaget Merasol AB, med resterande 40 procent på option. Merasol AB grundades 2013 och befinner sig i Göteborg, inriktade mot företagsmarknaden inom solenergi. Merasol AB förväntas tillföra omkring 60 miljoner kronor i omsättning år 2020, med ett positivt rörelseresultat, samt 2021 en omsättning om 80 miljoner kronor. Soltech förvärvade därefter, den 20 december 2019, 100 procent av aktierna i Soldags i Sverige AB, som installerar solenergilösningar till den privata sektorn. Soldags förväntas bidra med omkring 40 miljoner kronor i omsättning för 2020, med positivt rörelseresultat.

Under 2020 har Soltech genomfört två förvärv, Takorama AB och Fasadsystem i Stenkullen AB. Takorama förvärvades under mars månad och arbetar med platta tätskiktstak inriktade mot företagsmarknaden. Takorama har ett antal ramavtal med större kunder inom näringsliv och den offentliga sektorn. Förvärvet förväntas bidra med omkring 33 miljoner kronor i omsättning för 2020, med 8–10 procent rörelsemarginal. Årets senaste förvärv tillkännagavs den 23:e april och rör Fasadsystem i Stenkullen AB. Fasadsystem är ett av Sveriges ledande företag inom fasadbranschen med lång erfarenhet av att utveckla aluminiumfasader. Bidraget till omsättningen för 2020 förväntas bli cirka 53 miljoner kronor med ett rörelseresultat på mellan 8–10 procent. Gemensamt kan sägas att förvärven förväntas, över tid, skapa intäkts synergier och nya försäljningskanaler för Soltechs produkter. Soltechs uttalade mål om samhällsförändrande förvärv blir allt tydligare där traditionella, lönsamma bolag, förvärvas och därmed börjar erbjuda hållbara lösningar.



Ökad omsättning i svenska verksamheten

Soltechs kvartalsrapport för Q1 2020 vittnar om fortsatt tillväxt inom den svenska verksamheten. Omsättningen växte med 22,4 procent jämfört med motsvarande kvartal 2019, varav de tre förvärven som genomförts bidragit med 14,5 miljoner kronor i omsättning. Det första kvartalet på året är generellt ett kvartal kännetecknat av lägre försäljningsvolym och står därmed endast för omkring 15 procent av årets omsättning. Bolaget bedömer fortfarande orderingsgången som god med bakgrund mot Covid-19, men det finns tendenser att projekt blir uppskjutna i tiden.

Covid-19 påverkar kinesiska verksamheten

Kvartalet som helhet uppvisar en minskning i omsättning från 56,4 (Q1 2019) miljoner kronor till 52,8 miljoner kronor under detta kvartal. Denna minskning är huvudsakligen relaterad till den kinesiska delen av verksamheten som påverkats av Covid-19 pandemin. ASAB beräknas ha tappat intäkter om cirka 5,5 miljoner kronor under kvartalet, på grund av försäljning av el till elnätet istället för till kunden då fabriker varit stängda. 35 megawatt av ASAB:s kapacitet har varit nedstängd under en period i kvartalet. I mitten av maj är 134,2 av 139,2 megawatts kapacitet i produktion. Resterande 5 megawatt beräknas vara i produktion i slutet av maj. Tappet infaller under en period som traditionellt står för en mindre del av verksamhetens års-intäkter (cirka 18 %), då Q2 och Q3 har drygt dubbla mängden solstrålning som Q1.

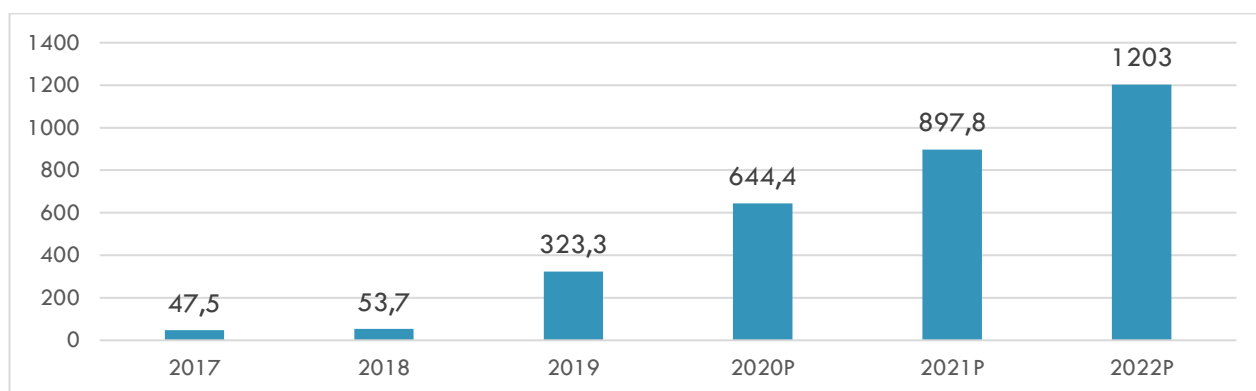
Uppskjuten notering av ASAB

Till följd av osäkerheten på marknaderna och de långtgående konsekvenserna av Covid-19 har ASAB skjutit upp den planerade obligationsemissionen samt noteringen av bolaget på Nasdaq First North Growth Market. Bolaget ser en gradvis återgång till normalläge i den kinesiska verksamheten till följd av de långtgående åtgärderna kinesiska centralmakten tagit och ASAB utvärderar nu alternativa finansieringslösningar, som kan handla om att emittera obligationer under nuvarande ramverk för omkring 1 500 miljoner kronor.

Prognoser och värdering

Intäktsprognoser

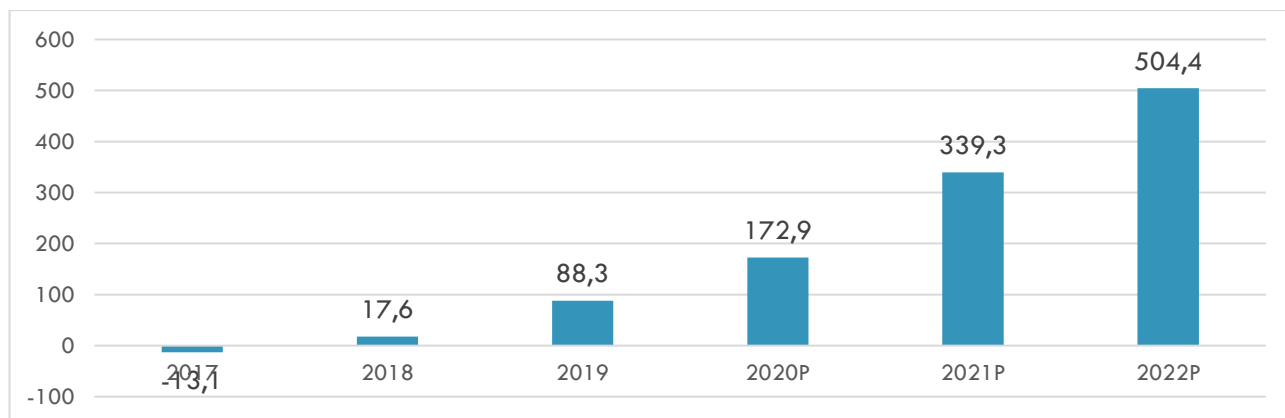
Under 2020 utgår vi från intäkter på koncernnivå på 644 miljoner kronor. Detta är en uppjustering från tidigare nivåer till följd av förvärv, där förvärvade bolag nu förväntas bidra med 186 miljoner kronor till omsättningen. De fulla effekterna av Covid-19 utbrottet är ännu ej synliga, men vi antar att den kinesiska verksamhetens installationsplaner återgår till normalläge inom kort. Ökningen är dock marginellt mindre till följd av smärre effekter av Covid-19.



Källa: Soltech (utfall) och Analysguiden (prognos)

EBITDA-prognoser

EBITDA-prognoserna har delvis uppjusterats, huvudsakligen på grund av antagna effektivitetsökningar och synergieffekter som uppnås med nyligen införlivade bolag inom koncernen. Starkt drivande i EBITDA utvecklingen är bolagets kinesiska verksamhet där marginalerna kan antas vara väsentligt högre.



Källa: Soltech (utfall) och Analysguiden (prognos)

Värdering

I vår värdering har vi utgått från prognostiserade intäkter och EBITDA för att sedan multipelvärdera bolaget utifrån jämförbara bolag. Detta ligger till grund för tre scenarion på 12 månaders tidshorisont. Värt att notera är att effekterna av Covid-19 ännu inte är fullt mätbara och troligtvis blir mer synligare längre fram i året. Störst påverkan har synts på den kinesiska delen av verksamheten, men då detta inträffat under en period som historiskt utgjort en mindre del av omsättning prognostiserar vi i dagsläget en begränsad påverkan på helåret. Inom basscenariot antar vi vidare att de uppsatta målen om 1 gigawatts installerad kapacitet i Kina 2024 uppnås, vilket inte bör anses omöjligt när tidigare tillväxt och redan ingångna ramavtal tas i beaktning. Våra bull- och bear-scenarion utgår från förändringar i ett antal nyckelvariabler:

1. Lägre eller högre installationsakt i Kina.
2. Förändringar i tillväxt i nyförvärvade bolag samt större eller mindre synergieffekter.
3. Begränsad eller omfattande påverkan av Covid-19 utbrottet.

Tongivande kommer även det fortsatta förvärvsarbetet vara, där stor potential finns för värdeökningar. Multiplarna i basscenario utgår från medianen av en grupp jämförbara bolag. Multipelvärderna vägs sedan samman till ett medelvärde. Det ger oss följande värdering:

MSEK	BEAR	BAS	BULL
Nettoomsättning 2020P, Mkr	498,3	644,4	721,5
EBITDA 2020P, Mkr	70,72	172,9	249,3
EV/S-multipel	3,4	3,4	3,4
EV/EBITDA-multipel	12,3	12,3	12,3
Värde per aktie, kr (sammanvägt)	10,5	21,2	32,1
Relativt senast betalt (15,18 kr)	-31%	40%	105%

Källa: Analysguiden

Risker

Bolaget redovisar 100 procent av sina intäkter och kostnader i dotterbolagen. Då ägarandelarna i dessa varierar mellan 60 och 100 procent blir intäkterna och kostnaderna som är hänförliga till Soltech svåra att säkerställa vilket innebär ytterligare en dimension av osäkerhet i prognoser.

För att bolaget ska nå tillväxtmålen är finansiering avgörande och denna finansiering är ännu inte helt säkerställd. I samband med Covid-19 krisen har finansieringsbehovet blivit mer brådskande då obligationsemissioner och notering ställts in.

Förvärven som genomförs finansieras delvis med den egna aktien, något som på sikt kan innebära utspädning av aktien vilken kan påverka värderingen.

Marknaden för förnyelsebar energi är fortfarande beroende av statliga och kommunala bidrag och förändringar i dessa kan påverka både utbud och efterfrågan.

Bolagets pris på den sålda elen i Kina är knuten till marknadspriset på el, vilket kan innebära lägre intäkter vid sänkta marknadspriser på el (som exempelvis under senaste perioden i och med Covid-19).

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

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.

Analytikerna Johan Hellström och Nils Hellström äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker: Johan Hellström, Nils Hellström