

## Nu har det vänt

### Makalöst kvartal: 217% tillväxt och svarta siffror!

Soltech Energy lyckas öka den organiska tillväxttakten till enastående 81% (44% i Q3 och 35% i Q2) och inklusive förvärv ökar intäkterna för den underliggande verksamheten under tredje kvartalet med hela 217% till 755 Mkr (238), justerat för resultat och nedskrivning av intresseandelar i ASAB och de positiva effekterna av avkonsolideringen av Neabgruppen. Detta trots en snabbt försämrad konjunktur, inte minst inom bygg. Även med denna snabba tillväxt så studsar bruttomarginalen tillbaka rejält och landar på 35% (25% i Q3 och 31% i Q2) och rörelseresultatet för den underliggande verksamheten blir positivt ett kvartal tidigare än vi väntat och landar på 18,2 Mkr (-64,3). De olycksaliga fastprisavtalen håller på att rulla ut och bulken av dem är nu tagna.

### Ambition: Inga fler nyemissioner på dessa nivåer

Målet för 2024 om 4,7 mdr i omsättning och 8-10% i rörelsemarginal framstår som alltmer uppnåeligt. Med den starka efterfrågan bör inte nödvändiga prishöjningar vara ett problem. Det som krävs är att finansiera ca 8-900 Mkr i förvärvad omsättning i år och nästa, och vi bedömer fortsatt att de möjligheterna är goda. Ledningen är tydlig med ambitionen att det inte ska ske genom nyemission, så annan finansiering måste till, och bör gå att frambringa.

Självklart är också den mycket kraftiga förväntade marknadstillväxten en god hjälp att nå målen, och den förväntas även hålla i sig väl efter 2024, trots rekordhög inflation, stigande räntor och en begynnande lågkonjunktur. Både privatpersoner och företag vill installera solpaneler för att minska sina elkostnader och öka sitt energioberoende. Det kommer nu också signaler om att de svårigheter och kostnadsökningar som funnits i försörjningskedjan på grund av kriget i Ukraina och de omfattande nedstängningarna i Kina, börjar bedarra.

### Potential: En kursdubblare – till att börja med

Även om kursen stigit 30% sedan rapporten kom, så finns fortfarande en betydande uppsida. På nuvarande kurs så handlas aktien till ett P/E-tal på 7,5 på 2024 års prognosticerade vinst – och det för ett bolag som växer med mer än 50% per år! Marknadsprognoser för solcellsmarknaden ger också stöd för fortsatt stark tillväxt även efter 2024, vilket inte är förvånande med tanke på myndigheters och företags fokus på alla förnybara energislag.

Med "climate tech" i ropet, investeringsstöd som pumpas in och Soltech som en framträdande konsoliderare av en fragmenterad marknad, så kan bolaget stå på tröskeln till att bli ett nytt Nibe. Att bolaget då handlas till halva innevarande års omsättning och EV/EBIT på 4 för 2024 är alldeles för lågt. Vår tidigare antydning om ett värde runt 25 kronor per aktie från förra kvartalet gör vi nu till en tydlig riktning, även om den nivån börjar kännas försiktig. Vi ser potential för en snar dubbling av kursen och kan snart behöva se över riktkursen.

## Soltech Energy

### Rapportkommentar - Q4 2022

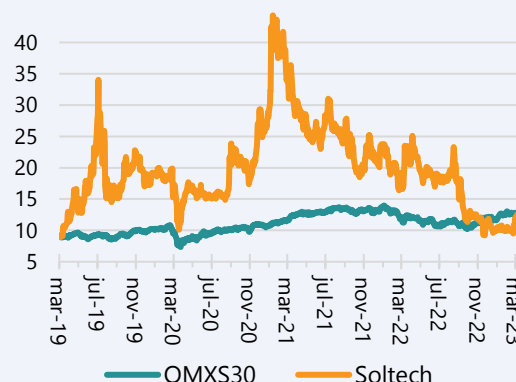
Datum 8 mars 2023  
Analytiker Johan Voss-Schrader

### Basfakta

Bransch Teknik/Solenergi  
Styrelseordförande Mats Holmfeldt  
Vd Stefan Ölander  
Noteringsår 2015  
Listning Nasdaq First North GM  
Ticker SOLT  
Aktiekurs 7/3 - 23 13,12 kr  
Antal aktier, milj. 129,5  
Börsvärde, mkr 1699  
Nettoskuld\*, mkr -125,8  
Företagsvärde (EV), mkr 1574  
Webbplats www.soltechenergy.com

\* neg = nettokassa

### Kursutveckling senaste 48 månaderna



Källa: NasdaqOMX

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023P	2024P	2025P
Omsättning	1952	3100	4700	6765
EBITDA	-84	248	611	913
Rörelseres. (ebit)	-246	93	376	575
Nettoreultat	-270	39	227	353
Vinst per aktie	-2,08 kr	0,30 kr	1,75 kr	2,73 kr
Omsättningsstillväxt	65%	59%	52%	44%
EBITDA-marginal	-4,3%	8,0%	13%	14%
Rörelsemarginal	-13%	3,0%	8,0%	8,5%
Vinstmarginal	-14%	1,3%	4,8%	5,2%
P/E-tal	neg	43	7,5	4,8
EV/ebit	neg	17	4,2	2,7
P/S-tal	0,9	0,5	0,4	0,3
EV/omsättning	0,8	0,5	0,3	0,2

Källa: Bolaget, ojusterade siffror, prognoser Analysguiden

## Investeringsstes

### Konsoliderare på en feberhet marknad

Soltech Energy verkar på den snabbt växande marknaden för solcellsanläggningar. Marknaden förväntas växa globalt med 20-25% per år under innevarande decennium enligt flera bedömare, samtidigt som den konsolideras kraftigt.

Soltech köper in komponenter och material med rätt kvalitets- och miljöstandard, sätter samman och installerar via förvärvade installationsbolag inom tak, fasad och elinstallationer. Under 2022 expanderade bolaget också utomlands via förvärv i Nederländerna och Spanien.

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

Myndigheterna i de flesta europeiska länder och EU stöttar nu investeringar i solenergi finansiellt, vilket borgar för bibehållen efterfrågan även under en sämre konjunktur. Tidigare komponentbrist och leveransstörningar har nu börjat visa tecken på att bedarra, och det finns nu skäl att anta att marginalerna kan återställas eller till och med förbättras mot tidigare år, i takt med att bolaget blir större. Även längre ner i resultaträkningen bör synergier och volymfördelar komma att synas i förbättrade marginaler framöver.

### Målen alltmer inom räckhåll

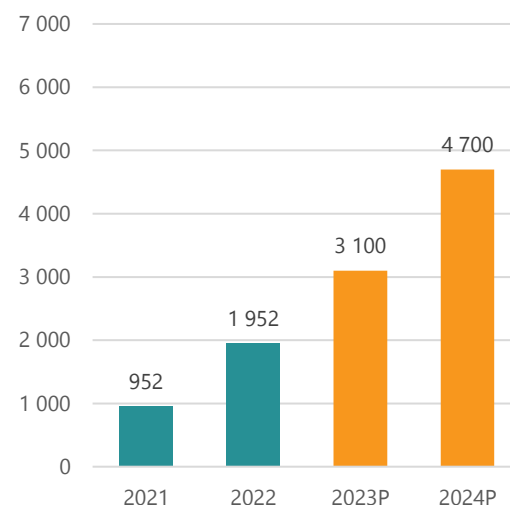
Bolaget har satt upp mål för 2024 som alltmer framstår som nåbara, med 4,7 miljarder i omsättning och en rörelsemarginal om 8-10%. Trots en förväntad organisk tillväxt om 30-40% per år, så kommer dock fortsatta förvärv att krävas i ganska stor omfattning för att målet. En knapp miljard i förvärvad omsättning till 2024 kommer att krävas vilket i sin tur innebär att kreativa finansieringslösningar måste till.

### Stor uppsida i aktien

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

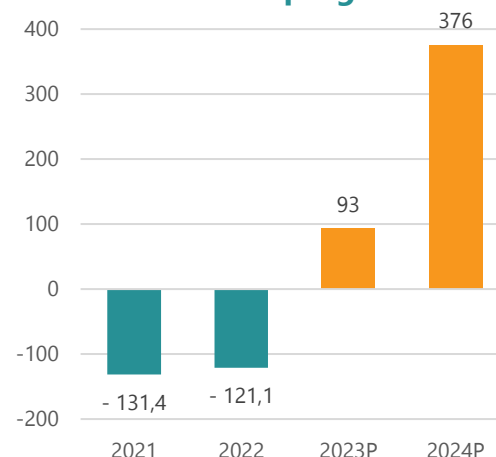
Med en rörelsemarginal som når 8% 2024 och ett avkastningskrav på 14% intill dess, så innebär dagens aktiekurs att varje försäljningskrona i år bara värderas till 50 öre och varje krona i vinst 2024 till ca 7:50 kronor. Det för ett bolag som växer med mer än 50% per år. Det är alldeles för lågt. Vi tycker det går lätt att motivera dubbla aktiekursen, 25 kronor, med dessa förutsättningar.

## Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

## Justerad EBIT med prognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

## Solfasad



Källa: Bolaget

## Marknad & Resultat

### Marknaden för solceller

Marknaden för solceller fortsätter att växa i rasande takt, framför allt i Europa där klimathänsynen nu övertrumpas av energisäkerhetsaspekten efter att Rysslands anfallskrig totalt har förändrat spelplanen för energiförsörjningen i regionen. Tillväxttakten för solcellsinstallationer ligger nu långt över tidigare antagna nationella planer och även klart före EUs knappt års gamla plan, RePowerEU, som snart uppdateras med höjda mål. EU vill nu exempelvis se solceller på alla nya byggnader i Europa.

För de privatpersoner eller företag som gör investeringarna är drivkraften de senaste 1-2 åren till stor del de skenande energikostnaderna. Men det är inte bara en bättre kontroll på priset, utan också garanterad tillgänglighet på el som lockar både företag och hushåll till en investering i en egen solcellsanläggning. Viss oro fanns efter riksdagsvalet i höstas om minskade subventioner till förnybar energi, men den nya regeringen har tvärtom föreslagit ett ökat skatteavdrag från 15% till 20% för solcellsinstallationer.

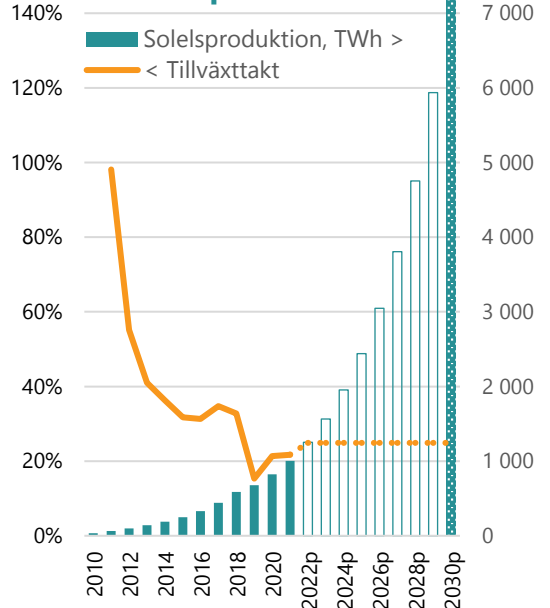
Solcellstrenden är dock inte så ny som man kan tro. Globalt har marknaden gått från 22 GW kapacitet installerad under 2007 till 240 GW som beräknas ha installerats ifjol. Det är en årlig tillväxttakt på nästan 35%, dvs det tar bara drygt två år för en fördubbling av mängden kapacitet som installeras per år. I april i år passerades 1 TW i globalt installerad effekt – 10 gånger mer på 10 år, eller 26% per år.

Viktigare är dock hur det ser ut framåt och där menar IEA att solelsproduktionen behöver öka med 25% per år fram till 2030 för att vara i linje med deras Net Zero Emission Scenario, vilket baseras på de förändringar som bedöms vara nödvändiga inom olika områden för att världen ska kunna nå nettonollutsläpp år 2050 – det är alltså mer av ett krav än en prognos och det är osäkert om det kan nås fullt ut. För Europa prognosticerade Solar Power Europe i december 2022 i sitt medelscenario att tillväxttakten faller från 25% i år ner till 17% 2027 och sedan ligger kvar där decenniet ut. För Sverige bedömde Energimyndigheten i somras att solkraft kommer att växa med 33% i genomsnitt de kommande 3 åren i Sverige. Solar Power Europe's prognos ligger på 41% per år från 2022 till 2026, därefter "ett möjligt scenario" om 26% per år till 2030 för att nå 30 GW<sub>AC</sub> installerad kapacitet, mot 2,5 GW<sub>AC</sub> idag – detta efter en tillväxt på hela 80% för 2022 från 2021.

En fortsatt mycket kraftig strukturell tillväxt under många år ligger med andra ord i korten, men till det ska läggas en omogen och okonsoliderad marknad. I lilla Sverige finns det flera hundra bolag som installerar solceller och branschförbundet Svensk Solenergi räknar ca 280 medlemmar. Det är med andra ord upplagt för utslagningar och uppköp under resans gång. Soltech har insett det och har bestämt sig för att komma ut som en av vinnarna på processen genom att mycket snabbt skaffa sig storleksfördelar, något som visat sig viktigt inte minst mot leverantörerna under perioden med komponentbrist.

För Spanien och Nederländerna, där Soltech också är verksamt, bedömer Solar Power Europe att tillväxttakten fram till 2026 kommer att ligga på 31% respektive 20%. Dessa marknader är betydligt mognare

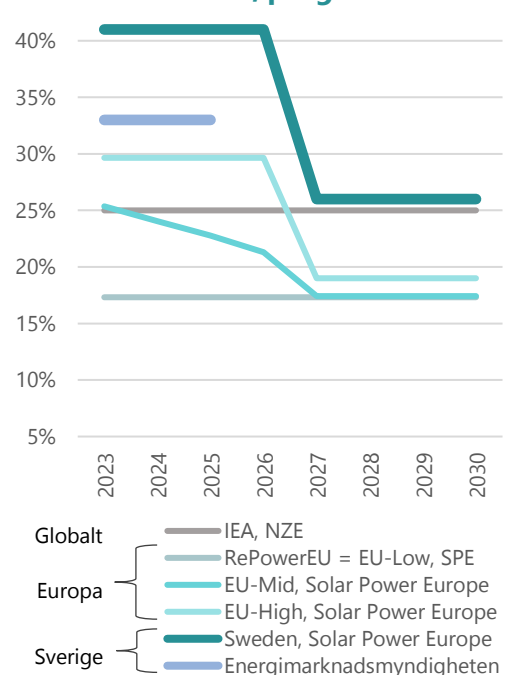
### Global Solelsproduktion



Totalt installerad kapacitet globalt. 2030p baserat på IEAs Net Zero Emission Scenario, samt stabil tillväxttakt under tiden. Ytterligare ansträngningar från såväl publika som privata parter kommer att krävas för att nå dithän, enligt IEA.

Källa: IEA, Solar PV Tracking Report, sept 2022

### Marknadstillväxt, prognoser



Källa: IEA, Solar Power Europe, RePowerEU, Energimarknadsinspektionen

och t ex Spanien tillhör redan de tio största i världen sett till installerad bas – tio gånger större än Sverige.

## Soltech's "blow-out quarter"

Efter bekymmer tidigare under 2022 med Neab-gruppen och dyra fastprisavtal, avslutade Soltech året med en riktig nyårsraket! Trots att vi är mycket positivt inställda till marknaden och bolaget vågade vi inte ta ut svängarna riktigt än, utan prognosticerade en kvartalsomsättning på drygt 450 Mkr. Facit blev hela 300 Mkr högre, på 755 Mkr (238), en ökning från Q4-21 med hela 217%, varav 81% organiskt! Detta under ett kvartal då fokus enligt ledningen inte skulle ligga på tillväxt, utan på att minska förlusten.

Även i den delen blev det en mycket positiv överraskning då Soltech samtidigt lyckades vända till svarta siffror, något kvartal tidigare än vad vi hade vågat hoppas på. Rörelseresultatet landade på 18,2 Mkr (-64,3), justerat för värdejusteringar på andelar i intressebolag, vilket handlade om avkonsolideringarna av ASAB resp Neab-gruppen.

Största skälet till resultatförbättringen var att bruttomarginalen studerade tillbaka en bra bit mot gamla nivåer. 35% i Q4-22 (43% Q4-21) är betydligt bättre än de 25% som registrerades för kvartalet innan och framför allt hänförligt till att merparten av de kvarvarande fastprisavtal som tagits tidigare rullade ut under Q4 och priserna ut mot kund har därmed kunnat justeras för de extrema prishöjningar på insatsvaror som drabbat branschen. Utöver det har mer fokus börjat läggas på synergier inom inköp, försäljning, marknadsföring och personalfrågor, vilket bör gynna marginalerna ytterligare framöver.

## Prognoser & Värdering

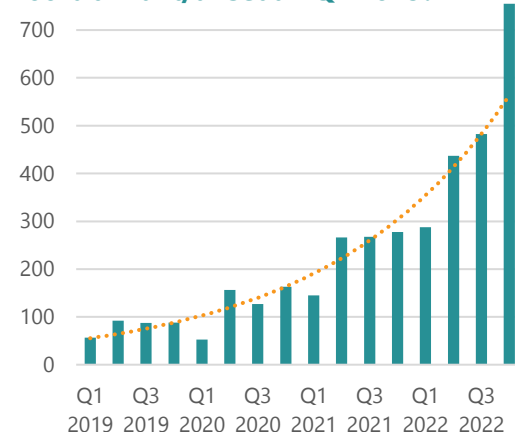
### Prognoser

När Soltech lade fast sin förvärvsstrategi hösten 2018 antogs de nuvarande finansiella målen om intäkter på 4,7 miljarder 2024 med en rörelsemarginal om 8-10%. Alltsedan dess har bolaget haft en halsbrytande tillväxt och kunde boka en omsättning för 2022 som var nästan fyrtio gånger större än för 2018 – eller 146% per år – och då har ändå ASAB avkonsoliderats längs vägen! Det har dock inte bara handlat om förvärv, utan den organiska tillväxten har samtidigt varit hög, med ett rekord på 57% för helåret 2022.

Från att vi har sett de 4,7 miljarderna 2024 som mycket aggressiva så har vi alltmer börjat betrakta det målet som nåbart och realistiskt. För att nå det så har vi satt in 59% tillväxt för i år, varav 40% organiskt, dvs ungefär i linje med marknadstillväxten, och 52% varav 35% organiskt för 2024. Den omsättning som då behöver förvärfas för att nå målet beräknar vi till 367 Mkr i år och 515 Mkr nästa år – att jämföra med 515 Mkr ifjol och 238 Mkr 2021. Det borde definitivt vara möjligt och prislapparna bör ha kommit ner i takt med byggkonjunkturen. Ävenså ska förvärven betalas och här har ledningen som ambition att inte genomföra någon ytterligare nyemission, så finansieringen får ske på annat sätt.

Likvida medel uppgår vid rapportperiodens slut till 275,3 mkr och kassaflödet från den löpande verksamheten var under fjärde kvartalet bra nära ytan på -5,2 Mkr. Nu i första kvartalet så borde en kombinat-

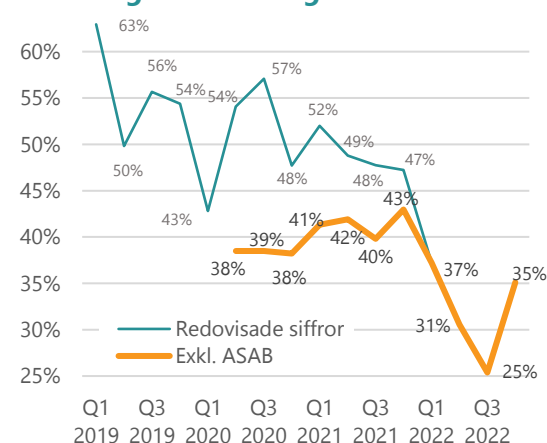
## 100% tillväxt/år sedan Q1 2019!



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

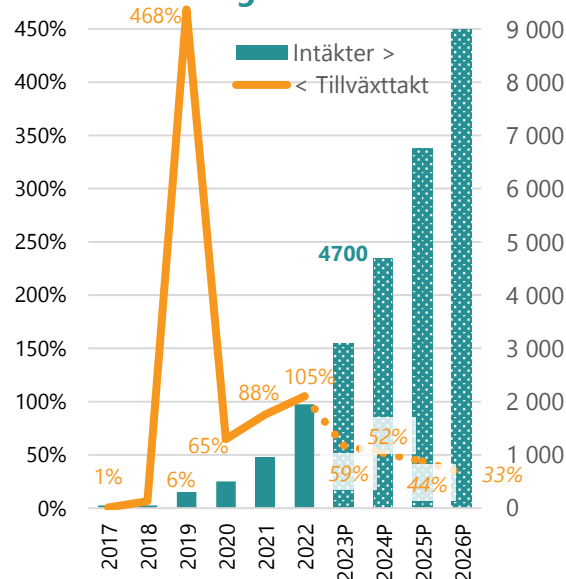
Källa: Bolaget

## Vändning i bruttomarginalen



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

## Intäkter & Prognos



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

ion av ytterligare förbättrade bruttomarginaler när de sista fastprisavtalen rullar ur böckerna, andra pris Anpassningar, vissa kostnadsposter som t ex transporter som faktiskt kan börja sjunka medan andra ökar i långsammare takt, samt fortsatt fokus på synergier och lönsamhet ge förutsättningar att t o m nå ett litet positivt kassaflöde före investeringar.

Förvärven måste dock finansieras och även om finansieringsklimatet har förbättrats så är det fortfarande svårt att se att företagsobligationsmarknaden går att tappa på pengar till rimliga villkor. I takt med att de svarta siffrorna blir en trevlig vana så kan viss bankfinansiering eventuellt gå att uppbringa, men att finansiera förvärven kommer att kräva kreativitet från bolaget. Förutom bolagsledningens kompetens så finns det också i styrelsen erfarenhet från finansbranschen som kommer att komma väl till pass härvidlag.

Det går rimligen också att massera rörelsekapitalbehovet lite grann – ett tillfälligt minskat råvaru-/komponentlager i takt med att bristsituationen förbättras, kanske förlängda betalningstider till leverantörer och snabbare betalning från kunder. Å andra sidan så finns också ett antal utestående tilläggsköpeskillingar från tidigare genomförda förvärv som förr eller senare förfaller till betalning.

Även om bra bolag aldrig blir riktigt billiga så kan kanske en större del läggas i tilläggsköpeskillingar. Skulle det knipa har också Soltech kvar en post i ASAB värd ca 150 mkr eller så får man använda den egna valutan trots att det är dyrt på nuvarande kurs. I värsta fall får man helt enkelt dra ner på förvärvstakten, men det är också en trovärdighetsfråga, inte minst när man snart lär presentera nya finansiella mål i takt med att man uppfyller/närmar sig de nuvarande.

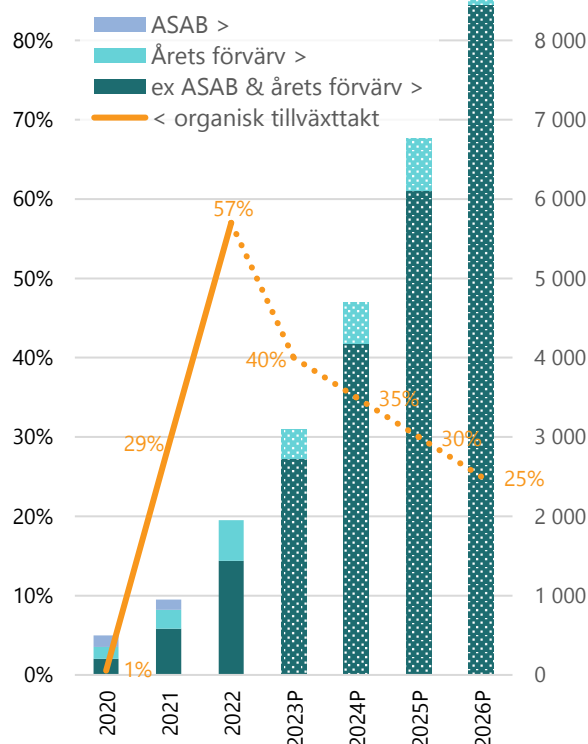
Vår bedömning kvarstår dock vid att Soltech trots allt når sitt omsättningsmål för 2024 med hjälp av lånefinansiering även om investeringsklimatet förblir negativt under större delen av nästa år eller till och med försämras lite igen. I takt med att resultaten successivt förbättras så kommer finansieringen av fortsatta förvärv därefter att bli ett allt mindre problem och det är svårt att inte se ljus på åren efter 2024 mot bakgrund av den fortsatt starka marknaden under resten av 20-talet.

## Prognoser

Att nå marginalmålet tror vi kan bli lite svårare, även om läget för prishöjningar är gott med nuvarande råstarka efterfrågan. Det kräver en ganska drastisk förbättring från nuvarande nivå. Det kommer knappast att vara möjligt utan att bruttomarginalen når rekordnivåer (ex ASAB) och övriga kostnader kommer även att behöva falla som andel av intäkterna, inte minst personalkostnader. Samtidigt drar den organiska tillväxten kapital vilket kommer att hålla ner marginalerna en del. För att ha möjlighet att nå målet på en rörelsemarginal om 8-10% krävs några saker:

- Att problemen på komponent- och leveranssidan snabbt avtar och att Soltech klarar att fortsätta höja priserna ut mot kund.
- Att utlandsförvärven, 365zon och Sud Renovables fortsätter att takta på rätt marginaler, även inklusive lokala tilläggsförvärv, och därmed dra upp genomsnittet för koncernen framöver.

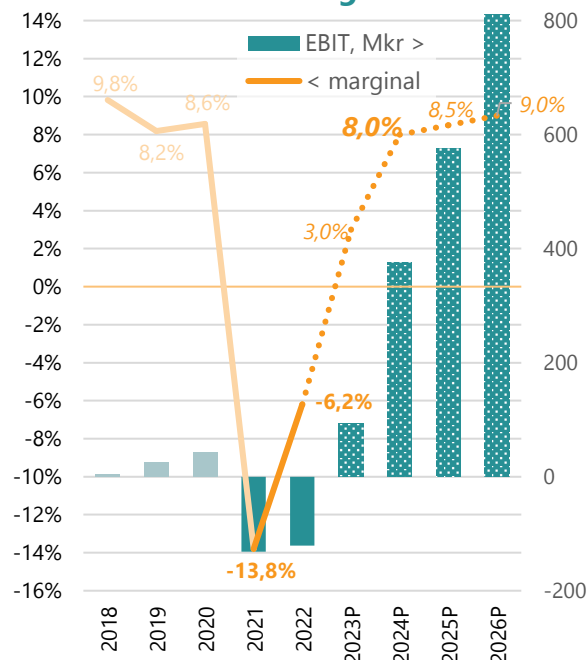
## Tillväxtens uppbyggnad



I våra prognoser räknar vi med att den organiska tillväxttakten faller ner mot marknadstillväxten och försiktigtvis med att den fortsätter att falla under prognoserna för marknaden.

Källa: Beräkningar och prognoser Analysguiden

## Justerad EBIT & -marginal



Vi räknar med att bolaget nått och jämnt når upp till sitt marginalmål för 2024 (8%) och stiger något åren därefter. EBIT för åren 2021-22 är efter justeringar för ASAB och Neabgruppen, åren dessförinnan utan dessa justeringar.

Källa: Beräkningar och prognoser Analysguiden

- Att Soltech verkligen lyckas realisera de synergier som ledningen hävdar finns att skörda i redan gjorda förvärv och att skalfördelar börjar komma i takt med att bolaget växer, t ex i form av lägre priser på större volymer, kostnaden för gemensamma funktioner kan slås ut över fler bolag och resurser kan poolas så att projekten löper smidigare och beläggningen kan hållas högre.

Dessa premisser framstår dock som rimliga och därför lägger vi oss i det nedre spannet för marginalmålet.

## Värdering

Om vi utgår från den korta sikten till att börja med så har vi alltså en tilltro till ledningens förmåga att leverera på de uppsatta målen för 2024. Om vi får rätt i antagandet att detta kan ske utan ytterligare utspädning för aktieägarna, så landar vi i en vinst per aktie för 2024 om 1,75 kr. Med hänsyn till att bolaget under dessa antaganden har visat stigande vinst två år i rad och fortfarande har en tillväxttakt över 50%, så kan man fundera till vilken multipel aktien kommer att handlas. Givetvis är det beroende på det aktuella investeringsklimatet för stunden, men ett "climate tech"-bolag med den tillväxten borde inte handlas under P/E 20. Eftersom det är kort tid dit så är det svårt att uttrycka osäkerheten i termer av avkastningskrav till dess, men hittills har ledningen inte missat på något av sina mål.

En traditionell kassaflödeskalkyl blir som alltid beroende av osäkra bedömningar av ett mer eller mindre dominerande terminalvärde, men kan ändå ge vissa insikter för den längre horisonten. Med en organisk tillväxt som är klart försiktigare än de marknadsbedömningar som beskrevs på sid 3, fortsatta förvärv som dock är självfinansierade efter 2026, ytterligare ett par procentenheters bättre bruttomarginal till år 2030 tack vare skalfördelar och synergier och en rörelsemarginal på 10%, så skulle en kurs på ytterligare en tia eller två kunna motiveras.

Även med enkla multiplar är det lätt att se att det finns en betydande uppsida i aktien:

Soltech handlas till ett företagsvärde i förhållande till försäljningen, EV/Sales, på låga 0,5 för innevarande års försäljning och i förhållande till rörelseresultatet, EV/EBIT på likaledes låga 4 på 2024 års prognoser. Vi kan för jämförelsens skull relatera dessa siffror till vad Soltech själva har betalat för sina senaste stora förvärv:

- För 260 mkr i omsättning i 365zon har/kommer Soltech att betala 193 miljoner totalt för 53,3% av aktierna, medräknat tilläggsköpeskillingar. Det ger ett företagsvärde (EV) på 362 miljoner för ett skuldfritt bolag, eller 1,4 gånger omsättningen.
- 365zons marginal minskade visserligen under fjolåret, men beräknas snabbt vara uppe på 10% med en förbättrad kundmix. Utgående från det och med samma sätt att räkna blir EV/EBIT för 365zon 14.
- För Sud Renewables ger motsvarande kalkyler ett EV/Sales på drygt 1,1 och EV/EBIT på 11, dock med reservation för att vi inte vet något om belåningen i bolaget, så nivåerna på multiplarna kan vara högre.

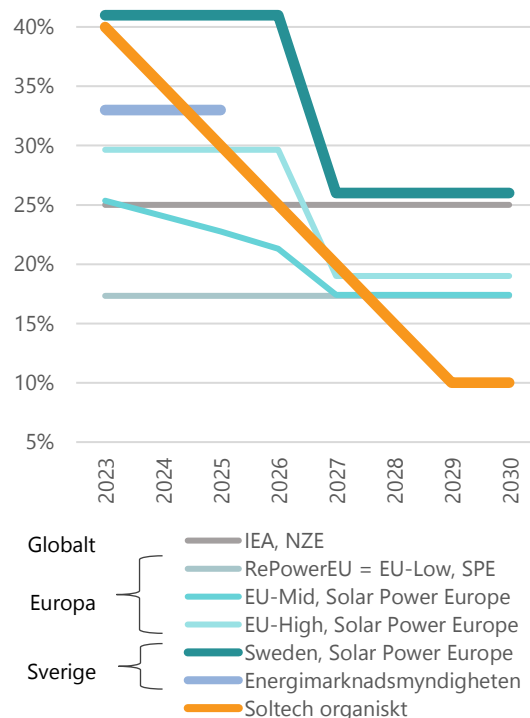
## Värderingsmatris P/E-tal

Motiverad kurs, kr	P/E 2024	Avkastningskrav --->						
		8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
8	8	14	14	14	14	14	14	14
9	9	16	16	16	16	16	16	16
10	10	18	18	18	18	18	18	18
11	11	19	19	19	19	19	19	19
12	12	21	21	21	21	21	21	21
13	13	23	23	23	23	23	23	23
14	14	25	25	25	25	25	25	25
15	15	26	26	26	26	26	26	26
16	16	28	28	28	28	28	28	28
17	17	30	30	30	30	30	30	30
18	18	32	32	32	32	32	32	32
19	19	33	33	33	33	33	33	33
20	20	35	35	35	35	35	35	35

Aktuell värdering innebär ett P/E-tal på 7, och är således för lågt för att finnas med i tabellen. Som också framgår är tiden till 2024 för kort för att avkastningskravet fram dit ska få någon betydelse för värdet.

Källa: Analysguiden

## Försäljnings- vs Marknadstillväxt



Våra prognoser för Soltechs organiska tillväxt är försiktiga jämfört med tillväxten för såväl den svenska som den europeiska marknaden enligt fristående bedömare.

Källa: Analysguiden

Det här betyder enkelt uttryckt att Soltech handlas till en tredjedel av värderingen av 365zon och max hälften av Sud Renovables, trots att tillväxten är högre i Sverige än i Nederländerna och Spanien.

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

Kanske ännu enklare och utan jämförelser med något annat bolag: Soltechs P/E-tal för 2024 landar med våra prognoser på 7. Detta för ett bolag som fortfarande växer med över 50% per år.

Ovanstående enkla exercis visar med tydlighet den misstro som marknaden fortfarande verkar ha till bolagets mål som nu ändå börjar ligga nära i tid. Detta trots att bolaget just har levererat en kanonrapport och att ledningen tidigare har hållit sina målsättningar och troligen gör det också för innevarande år trots oväntat svåra förutsättningar. I takt med att misstron avtar – senast i samband med faktisk leverans – kommer kursen att stiga och vi ser en stor uppsida. Vi sätter en försiktig riktkurs på 25 kr, med potential för mer.

## Risker

Ett antal risker finns både långsiktigt och i närtid för Soltech. Marknaden för solenergi är ännu relativt liten i Sverige där endast 1,5 procent av elenergin idag utvinns från solpaneler. Detta ger mycket goda möjligheter för stark tillväxt men det är fortsatt dock en relativ ung bransch och ett fördröjt större genomslag för solenergi 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 rullas över på kund. Globala komponentsbrister och ökande varupriser har under det gångna året påverkat bolaget kraftigt och risken existerar att detta fortsätter påverka negativt framöver under längre tid än förväntat, eller att marknads villkor strukturellt ändras, med hämmad tillväxt och lägre resultat som följd.

En förvävsstrategi innebär alltid att det finns en risk för att något av bolagen inte lever upp till förväntningarna eller, ännu värre, dolt eller farit med osanning om faktiska omständigheter. Även om inte detta är fallet tar förvärven mycket av ledningens fokus i anspråk, med risk för att övrig verksamhet blir lidande.

Finansieringen är också en tydlig risk då bolaget ännu inte nått lönsamhet och har stora negativa kassaflöden. Detta innebär att ytterligare utspädande emissioner framöver kanske ändå inte går att undvika, inte minst mot bakgrund av bolagets intensiva förvärvande.

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

## Värderingsmatris EV/Sales

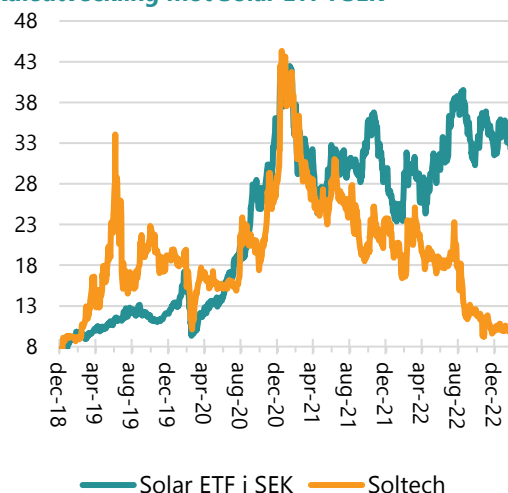
Motiverad kurs, kr	Avkastningskrav --->							
		8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
0,3		10	10	10	10	9	9	9
<b>0,4</b>		14	13	13	<b>12</b>	12	12	11
0,5		17	16	16	15	15	14	14
0,6		20	19	19	18	18	17	17
0,7		23	22	22	21	20	20	19
0,8		26	25	25	24	23	22	22
0,9		29	28	28	27	26	25	24
1,0		33	31	30	30	29	28	27
1,1		36	35	33	32	31	30	30
1,2		39	38	36	35	34	33	32
1,3		42	41	39	38	37	36	35
<b>1,4</b>		45	44	42	<b>41</b>	40	39	37
1,5		48	47	45	44	43	41	40

Aktuell värdering i fetstil. Med tanke på den korta tiden kvar till 2024 så får en förändring i avkastningskravet liten effekt.

Den svarta tjocka boxen markerar den värdering Soltech köpte nederländska 365zon på, våren 2022.

Källa: Analysguiden

## Kursutveckling mot Solar ETF i SEK

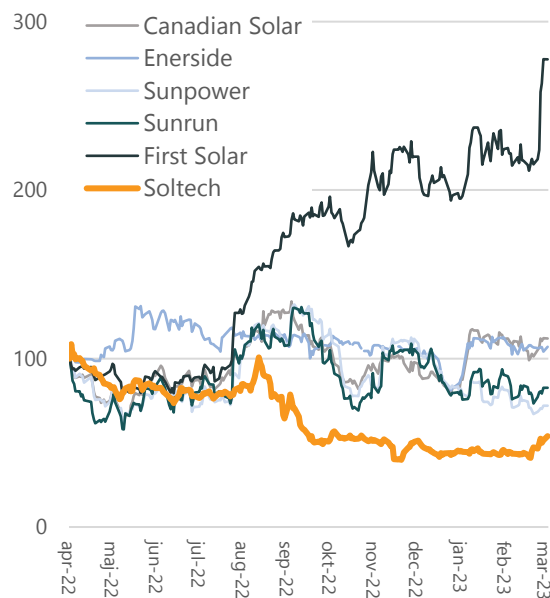


Soltechs kursutveckling mot den största solels-ETFen.

Källa: Refinitiv

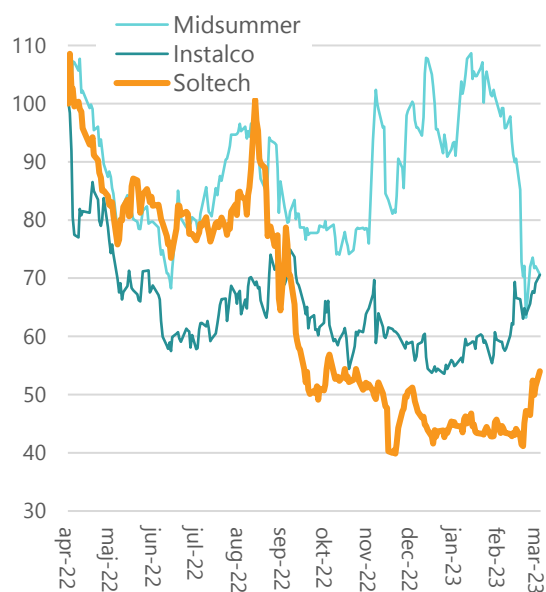
fas bolaget befinner sig i, med kraftig expansion och hög förvärvstakt, skapar också ett något mer svårprognostiserat läge vilket innebär att osäkerheten i prognoserna ökar. Vi försöker bemöta detta genom säkerhetsmarginaler men risken existerar ändå att utfallet blir markant annorlunda än vi väntat oss.

### Soltech mot globala PV-bolag i SEK



Källa: Refinitiv

### Soltech mot liknande lokala bolag



Källa: Refinitiv



## Marknad och Historik

### Om Soltech Energy

Soltech Energy utvecklar och säljer byggnadsintegrerade (BIPV) solceller samt säljer utanpåliggande solenergilösningar. Verksamheten har sedan 2019 stärkts med ett stort antal förvärv som breddar bolagets erbjudande och tar marknadsandelar. Traditionella bolag inom bland annat tak, fasad och el, har förvärvats in i Soltech-koncernen och börjat erbjuda hållbara produkter tillsammans med deras traditionella utbud. Takprodukterna består delvis av utanpåliggande traditionella solceller samt även egenutvecklade solceller integrerade direkt i takpannorna, kallade Soltech RooF och Soltech ShingEl. Soltech erbjuder även fasadprodukten Soltech Facade, som integrerar solceller i byggnadsfasader som helt ersätter fasaden.

Soltech leds av VD Stefan Ölander sedan 2018 som också är en av bolagets största ägare med totalt 1,4 miljoner aktier i bolaget. I ledningen återfinns bred erfarenhet från ledande positioner i ett antal branscher med styrelseordförande Mats Holmfeldt i spetsen, med 25 års erfarenhet från bank och finansbranschen och med bred erfarenhet som rådgivare och styrelseledamot i start-ups och innovationsbolag.

### Starka år historiskt

De senaste åren har kännetecknats av stark tillväxt för Soltech, såväl organiskt som via förvärv. Koncernens intäkter växte hela 469% till 2019 då de uppgick till 303,5 mkr. Bolaget levererade sedan tillväxt på 65% till 2020 med intäkter på 500 mkr, 148% tillväxt till 2021 då intäkterna landade på 1239 mkr och nu senast hela 217% till 1952 Mkr (alla siffror t o m 2021 inklusive den särnoterade kinesiska verksamheten Advanced Soltech AB, ASAB). Tillväxten har historiskt rört både den svenska och kinesiska verksamheten men varit störst i Sverige som uppvisat mycket stark tillväxt under de senaste åren. Prognosen för i år pekar på en omsättning om 3100 mkr, en ökning med 59%. Merparten av den historiska tillväxten kan härledas till ett stort antal genomförda förvärv under åren, beskrivna nedan.

Trots den starka tillväxten har resultatet hållit upp väl historiskt, förutom under fjolåret. EBITDA och rörelseresultatet ökade 2020 med 56 respektive 72 procent, till att uppgå till 101,8 miljoner kronor och 42,7 miljoner kronor. 2021 innebar ett EBITDA-resultat på 317,5 miljoner kronor och ett rörelseresultat på 150,7 miljoner kronor, kraftigt stärkt av en extraordinär intäkt i samband med särnoteringen av Advanced Soltech, men ifjol kom ett tapp till -148,6 Mkr på EBITDA-nivå och -246,3 i rörelseresultat. Dock var dessa påverkade av flera jämförelsestörande poster, så justerat för dessa var motsvarande siffror -23,3 Mkr (-63,9 för 2021 justerat) och -121,1 Mkr (-131,4) för rörelseresultatet.

### En makalös förvärvsresa

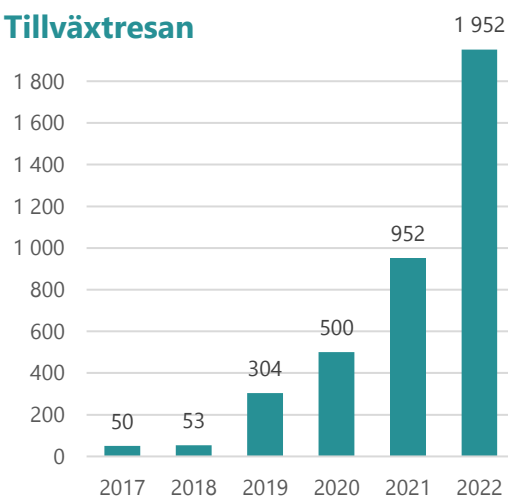
Den starka tillväxten bygger till stor del på förvärv där Soltech byggt upp en enhetlig koncern av sol-, el-, fasad- och takbolag som tillsammans innebär ett komplett solenergieerbjudande. Fokus har genomgående varit att förvärva bolag med etablerad, lönsam historia som är

### Takmonterade solpaneler



En av Nordens största takplacerade solcellsanläggningar som Soltech uppfört åt Castellum i Hisingen Logistipark strax utanför Göteborg.

### Tillväxtresan



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

Källa: Bolaget

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.

Förvävsstrategin beslutades i slutet av 2018. Året därpå inleddes med att Soltech förvärvade majoritetsposter i Nyedal Solenergi, ett solenergi-bolag, samt NP-Gruppen, ett av Sveriges mest etablerade takföretag. Detta följdes upp med ett förvärv av Swede Energy Power, ett av Sveriges ledande solenergiföretag. Året avslutades med att en majoritetspost förvärvades i Merasol AB, ytterligare ett etablerat solenergi-bolag med fokus mot företagsmarknaden. Detta följdes upp med förvärvet av Soldags i Sverige AB, ytterligare ett solenergi-bolag. 2020 kännetecknades av accelererade förvärvstakt, där hela åtta bolag förvärvades in i koncernen. Takorama AB och Fasadsystem i Stenkullen AB var de första två förvärven. Takorama förvärvades under mars månad och arbetar med platta tätskiktstak inriktade mot företagsmarknaden. Därefter kom förvärvet av Fasadsystem i Stenkullen AB som är ett av Sveriges ledande företag inom fasadbranschen med lång erfarenhet av att utveckla aluminiumfasader. Efter sommaren förvärvades 60 procent av aktierna i Miljö & Energi Ansvar Sverige AB, två takföretag i Kalmar och Växjö, Takrekond i Småland AB och Takrekond i Kalmar AB och slutligen Din Takläggare i Arvika AB.

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 elbils-laddningsbolag.

### Strategiskt viktiga utlandsförvärv

Emellertid dominerades 2022 av utlandsförvärven: 365 Energie Holding BV (365zon) i Nederländerna i april och spanska Sud Energies Renovables SL i juni, vilket vi skrev om lite utförligare i början av augusti 2022.

Den strategiska betydelsen av dessa förvärv bör inte underskattas. Det är kliv in på helt nya marknader, det är betydligt större förvärv än vad Soltech tidigare gjort och det är solcellsbolag och inte installationsfirmor (tak, fasad, el) som har varit Soltechs fokus på hemmaplan på

### Byggnadsintegrerade solpaneler



Soltech Shingel, en modern takpanna med fullt integrerade solceller.

### Även för privatbostäder



senare år. De utgör dessutom lokala hubbar för ytterligare förvärv, ungefär som Soltech själv är hubben i Sverige.

365zon har omkring 40 anställda och tillhandahåller huvudsakligen solcells- och laddinstallationer till privatpersoner. Bolaget omsatte 250 miljoner kronor under 2021 med ett rörelseresultat på 10 miljoner kronor. Bolaget tillförde cirka 260 miljoner i omsättning bara under resten av 2022 och fram till 2024 väntas omsättningen från bolaget uppgå till cirka 1,2 miljarder med ett rörelseresultat kring 120 miljoner. Tillväxten väntas dels vara ett resultat av den starkt växande nederländska marknaden, dels en effekt av de synergier som väntas uppnås när bolaget blir en del av Soltech-koncernen. Förvärvslikviden för 53,3 procent av aktierna uppgår till 115,7 miljoner, men eventuella tilläggsköpeskillingar kommande år kan öka siffran till cirka 193 miljoner totalt. Bolaget har också en option att förvärva resterande delen av bolaget under 2025. Givet den starka historiken, tillväxten och lönsamheten var prislappen attraktiv och motsvarande börsnoterade bolag hade troligen krävt ett klart högre pris. Priset var även på jämförbar nivå med svenska bolag trots att 365zon kan uppvisa klart bättre lönsamhet och en rörelsemarginal kring 10 procent.

Sud Renovables omsatte 2021 ca 90 mkr som beräknas ha ökat till ca 245 mkr 2022 med en rörelsemarginal om ca 8-10%. Bolaget är inriktat på utveckling och installation av solenergi- och lagringslösningar för fastighetsägare och företag, men erbjuder även solcellslösningar för privatpersoner. Sud Renovables har ca 60 anställda i moderbolaget och ca 35 anställda i det helägda dotterbolaget, Instal Sud, som är ett installations- och montageinriktat bolag och som ingår i förvärvet vilket är positivt. Utöver god solinstrålning skapar kombinationen av politiska lättnader och höga elpriser mycket goda förutsättningar för solenergiaktörer i landet. Till och med 2024 beräknas Sud Renovables bidra med över 868 MSEK i omsättning till en rörelsemarginal om 8-10%.

Förvärvet av 65% av Sud Renovables betalas med en initial kontantdel om ca 45 MSEK och med nyemitterade Soltech aktier till ett värde av ca 36 MSEK. Under de kommande 36 månaderna kan en rörlig tilläggsköpeskillning om totalt ca 98 MSEK betalas ut, om uppställda omsättnings- och lönsamhetsmål uppnås, vilket skulle ge en total förvärvslikvid på ca 179 MSEK. Soltech har dessutom en option på att köpa upp resterande 35 % efter 2024 till en liknande värdering. Även här framstår prislappen som klart attraktiv, om än med reservation för att vi inte vet hur mycket skulder som ingår.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Johan Voss-Schrader äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader