

Det vänder snabbt

Inbromsande marknad slog hårt på försäljningen

Nettoomsättningen i Q3 landade på 43 mkr (48), en minskning med 10% jämfört mot samma kvartal föregående år. I förra rapporten påpekade ledningen att marknaden för solcellsinstallationer bromsat in, vilket hämmat utvecklingen för Ferroamp. Inbromsningen var oväntat hård och drivet av att grossister och installatörer minskar sina lager. Ledningen poängterar att bolagets långsiktiga finansiella mål med en omsättning om 1,7 mrd SEK och 15% EBITDA vid utgången av 2026 fortsatt ligger fast då de underliggande trenderna för en långsiktig tillväxt ligger fast. Trenderna går inte att ducka för men vi tycker att målsättningen framstår som ambitiös. För att nå målsättningen måste försäljningen mer än fyrdubblas på mindre än tre år. Framgent vittnar ledningen om en viss återhämtning på marknaden och framhåller att potential för ökad försäljning finns genom att bredda kundgruppen inom tex. elbilsladdning eller bostadsrättsföreningar. Dessutom tror Ferroamp och Ntricity mycket på sin kommande stödtjänst för balansering av elnätet, FCR-D, där bolagen hoppas få positivt svar från Svenska kraftnät inom kort.

Lönsamhetsfokus – viktigt när marknaden viker

Lönsamhetsfokus är extra viktigt när marknaden bromsar in. Vi framhåller fortsatt att bruttomarginalen är en viktig parameter att följa. Den kom in något bättre förväntat (28% jmf med 27%). Övriga operativa kostnader kom in 10 mkr lägre än förväntat. Det är positivt och visar att ledningen menar allvar med lönsamhetsförbättringarna. På resultatnivå avviker dock utfallet på nedsidan gentemot våra förväntningar med 10–15 mkr. Det är enbart på grund av låg försäljning. Bolaget arbetar med att kostnadseffektivisera organisationen. Efter en period av stark tillväxt finns det besparingsåtgärder att göra varpå ledningen bedömer att omkostnaderna kan minska med 30 mkr under 2024. Till det ska bruttomarginalen stärkas ytterligare. Kassen minskade kraftigt under kvartalet. Det är en effekt av lägre försäljning och en ökad produktionsnivå. Varulagret ökade med 60 mkr men nu har bolaget dragit åt handbromsen. Framåt förväntas Ferroamp lösgöra kapital i takt med att man betar av befintligt lager.

Råder stor osäkerhet men aktien är försiktigt prissatt

Aktien har handlats ned sedan årsskiftet och en kurs på 8 kronor ger en ev/sales-multipel på 0,4x 2023 års försäljning. Det är lågt men inte orimligt givet osäkerheten i nuläget. Höga räntor och låga elpriser ligger Ferroamp i fatet. Framåt räknar vi med en sekventiell återhämtning men sänker ändå försäljningsprognoserna på medellång sikt. Vi räknar med en långsiktig ebitda-marginal strax över 10%. Det är en bit från bolagets finansiella mål och lämnar ett utrymme för prognosupjusteringar. I vår kassafloodesmodell återspeglas osäkerheten genom ett avkastningskrav på 14%. På plussidan har Ferroamp en solid nettokassa och en färdig premiumprodukt på en spännande tillväxtmarknad, vilket inte återspeglas i dagens värdering. Efter rapporten sänker vi vårt motiverade värde till 12 kronor (25).

Ferroamp

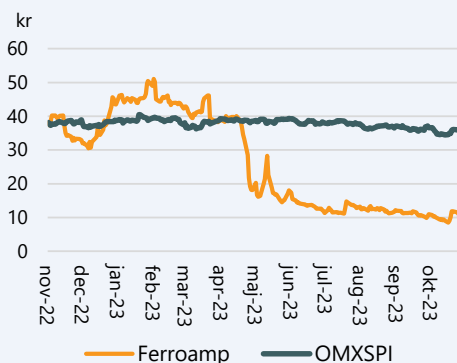
Rapportkommentar – Q3 2023

Datum 17 november 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Miljöteknik
Styrelseordförande Ylwa Karlgren
VD Kent Jonsson
Noteringsår 2019
Listning First North Growth Market
Ticker FERRO
Aktiekurs 7,5 kronor
Antal aktier milj 30,9
Börsvärde, mkr 242
Nettokassa, mkr (Q1-23) -115
Företagsvärde (EV), mkr 127
Webbplats www.ferroamp.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	205	339	293	400
Bruttoresultat	38	67	94	140
Ebitda-resultat	-46	-63	-26	-3
Rörelseres. (ebit)	-54	-86	-58	-43
Nettoresultat	-54	-88	-58	-43
Vinst per aktie	-1,8 kr	-2,9 kr	-1,9 kr	-1,4 kr
Omsättningstillväxt	86%	65%	-14%	37%
Bruttomarginal*	19%	20%	32%	35%
Ebitdamarginal	-23%	-19%	-9%	-1%
Rörelsemarginal	-26%	-25%	-20%	-11%
P/e-tal	-5	-3	-4	-6
EV/ebit	-2,4	-1,5	-2,3	-3,1
EV/ebitda	-3	-2	-5	-43,8
EV/omsättning	0,6	0,4	0,4	0,3

*Exklusive aktiverat arbete

Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Investeringstes

Kostnadseffektivt för kunden

Den ständigt ökande elkonsumtionen har under de senaste åren ökat belastningen på elnäten i såväl Sverige som andra europeiska länder. Starka drivkrafter för att elektrifiera våra samhällen och minska mängden koldioxidutsläpp ger tydliga tecken på att trenden kommer att fortsätta, vilket inte minst syns i den omfattande omställning av fordonsflottan som just nu pågår. Energiföretagen rapporterar i linje med detta och framhåller att det svenska elnätet står inför omfattande effektutmaningar. Resultatet av den höga belastningen blir att effektuttaget ökar och att elnätsavgifterna höjs. Ferroamps plattform optimerar energi- och effektutnyttjandet för fastigheten och kopplar ihop solceller, energilagring samt elbilsladdning med ett likströmsbaserat mikronät. Med andra ord ger de klara kostnadsfördelarna kunden ett tydligt incitament att röra sig mot lokala elnät och Ferroamps lösning. Bilden intill illustrerar Ferroamps patenterade fasbalanseringsteknik (en del av Ferroamp-systemet) där energi förflyttas mellan de tre staplarna (faser i fastighet) varpå huvudsäkringens kan sänkas och följaktligen kostnaderna. Fördelarna blir förstas än mer påtagliga i takt med de stigande elpriser som noterats under det senaste året.

Ökat antal solcellsinstallationer driver efterfrågan

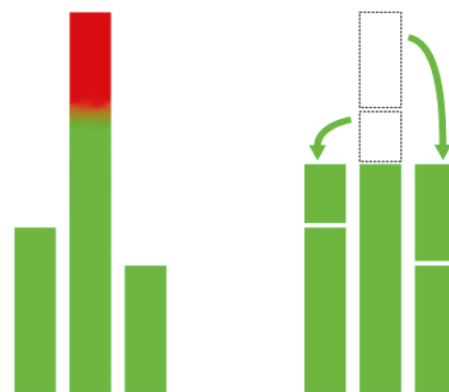
Antalet anslutningar av solcellsanläggningar till elnätet uppgick till ~51 000 anslutningar 2022, en tillväxt om cirka 94 procent mot föregående år. Fler solcellsinstallationer driver på efterfrågan för energilagringlösningar såsom batterier. Med Ferroamps breda produktportfölj utgör bolaget en viktig pusselbit i energiomställningen till förnyelsebar energi. Ferroamp är exponerade mot kraftigt växande marknader som solceller, energilagring med batterier och laddning av elfordon. På EU-nivå och i Sverige finns ambitiösa mål uppbäckade av statliga medel för att främja investeringar inom dessa områden. Däribland kan nämnas EU:s mål "fit for 55" som omfattar att minska koldioxidutsläppet från personbilar med 55% innan 2030. Det kommer kräva stora investeringar på laddinfrastrukturer. Kriget i Ukraina har även påskyndat flera länders autonoma energiförsörjning för att minska beroendet av importerad gas och olja, vilket också driver energiomställningen. Listan kan göras lång men sammantaget finns det stora marknadstrender som talar för hög efterfrågan för Ferroamps produkter under många år framåt.

Välfylld kassa & värdering på rekordlåga nivåer

Ferroamp är ett tillväxtbolag där försäljningstillväxt har tagit första prioritet över lönsamhet. Genom åren har bolaget till största delen finansierat tillväxtresan genom nyemissioner. I våras genomfördes den hittills största emissionen som överteknades och tillförde bolaget 220 mkr brutto. Bolaget är skuldfritt och hade vid utgången av kvartalet en nettokassa på 115 mkr. Dessutom har lönsamhetsfokuset tilltagit. Det kombinerat med den starka nettokassan gör att vi bedömer att det i dagsläget inte föreligger någon särskild emissionsrisk. Aktien har handlats ned över 80% sedan årsskiftet och trots rådande osäkerhet framstår marknads förtroende som lågt. Ferroamp har en solid nettokassa och en färdig premiumprodukt på en spännande tillväxtmarknad, vilket inte återspeglas i värderingen.

Fasbalansering effektiviserar

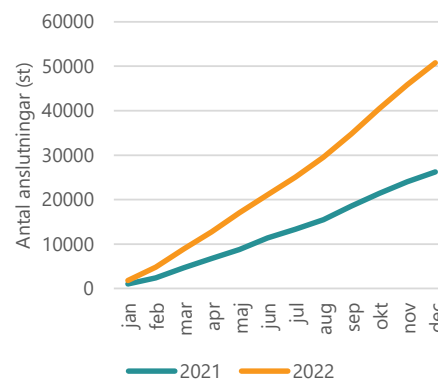
Minskad belastning på huvudsäkringens ger kostnadsfördelar



Källa: Bolaget, Analysguiden

Solcellsboom talar för långsiktig till

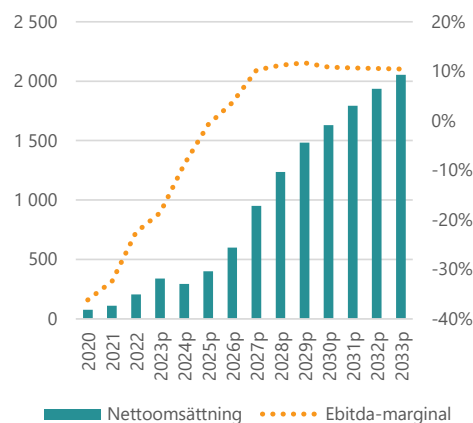
Antalet anslutningar av solcellsanläggningar till elnätet under 2021–2022. Siffran är en uppskattning från Svensk Solenergi och data presenteras ackumulerad månadsvis



Källa: Svensksolenergi.se, Analysguiden

Höga tillväxtförväntningar framåt

Nettoomsättning i mkr (stapel, vänster). Ebitda-marginal (linje, höger) 2020–2033p.



Källa: Analysguidens prognoser

Utsikter och värdering

Försäljningen var klart lägre än förväntat. I förra rapporten påpekade ledningen att marknaden för solcellsinstallationer bromsat in, vilket hämmar utvecklingen för Ferroamp. Inbromsningen var oväntat hård och drivet av att grossister och installatörer minskar sina lagernivåer. Det är tvära kast på den snabbväxande marknaden. Försäljningen under våren var oerhört stark och efter kvartalets tvärnit förväntas efterfrågan återhämtas och normaliseras framgent.

Pressad konsument hämmar kortsiktig försäljning...

Ferroamps marknad drivs främst av antalet solcellsinstallationer i huvudsak till privata bostäder. Under 2022 växte antalet explosionsartat och på lång sikt är marknaden intressant. Men nu viker marknaden och 2024 kan bli ett trevande år. En solcellsinstallation med tillhörande växelriktare är en kostsam investering och för ett standardhus kostar installationen runt 100 000 kronor. Givet den senaste tidens räntehöjningar som har pressat konsumenten kommer sannolikt denna typ av investeringar prioriteras lägre. Lägg därtill att elpriset för kommande vinter förväntas bli lägre, vilket gör att återbetalningstiden för Ferroamps energihubbar blir längre. Visst, det gröna avdraget (20% rabatt på arbets- och materialkostnader vid en solcellsinstallation) stimulerar efterfrågan. Men Analysguiden tar höjt för en klart lägre marknadstillväxt jämfört med tidigare rekordår.

Det syns även i en undersökning som genomfördes av Svensk Solenergi¹ som baseras på statistik från Energimyndigheten. I september föll antalet föransmälningar för solcellsinstallationer hos elbolagen till 5 900. Det är den lägsta noteringen sedan början av 2022. Antalet föransmälningar under tredje kvartalet minskade med 26% jämfört mot kvartalet innan. Drivet av en stark vår ser dock 2023 ut att bli ytterligare ett år med stark tillväxt. Men utsikterna framgent är desto sämre. Kortare köer hos installatörer, högre räntor och lägre elpriser är förklaringarna till det avtagande intresset bland privatpersoner.

... vilket får finansiella mål att verka avlägsna

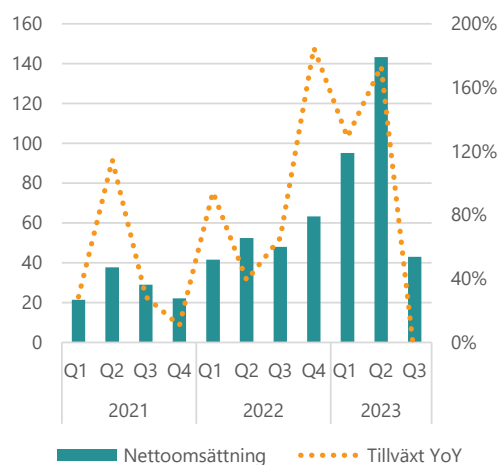
Det får Analysguiden att dra öronen åt sig inför 2024. Den rekordhöga orderboken från inledningen av 2023 har till stor del betats av och att inga nya siffror presenteras är inte särskilt förtroendeingivande. En svagare marknad gör dessutom att bolagets finansiella mål, vilka vi tidigare har stött våra prognoser emot, framstår som alltmer svåruppnåeliga. Målsättningen är att omsättningen ska uppgå till 1,7 mdkr med en ebitda-marginal som lägst vid 15%. Ett hack i tillväxtkurvan gör att omsättningen måste växa över 1,3 mdkr de nästkommande 3 åren. Det är inte omöjligt men fastän Ferroamp har en historik av mycket hög omsättningstillväxt låter det lite väl tilltaget.

Den lägre försäljningen förskjuter även på kassaflödespositiviteten. Även om Q2 2023 var första kvartalet med positivt ebitda (rensat för kostnader för spotköp) och ledningen har lönsamhet i fokus så har bolaget offensiva tillväxtambitioner (internationalisering och produktutveckling) som driver kostnadsutvecklingen. Dessutom vill vi se att effektiviseringsåtgärder och prishöjningar får effekt på bruttomarginalen innan vi vågar ta ut svängarna i vårt prognosarbete.

¹ <https://svensksolenergi.se/statistik/solkraft/>

Tvärnit för försäljningstillväxten

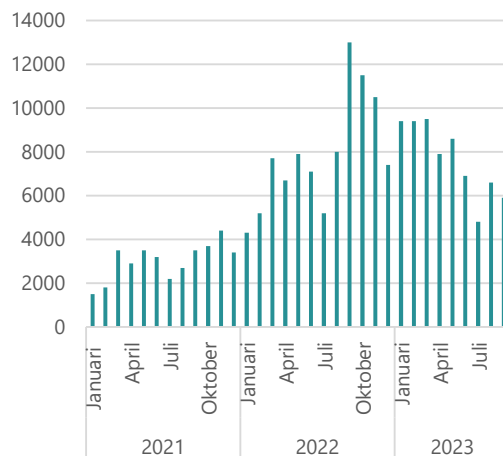
Nettoomsättning (stapel, vänster). Tillväxt på årsbasis (linje, höger). Q1 2021 – Q3 2023.



Källa: Bolaget

Avvaktande marknad för solceller

Antal installerade solcellsanläggningar (stapel, höger)



Källa: Svensk Solenergi

Prognosjusteringar efter rapporten

Efter rapporten sänker vi vår förväntansbild. Våra kortsiktiga försäljningsprognoser sänks med 23, 57 och 59 procent för 2023, 2024 respektive 2025. Ledningen påpekar att marknaden redan börjar visa på en viss återhämtning och att försäljningen i Q3 är uppseendeväckande låg. Det tror vi med. Vi räknar med sekventiell försäljningstillväxt framåt (se grafen intill) men tror att vårens urstarka försäljning ligger längre bort i tiden.

Bruttomarginalen steg i kvartalet till 28% och överträffade vår prognos vid 27%. Framåt tror vi på fortsatt stärkt bruttomarginal och god kostnadskontroll, varpå vi förväntar oss ett positivt ebitda-resultat under slutet av 2025. Ledningen jobbar hårt med att minska kostnadsbasen och höja bruttomarginalen för att förbättra lönsamheten. Genom en kostnadsöversyn har ledningen identifierat omkring 30 mkr i omkostnaderna som uppges reduceras till 2024.

Kassan minskade kraftigt under kvartalet. Det är dels en effekt av klart lägre försäljning och en ökad produktionsnivå. Den ökade produktionen framhåller ledningen som en positiv effekt. Varulagret ökade med 60 mkr under kvartalet och nu har bolaget dragit i handbromsen avseende produktionstakten. Kommande kvartal förväntas Ferroamp lösgöra kapital i takt med att befintligt lager betas av. Det stödjer vår syn om att Ferroamp i nuläget inte är i behov av ytterligare externt kapital.

Aktien rimligt prissatt givet rådande osäkerhet

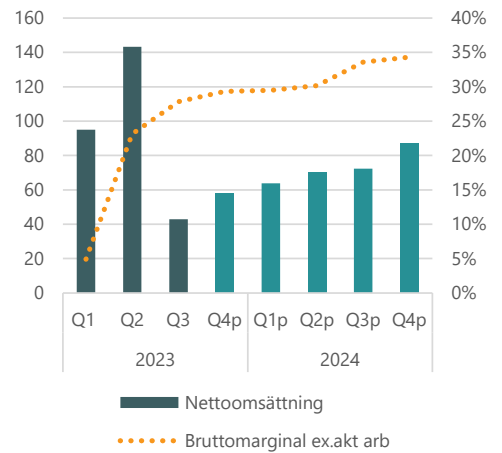
Våra prognosförändringar sätter press på motiverat värde, vilket justeras till 12 kronor (25). Det baseras på en kassaflödesmodell med ett avkastningskrav på 14% (en sammanfattande tabell finns längst ner på sidan). Vi har inga ytterligare emissioner i prognoserna och bedömer att nuvarande kassa bör vara tillräcklig för att ta bolaget till kassaflödespositivitet. Över tid räknar vi med att de långsiktiga tillväxttrenderna håller i sig och nettoomsättningen når 2 mdkr och att Ferroamp når en ebitda-marginal strax över 10%.

Kortsiktigt vittnar ledningen om viss återhämtning på marknaden och ser potential att öka försäljningen genom att bredda kundgruppen inom tex. elbilsaddning eller bostadsrättsföreningar. Dessutom avancerar Ferroamp och Ntricity inom deras FCR-D satsning. Bolagen har tagit fram en teknisk lösning för batteriägare att tjäna pengar på stödtjänsten FCR-D samtidigt som batteriet används. Ansökan om förkvalificering skickades till Svenska kraftnät i juli.

Med våra grundantaganden i kassaflödesvärderingen räknar marknaden implicit med ett avkastningskrav på ~16–17%. Det är tydligt att marknaden tar höjd för osäkerheter. Höga räntor och låga elpriser ligger bolaget i fatet och dröjer återhämtningen kan marknaden börja oroa sig för ytterligare kapitalinjektioner. Det är inget vi räknar med i dagsläget. Värderingen är låg och förbättras utsikterna kan resultatförbättringarna bli tydliga. Exempelvis säger bolagets VD att ett bolag i Ferroamps karaktär inte bör vara nöjd innan man når en bruttomarginal omkring 50%. Det är avsevärt högre än de 35 procenten vi penslat in, vilket lämnar betydande utrymme för prognosuppjusteringar. Aktien är kraftigt ned sedan årsskiftet och värderingen är låg. Ferroamp har en solid nettokassa och en färdig premiumprodukt på en spännande tillväxtmarknad, vilket inte återspeglas i värderingen.

Succesiv återhämtning i prognosen

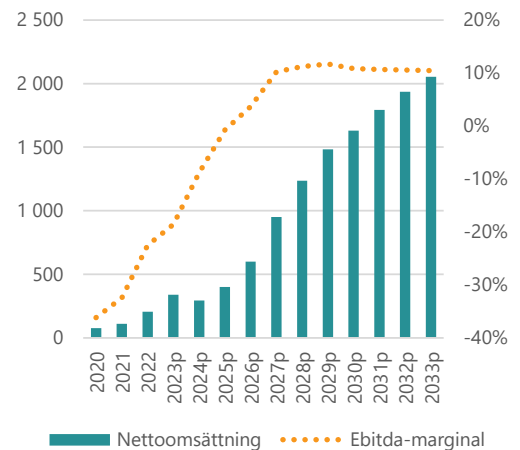
Nettoomsättning i mkr (stapel, vänster). Bruttomarginal exklusive aktiverat arbete, i % (linje, höger). Q1 2023 – Q4p 2024.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Långsiktig potential vid vändning

Nettoomsättning i mkr (stapel, vänster). Ebitda-marginal (linje, höger) 2020-2033p.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

Motiverat värde sätts vid 14 kronor

WACC	14%
Snitttillväxt 2023-2027	29%
Snitttillväxt 2028-2032	11%
Evig tillväxttakt	2%
Långsiktig rörelsemarginal	9%
Enterprise value, SEKm	254
Nettoskuld	-115
Börsvärde, SEKm	369
Antal utestående aktier, milj	30,8
Motiverat värde per aktie, SEK	12 kr

Källa: Analysguidens prognoser

Risker

Tuff konkurrens

Ferroamp befinner sig på en konkurrensutsatt marknad med ett antal större spelare. Det som talar för bolaget är teknikförsprånget gentemot konkurrenterna. För att kunna försvara värderingen och leverera den tillväxt som förväntas hänger mycket på att bolaget klarar av att exekvera på teknikförsprånget. På sikt bör investerare förvänta sig att liknande lösningar lanseras på marknaden, vilket kan pressa priser och sätta käppar i hjulet för bolagets tillväxtambitioner.

Svår prognosticerad försäljning och marginal

Ferroamp är i en kraftig expansionsfas, vilket innebär att framför allt försäljningsprognoser blir en svår uppgift för oss som extern. Givet att bolaget inte nått en mognadsfas blir även storheter som marginaler och kapitalbindning svårbedömt. Vi har då blickat på produktbolag vi tycker påminner om Ferroamp. Sammantaget finns det många antaganden i vår prognos som gör värderingen svår och bör således tolkas med försiktighet.

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 Oliver Uusitalo äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Oliver Uusitalo