

## Tecken på vändning

### Q3: Bättre än det ser ut

Vid första ögonkastet ser Ecoclimes rapport för det tredje kvartalet ganska bedrövlig ut, med sålda och pausade verksamheter, storförluster och svagare tillväxt i bolagets fokusområde Evertherm, vilket resulterat i lägsta kvartalsomsättningen sedan Q4-21 på 48,3 mkr mot 61,7 mkr enligt Q3-rapporten ifjol och en förlust på EBIT-nivå på hela -22,2 mkr.

När man börjar bena i detaljerna framträder dock en helt annan bild, där omsättningen för kvarvarande enheter steg med 4,1% trots fortsatt mycket utmanande marknadsförutsättningar under kvartalet. Alla verksamheter utom Team Wessman visar förbättrat rörelseresultat (EBIT), och kassaflödet fortsätter att förbättras.

### Ljuset i tunneln kommer närmare

Vad de senaste 18 månadernas stålbad egentligen har handlat om är att prioritera samt skära bort onödiga kostnader och förlustbringande verksamheter, så att man nu är inne vid "friskt virke". De kvarvarande verksamheterna håller på att återfå fotfästet – och kommer därtill bli hjälpta av bättre marknader – eller är redan på rätt spår, som främst Evertherm.

Trenden i kassaflödet är fortsatt åt rätt håll, men orkar ännu inte upp till svarta siffror. Kassen uppgick per sista september till 21,8 mkr (41,6), men ökar med 18 mkr i Q1-25 från försäljningen av Miljöbelysning. Det lär räcka till break-even med marginal och tål både lite investeringar och lite oförutsedda kostnader.

### Försiktiga prognoser och motiverad kurs.

Den giftiga cocktail för fastighetsägare av höga räntor, svag efterfrågan på kontor och dyra bostäder samt svaga incitament till energieffektiviseringar pga låga energipriser håller nu på att vända. Räntorna har vänt ner, bostadsmarknaden har bottnat ur, konjunkturen förbättras sakta härifrån och fjärrvärmepriiserna har rusat under hösten. Lägg därtill ökat regleringstryck, miljöhänsyn och billigare gröna lån som följer med lägre energiförbrukning och alltfler kalkyler går att räkna hem för Ecoclimes produkter.

Omfokuseringen och kostnadsbesparingarna har gjort att bolaget, lite tilltufsats, nu är förberett för att dra nytta av en sakta förbättrad marknad. Med tanke på att bolaget fortfarande blöder kassa, osäkerheten i marginalutvecklingen de närmaste åren och den turbulenta ägarsituationen, håller vi dock våra estimat mycket konservativa och avkastningskravet fortsatt högt än så länge.

Trots det hamnar vi i vår kassaflödesanalys på en motiverad kurs som är ca 20% över nuvarande aktiekurs. Det ska dock noteras att det finns betydande uppsidespotential i vår försiktiga kalkyl och vi ser fram emot att med en ökad visibilitet få justera upp våra estimat.

## Ecoclime

### Rapportkommentar - Q3 2024

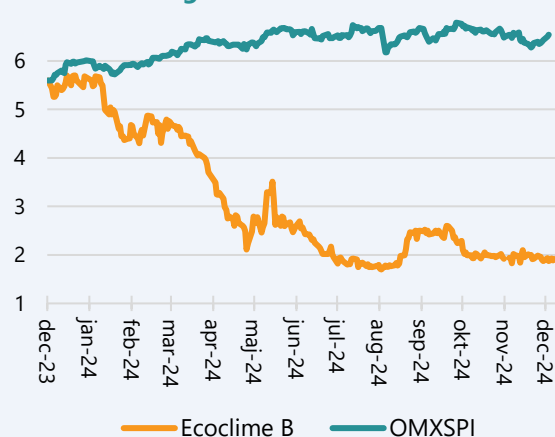
Datum 12 december 2024  
Analytiker Johan Voss-Schrader

### Basfakta

Bransch Miljöteknik  
Styrelseordförande Lennart Olofsson  
Vd Krister Werner  
Noteringsår 2014  
Listning First North  
Ticker ECC B  
Aktiekurs 11/12 - 24 1,84 kr  
Antal aktier, milj. \* 47,1  
Börsvärde, mkr 87  
Nettoskuld, mkr \*\* -16  
Företagsvärde (EV), mkr 71  
Webbplats www.ecoclime.se  
Motiverad kurs 2,30  
Nästa rapport 14 februari 2025

\* Efter full beräknad utspädning \*\* Neg = nettokassa.

### Kursutveckling senaste året



Källa: NasdaqOMX & Refinitiv

### Prognoser

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	228	205	223	257
EBITDA*	3,8	-6,2	14	21
Rörelseres. (EBIT)	-16	-35	-1,3	3,8
Nettoreultat	-25	-36	-2,6	2,1
Vinst per aktie	-0,53 kr	-0,76 kr	-0,06 kr	0,05 kr
Utdelning per aktie	--	--	--	--
Eget Kapital per aktie	5,10 kr	3,60 kr		
Omsättningstillväxt		-10%	8,8%	15%
EBITDA- marginal	1,6%	-3,0%	6,4%	8,0%
Rörelsemarginal	-7,1%	-17%	-0,6%	1,5%
Nettokassa	31,5	14	35	
P/e- tal	neg	neg	neg	41
EV/EBIT	neg	neg	neg	19
EV/omsättning	1,1	0,3	0,3	0,3

\*Exkl. förv. & expansionskostn.

Siffrorna för 2023 är för jämförbara enheter. 2025-27p är inklusive successivt återtagande av aktier från Miljöbelysning.

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

## Investeringstes

### Bra marknadspotential

Fastigheter beräknas stå för ca 40% av Sveriges totala energianvändning och hamnar därmed i fokus för att få ner förbrukningen och därmed utsläppen. Marknaden för energieffektivisering av fastigheter har samtidigt gått från ett allmänt intresse för ett förbättrat inomhusklimat och kostnadsjakt till att kastas mellan energikostnadskris 2022 och bygg- & fastighetskris 2023-4. Kvarliggande långsiktiga trender är dock stramare regelverk och ett akut behov av energioberoende för Europa, vilket hjälper bolagets verksamheter. Bland mörterna finns stöd och subventioner samt möjligheter till gröna lån.

Nuvarande tuffa miljö för bygg- & fastighetsbranschen har gjort att Ecoclime alltmer vänder sig mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri, en omorientering som hittills utfallit väl men som inte är färdig ännu. Samtidigt kommer nu signaler om att marknaden sakta börjar vända upp.

### Betydande tillväxtpotential inom Cirkulär Energi

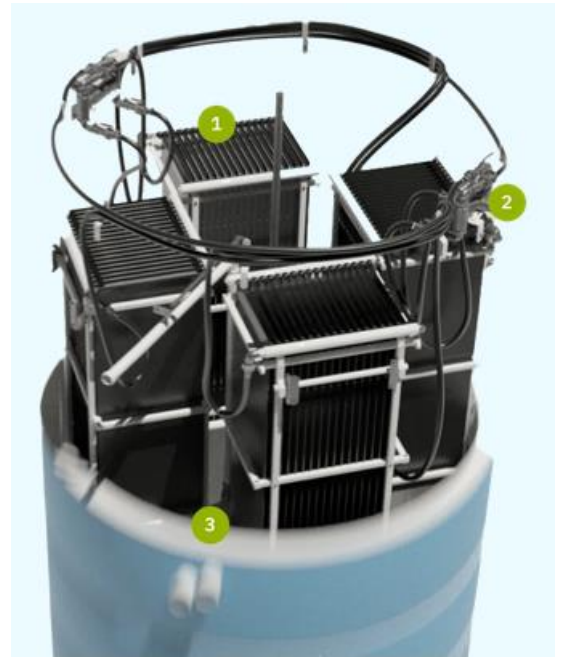
Ecoclime är mycket väl positionerat för att kunna dra fördel av kommande energieffektiviseringar. En tredjedel av den energi som tillförs en fastighet, till exempel i form av fjärrvärme, gas, el, mm, försvinner ut genom avloppet. Bolagets lösning för energiåtervinning ur spillvatten ger i genomsnitt ca 95% av energin tillbaka i form av värme och en installation garanteras i allmänhet ge 90% tillbaka. Ecoclimes lösning är unik i att den även tar svartvatten och därmed inte kräver dubbla rörsystem i fastigheten. Eftermarknaden blir därmed mycket enklare och lönsammare och görs på några veckor nere i källaren utan att hyresgästerna märker det, till skillnad från exempelvis tilläggsisolering eller fönsterrenovering/-byte som innebär månader av olägenheter och oftast också har sämre lönsamhet och effekt på utsläppen.

Affärsområdet Smarta Fastigheter bidrar också med potential att sänka energiförbrukningen i fastigheter med ca 10%, sänker toppeffekten och minskar dessutom kostnader för drift och underhåll.

### Konservativt scenario diskonterat i kursen

Med problemen som drabbade de privata fastighetsbolagen och framför allt byggbolagen i samband med inflationsspiken 2022, påbörjade Ecoclime en omriktning avseende målgrupp mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri som hittills har varit framgångsrikt, men som naturligtvis kostat på. Avyttringar har gjorts, kostnader sänkts och bolaget börjar nu bli klart med omstöpnigen och redo att kapitalisera på en marknad som nu sakta verkar vända uppåt.

Det framstår som att mycket av de historiska problemen är diskonterade i aktiekursen, men inte bolagets och aktiens potential nu när flertalet viktiga pusselbitar börjar falla på plats. Osäkerheten om potentialen i en mer normal marknad är förstås fortfarande stor, men våra kalkyler indikerar en betydande uppsida om bara delar av den kan realiseras.

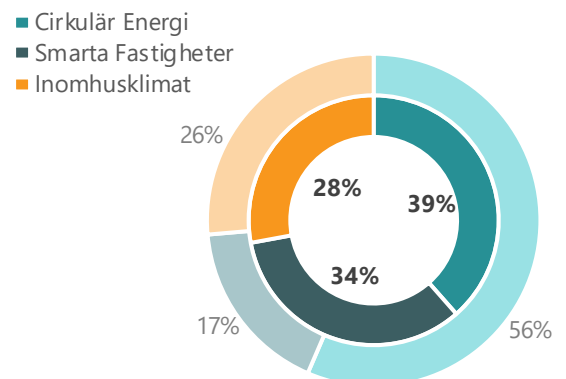


Evertherm SEW, kärnan i Cirkulär Energi och en av Ecoclimes mest lovande produkter återvinner närmare 30% av en fastighets totala energiförbrukning.

Källa: Ecoclime

### Omsättningsfördelning

Inre: Q3-24, Yttre: Q3-23



Exklusive Miljöbelysning

Källa: Ecoclime

## Marknad

Sjunkande räntor börjar äntligen få effekt på fastighetssektorn. Fastighetsvärdena verkar ha slutat falla och finansieringssituationen för fastighetsbolagen har tydligt tinat upp. På bostadsmarknaden har priserna börjat stiga något och även om det tar längre tid att sälja så har aktiviteten kommit tillbaka. Den hårda pressen på hushållen avtar med lägre inflationstakt, lägre räntor och större inkomstökningar än normalt, vilket har lett till förbättrad köpkraft och att konsumentförtroendet har ökat tydligt. Det här förbättrar förutsättningarna för Ecoclimes satsning på bostadsfastigheter.

Att nu fastighetsmarknaden börjar vädra morgonluft hjälper däremot inte byggmarknaden som är fortsatt svår. Nyproduktion har svårt att konkurrera med priset på befintliga bostäder när markpriserna fortsatt är höga och byggkostnaderna beräknas vara 35% högre än innan pandemin. I bästa fall är marknaden nu på botten och kan sakta vända upp, men lägre befolkningstillväxt är också en strukturell motvind. Enligt Boverket säger en majoritet av kommunerna utanför storstadsregionerna att det inte längre råder brist på bostäder, men även behovet av lokaler för barnomsorg och skolor minskar med minskande barnkullar.<sup>1</sup>

Ecoclimes omorientering från nyproduktion till bostadsrättsföreningar och allmännyttan passar med andra ord mycket väl in på utvecklingen i marknaden. Att bolagets produkter är så lätta att eftermontera är förstås ett plus i sammanhanget. Det betyder att den djupa konjunkturella svacka som Ecoclimate befann sig i för ett par år sedan, genom förändrad målgrupp och förbättrade makroförutsättningar sakta håller på att förpassas till historien.

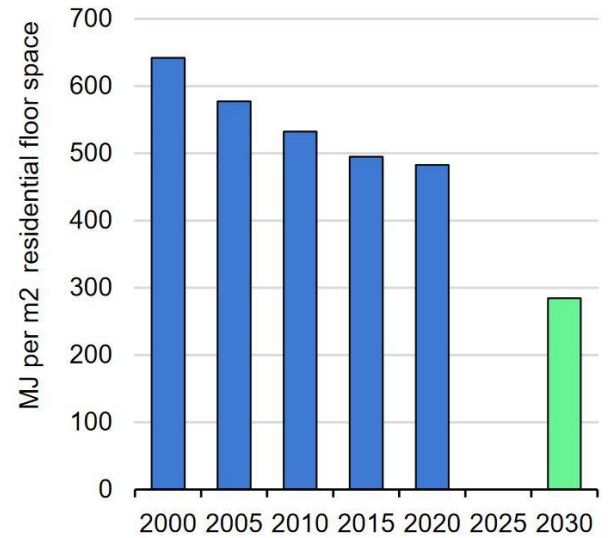
Samtidigt har det långsiktigt positiva caset för Ecoclimes kärnprodukter egentligen inte förändrats. Som en effekt av både klimatutmaningen och säkerhetsinspirerade önskemål om självförsörjning så lär just energieffektiviseringar fortsatt stå högt upp på den politiska agendan hela vägen från lokal- till EU-nivå. Det är det snabbaste sättet att få ner energipriserna, få upp energisäkerheten och för att nå klimatmålen. De konservativa politiska vindarna i Europa har inte påverkat klimatambitionerna negativt ännu i alla fall och den risken verkar ha minskat även om marginalen i EU-valet i början av sommaren sjönk för den politiska mitten som står bakom de centrala delarna av det regulatoriska ramverket på EU-nivå, som t ex Fit for 55. Vidare utveckling av detta kan dock förmodas gå långsammare. Ett av kommissionens viktigaste områden för den kommande mandatperioden lär ändå vara implementeringen av alla nya regelverk som antagits under de senaste åren.

Av intresse för Ecoclimate har vi också redan nu det omarbetade EU-direktivet om byggnaders energiprestanda, EPBD, som innehåller ett antal krav på både befintliga och nya byggnader, bl a minimistandarder för befintliga byggnaders energiprestanda. Boverket har fått i uppdrag att ta fram underlag för den svenska implementeringen av direktivet, däribland de MEPS (Minimum Energy Performance Stan-

<sup>1</sup> Boverkets senaste byggprognos från maj 2024 höjdes något från prognosen i oktober ifjol och angavs preliminärt till 22 900 (i oktoberprognosen 19 000) nybyggda bostäder i flerbostadshus under 2023 mot 44 500 under 2022, och att antalet minskar till 20 000 (12 500) under 2024. Däremot väntas vändningen uppåt gå långsammare än tidigare förväntat och stanna på 23 000 bostäder för 2025.

## Bostäders energiförbrukning

**Klimatanpassningens långsiktiga perspektiv har nu kompletterats med både säkerhetspolitiska krav och kostnadsskäl till att motivera fastighetssektorn till att spara energi...**



Källa: IEA, Energy Efficiency 2022. Energiförbrukning per m2 globalt, siffran för 2030 i enlighet med IEAs "netto noll 2050"-scenario.

## EU-krav på energieffektivitet

**...något som först har översatts till tvingande regelverk och nu följs av successiv implementering.**

### Energiprestanda krav för befintliga byggnader

Bostäder	Lokalbyggnader
<ul style="list-style-type: none"> <li>Minska genomsnittlig primärenergianvändning med 16 procent till 2030.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primärenergianvändning är lägre än de 16 procent av byggnadsstocken med sämst energiprestanda till 2030.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Minska genomsnittlig primärenergianvändning med 20-22 procent till 2035.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Primärenergianvändning är lägre än de 26 procent av byggnadsstocken med sämst energiprestanda till 2033.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Genomsnittlig primärenergianvändning minskas från och med 2040, och vart femte år därefter, i linje med omvandlingen till ett nollutsläppsbestånd*.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mer stringenta tröskelvärden för 2040 och 2050 i linje med omvandlingen till ett nollutsläppsbestånd*.</li> </ul>

\* Nollutsläppsbyggnad: en byggnad med mycket hög energiprestanda som inte producerar CO<sub>2</sub>-utsläpp på plats från fossila bränslen. Basår 2020.  
Källor: EU-parlamentet, EU-rådet och Handelsbanken

Källa: Handelsbankens fastighetsrapport maj 2024

dards) vi skrivit om tidigare och som är de krav på energistandard som ska gälla.

Den första delredovisningen av uppdraget kom i oktober, med bl a preliminära gränsvärden att gälla från 2030 resp 2033. Med dessa krävs att 16% resp 26% av byggnaderna – eller ca 22 700 byggnader – behöver energirenoveras till 2033. De minsta byggnaderna är dock de sämsta, så räknat i yta så är det ca 8% av alla kvadratmeter till 2030 och 15% till 2033. Sämst till ligger idrottslokaler med 10% av ytan till 2030 och 17% till 2033, följt av handel & kultur, men i mängd/yta så är det handel & kultur följt av kontor som har det största antalet kvadratmeter som måste åtgärdas. Sammantaget beräknas takten på energiförbättringarna behöva dubblas. Tidigare kostnadsuppskattningar för åtgärd har pekat på 1100-1300 kr/m<sup>2</sup>, men beroende på lokaltyp borde det finnas en utmärkt möjlighet för Ecoclimate här, framför allt med Evertherm. På längre sikt ökas kraven ytterligare, då direktivet kräver att gränsvärden för 2040 och 2050 tas fram, där de senare ska innebära att befintliga byggnader blir nollutsläppsbyggnader.

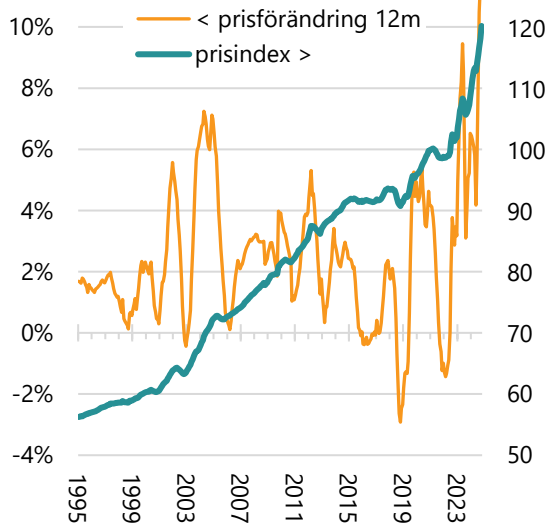
Till detta ska läggas en ny utsläppshandel som ska införas 2027 som bland annat inbegriper uppvärmning av byggnader. Värmepumpar, som ju är kärnan i Ecoclimes Evertherm-system, förordas speciellt och målet för EU är 10 miljoner enheter under 2023-2027 att jämföra med 2022 års fördubbling till 3 miljoner enheter.

Med säsongskorrigerade energipriser som fram till i somras fallit tillbaka markant jämfört med ett år tidigare, har de ekonomiska incitamenten för energibesparande investeringar varit låga för finansiellt pressade fastighetsägare. Emellertid har priserna skjutit iväg under hösten, framför allt för fjärrvärme och det gäller också förändringstakten på priserna som nådde 13% i oktober.

I 90% av alla flerbostadshus i Sverige och 78% av alla lokaler sker uppvärmningen med fjärrvärme. Här har priserna rakat i höjden under hösten och hårda förhandlingar förs mellan fjärrvärmebolagen och fastighetsägarna/hyresgästorganisationer. Prisökningen för 2024 – som ett genomsnitt för landets kommuner – landade på hela 15,2%, upp från +8,0% ifjol, att jämföra med tidigare rekordhöjning på 5,2% från 2004<sup>2</sup>. Det huvudsakliga skälet till de kraftiga ökningarna är att priset på biobränsle – som driver 2/3 av fjärrvärmeverken – också har ökat mycket kraftigt. Samtidigt börjar prismodellerna som fjärrvärmeverken tillämpar förändras så att den rörliga delen blir större. Det här skapar naturligtvis direkta incitament till energibesparing för kunderna utöver skälen och kraven redovisade ovan, något som rimligen bör gynna Ecoclimate och mer specifikt Evertherm.

Vår bedömning är sammantaget att utsikterna för marknaden för energieffektivisering i fastigheter är mycket goda på medellång och lång sikt. På kortare sikt räknar vi med att botten är passerad och att en vändning uppåt kommer under 2025 och förstärks under 2026. I Sverige kommer det dessutom att finnas incitament för regeringen att i god tid före riksdagsvalet 2026 presentera stödåtgärder för Bygg- & Fastighetssektorn, som trots allt står för 11% av Sveriges BNP.

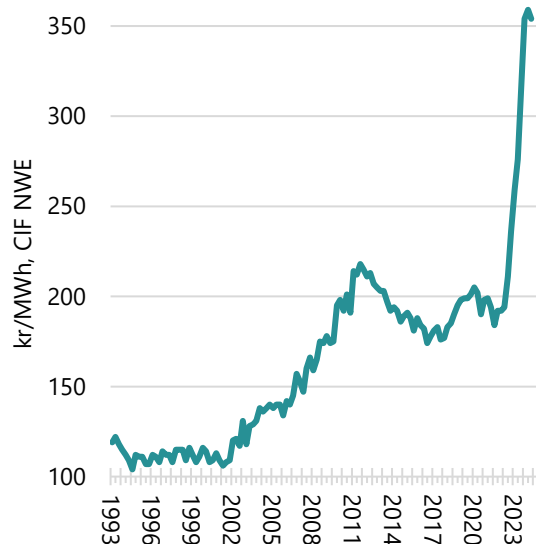
## Fjärrvärmepriser flerbostadshus



**Förutom de regulatoriska kraven, ökar fastighetsägarnas incitament att spara energi i takt med de kraftigt stigande kostnaderna för fjärrvärme...**

Källa: SCB

## Flispriser



**...som i sin tur beror på kraftigt ökade kostnader för biobränslen – allt i en miljö med stigande inflation och räntor.**

Källa: Energimyndigheten

<sup>2</sup> <https://nilsholgersson.nu/rapporter/rapport-2024/fjarrvarme-2024/>

## Ecoclimes marknader

I mars i år meddelade Ecoclimate att bolaget kommer att fokusera merparten av sina resurser på Evertherm, där förutsättningarna ser mycket bra ut framöver. Energiåtervinning ur avloppsvatten är fortsatt hett, men Ecoclimate är inte ensamma om nischen. Konkurrenter som Warmab, Inex, WSP, m fl. har egna lösningar ute på den svenska marknaden. Ecoclimes Evertherm-system har dock fördelen av att kunna använda svartvatten utan någon besvärlig filterlösning i och med att systemet maler sönder klumpar av fast material som annars kan sätta igen systemet. För system som enbart kan använda gråvatten (dusch-, disk- och tvättvatten) krävs separata avloppsstammar för detta, vilket i praktiken oftast begränsar sådana lösningar till nybyggnation.

Fenomenet med att vissa kommuner försöker stoppa installationer av avloppsvärmeväxlare, då avloppsverken menar att temperatursänkningen skulle påverka reningsprocessen i avloppsverken negativt som vi beskrivit i tidigare analyser, är ingenting som Ecoclimate har upplevt som begränsande hittills trots sitt nya fokus på bostadsrättsföreningar som rimligen borde ha en mindre stark förhandlingsposition mot det lokala vattenverket än ett stort fastighetsbolag.

Marknadsutsikterna för Ecoclimes övriga delar är fortsatt blandade men sakta bättre. Utöver energiåtervinning så bör även fastighetsautomation och energibesparande styrsystem för uppvärmning, ventilation, mm definitivt ligga rätt enligt myndigheters och fastighetsägares ambitioner, men kännetecknas samtidigt av en hårdnande konkurrens. Marknaden för luftförbättrande produkter kommer knappast högst upp på prioriteringslistan i ett tufft ekonomiskt klimat, men har ändå klarat sig förvånansvärt bra på sistone.

Det är dock värt att hålla i minnet när vi nedan ser i backspegeln på den senaste resultatutvecklingen, att den framåtblickande bilden för marknaden beskriven ovan inger tydligt hopp för framtiden.

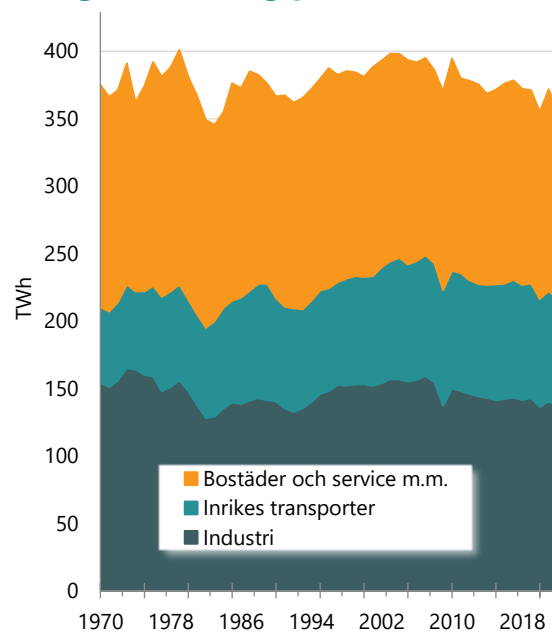
## Resultatutveckling

Den svacka vi väntat på länge som en konsekvens av problemen på bygg- & fastighetsmarknaden och som vi såg i Ecoclimes siffror för fjärde kvartalet i fjol, djupnade kraftigt och oväntat under första kvartalet i år. Djupet i svackan överraskade inte bara oss, utan även Ecoclimes ledning blev förvånade över kraften i försvagningen. Bolagets nettoomsättning sjönk med -27% (-15,5% organiskt), ner från en tillväxttakt kring +30-70%-nivån på 12 månaders rullande omsättning under de 7 kvartalen dessförinnan.

Med en så snabb försämring togs även de lite större knivarna fram och den 17e maj kom nyheten att Ecoclimate säljer tillbaka Miljöbelysning till dess förra ägare, med effekt från 2 januari 2025 – eller som företaget skriver, att förvärvet ”kassaflödesmässigt reverseras” – och hanteras i redovisningen från och med Q3-rapporten som Miljöbelysning såldes per 1 april 2024<sup>3</sup>. Dessutom presenterade bolaget i slutet av Q1

<sup>3</sup> Detta då Ecoclimate, trots att de fortfarande äger aktierna, inte har något inflytande eller rätt till vinster som genereras i bolaget enligt aktieöverlåtelseavtalet. Miljöbelysning redovisas därför nu i enlighet med IFRS 5 som avvecklad verksamhet t o m Q1-24 på egen rad i resultaträkningen. Det här skiljer sig från redovisningen i Q2 då Miljöbelysning med dåvarande tolkning av IFRS 5 redovisades separat efter Q1-24.

## Energianvändning per sektor



Källa: Energimyndigheten

- **Fastigheter står för 39% av energianvändningen i Sverige.**
- **1/3 av all tillförd energi till en fastighet spolas ut med avlopp.**
- **Evertherm kan återföra minst 90% av den energin – garanterat.**

**Med bara 10% penetration sparas energi motsvarande en halv Forsmarksreaktor.**

en strategiförflyttning mot ett fokus på det egenutvecklade Evertherm-systemet, där ledningen bedömer sannolikheten för framgångar som störst. Nu senast i Q3 fick även Ecocloud, Ecoclimes egenutvecklade styrsystem för fastigheter i molnet, falla för kniven. Konkurrensen var för hård och resurserna för små helt enkelt, och ledningen vill prioritera sitt unika Evertherm-system som mitt i bygg- & fastighetskrisen har utvecklats till koncernens stjärna. Den redovisas dock i affärsområdet Cirkulär Energi tillsammans med Team Wessman som haft en mycket besvärlig utveckling och därmed dolt Evertherms framgångar. Efter kvartalets utgång meddelade bolaget dessutom att man i linje med tidigare avtal ökat sin ägarandel i Team Wessman från 90,1% till 94,1% mot betalning i 905 206 nya aktier, och att resterande utestående minoritetsandelar kommer att förvärvas under de kommande 3 åren.

### Ecoclimes tredje kvartal

Även om periodiseringar mellan kvartal har stor betydelse, fortsätter Ecoclimate att uppvisa en förvånande stor spretighet i utvecklingen mellan olika verksamheter. Smarta Fastigheter växte med strålande 92% organiskt i Q3 till 15,3 mkr (8,0), medan Team Wessman tappade hela -57% i omsättning under kvartalet. För hela koncernen ökade omsättningen med 4,1% till 48,3 mkr (46,5) för jämförbara enheter<sup>4</sup>.

Kostnadsbesparingar och kassaflödeshöjande åtgärder dämpar visserligen fortsatt effekten av det besvärliga marknadsläget på resultatet, men är inte tillräckliga för att nå svarta siffror. Rörelseresultatet landade på -22,2 mkr (-3,4), varav -14 mkr var nedskrivningar som inte reflekterar hur den underliggande verksamheten går, men även exklusive dessa blir det en försämring, som hänförs dels till en ovanligt låg aktivitet under sommarmånaderna dels till Team Wessmans tvärnit.

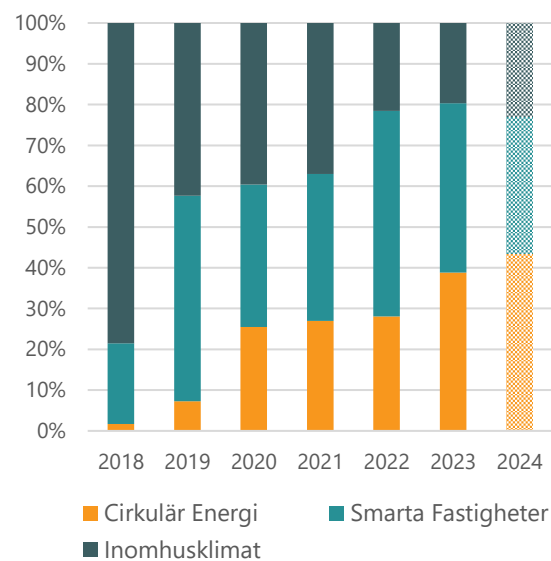
### Cirkulär Energi

Affärsområdets två huvudsakliga verksamheter visar upp diametralt olika bilder, där Evertherm växer med 7% organiskt trots en fortsatt besvärlig marknad, emedan Team Wessman mer än halverar sin omsättning; -57%. Totalt tappade Cirkulär Energi en tredjedel av omsättningen under tredje kvartalet till 17,5 mkr (26,2). Med mycket fasta kostnader vek rörelseresultatet ner kraftigt till -10,6 mkr (-3,2) med hänvisning till säsong, problemen för Team Wessman och kostnader av engångskaraktär.

En positiv tolkning framåt av den här rejäla omsvängningen är att Team Wessmans betydelse nu har minskat så kraftigt att om problemen fortsätter blir det ett mindre avtryck både på affärsområdes- och koncernnivå. Samtidigt kommer indikationer på att värsta blödningsen kan ha hejdats under Q4, då de tidigare stoppade borrhningarna i Danmark kom igång i oktober. I vilket fall domineras nu affärsområdet istället av koncernens stjärna, Evertherm, där trenden är positiv trots den besvärliga miljö som marknaden vidkännts. Ledningen bedömer att Evertherm kommer att generera en ”ökad mängd avslut och en ytterligare tillväxt under de kommande åren” och fabriken har god beläggning under de närmaste månaderna och beräknas kunna hantera tillväxten utan investeringar de närmaste par åren, men

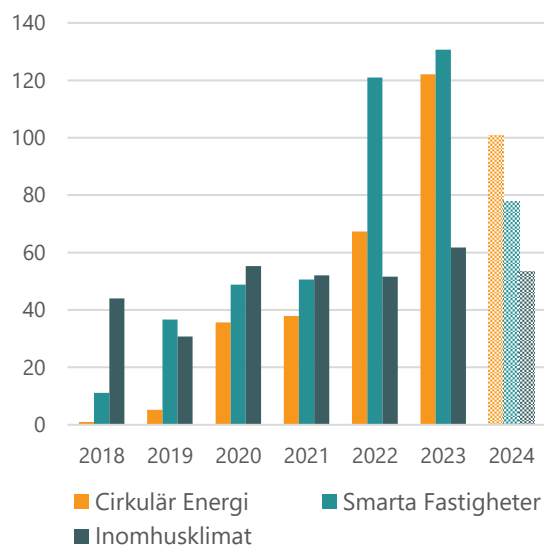
<sup>4</sup> Främst exklusive Miljöbelysning. Nominellt minskade omsättningen med 33%.

### Omsättningsfördelning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

### Segmentsomsättning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

skulle ett behov ändå uppstå, så kan kapaciteten utökas rejält till en relativt låg kostnad. Antalet Evertherm-installationer är nu uppe i 39 stycken, varav ett tjugotal bara i år, så det verkar som att det börjar bli rejäl snurr på den här verksamheten vilket bådär gott för framtiden då den så tydligt har ledningens fokus.

### Smarta Fastigheter

Affärsområdet uppvisar en fantastiskt god tillväxt på hela 92% till 15,3 mkr (8,0) för jämförbara enheter, dvs exklusive Miljöbelysning, men även inom Smarta Fastigheter spretar utvecklingen kraftigt. Med koncernens nya strategi sedan i vintras med fokusering på utvalda verksamheter, har utvecklingen av Ecocloud nedprioriterats och satts på paus. Bedömningen är att det skulle krävas betydande investeringar för att nå kommersialisering samtidigt som nischen är hårt konkurrensutsatt, varför resurserna hellre läggs på t ex Evertherm. Det har medfört att aktiverade utvecklingskostnader nu skrivs ned med 11,9 mkr. Desto bättre har det gått för SDC Automation i år med +91% på översta raden, om än att ledningen bedömer att orderläget kommer att normaliseras framöver. Sammantaget landade kvartalets rörelseresultat på -7,4 mkr (+1,1), men exklusive nedskrivningen av Ecocloud blir det +4,5 mkr, eller en marginal på nästan 30% (14%).

### Inomhusklimat

Affärsområdet Inomhusklimat överraskar positivt i kvartalet efter sin tidigare kräftgång på en svag marknad. Omsättningen ökade med 3,4% till 12,7 mkr (12,3) och rörelseresultatet landade på +0,7 mkr (+0,4) med en marginal på 5,1% (3,0%). Ledningen uttrycker också en tro på ”en viss tillväxt och förbättrade marginaler under kommande kvartal”. Det vore ett välbehövligt bidrag till koncernen.

### Kassaflödet

Trots en kraftigt försämrad marknad som nu möjligen har nått botten, har kassaflödet alltså successivt förbättrats, men den stora frågan investerarerna troligen ställer sig är om förbättringarna kommer tillräckligt snabbt. Likvida medel uppgår till 21,8 mkr per ultimo Q3 och nettokassan till 15,6 mkr, samtidigt som nuvarande koncern verkar takta cirka -4 mkr med en trendmässig förbättring på någon miljon per kvartal. Om inte marknaden oväntat vänder ner härifrån igen eller något oväntat inträffar i verksamheten, så verkar nuvarande kassa räcka, om än med darr på ribban, fram till att break-even nås och bolaget kan börja bygga kassa. Emellertid kommer en kassaförstärkning om ca 18 mkr i Q1 från försäljningen av Miljöbelysning, vilket ser ut att ge en ganska komfortabel marginal till slut. Som ledningen uttrycker det, ”det finns t o m lite pengar över till investeringar”.

## Prognoser och värdering

Med tanke på de stora förändringar som har ägt rum i koncernen under året tillsammans med ändrade redovisningsmetoder och en möjlig trendvändning i marknaden, är prognosarbetet extra utmanande för stunden och felmarginalerna betydligt större än vanligt. Det gör också att vi lägger oss tydligt mer på den konservativa sidan i våra estimat – inte minst för de längre prognoserna – så uppsida finns från dessa nivåer.

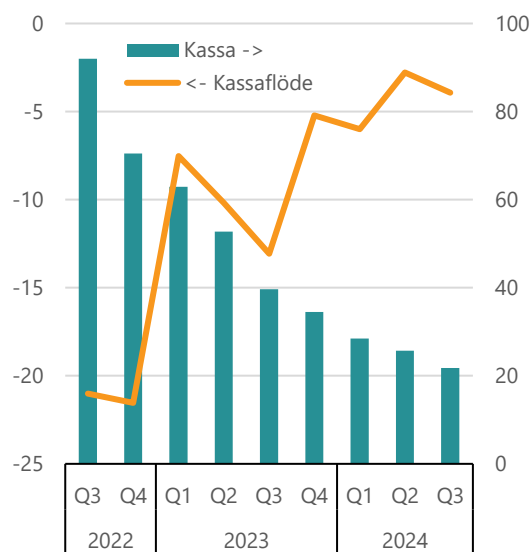
## Optima, Smarta Fastigheter



Plattformen i Optima som visualiserar bl a energieffektivitet inomhusluft eller systemprestanda och som kan användas för både manuell och automatiserad fjärrstyrning av enskilda fastigheter eller hela bestånd.

Källa: Ecoclimate

### Kassa & Kassaflöde, mkr



Utvecklingen pro forma för koncernen i dess nuvarande form.

Källa: Bolaget

## Kort sikt

### Cirkulär energi

Evertherms kvartalsintäkter är beroende av hur periodiseringar och avräkningar faller över kvartalen. Enligt våra beräkningar bör omsättningen ha uppgått till drygt 10 mkr i Q3 (knappt 10) i enlighet med rapporterade +7% tillväxt Q3/Q3 och dominerar därmed affärsområdets intäkter. Vi bedömer dock att den trendmässiga tillväxten i Evertherm är betydligt starkare än så, men räknar lågt med 12 mkr för Q4.

Med tanke på att projektet i Danmark nu kommit igång, så räknar vi med en liten intäktsökning för Team Wessman i Q4 från en omsättning om drygt 7 mkr i Q3 i år enligt vår beräkning (särredovisas ej). Samtidigt uppgavs gruppen ha haft "ett starkt fjärde kvartal" ifjol, så minskningen i procent Q4/Q4 tror vi ändå blir lite större än Q3/Q3 när vår prognos för omsättningen – med stor felmarginal – landar på ca 8 mkr.

Sammantaget för Cirkulär Energi sänker vi därmed vår prognos till en intäkt på runt 20 mkr för Q4 (32,9), eller en minskning från Q4 i fjol med -39%.

Risken är att det dröjer innan den utdragna konjunkturvändningen som vi förväntar oss under 2025 får effekt på Team Wessman, med tanke på att överkapaciteten i energibrunnsmarknaden först måste sugas upp. Vi vågar därför inte räkna med någon tydlig förbättring för den verksamheten förrän kanske mot slutet av nästa år. Evertherm räknar vi däremot med kommer att fortsätta växa minst i samma takt som under 2024, inte minst mot bakgrund av risken för högre energipriser under kommande år och ledningens stora fokus på stjärnprodukten. Sammantaget landar vi i en omsättningsprognos på runda 100 mkr för 2025p, att jämföra med 85 mkr för 2024p och 122 mkr för 2023. Med en betydligt bättre konjunktur och trimmad verksamhet så har sedan 2026 möjligheten att bli riktigt bra.

### Smarta Fastigheter

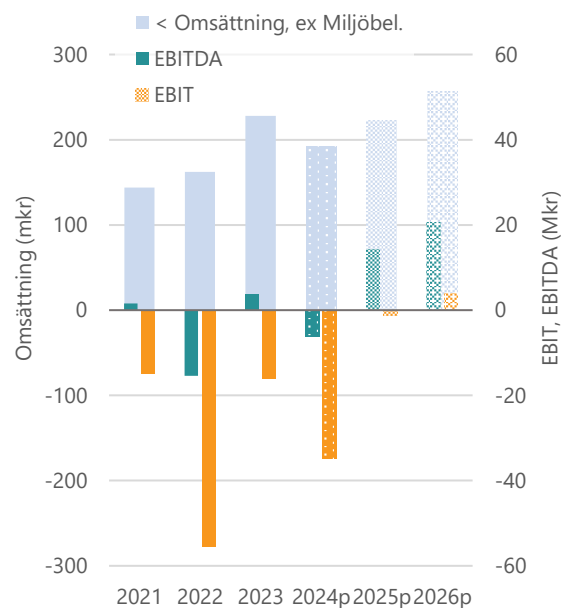
Här blir beräkningarna ytterligare lite svårare på grund av förändringar i sättet att redovisa avyttringen av Miljöbelysning som intäktsmässigt dominerat affärsområdet, åtminstone fram till Q2 i år. Våra beräkningar av "rest-Smarta Fastigheter" – som vi för enkelhetens skull refererar till som SDC, då Ecocloud satts under skäppa – visar en hoppig utveckling mellan kvartalen, om än med en bra positiv trend. "SDC" verkar ha omsatt strax under 60 mkr på de senaste 12 månaderna och rapporterade 15,3 mkr (8,0) för Q3. Forsiktigtvis sänker vi vår prognos till 15 mkr för sista kvartalet i år, med förhoppningen om en positiv överraskning.

En sakta förbättrad konjunktur under 2025 borde borga för att den tillväxttakt som vi sett framskynta under det senaste årets besvärliga klimat åtminstone kan vidmakthållas och troligen förbättras. Vi tror därmed att en omsättning nära 70 mkr borde vara möjlig att nå för "nya" Smarta Fastigheter.

### Längre sikt

På medellång sikt har vi som grund för våra prognoser fram till nu utgått från konjunkturella faktorer som kunnat sammanfattas i:

## Prognossammanfattning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden



- höga räntor för bolagets kunder; alltså bygg- & fastighetsbolag, bostadsrättsföreningar, m fl,
- svag efterfrågan på kundernas tjänster och
- låga energipriser.

Vi ser nu indikationer på att denna giftiga cocktail håller på att luckras upp. I fastighetsmarknaden sållas agnarna från vetet och den stora merparten av bolagen har lyckats överbrygga krisen och kan nu successivt börja dra fördel av det fallande ränteläget. Prismässigt har bostadsrättsmarknaden redan vänt upp, vilket rimligen spiller över även på hyresmarknaden. Som vi beskrev i marknadsavsnittet har nu energipriserna dragit iväg kraftigt under hösten, så här finns klara incitament. Vi får väl se hur hård vintern blir, men om vi får en mer normal vinter efter de två milda El Niño-vintrarna vi haft de två senaste åren så kan det bli ytterligare en trigger till energieffektivisering nu när det går att få mer rimliga finansieringsvillkor.

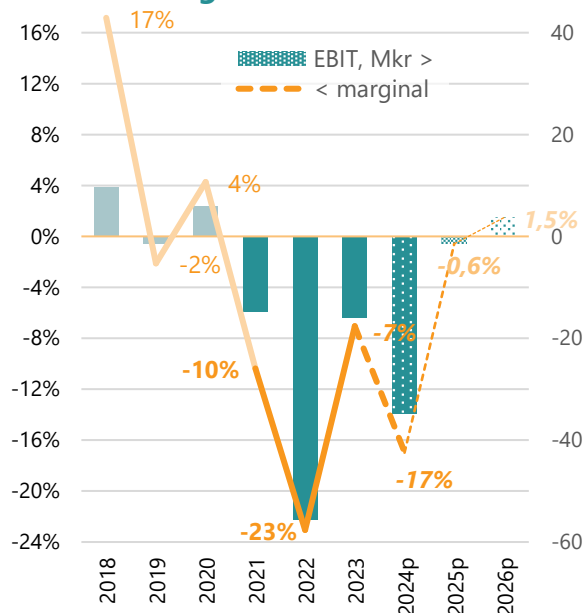
Med bolagets fokus på det vi alltid sett som den stora stjärnan i Ecoclime, Evertherm, samtidigt som Team Wessman förhoppningsvis kan vända utvecklingen under nästa år, bör Cirkulär Energi kunna fortsätta att växa och generera en bra marginal. Trots besvärliga marknadsförhållanden även i värmepumpsmarknaden som fortsatt kan ses även hos börsälsklingen Nibe, som redan i Q1 rapporterade att den europeiska marknaden nästan halverades i tillverkarledet, så har Evertherm hela tiden haft en tydlig trendmässig tillväxt även om det kan slå ordentligt upp eller ner för enstaka kvartal. Vi tror fortsatt på en god tillväxt och att bolaget ska kunna kapitalisera på en förbättring i marknaden.

Ecoclime har lagt stora investeringar på Ecocloud som inte har betalat sig och har därför pausat utvecklingen. Konkurrens i nischen är betydande och flera konkurrenter har stora resurser att fortsätta ta utvecklingskostnader, t ex i AI-integrering, vilket sannolikt kommer att krävas för att komma ut som vinnare. Med bristande resurser kom förmodligen insikten om att Ecoclime är en för liten spelare för att få sin del av kakan och kunna hänga med i utvecklingen. När bolaget nu har kastat in handduken på Ecocloud, består Smarta Fastigheter egentligen bara av SDC Automation. Denna verksamhet ser däremot ut att utvecklas mycket väl och bör definitivt kunna dra sin del av bördan på vägen mot de finansiella målen, bredvid Evertherm.

Inomhusklimat, är lite av en joker trots den positiva överraskningen i Q3 och ett bra fjolår. Hotet från kontorsdöden finns fortfarande kvar enligt vår mening och i våra prognoser vågar vi inte räkna med något bidrag härifrån alls under prognosperioden, men heller inte att det ska tynga resultatet. Ett ökat fokus på eftermarknaden bör kunna hålla sista raden undan från minustal. Det ska sägas att ledningen är mer positiv, åtminstone för de kommande kvartalen, och gör även begränsade investeringar i affärsområdet.

På ett övergripande plan har förändringen i rapporteringen sedan början av året där det justerade EBITDA-måttet ersatts av en traditionell rörelsemarginal, EBIT, lett till lite av en kulturskillnad menar ledningen. Där engångskostnader tidigare inte spelade någon roll ute i affärsområdena eftersom de inte ingick i resultatmåttet, har nu en större kostnadsmedvetenhet nåtts, till gagn för hela koncernen.

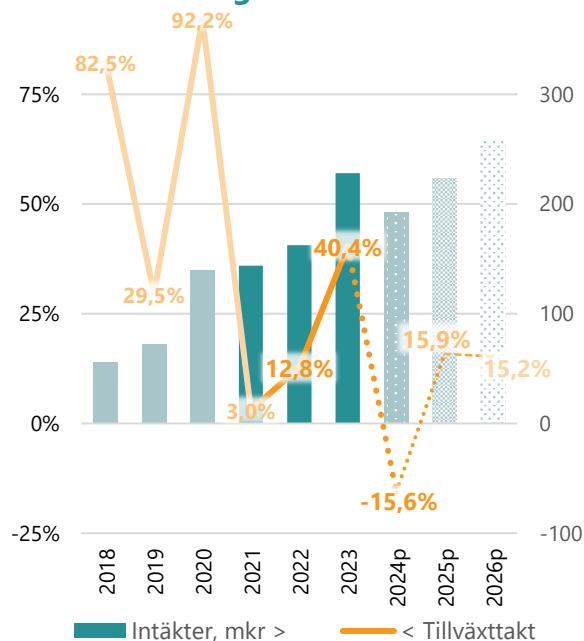
## EBIT & -marginal



Redovisade siffror är beräknade exklusive Miljöbelysning för jämförbarhetens skull. 2018-2020 användes en annan redovisningsprincip, medan 2021 och framåt redovisas enligt IFRS. 2024p och framåt är Analysguidens prognoser.

Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

## Intäkter & Prognos



Redovisade siffror är beräknade exklusive Miljöbelysning för jämförbarhetens skull. 2018-2020 användes en annan redovisningsprincip, medan 2021 och framåt redovisas enligt IFRS. 2024p och framåt är Analysguidens prognoser.

Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

I siffror innebär det här enligt våra prognoser en omsättning i år som är -35% lägre än ifjol, eller -16% för jämförbara enheter, dvs exklusive Miljöbelysning, men som stiger med +16% under 2025 och nästan lika mycket för 2026 när en bättre konjunktur stagar upp marknaden. Trots det är det först för 2026 som vi beräknar att fjolårets omsättningssiffra på 228,1 mkr för jämförbara enheter överträffas – det här är som sagt en konservativ prognos. Efter 2026 skissar vi försiktigtvis på en lugnare tillväxt för åren därefter på 12-10%, på basis av goda strukturella marknadsförutsättningar och ett starkt kvarvarande produktutbud.

På motsvarande sätt är våra marginalförväntningar tydligt konservativa och landar i avsevärt mycket lägre nivåer än vad bolaget indikerar som långsiktigt mål. Vi räknar ändå med att bolaget når svarta siffror på rörelseresultatnivå på löpande 12-månadersbasis mot slutet av nästa år och nästan når upp till nollan för helåret. Under andra halvan av 20-talet skissar vi försiktigt på rörelsemarginaler som sakta stiger upp till dryga 5% för 2030.

Med fokus så tydligt på kassaflödet, så har vi gott hopp om att det kommer att innebära positiva fria kassaflöden redan för 2025, även oräknat tillskottet från försäljningen av Miljöbelysning i början av året. Därefter ser det ut att stiga sakta och betyder också att en ytterligare kapitalanskaffning bör kunna undvikas. Förstärkningen av kassan i Q1-25 kommer att ge större marginal i händelse av att något oförutsett inträffar.

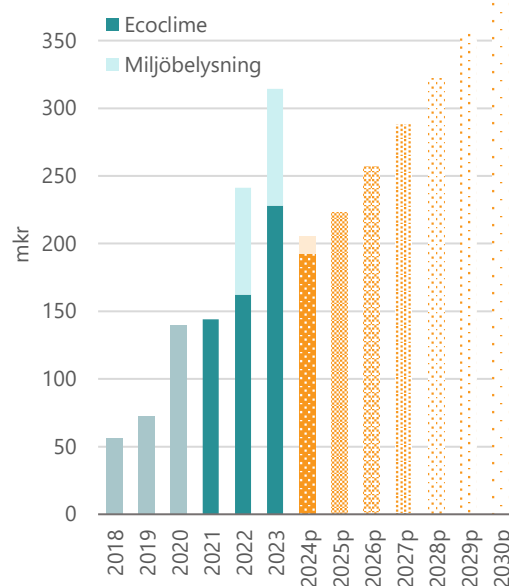
När det gäller prognoserna så är det intressant att notera att bolaget har skrivit om sina finansiella mål i det tysta. Nu heter det "Organisk tillväxt baserad på positivt operativt kassaflöde samt lånefinansiering. Värdeskapande för ägare genom investeringar i snabb tillväxt. Långsiktigt EBT-mål = 15%". Om "långsiktigt" är mot slutet av decenniet så är det bara att konstatera att bolagets målsättning är ca 3 gånger så hög som våra prognoser...

Sammanfattningsvis så baserar vi nu våra prognoser på en omstöpt koncern, där ca en tredjedel av verksamheten skurits bort för att ge resten rätt förutsättningar givet dess långsiktiga potential. Det innebär också att vi får en bättre likviditetssituation med positiva kassaflöden snabbare och en välkommen påspädning i kassan av försäljningen av Miljöbelysning. Vi håller våra prognoser klart konservativa och ser fram emot att få höja dem i takt med att bolaget levererar på sin nya strategi och tar kliv mot sina egna långsiktiga mål.

### Ägare och ledning

Utöver en jobbig marknadssituation, ett tufft internt jobb med att skära i kostnader och verksamheter så är det fortsatt turbulens i ägarleden. På årsstämman den 15e maj så beviljades inte grundaren och styrelseledamoten Lennart Olofsson, som har egen röstmajoritet, ansvarsfrihet av 95,5% av övriga ägare. Lennart Olofsson med flera beviljade i sin tur inte ansvarsfrihet åt den tidigare interimistiska VDn och styrelseledamoten Per Aspegren, som han själv tog in i bolaget efter att dessförinnan ha sparkat hela den dåvarande namnkunniga styrelsen och ledningen. Det fanns också aktieägare som ville tillsätta en särskild granskare, något som röstades ned av majoriteten. Det finns såklart också en risk att besvikna aktieägare tröttnar och säljer sina aktier och därmed lägger en våt filt över kursen.

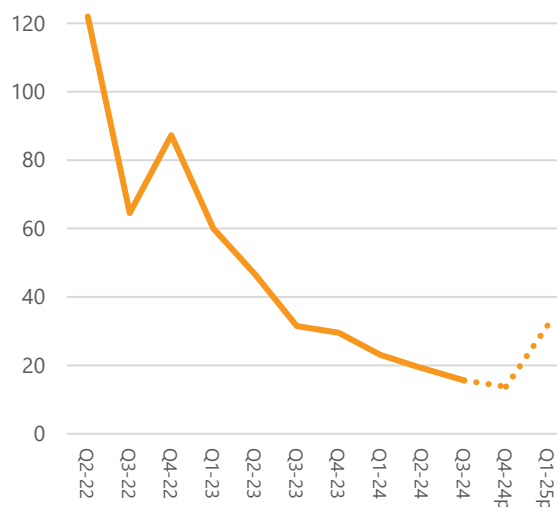
### Omsättningsprognos



Miljöbelysning köptes i början av 2022 och ligger med i siffrorna t o m Q1 2024, för jämförbarhetens skull som ljusare staplar. 2018-2020 användes en annan redovisningsprincip, medan 2021 och framåt redovisas under IFRS. 2024p och framåt är Analysguidens prognoser.

Källa: Ecoclime, beräkningar och prognoser Analysguiden.

### Nettokassa



Förstärkningen i Q1-25p kommer från försäljningen av Miljöbelysning.

Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Vad som blir utfallet av den här turbulensen är omöjligt för en extern betraktare att avgöra, men risken finns ju att nuvarande bolagsledning – som egentligen står utanför allt detta – inte får den support de behöver i det nuvarande omvälvande läget. En investerare satsar trots allt i stor utsträckning på att nuvarande bolagsledning – med styrelsens stöd – ska avsluta omstöpningen av bolaget och leda det in i en skördefas. Det är därför ytterligare olyckligt att CFO Johan Wevel på egen begäran sade upp sig och slutade den 31 augusti. Lyckligtvis är VD Krister Werner varm i kläderna och har rätt fokus i en tuff marknad, men avhoppet är inte optimalt och det upplevs utifrån som att Krister nu är rätt ensam.

### Värdering – DCF

Alla osäkerheter sammantagna – inklusive vår prognososäkerhet – får oss att bibehålla avkastningskravet i kalkylen på 20% trots försäljningen av Miljöbelysning. Med det och våra prognoser som ovan, landar vi i vår kassaflödeskalkyl på en motiverad kurs om SEK 2,30 per aktie, under antagandet att aktien i slutet av prognosperioden, år 2030, handlas i P/E 12. Det förefaller inte helt orimligt i ett mer normalt marknadsklimat och för ett bolag som då växer med 10% per år och har en fortsatt rejäl potential till ökning av rörelsemarginalen från dåvarande dryga 5% enligt våra prognoser. Dessa prognoser lämnar stort utrymme för förbättringar, inte minst av marginalen, men vi föredrar att vara tydligt konservativa nu och istället få positiva överraskningar framöver.

Trots att prognoserna är mycket försiktiga, avkastningskravet är högt och att bolagsledningen tydligt har visat vägen till positivt kassaflöde och att undvika aktieemission även om marknaden skulle förbli besvärlig, så hamnar motiverad kurs på ca 2,30 kronor per aktie, eller ca +20% potential från dagens kurs. Då finns ändå en avsevärd potential uppåt. Om exempelvis rörelsemarginalen skulle nå 10% år 2030 – inte omöjligt alls med en så unik produkt som Evertherm – med oförändrad omsättningsprognos och oförändrat avkastningskrav, så skulle den motiverade kursen istället hamna närmare SEK 3,70. Tar vi dessutom ner avkastningskravet till fortfarande höga 15%, så blir det ytterligare en knapp krona på kursen. Med bolagets mål om 15% EBT-marginal, vår omsättningsprognos 2030 och ett i det läget mer adekvat avkastningskrav om 12%, så hamnar den motiverade kursen på närmare 8 kronor. Dit är det förstås långt, men det pekar på potentialen om saker går rätt framöver.

Som vanligt lägger vi med en illustration där man i matrisen intill kan se motiverat värde på aktien utifrån de nivåer man själv vill använda på avkastningskrav och antaganden om den vinstmultipel som marknaden är villig att handla aktien till år 2030.

### Värdering – Eget Kapital

Det bör också noteras att Ecoclimes eget kapital per aktie uppgick vid utgången av kvartalet till SEK 3,69. Även exklusive goodwill ligger siffran på SEK 3,23. Med nuvarande börskurs på SEK 1,89 värderas inte ens omsättningstillgångarna till sitt fulla värde; än mindre inklusive finansiella och materiella anläggningstillgångar. Det betyder att marknaden förväntar sig att verksamheten kommer att vara kapitalförstörande ganska lång tid framöver, vilket framstår som alltför njuggt.

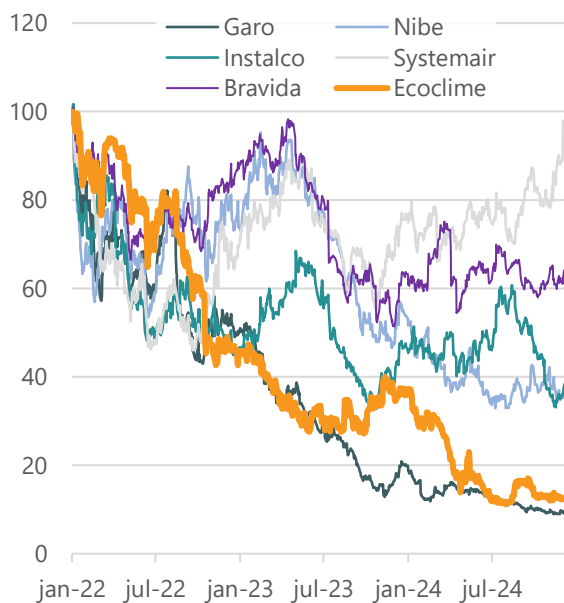
### Värderingsmatris

Motiverad kurs, kr	Avkastningskrav --->						
	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
8	2,65	2,43	2,24	2,06	1,91	1,77	1,65
9	2,84	2,60	2,39	2,20	2,03	1,88	1,75
10	3,02	2,77	2,54	2,33	2,15	1,99	1,84
11	3,21	2,93	2,69	2,47	2,27	2,10	1,94
12	3,40	3,10	2,84	2,60	2,40	<b>2,21</b>	2,04
13	3,58	3,27	2,99	2,74	2,52	2,32	2,14
14	3,77	3,43	3,14	2,88	2,64	2,43	2,24
15	3,95	3,60	3,29	3,01	2,76	2,54	2,34
16	4,14	3,77	3,44	3,15	2,88	2,65	2,44
17	4,33	3,94	3,59	3,28	3,01	2,76	2,54
18	4,51	4,10	3,74	3,42	3,13	2,87	2,64
19	4,70	4,27	3,89	3,55	3,25	2,98	2,74
20	4,89	4,44	4,04	3,69	3,37	3,09	2,84

Givet våra prognoser ut till år 2030 med omsättningstillväxt som sjunker från 15%-10% per år, och rörelsemarginal som stiger till drygt 5% 2030, går det att i matrisen utläsa motiverad kurs utifrån egna bedömningar av vilket avkastningskrav som bör läggas på investeringen och vilket P/E-tal som marknaden bedöms betala för aktien år 2030.

Källa: Analysguiden

### Jämförbara bolag över 3 år



Källa: Refinitiv

## Risker

På medellång sikt är risken fortsatt förhöjd, med tanke på utvecklingen av fastighets- och byggsektorn som fortfarande är en viktig avnämare för bolaget, samt på likviditetssituationen.

På kort sikt är risken extra förhöjd med tanke på strategiförflyttningen i bolaget, turbulensen i ägarkretsen och att risk fortfarande kvarstår med bolagets omorientering mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri.

Vi har varit tydligt konservativa i prognosarbetet, men ytterligare fallhöjd i siffrorna kan inte helt exkluderas.

Likviditetssituationen har visserligen förbättrats, både avseende kassaflödet och köpeskillingen för Miljöbelysning, men helst vill vi se de stabila kassaflödena rulla in, innan vi blåser faran över.

Bolaget är fortfarande litet och som sådant mer känsligt för om ytterligare nyckelpersoner skulle välja att lämna. Risken för detta är givetvis också högre med turbulens i ägarkretsen.

Kvardröjande effekter av rejält höjda räntor och låg efterfrågan riskerar att påverka såväl fastighets- och byggmarknaden som bostadsrättsföreningar och andra nya målgrupper mer negativt än förväntat och skjuta investeringar i bl a Ecoclimes produkter på framtiden.

## Marknad och Historik

### Från växtvärk till defensiv

Ecoclime har via en förvärvsresa 2017–2022 gått från ett rent produktbolag i tidig fas till ett mer vertikalt integrerat bolag med flera intäktsben. Den mest snabbväxande verksamheten tidigare år har varit automationsverksamheten vilken har sin grund i Ecoclimes förvärv av SDC Automation 2018. Förvärven av installationsbolagen H-Gruppen samt Flexibel Luftbehandling ökade möjligheterna att ta Ecoclimes kärnprodukter till marknaden. Senaste större förvärvet, av Miljöbelysning Sweden i februari 2022 som nu reverseras, var ytterligare ett steg i den riktningen.

Emellertid hängde resultaten inte med och problemen har varit centrerade på installationsverksamheten där den underliggande lönsamheten legat på för dåliga nivåer. Det handlar både om en bristande kostnadskontroll, dålig projektstyrning som har lett till för låg beläggning och projekt som har tagits till för låga marginaler. Även kundavtal till fast pris straffade marginalerna då råmaterialpriserna steg snabbt 2022/23. Att åtgärda detta och nå ett positivt kassaflöde har varit i fokus för bolaget sedan 2023, med följderna att H-gruppen avyttrades redan våren 2023, Miljöbelysning våren -24 och utvecklingen av Ecocloud har pausats. Bolagets fokus ligger nu i tur och ordning på Evertherm, SDC Automation och i någon mån Inomhusklimat.

Säljoffensiven inom Cirkulär Energi som inleddes redan under andra halvåret 2020 har givit mycket goda resultat, även sedan bygg- & fastighetsmarknaden visat allt tydligare tecken på stress, men marginalerna på tagna affärer var tidigare för låga. Det är nu under åtgärd men försvåras förstås av den svaga marknaden.

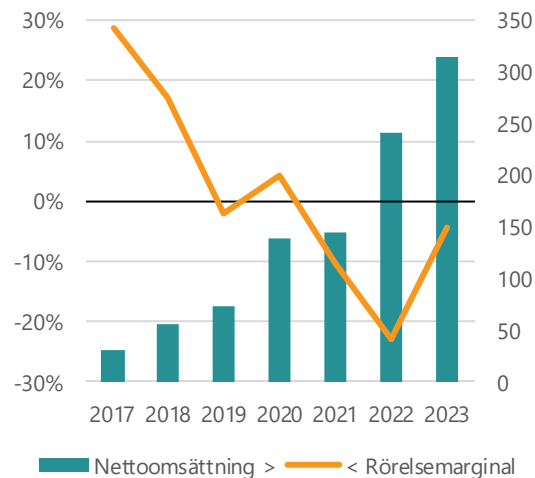
### Betydande tillväxtpotential inom Evertherm

Marknadspotentialen fick Ecoclime att redan 2021 tidigarelägga och utöka investeringar i ökad kapacitet och trots krisen inom bygg- och fastighet har inte den trendmässiga tillväxten visat några tecken på avmattning ens under i övrigt svåra 2024. Det verkar som att den nya företagsledningen lyckligtvis påbörjade en breddning av målgruppen till bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri i tid för att börja fylla tappet från de privata fastighetsbolagen och mer därtill. Potentialen är även inom dessa nya kundgrupper mycket stor och kommer rimligen att gynna bolaget under lång tid framöver.

Även om sänkta energikostnader troligtvis är den största drivkraften hos fastighetsägarna just nu, finns i bakgrunden en politisk önskan om energioberoende som ackompanjerar redan tidigare starka klimatargument. EU trycker på hårt för energieffektiviseringar och att få till en mer decentraliserad energiförsörjning av fastigheter med program som RePowerEU och FitFor55, inte minst för att ersätta rysk energi, för klimatet och för att på sikt skapa en europeisk självförsörjning. Värmepumpslösningar nämns explicit, där Evertherm står ut med enkelhet, lönsamhet och effektivitet med sitt COP-tal på 5.

Med lokala implementeringar av regleringar från EU på väg så måste ambitionsnivån höjas också i Sverige. Ecoclime är med sina energibesparande produkter mycket bra positionerat för att komma ut som en vinnare på en sådan utveckling.

### Omsättning & Marginal



Underlaget representerar de historiska konstellationerna av koncernen.

Källa: Bolaget

### Everthermsystem



- 1 Pumpgrop** Tuggerpump finfördelar spillvattnet till bufferttank. Säkerställer avloppsfunktion via bräddning.
- 2 Bufferttank:** Utjämnar flödesvariationerna. Möjliggör optimalt energitnyttjande.
- 3 Kollektortank:** Innehåller energikollektorer för avlämning av energi mot värmepump.
- 4 Värmepump och ackumulatortankar:** Anpassas och optimeras mot fastigheten för bästa energiprestanda.
- 5 Styr- och optimering:** Mäter, kontrollerar och reglerar temperaturer, nivåer och flöden för att optimera energiåtervinning ur spillvattnet.

Källa: Ecoclime

Med alltmer förnybar elproduktion i kraftnäten och ökad överföring till Tyskland så lär trenden med ökade och mer volatila energipriser knappast brytas även om 2023 var lite lugnare. Den nya regeringens fokus på kärnkraft och styvmoderliga behandling av förnybar energi lär förstärka den trenden över de kommande 10-15 åren. Så trots ett högre ränteläge än för tre år sedan, så framstår en investering i Evertherm som affärsmässigt attraktiv med kort återbetalningstid. Klimatfördelarna får man på köpet. Framöver kommer i många fall valet heller inte ens finnas när tvingande regler från EU måste uppfyllas.

Fast investeringskalkylen på ett Everthermsystem är mycket bra, så har fastighetsmarknaden varit under så stark press från höga räntor, höga energikostnader och begränsade möjligheter till hyreshöjningar att investeringarna i många fall fått vänta. Den pressen verkar nu börja lätta och ledningens fokus på bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri underlättar ytterligare, då en kostnadsbesparande investering i t ex den egna föreningen sannolikt är lättare att få igenom än en hyreshöjning från en extern fastighetsägare.

Det här ska inte tolkas som att Evertherm är immunt mot allt som kan hända i omvärlden – det räcker med att se på utvecklingen de senaste kvartalen – men med bättre marknadsförutsättningar runt hörnet i kombination med ett utmärkt mottagande av marknaden och gott om produktions- och säljkapacitet inom Evertherm gör att affärsområde Cirkulär Energi lär förbli koncernens viktigaste tillväxt drivare och Evertherm bolagets viktigaste produkt.

### **SDC Automation har utvecklats väl...**

De produkter och tjänster som Ecoclimate erbjuder inom affärsområdet Smarta Fastigheter möjliggör för fastighetsägare att direkt minska energiförbrukningen med 10% och – allt viktigare med nya debiteringsmodellen för elnät från kommande årsskifte – att sänka toppeffekten. Det åstadkoms genom en integrering av olika maskiner och styrsystem oavsett fabrikat och smartare styrning av allt från ventilation till laddstolpar kombinerat med avancerad väderstyrning. Det här minskar inte bara energiåtgången utan även andra kostnader för drift och underhåll av fastigheter. Det här löser SDC Automation, och med Ecocloud satt på paus, så kommer den verksamheten fram i sin fulla rätt.

### **...och Inomhusklimat har klarat sig bättre än vi trott**

Affärsområde Inomhusklimat har tidigare haft en mindre god utveckling men ledningsfokus, ramavtal och ökad service gjorde att affärsområdet avslutade 2023 klart bättre än förväntat, för att under första halvan av 2024 åter tappa innan ett bättre Q3. Deras produkter framstår som konjunktur känsliga och kontorsdöden borde vara en negativ strukturell faktor. Som bolaget självt har skrivit, ”kundernas investeringsvilja styrs främst av behovet att erbjuda komfortkyla i lokaler med låg bygghöjd, minska klagomål och öka flexibiliteten för hyresgäster”. Vi räknar därför inte med något bidrag från affärsområdet framöver.

## Tidigare analyser

**Q2-uppdatering 2024 – 9 september 2024 (kurs 2,42 kr)**

**Motiverad kurs 3,00 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclime-omstopningen-pagar>

**Q1-uppdatering 2024 – 19 juni 2024 (kurs 2,55 kr)**

**Motiverad kurs 2,80 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclime-seglen-revas>

**Q4-uppdatering 2023 – 8 mars 2024 (kurs 4,60 kr)**

**Motiverad kurs 8 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclime-minskad-utspadning>

**Q3-uppdatering 2023 – 8 december 2023 (kurs 5,26 kr)**

**Motiverad kurs 8 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclime-marginalfokus>

**Q2-uppdatering 2023 – 7 september 2023 (kurs 4,44 kr)**

**Motiverad kurs 8 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclime-successiv-forbatt-ring>

**Q1-uppdatering 2023 – 26 juni 2023 (kurs 5,00 kr)**

**Riktkurs borttagen**

<https://www.aktiespararna.se/analyser/analys-ecoclime-bra-produkter-men-flera-utmaningar>

**Q4-uppdatering 2022 – 30 mars 2023 (kurs 5,29 kr)**

**Riktkurs borttagen**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-upp-till-bevis>

**Q3-uppdatering 2022 – 15 december 2022 (kurs 7,08 kr)**

**Riktkurs borttagen**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-fardigstadat-men-ovantat-styrelse-vd-byte>

**Q2-uppdatering 2022 – 5 september 2022 (kurs 10,18 kr)**

**Riktkurs 15 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-nya-ledningen-har-borjat-stada>

**Q1-uppdatering 2022 – 12 maj 2022 (kurs 11,42 kr)**

**Riktkurs 20 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-imponerande-tillvaxt-inte-minst-organiskt>

**Q4-uppdatering 2021 – 25 februari 2022 (kurs 13,26 kr)**

**Riktkurs 20 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-attraktivt-forvarv-och-ater-tvasiffrig-organisk-tillvaxt>

**Q3-uppdatering 2021 – 19 november 2021 (kurs 15,72 kr)**

**Riktkurs 20 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclime-statligt-investeringsstod-lar-starka-efterfragan>

## 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