

Fokus på 2024 års lönsamhet

Nedskrivning tynger resultatet för fjärde kvartalet

Det fjärde kvartalet ökade nettoomsättningen med 1% till 740,6 MSEK med en EBITA om 41,5 MSEK (75,4 MSEK). Nettoomsättningen för helåret uppgick till 2 904,4 MSEK (1 931,4). EBITA-marginalen för fjärde kvartalet var 5,6% (13%) och helåret på 2,6% (-2,7%), bruttomarginalen ligger kvar runt 30%. Kvartalet tyngs rejält av en nedskrivning av bolagets finansiella tillgång, ägandet i Gigasun, med 131,9 MSEK vilket påverkar nettoresultatet men är ej kassaflödespåverkande.

Nya finansiella mål – 8 Mdr till 2028

Soltech lanserade under januari uppdaterade finansiella femårs mål med hänsyn till att man avser lägga tyngd på lönsam tillväxt. Det tidigare målet om att nå en omsättning på 4,7 mdr SEK 2024 med en EBITA-marginal på 8–10% ändras till 8 mdr SEK verksamhetsåret 2028 med en EBITA-marginal på 10%. Givet årets omsättning på 2 962 MSEK motsvarar detta en årlig tillväxt på ca 22%.

Det nya finansiella målet speglar bolagets problem där tillväxt skett på bekostnad av lönsamhet vilket inte är någon långsiktig lösning. Förra årets (2023) EBITA på 2,6% visar på att man har en del arbete framför sig att nå detta. En minskad tillväxttakt kommer dock att göra att bolaget får möjlighet att fokusera på lönsamhet och kapitalbindningen vilket vi bedömer är det marknaden saknar för att kunna värdera upp Soltech.

Nedtryckt aktie ger stor potential vid vändning

Utvecklingen för Soltechs aktie har varit klart negativ och aktien handlas på mycket låga multiplar ifall våra prognoser är någorlunda korrekta. En del av risken är att man inte lyckas hantera sin lönsamhetsomställning tillräckligt snabbt och man tvingas till extern finansiering.

Vi bedömer dock dagens aktiekurs tillräckligt nedtryckt för att man noggrant skall följa bolagets utveckling då en förbättrad lönsamhet kan leda till snabb omvärdering. Första kvartalet på året är dock årets svagaste på grund av t ex väder som gör att bolagets verksamhet påverkas negativt.

Kommande kvartal kommer dock att bli mycket intressanta att följa och se hur utvecklingen sker. För en investerare med aptit för högre risk med tillhörande stor potential ser vi att det finns ett intressant läge här. Skulle våra prognoser nås under året bedömer vi att bolaget initialt är en potentiell kursdubblare.

Soltech Energy

Rapportkommentar Q4 2023

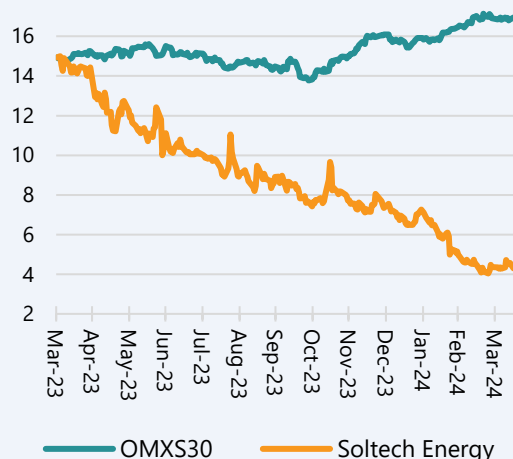
Datum 22 april 2024
Analytiker Joakim Kindahl

Basfakta

Bransch Teknik/Solenergi
Styrelseordförande Mats Holmfeldt
Vd Patrik Hahne
Noteringsår 2015
Listning Nasdaq First North Growth market
Ticker SOLT
4,20 kr
Antal aktier, milj. 132,3
Börsvärde, mkr 556
Nettoskuld*, mkr -1
Företagsvärde (EV), mkr 555
Webbplats www.soltechenergy.com

* neg = nettokassa

Kursutveckling senaste 12 månaderna



Källa: NasdaqOMX

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024P	2025P
Omsättning	2,002	2,962	3,367	4,040
EBITDA	-20	128	222	339
Rörelseres. (ebit)	-62	52	145	246
Nettoresultat	-224	-166	74	153
Vinst per aktie	-1,73 kr	-1,25 kr	0,56 kr	1,15 kr
Omsättningstillväxt	110%	48%	14%	20%
EBITDA-marginal	-1,0%	4,3%	6,6%	8,4%
Rörelsemarginal	-3,1%	1,8%	4,3%	6,1%
Vinstmarginal	-11%	-5,6%	2,2%	3,8%
P/E-tal	neg	neg	7,6	3,6
EV/ebit	neg	11	3,8	2,3
P/S-tal	0,3	0,2	0,2	0,1
EV/omsättning	0,3	0,2	0,2	0,1

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Investeringsstes

Konsoliderare på en snabbväxande marknad

Soltech Energy verkar på den snabbt växande marknaden för solcellsanläggningar. Marknaden förväntas enligt de flesta bedömare växa globalt med 20-25% per år under innevarande decennium – snabbare i Europa och speciellt i Sverige – samtidigt som den konsolideras kraftigt.

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

Den europeiska marknaden kännetecknas av en stark efterfrågesituation mot bakgrund av höjda klimatkrav. En strävan efter energioberoende efter Rysslands utpressning med strypning av leveranser av fossila energislag med destination Europa och de därav kraftigt ökande energipriserna som förväntas vara än mer volatila framöver.

Myndigheterna i de flesta europeiska länder och EU stöttar nu investeringar i solenergi finansiellt, vilket borgar för bibehållen efterfrågan även under en sämre konjunktur. Tidigare komponentbrist och leveransstörningar har nu bedarrat, och därmed borde marginalerna börja klättringen tillbaka uppåt, i takt med att bolaget blir större. Även längre ner i resultaträkningen bör synergier och volymfördelar komma att synas alltmer i förbättrade marginaler framöver.

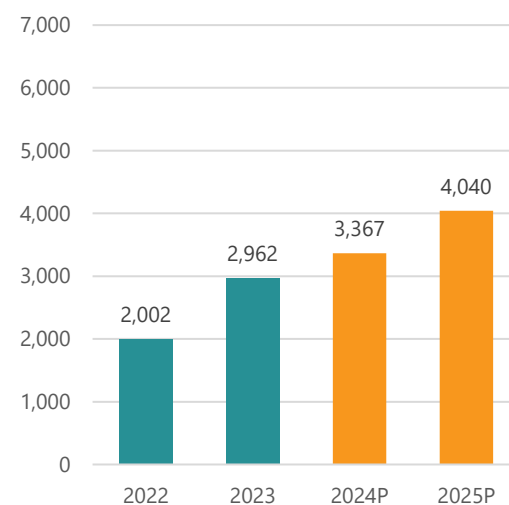
Bolaget har kritisk massa

Soltech har tillräcklig storlek för att kunna tillgodogöra sig skalfördelar och synergier. När det omsätts i stabila positiva marginaler så kommer förvärvsresan kunna fortsätta, fast med den lönsamhet som saknats de senaste två kaotiska inflationsåren.

Stor uppsida i aktien

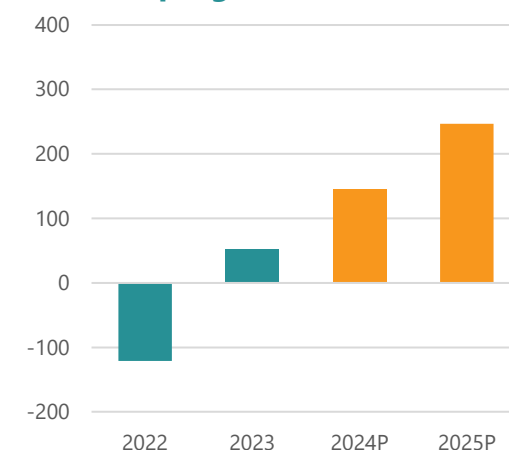
Om bolaget bara når halvvägs till sitt marginalmål så handlas det nu till knappt 8 gånger årsvinsten på årets prognos. Även mot bakgrund av hur liknande bolag prissätts såväl internationellt som nationellt, så landar vi i att aktien är klart undervärderad på dagens nivå. Det framgår också i att bolaget värderas till under en tredjedel av sin omsättning – ett tydligt tecken på marknadens misstroende mot bolaget.

Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

EBIT med prognos*



* justerad för ASAB och Neab

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Solfasad



Källa: Bolaget

Marknadsutveckling

Marknaden för solceller

Privatmarknaden

Den tidigare starka efterfrågan på solceller på den svenska privatmarknaden har avtagit och är nu på en mer normal nivå delvis på grund av lägre elpriser och högre ränta. Marknadstillväxten förväntas vara cirka 25% årligen. Faktorer som bidrar till lägre elpriserna inkluderar ökad vattenkraftproduktion som en konsekvens av regn, gynnsamma vindförhållanden och ökad tillgång på naturgas från snabbt byggda LNG-terminaler.

Trots detta är marknaden för solet i Sverige inte mättad då den endast står för cirka 1,5% av den producerade elen. Intresset för solparker ökar, vilket tyder på att solceller fortfarande är attraktiva, trots höjda räntor och den begynnande lågkonjunkturen. Sverige ligger långt efter länder som bland andra Tyskland när det gäller solenergiutnyttjande, och det beror inte bara på geografiska faktorer utan också på historiskt lägre elpriser i Sverige jämfört med kontinenten.

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

Solparker

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

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

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

Fortsatt positiva marknadsutsikter – EU driver på lagstiftning

Marknaden för solceller fortsätter att växa i mycket snabb takt, framför allt i Europa där klimathänsyn till och med övertrumpas av energisäkerhetsaspekten efter att Rysslands anfallskrig mot Ukraina totalt har förändrat spelplanen för energiförsörjningen i regionen. Tillväxttakten för solcellsinstallationer ligger nu långt över tidigare antagna nationella

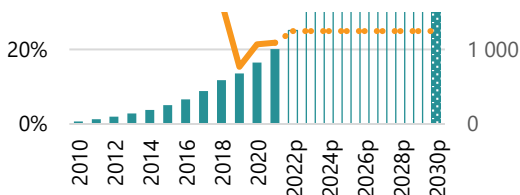


Nya, icke-inträngande applikationer av solcellsparker. Ovan: Agri-PV där solcellspanelerna monteras antingen lodrätt eller högt för att inte hindra brukandet av marken under.

Nedan: Även installationer på vatten, där synergierna också är stora, växer snabbt. Nedan Soltechs dotterbolag Sud Renovables nyligen färdigställda installation av Aqua-PV i Katalonien



Källa: Bolaget (se https://solteche-energy.com/mfn_news/soltechs-forsta-flytande-sol-cellsanlaggning-installerad-av-sud-renovables-i-spanien/)



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

planer och även klart före EUs plan, RePowerEU. **EU vill nu exempelvis se solceller på alla nya byggnader i Europa redan från 2026.**

För de privatpersoner eller företag som gör investeringarna är drivkraften till stor del energikostnaderna. Men det är inte bara en bättre kontroll på priset, utan också garanterad tillgänglighet på el som lockar företag och hushåll att investera i en egen solcellsanläggning, hjälpta av ett ökat skatteavdrag från 15% till 20% för solcellsinstallationer.

Solcellstrenden är 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. För ett år sedan passerades 1 TW i globalt installerad effekt – 10 gånger mer på 10 år, eller 26% per år. Samtidigt kommer Kina ensamt att ha installerat 210 GW i år, tillräckligt för hela Storbritanniens totala elkonsumtion – två gånger om.

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 fas 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 meddelscenario att tillväxttakten faller från 25% i år ner till 17% 2027 och sedan ligger kvar där decenniet ut.

I Sverige beräknar Energimyndigheten i sin senaste prognos från i mars att solkraften kommer att öka sitt bidrag till elproduktionen från 2 TWh 2022, eller 0,76% av den totala svenska elproduktionen, till 9 TWh (7,1), vilket motsvarar en volymtillväxt om 35%/år medan Solar Power Europe.org prognosticerar en tillväxt mellan 2023-2026 på 41%.

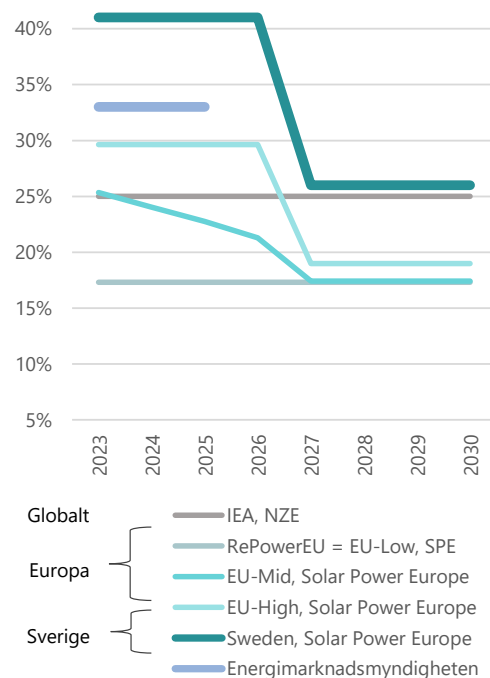
En fortsatt mycket kraftig strukturell tillväxt under många år ligger med andra ord i korten, men till det ska läggas en omogen och okonsoliderad marknad. Bara i Sverige finns det flera hundra bolag som installerar solceller och branschförbundet Svensk Solenergi räknar ca 280 medlemmar. Det är med andra ord upplagt för utslagningar och uppköp under resans gång. Soltech har insett detta och bestämt sig för att komma ut som en av vinnarna på processen genom att förvärva marknadsandelar.

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

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

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

Marknadstillväxt, prognoser



Källa: IEA, Solar Power Europe, RePowerEU, Energimarknadsinspektionen

Soltech – fjärde kvartalet

Lägre tillväxt, fokus på lönsamhet

Nettoomsättningen för Soltechs fjärde kvartal var i princip oförändrad från förra året på 740,6 MSEK (732,4). Man gjorde ett rörelseresultat på EBITA-nivå på 41,5 MSEK vilket motsvarar en marginal på 5,6%.

Bruttomarginalen ligger kvar på ca 30%, vilket delvis är en effekt av produktmix t ex högre andel batteri-installationer men ändå i undre delen av vad man bör ligga på givet målen framöver. Med en svagare privatmarknad för solceller håller bolaget ändå marginalerna uppe tack vare sin bredd av produkter och tjänster i erbjudandet. Bolagets rörelseresultat uppgick till 30 MSEK.

Bolaget hade också under kvartalet en nedskrivning av sin finansiella tillgång med 131,9 MSEK i det noterade Gigasun. Gigasun genomgår för närvarande en strategisk översyn vilket kan resultera i en försäljning av bolaget vilket skulle innebära att Soltech också säljer sin andel.

Exkluderas denna nedskrivning hade bolaget gjort en vinst på sista raden på ca 10 MSEK.

Bolagets kassaflöde under kvartalet var starkt, till stor del tack vare förbättringar i rörelsekapitalet. Detta gjorde att bolagets kassa stärktes från 162 MSEK till 212 MSEK.

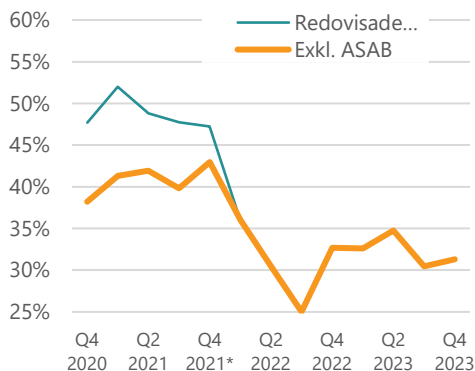
Bruttomarginal på runt 30%

Nedskrivning av Gigasun på 131,9 MSEK vilket påverkar resultatet men ej kassaflödet

Kassan ökade under kvartalet till 212 MSEK från 162 MSEK

Kommande kvartal (Q1) är säsongsmässigt det svagaste för bolaget (se diagram nedan)

Bruttomarginal

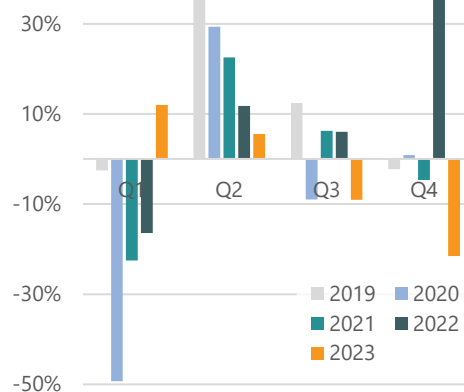


Siffrorna för 2022 och 2023 enl IFRS, tidigare K3.

Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

Säsongsvariation

procentuell avvikelse från omsättningstrend



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

Prognoser & Värdering

Prognoser

Omsättning

Med endast fyra kvartal kvar på tillväxtnålet om 4,7 mdr i omsättning 2024, blev det tydligt att bolaget skulle uppdatera sina finansiella mål där man nu har en målsättning att omsätta 8 mdr SEK 2028 med en EBITA-marginal på 10%. Detta innebär en genomsnittlig tillväxt kommande fem år på ca 22%. Soltech har redan minskat, och kommer fortsatt att minska på förvärvstakten och fokusera på lönsamhet.

I det korta perspektivet är det svårt att sia om exakt tillväxt då privatmarknaden för solcellsininstallationer fortfarande hämmas av höga räntor och ett elpris som för tillfället är på acceptabla nivåer för konsumenterna. Fokuset mot lönsamhet kommer så klart att påverka tillväxten, återstår att se hur den organiska tillväxten påverkas. Vi tror dock på en tvåsiffrig organiska tillväxt för 2024 om 10% vilket skall påpekas att det ligger klart under olika prognoser för solenergi som snarare ligger på >20%. För 2025 utgår vi från att räntenivåerna ligger något lägre och marknaden mognat ytterligare vilket bör gynna en installatör av större storlek och skruvar upp tillväxten till 20%. Vad gäller kostnader antar vi i princip oförändrade marginalnivåer vilket kommer leda till en vinst på sista raden. Detta antar vi sedan gradvis ökar som en effekt av bolagets lönsamhetsarbete. Lyckas man med detta kommer man redan i slutet på 2024 nå attraktiva nyckeltal vilket bör leda till en omvärdering av aktien.

Vad gäller förvärv kommer det med största sannolikhet att ske i mindre skala innan man fått ett bättre grepp om sin lönsamhet och kassaflöde så man kan förvärva med internt genererade medel i större utsträckning.

Sammantaget sänker vi omsättningsförväntningarna något för innevarande och kommande år dock med en gradvis ökande marginalprognos.

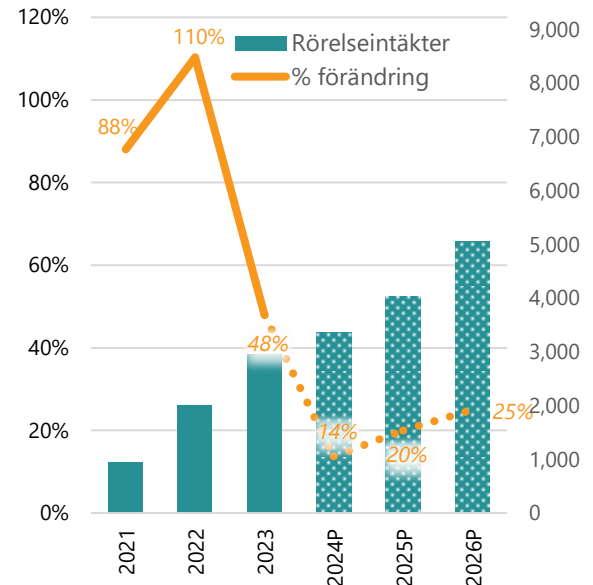
Marginaler

När det gäller marginalmålet har bolaget en ambition att nå en EBITA-marginal på 10% 2028. Bruttomarginalen påverkas till stor del av den försäljningsmix bolaget har under kvartalet där t ex elteknik har klart större bruttomarginal än installation av batterilagring. Vi måste alltså se marginalutvecklingen på lite längre sikt för att utvärdera hur väl Soltech genomför sin resa från dagens nivå på 2,6% (helår 2023) till 10% om fem år. I takt med att omsättningen ökar kommer också marginalerna att stabiliseras.

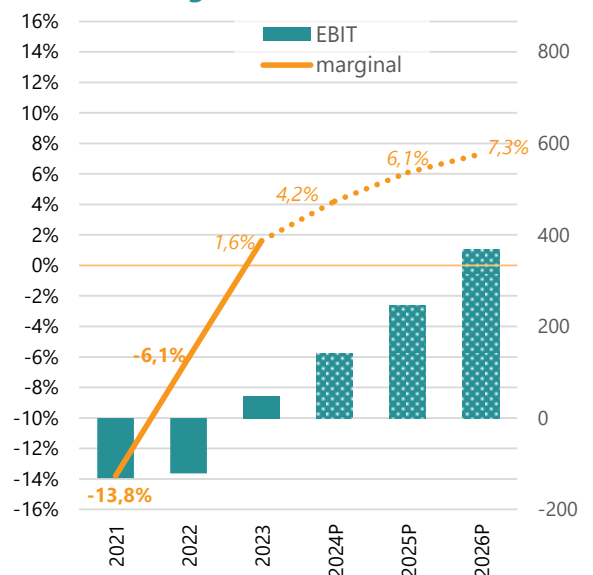
Vi kan dock konstatera att sedan tidigare finns det ett antal punkter att ta fasta på som är positiva för bolaget; bl a materialprishöjningar som i princip har försvunnit, fastprisavtalen på kundsidan har rullat ut och ökande synergier mellan bolagen.

Sammantaget utgår vi initialt från att vår långsiktiga marginalutveckling gradvis når upp till bolagets mål om 10% år 2028 från dagens nivå på 2,6%.

Intäkter & Prognos



EBIT & -marginal*



Likviditet, kassaflöde och kapitalförsörjning

Likvida medel ökade under kvartalet till 212,3 MSEK från 162,4 MSEK. Räntebärande skulder uppgick till 157 MSEK. Till detta skall läggas skatteskulder på 55,5 MSEK.

För 2024 bedömer vi att bolaget genererar ca 110 MSEK före rörelsekapitalförändringar, investeringar och tilläggsköpeskillningar. Investeringar och tilläggsköpeskillningar bedömer vi uppgår till knappt 100 MSEK för 2024. Till detta skall dras rörelsekapitalförändringar vilka vi bedömer till ca 70 MSEK.

Bolagets beräknade villkorade tilläggsköpeskillningar om knappt 210 MSEK som förfaller med början Q2-2024 till och med 2026, till vilket ska läggas optionsskulder på 230 MSEK. Bolagets eget genererade kassaflöde räcker ej till detta med våra prognoser så någon form av finansiering krävs utöver att dra ned på förvärvstakten.

- Fortsatt optimering av rörelsekapitalet, vilket pågår
- Lock-up:en på Gigasun-posten löpte ut under 2023, så Soltech är fria att sälja den om de så skulle vilja. Bolaget skriver i VD-ordet att en strategisk översyn pågår vilket innefattar en möjlig försäljning av bolaget vilket då skulle innefatta Soltechs ägarandel.
- Betydande värden finns även i de solparksportföljer som Soltech har byggt upp under ett par års tid. Inga värden är angivna, men det är troligen ganska signifikanta belopp i sammanhanget.
- Soltech är idag i princip obelånat med undantag för "Covid-ansåndet" med skattebetalningar som bolaget drog fördel av i somras, så om man bara kan visa upp stabila och ökande positiva kassaflöden så borde bankerna vara villiga att låna ut till dem, åtminstone för projektfinansiering.

Såsom i tidigare delårsrapporter skriver styrelse och VD att "för den kommande tolv månadersperioden bedöms likviditetsförsörjningen som säkerställd av bland annat förbättrad lönsamhet samt koncernens möjligheter att utnyttja tillgängliga krediter."

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

Prognossammanfattning

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

Bättre framtida marknadsposition

kräver

Fortsatt tillväxt inkl förvärv

kräver

Tillgång till kapital

kräver

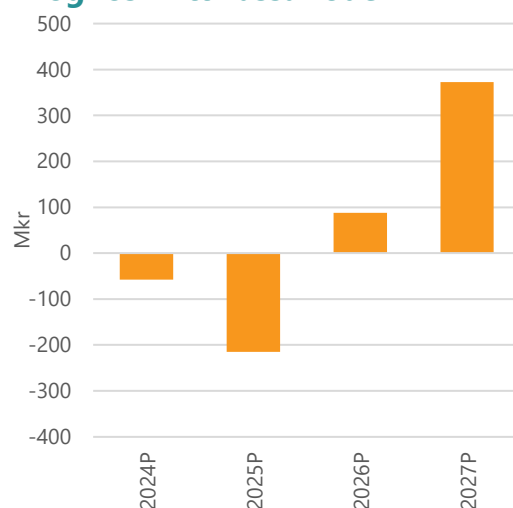
Stabila positiva kassaflöden

kräver

Högre marginaler

Soltechs nuvarande dilemma så som vi uppfattar det.

Prognos Fritt kassaflöde



Kassaflödet för 2024p-26p tyngs inte bara av vår prognos om svag marginalutveckling, utan också av stora tilläggsköpeskillningar som faller ut under dessa år.

Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Analysguiden

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

Värdering

Kassaflödesvärdering

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

Multiplar

Trots nedjusteringarna av våra prognoser, inte minst för de närmaste åren, så har en svag kursutveckling i princip vägt upp för detta. Aktien handlas idag till P/E <8 på 2024 års vinst, baserat på en rörelsemarginal (EBIT) om bara 4,2%. På vinstprognosen för 2025 med 6,1% rörelsemarginal handlas den på P/E <4 och då finns ändå klar potential kvar i marginalförbättring och bolaget växer fortfarande kraftigt om än inte lika snabbt som historiskt. Det framstår som alldeles för billigt givet bolagets mål att hantera lönsamheten och den underliggande tillväxten i branschen.

Soltech verkar på en marknad som växer strukturellt med 25-30% under många år framåt. Det bör rimligen också finnas ett premium för att det är ett "climate tech"-bolag. Matrisen till höger kan ge en idé om motiverad kurs utifrån de antaganden om marginal och det P/E-tal som marknaden är villig att åsätta bolaget för 2026.

Branschperspektivet

Soltech har under 2023 genomfört sex förvärv varav fem tilläggsförvärv. Deras sammanlagda årsomsättning för ifjol uppgick till ca 86 MSEK. För dessa har Soltech betalat 48,7 MSEK inklusive övertagna skulder – 7,8 MSEK i kontant betalning, 24,7 i egna aktier och 16,1 MSEK i tilläggsköpeskillningar. Det betyder ett genomsnittligt pris på 57 öre per omsättningskrona. Det kan jämföras med aktuell värdering av det börsnoterade, miljardbolaget Soltech: Börsvärdet uppgår till ca en halv miljard medan innevarande års försäljning ser ut att bli drygt 3 miljarder.

Som vi beskrivit i tidigare analyser så även jämfört med de större utländska bolag som Soltech köpte ifjol är värderingsskillnaden uppseendeväckande stor: För 365zon betalade Soltech 1,4 gånger omsättningen och för Sud Renovables drygt 1,1 gånger, trots lägre marknadstillväxt i dessa länder.

En annan faktor att ta med är att med tilltagande storlek och börsvärde kommer Soltech får möjlighet till institutionellt intresse.

Värderingssammanfattning

Oavsett värderingsmodell så framträder med tydlighet den misstro som marknaden fortfarande verkar ha till bolaget och som förmodligen

Värderingsmatris

Motiverad kurs, kr	Rörelsemarginal 2026 --->							
	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	
6	1	2	3	4	5	7	8	
8	1	3	4	6	7	9	10	
10	1	3	5	7	9	11	13	
12	2	4	6	9	11	13	16	
14	2	5	7	10	13	16	18	
16	2	5	8	12	15	18	21	
18	3	6	9	13	16	20	23	
20	3	7	11	14	18	22	26	
22	3	7	12	16	20	24	29	
24	3	8	13	17	22	27	31	
26	4	9	14	19	24	29	34	
28	4	9	15	20	26	31	36	
30	4	10	16	22	27	33	39	

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

Källa: Aktieguiden

grundar sig i en osäkerhet om kapitalförsörjningen och ledningens förmåga att skruva upp lönsamheten i koncernen.

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

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

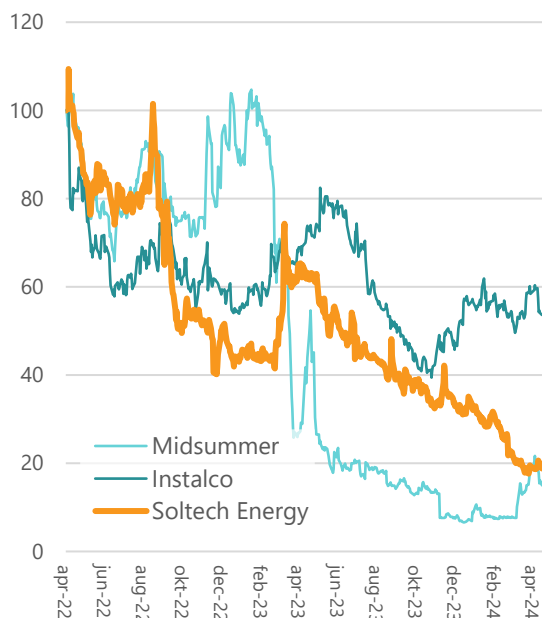
Med en förmodat svag Q1-rapport som påverkas av säsongsfaktorer som väder lyfter vi blicken mot andra kvartalet och framåt där vi med intresse följer bolagets väg mot högre lönsamhet och en förmodat omvärdering. Skulle bolaget nå våra prognoser under 2024 ser vi en potentiell dubbleringskandidat.

Förvärv

Tekniska lösningar i Täby AB	40
Din elkontakt i Kungälv AB	16
Arvika Elinstallationer AB	9
Vårgårda Solenergi AB	7
Plåtteamet i Örnsköldsvik AB	14
Totalt, mkr	86

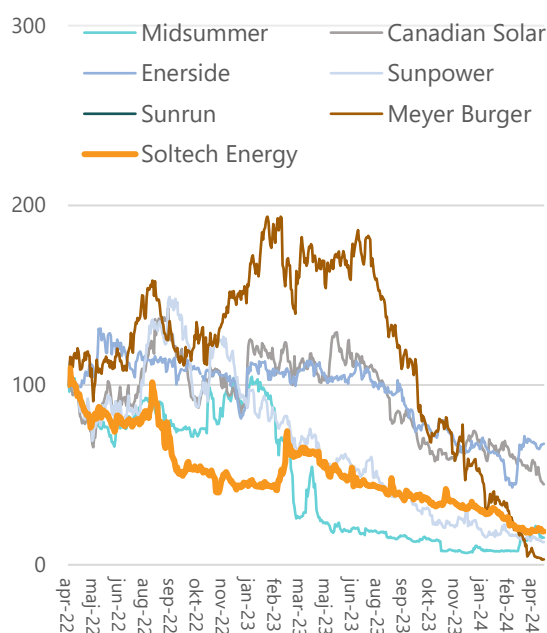
omsättning

Soltech & liknande lokala bolag



Källa: Refinitiv, Analysguiden

Soltech mot solcellsbolag, i SEK



Källa: Refinitiv, Analysguiden

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 relativt ung bransch och ett fördröjt större genomslag för solenergi eller en marknad som mätas snabbare än i andra länder kan ge utebliven tillväxt.

Bolaget säljer en högteknologisk produkt med ofta relativt avancerad tillverkningsprocess. Risken existerar att omvärldsfaktorer och brist på komponenter skapar osäkerheter i leveranskedjan. Den starka tillväxten inom sektorn som helhet och ökad konkurrens kan innebära ökande priser som inte fullt ut kan överföras på kund. Global komponentbrist och ökande varupriser påverkade exempelvis bolaget kraftigt och risken existerar att något liknande kan hända igen, eller att marknadens villkor strukturellt ändras, med hämmad tillväxt och lägre resultat som följd.

En förvärvsstrategi 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 förvärvsprocesser 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 stabil lönsamhet med positiva kassaflöden. Nyckelfaktorn i nuläget bedöms vara att få upp marginalerna i verksamheten så fortsatta förvärv kan finansieras. Ytterligare utspädande emissioner framöver kan heller inte helt uteslutas.

Slutligen baseras värderingen på antaganden om framtiden som innehåller ett stort mått av osäkerhet. Utfallet kan både bli bättre och sämre än våra förväntningar vilket kan påverka värderingen stort. Den fas som bolaget befinner sig i, med kraftig expansion, skapar också ett något mer svårprognostiserat läge, vilket innebär att osäkerheten i prognoserna ökar. Vi försöker bemöta detta genom säkerhetsmarginaler men risken existerar ändå att utfallet blir markant annorlunda än vi väntat oss.

Största aktieägarna*, %

Stefan Ölander, VD	1,27%
Ruter 5 Holding	0,92%
JT Starks Holding	0,85%
Fredrik Telander	0,74%
Christoffer Caesar	0,70%

* exkl. förvaltarregistrerade, pensioner, etc.

Källa: Bolaget

Marknad och Historik

Om Soltech Energy

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

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

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

Starka år historiskt

De senaste åren har kännetecknats av stark tillväxt för Soltech, såväl organiskt som via förvärv. Koncernens intäkter växte hela 469% till 2019 då de uppgick till 303,5 MSEK. Bolaget levererade sedan tillväxt på 65% till 2020 med intäkter på 500 MSEK, 148% tillväxt till 2021 då intäkterna landade på 1239 MSEK för 2022 landande siffrorna på 2 001 MSEK och 2023 omsatte Soltech 2 962 MSEK (alla siffror t o m 2021 inklusive den särnoterade kinesiska verksamheten Gigasun). Tillväxten har historiskt rört både den svenska och kinesiska verksamheten men varit störst i Sverige som uppvisat mycket stark tillväxt under de senaste åren. Vår prognos för i år pekar på en omsättning om ca 3 300 MSEK. 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, fram till ifjol. EBITDA och rörelseresultatet ökade 2020 och 2021 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 Gigasun, för 2022 kom ett tapp till -148,6 MSEK 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 MSEK (-63,9 för 2021 justerat) och -121,1 MSEK (-131,4) för rörelseresultatet. För 2023 förbättrades EBITDA till 128,5 MSEK dock påverkades nettoreultatet kraftigt negativt på grund av nedskrivningar, främst av bolagets finansiella tillgång i Gigasun.

En makalös förvärvsresa

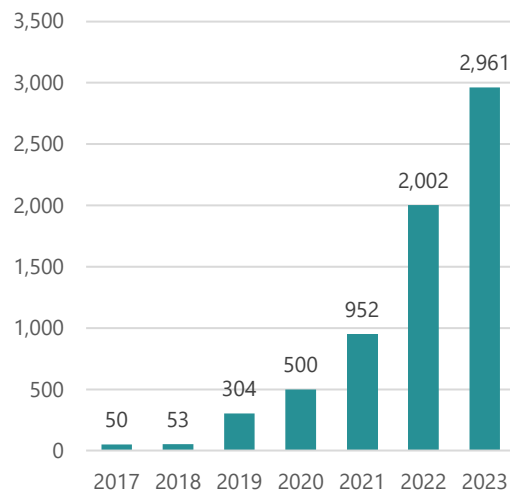
Den starka tillväxten bygger till stor del på förvärv där Soltech byggt upp en enhetlig koncern av sol-, el-, fasad- och takbolag som tillsammans innebär ett komplett solenergiebudande. Fokus har

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.

Byggnadsintegrerade solpaneler



Soltech Shingel, en modern takpanna med fullt integrerade solceller.

genomgående varit att förvärva bolag med etablerad, lönsam historia som är villiga att ta steget till solenergibranschen. 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 accelererande förvärvstakt, där hela åtta bolag förvärvades in i koncernen. Takorama AB och Fasadsystem i Stenkullen AB var de första två förvärven. Takorama förvärvades under mars månad och arbetar med platta tätskiktstak inriktade mot företagsmarknaden. Därefter kom förvärvet av Fasadsystem i Stenkullen AB som är ett av Sveriges ledande företag inom fasadbranschen med lång erfarenhet av att utveckla aluminiumfasader. Efter sommaren förvärvades 60 procent av aktierna i Miljö & Energi Ansvar Sverige AB, två takföretag i Kalmar och Växjö, Takrekond i Småland AB och Takrekond i Kalmar AB och slutligen Din Takläggare i Arvika AB.

2021 gick i samma anda och startade med förvärv av Annelunds Tak AB och Ljungs Sedum Entreprenad AB. Därefter utökade bolaget ägandet i Swede Energy och Merasol till 100% och i maj förvärvades också Takbyrå i Alingsås AB. Slutligen tog bolaget position inom elteknik, med förvärven av Provektor Sweden och Rams El. Under tredje kvartalet förvärvades takbolaget Wettergrens Tak, och Neabgruppen inom elteknik. Fjärde kvartalet köptes fasadbolaget ESSA Glas och Aluminium AB i Örebro och därefter Falu Plåtslageri AB samt Tak och Bygg i Falun AB. Sammanlagt innebär detta totalt 10 genomförda förvärv under 2021.

2022 har i Sverige inneburit två tilläggsförvärv, Trönninge Elektriska och Solexperterna i Värmland AB, samt förvärv av minoriteten i Din Takläggare, Fasadsystem i Stenkullen och 100%-iga förvärv av TGs El i Finspång, Takab i Jönköping och Takrekond i Småland. Slutligen förvärvades 80% av aktierna i Kalema E-Mobility, vilket är Soltechs första renodlade elbilsladdningsbolag.

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

Strategiskt viktiga utlandsförvärv 2022

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

Även för privatbostäder



Solcellsparken utanför Karlskrona



Soltech har också börjat utveckla solparker tillsammans med externa investerare.

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

365zon

365zon har omkring 40 anställda och tillhandahåller huvudsakligen solcells- och laddinstallationer till privatpersoner. Bolaget omsatte 250 miljoner kronor under 2021 med ett rörelseresultat på 10 miljoner kronor. 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 tilläggsköpeskillningar 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

Sud Renovables omsatte 2021 ca 90 MSEK som beräknas ha ökat till ca 245 MSEK 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.

365zons kunderbjudande



Soltechs holländska förvärv vänder sig i huvudsak till privatpersoner.

Spanska förvärvet Sud Renovables



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

Disclaimer

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

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

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

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

Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl