

Marginalerna är nyckeln

Bra tillväxt men marginalförbättringen dröjer

Det säsongsmässigt lite svagare tredje kvartalet bjöd på fortsatt stark tillväxt och svag rörelsemarginal, om än marginellt förbättrad från starka Q2. Omsättningen ökade med 54% till 741 mkr (Q3-22: 480), varav organiskt 38% (44%). Rörelsemarginalen landade på 2,0% (-14,2%), men det oroande var att bruttomarginalen sjönk från 35% under Q2 till 30% för Q3. Q3 brukar vara svagt och ökat materialinnehåll i leveranserna tynger bruttosiffrorna, men försvunna materialprishöjningar, uttrullade fastprisavtal på kundsidan, ökade volymer, effektiviseringar, ökade synergier och ledningens uttalade lönsamhetsfokus borde ha kunnat väga upp. Ledningen menar dock att bruttomarginalen ska tillbaka upp till forna nivåer. Frågan är när.

Kapitalförsörjningen bestämmer tillväxttakten

Oförmågan att få upp marginalerna snabbare bidrar också till att tynga kassaflödet. Det försvårar i sin tur kapitalförsörjningen och leder till att Soltech för närvarande har svårt att fånga intressanta förvärvstillfällen i flykten. Man har helt enkelt inte råd att förvärva som förr.

Även organisk tillväxt behöver finansiering, främst för ett ökat rörelsekapitalbehov, men här bör det kunna självfinansieras och skulle det bli oväntat svårt så finns ett utmärkt sätt att bromsa; höja priserna. Det finns emellertid flera spakar att dra i för att finansiera i alla fall den organiska tillväxten tills vidare, såsom försäljning av ASAB-posten, försäljning av solparksprojekt, kortade kredittider mot kund – och kassan är ändå på 162 mkr. Styrelsen skriver själv att finansieringen är säkrad för de kommande 12 månaderna.

Sänkt rikt Kurs, men aktien alltför nedtryckt

Efter att ha tagit ner marginalprognoserna efter Q2, så ser vi att den minskade förvärvstakten framöver även ger avtryck i våra omsättningsprognoser. Bolagets mål om 4,7 miljarder i omsättning för 2024 som såg ut att vara inom räckhåll så sent som för ett par kvartal sedan, har successivt sett svårare ut att nå. Även om vi i somras tog ner våra marginalförväntningar också för den andra hälften av innevarande decennium, så handlar våra justeringar främst om en förskjutning i tiden. Därigenom blir inte påverkan så stor på vår kassaflödesvärdering. Aktiekursen har också sjunkit betydligt sedan i somras, så multiplarna är i princip oförändrade sedan dess trots våra prognosjusteringar.

Bolaget värderas nu till en tredjedel av innevarande års omsättning och även med våra sänkta prognoser blir P/E-talet 13 på nästa års vinst och 5,3 året därefter. Det är en värdering som inte stämmer in på ett bolag med Soltechs starka tillväxt. Vi sänker dock riktkursen till 18 kronor på 1-2 års sikt mot bakgrund av våra sänkta prognoser, men det ger ju fortfarande en betydande uppsida från nuvarande nivåer.

Soltech Energy

Rapportkommentar - Q3 2023

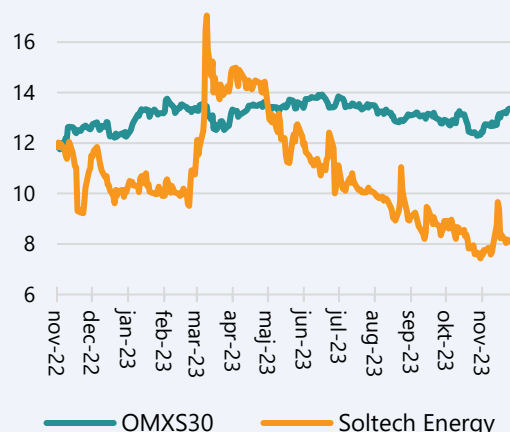
Datum 29 november 2023
Analytiker Johan Voss- Schrader

Basfakta

Bransch Teknik/Solenergi
Styrelseordförande Mats Holmfeldt
Vd Stefan Ölander
Noteringsår 2015
Listning Nasdaq First North Growth market
Ticker SOLT
Aktiekurs 28/11- 23 7,92 kr
Antal aktier, milj. 132,3
Börsvärde, mkr 1048
Nettoskuld*, mkr 1
Företagsvärde (EV), mkr 1048
Webbplats www.soltechenergy.com

* neg = nettokassa

Kursutveckling senaste 12 månaderna



Källa: NasdaqOMX

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023P	2024P	2025P
Omsättning	2 002	3 000	4 200	5 700
EBITDA	-19,8	109,9	256,2	427,5
Rörelseres. (ebit)	-62,3	40,2	155,4	296,4
Nettoresultat	-224,2	-189,9	79,5	196,5
Vinst per aktie	-1,73 kr	-1,44 kr	0,60 kr	1,49 kr
Omsättningsstillväxt	110%	50%	40%	36%
EBITDA- marginal	-1,0%	3,7%	6,1%	7,5%
Rörelsemarginal	-3,1%	1,3%	3,7%	5,2%
Vinstmarginal	-11%	-6,3%	1,9%	3,4%
P/E- tal	neg	neg	13	5,3
EV/ebit	neg	26	6,7	3,5
P/S- tal	0,5	0,3	0,2	0,2
EV/omsättning	0,5	0,3	0,2	0,2

Källa: Bolaget, prognoser A Analysguiden

Investeringsstes

Konsoliderare på en snabbväxande marknad

Soltech Energy verkar på den snabbt växande marknaden för solcells-anläggningar. Marknaden förväntas växa globalt med 20-25% per år under innevarande decennium enligt de flesta bedömare – 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 nu förväntas vara 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

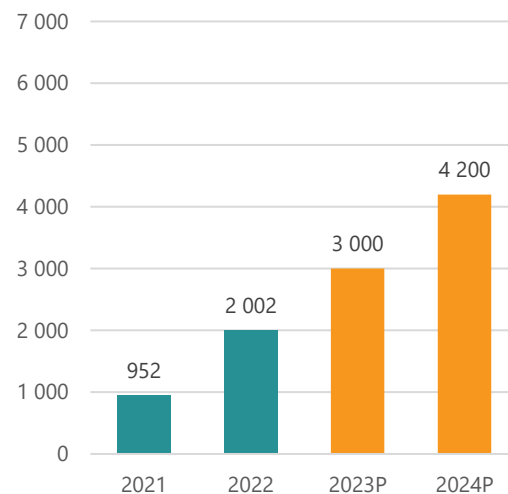
Även om bolagets omsättningsmål om 4,7 mdr för 2024 kan bli svårt att nå, så gör den extrema tillväxten de senaste åren att Soltech har tillräcklig storlek för att kunna tillgodogöra sig skalfördelar och synergier. När det omsätts i stabila positiva marginaler så kommer förvärvsresan kunna fortsätta, 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 5-6 gånger årsvinsten, samtidigt som det fortfarande kommer att växa med över 30% per år. Även mot bakgrund av hur liknande bolag prissätts såväl internationellt som lokalt, så landar vi i att aktien är klart undervärderad på dagens nivå. Det syns också i att bolaget värderas till en tredjedel av sin omsättning – ett tydligt tecken på marknadens missstroende mot bolaget.

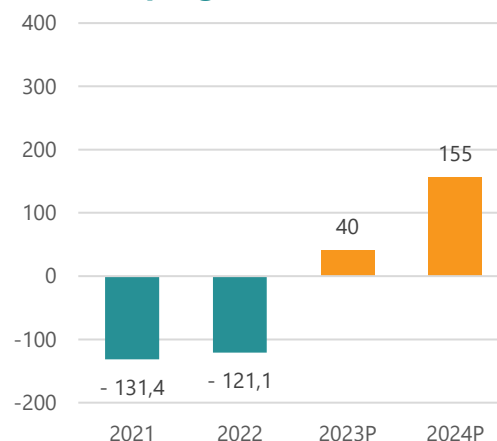
Givet branschens och bolagets utmärkta förutsättningar bedömer vi att våra nedreviderade prognoser bör kunna nås och är tillräckliga för att aktien ska nå vår riktkurs på 18 kronor inom ett par år.

Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

EBIT med prognos*



* justerad för ASAB och Neab

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Solfasad



Källa: Bolaget

Marknad & Resultat

Marknaden för solceller

Privatmarknaden

Den närmast hysteriska efterfrågan på solceller som rådde på privatmarknaden i Sverige för ett år sedan, har nu dämpats rejält och kan bäst beskrivas som "normal". Marknadstillväxten uppskattas nu till ca 25% i årstakt och dämpningen bedöms höra ihop med betydligt lägre elpriser nu än för ett år sedan. Skälen till det är främst:

- Mycket regn sedan halvårsskiftet som fyllt dammarna i Nordens vattenkraft,
- Mycket vind i samband med en vädertyp som har gynnat lågttryckspassager över Skandinavien,
- Stora LNG-terminaler som har byggts betydligt snabbare än förväntat vilket säkrat naturgasleveranserna i främst Tyskland,
- Franska kärnkraftsflottan har fungerat mycket bättre än under förra sommaren då tidvis 1/3 av verken stod still,
- Europas största kärnkraftsreaktor, Olkiluoto 3 i Finland, har äntligen har startat sin produktion

Det betyder dock inte att vi är tillbaka till den miljö vi hade innan Ukrainakriget eller ännu tidigare. Marknaden för sol i Sverige är inte på något sätt mättad – sol står bara för ca 1,5% av producerad el i Sverige. Inte ens under de soliga maj och juni i år stod solkraften för mer än 4,5%. Som jämförelse stod solkraft för knappt 14% av elproduktionen i Tyskland under första halvåret och solkraften förväntas ändå växa där med 30% per år till och med 2026.

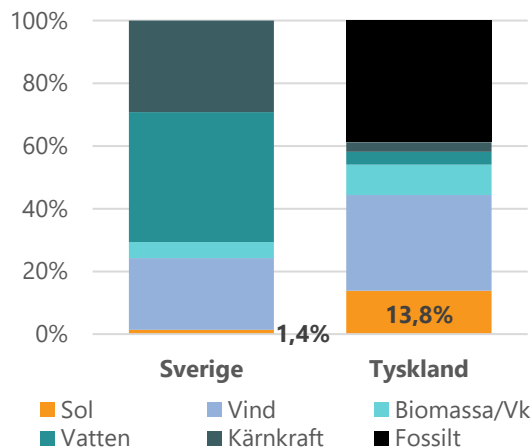
Sverige ligger med andra ord långt efter och det kan inte förklaras av det något mindre utbytet av en anläggning på våra breddgrader, utan snarare av en tidigare isolering från kontinentens högre elpriser – en era som inte kommer att komma tillbaka. Det stora och kraftigt ökande intresset för solparker trots de brant höjda räntorna vittnar också om solcellers attraktivitet. Privatmarknaden behöver antagligen bara ta sig igenom den begynnande lågkonjunkturen innan vi ser att efterfrågan tar fart igen.

Solparker

En annan stor skillnad mellan den svenska marknaden och de på kontinenten är att privatmarknaden har varit så dominant i Sverige. Utomlands har solparker en betydligt större andel av en större solelsproduktion än vad vi har här, trots att vi har betydligt glesare befolkning och mera yta att tillgå än de flesta marknader söderut. Ägare till dessa solparker är typiskt sett pensionsfonder, livförsäkringsbolag, m fl som söker en förutsägbar, stabil långsiktig avkastning. Utveckling, bygg, drift och underhåll lejs ut, precis som med andra infrastruktur- och fastighetsprojekt. Här finns en stor potential att exploatera i Sverige. NIMBY-problemet (Not In My BackYard) finns ju alltid, men framstår som större och svårare när det gäller både vind-, vatten- och kärnkraft.

De motsättningar som media rapporterat om vad avser att ta bördig åkermark i anspråk för solpaneler kan bli hanterade med så kallad Agri-PV eller Agrivoltaics, där höga paneler ställs upphöjt eller glest och lodrätt, så att jordbruksmaskinerna kommer emellan/under. Sådana anlägg-

Elproduktion, H1 2023



Trots nästan 10 gånger så hög andel solkraft i sin elproduktion så växer solkraften fortfarande i mycket snabb takt. Det ligger i linje med flera bedömningar om att solkraften kan fortsätta att växa länge än även i Sverige.

Källa: Fraunhofer ISE, Svenska Kraftnät



Nya, icke-inträngande applikationer av solcellsparker. Övan: 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://soltechenergy.com/mfn_news/soltechs-forsta-flytande-sol-cellsanlaggning-installerad-av-sud-renovables-i-spanien/)

ningar testas nu även i Sverige, och bönderna verkar genomgående nöjda. Påverkan på jordbruksavkastningen är inte stor – i vissa fall, främst under torrperioder, har jordbrukets utbud till och med ökat tack vare skuggan från panelerna och vattenförbrukningen minskat¹. Exempelvis kunde upp till 40% större skördar av tomat och bomull nås i en pilotstudie i Indien och effektiviteten i landutnyttjandet nådde 150-190% i Tyskland. Den finansiella avkastningen från jordbruket och solpanelerna verkar enligt flera preliminära resultat bli signifikant högre, samtidigt som grödornas motståndskraft ökar, den lokala elförsörjningen blir tryggare och övergången till eldrivna jordbruksmaskiner underlättas. Miljöfördelarna i energiproduktionen får man på köpet. Även anläggningar på vattenytor som färskvattens- eller kraftverksdammar växer snabbt och ger fördelar som minskad avdunstning och ökat elutbyte tack vare vattnets kylning av solcellerna.

Marknadsutsikter

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

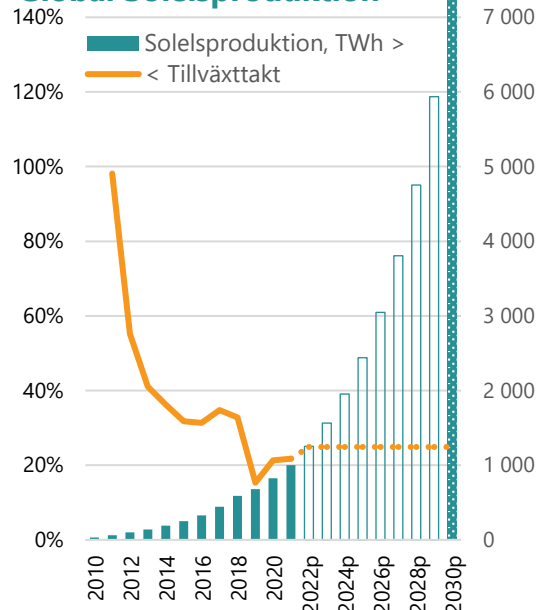
För de privatpersoner eller företag som gör investeringarna är drivkraften till stor del energikostnaderna. Men det är inte bara en bättre kontroll på priset, utan också garanterad tillgänglighet på el som lockar företag och hushåll att investera i en egen solcellsanläggning, hjälpta av ett ökat skatteavdrag 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 linje med deras Net Zero Emission Scenario, vilket baseras på de förändringar som bedöms vara nödvändiga inom olika områden för att världen ska kunna nå nettonollutsläpp år 2050 – det är alltså mer av ett krav än en prognos och det är osäkert om det kan nås fullt ut. För Europa prognosticerade Solar Power Europe i december 2022 i sitt medelscenario att tillväxttakten faller från 25% i år ner till 17% 2027 och sedan ligger kvar där decenniet ut. För Sverige bedömde Energimyndigheten ifjol somras att solkraft kommer att växa med 33% i genomsnitt t o m 2025 i Sverige. Solar Power Europe's prognos ligger på 41% per år från 2022 till 2026, därefter "ett möjligt scenario" om 26% per år till 2030 för att nå 30 GW_{AC} installerad kapacitet, mot 2,5 GW_{AC} idag.

I Sverige beräknar Energimyndigheten i sin senaste prognos från i juni att solkraften kommer att öka sitt bidrag till elproduktionen från 1,1

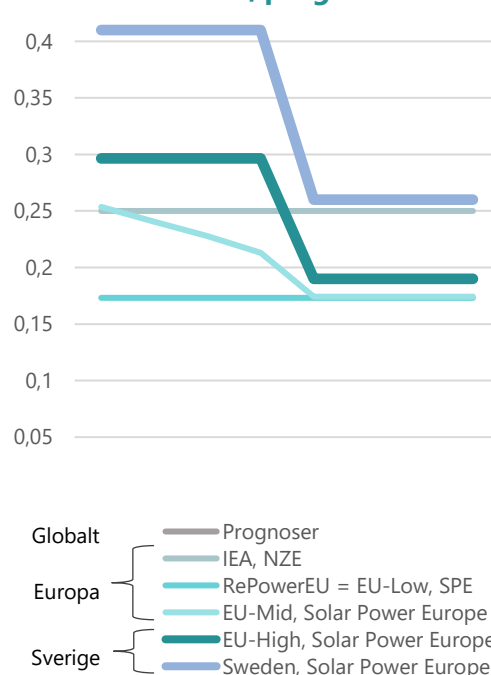
Global Solesproduktion



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

Källa: IEA, Solar PV Tracking Report, sept 2022

Marknadstillväxt, prognoser



Källa: IEA, Solar Power Europe, RePowerEU, Energimarknadsinspektionen

¹ Se t ex <https://www.ise.fraunhofer.de/en/press-media/press-releases/2019/agrophotovoltaics-high-harvesting-yield-in-hot-summer-of-2018.html>

TWh 2021, eller 0,76% av den totala svenska elproduktionen, till 7,1 TWh 2026 (3,6%), vilket motsvarar en volymtillväxt om 45%/år.

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 det 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 verksam, bedömer Solar Power Europe att tillväxttakten fram till 2026 kommer att ligga på 31% respektive 20%. Dessa marknader är mognare och i Spanien tillhör redan de tio största i världen sett till installerad bas – tio gånger större än Sverige.

Soltech – Tredje kvartalet

Marginalutvecklingen oroar medan omsättningen växer fort

Nettoomsättningen för Soltechs tredje kvartal steg med imponerande 54% till 741 mkr (480 mkr Q3-22), varav den organiska tillväxten var starka 38% (44%), rensat för valutaeffekter.

Däremot sjönk bruttomarginalen på ett oroande sätt från dess tidigare stigande trend ner till dryga 30%, bara underträffad historiskt av fjolårets kaosartade tredje kvartal med skenande inflation, komponentbrist, mm samtidigt som Soltech satt fast i fastprisavtal på kundsidan. Visserligen är Q3 säsongsmässigt ett svagt kvartal och ett ökande materialinnehåll i leveranserna tynger också, men bolaget är nu långt ifrån tidigare nivåer runt 40% som bolaget fortfarande strävar mot.

Längre ned i resultaträkningen har dock ansträngningarna för att förbättra lönsamheten givit resultat. Trots betydligt lägre bruttomarginal och säsongssvagheter med semestrar och annat, så ökade ändå rörelsemarginalen från föregående kvartal, om än marginellt, till 2,0% (-14,2%). Bolaget skriver om ökade synergieffekter och förbättrade inköpsprocesser. Utifrån redovisade siffror för olika kostnadsposter kategoriseras förbättringen under personalkostnader som fortsätter sin sjunkande trend.

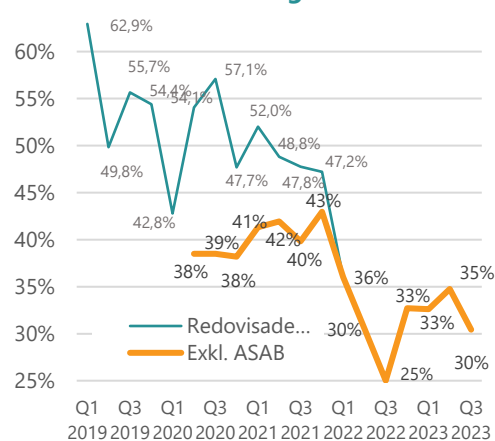
Kassan åderläts rätt kraftigt i kvartalet av ett ökande rörelsekapital som en effekt av tillväxten, tvångsemissionen i ASAB och svagt resultat i den löpande verksamheten på grund av otillräckliga marginaler. Utflödet täcktes upp främst av det anstånd som fram till september i år erbjöds företaget för att lätta på bördan under COVID-pandemin.

Övrigt

Efter förra delårsrapporten belyste vi två nya utvecklingsområden för Soltech: Solparker och laddstationer för bilar och lastbilar. Den här gången vill vi peka på två andra nya affärsverksamheter:

- I det tysta har energilagring, främst batterier, seglat upp som en allt viktigare del i de större affärer som Soltech gör med solparker, fastighetsägare, nätägare och andra. Även om det större materialinnehållet i en sådan leverans tynger bruttomarginalerna så tas viss del tillbaka i form av större affärer och det stora

Fel håll för bruttomarginalen!

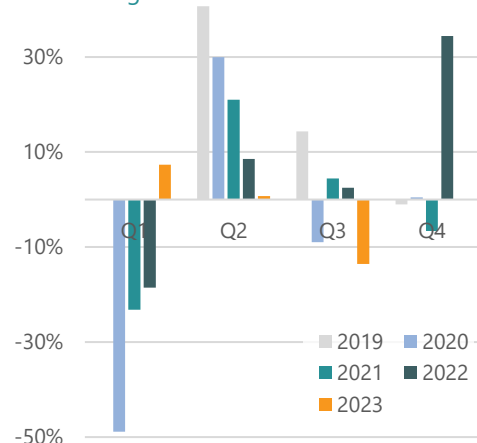


Siffrorna för 2022 och 2023 enl IFRS, tidigare K3.

Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

Säsongsvariation

procentuell avvikelse från omsättningstrend



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

intresset har snabbt gjort Soltech till en av de allra främsta leverantörerna av batterilösningar i Sverige.

- Efter tredje kvartalets utgång kom ytterligare ett exempel på Soltechs kreativitet inom affärsutveckling. Tillsammans med Entelios, en specialist inom elhandel och Pareto, en finansiell part med en specialitet inom förnybar energi ska de gemensamt erbjuda fastighetsägare och industrier projektering, installation, elhandelsmodeller, drift och finansiering av storskaliga solenergi- och energilagringssystem. Kunderna behöver själva inte stå för den initiala investeringen eller drift av tekniklösningarna utan tecknar bara ett elhandelsavtal. På så sätt påminner det om Soltechs verksamhet Energy-as-a-Service och kommer också organisatoriskt att tillhöra samma enhet, Soltech Energy Solutions.

Prognoser & Värdering

Prognoser

Omsättning

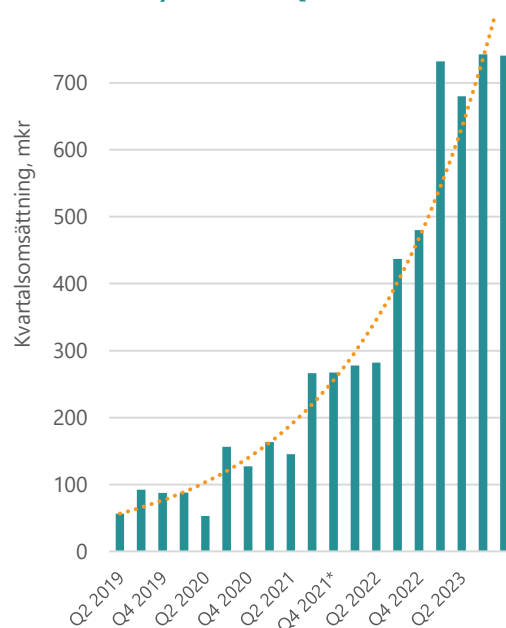
Med fem kvartal kvar till avräkning på det oerhört ambitiösa tillväxtmålet om 4,7 mdr i omsättning 2024, så ser det alltmer ut som att bolaget inte orkar riktigt ända fram. Förvärvstakten har i år minskat markant, dels på grund av en paus i marknadens konsolidering med säljare som vill ha för mycket betalt, dels i Soltechs fall på grund av för dåliga marginaler som leder till svårigheter att finansiera större förvärv. Från det att målet sattes i början av 2019 så har Soltech vuxit med en makalös årstakt på 77%, och det utan att justera för att ASAB spunnits av längs vägen. Sedan bolaget från Q1-21 har redovisat den organiska tillväxten så har den i genomsnitt uppgått till 45% i årstakt. Det råkar också vara precis den tillväxttakt som Soltech behöver hålla de resterande fem kvartalen för att nå sitt omsättningsmål.

Även organisk tillväxt kostar dock – främst i rörelsekapital vilket de senaste delårsrapporterna vittnar om – och även andra skäl pekar mot att det kan bli svårt att bibehålla den höga organiska tillväxttakten:

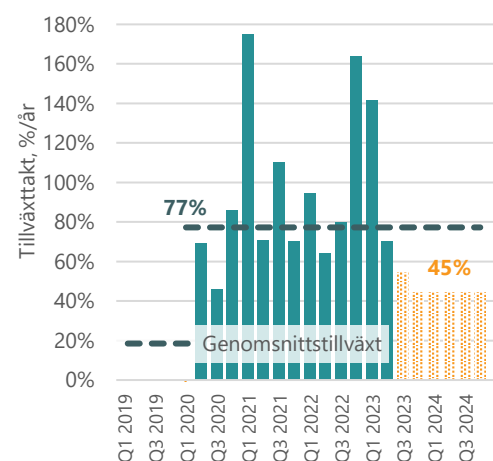
- Framför allt privatmarknaden är inte längre lika feberhet som den var för ett år sedan, så det lär rimligen återspeglas i siffrorna för kommande kvartal. Stigande räntor och att elpriset har varit som lägst när solanläggningarna har producerat som mest har knappast eldat på intresset.
- Ledningens fokus ligger betydligt mer på lönsamhet och kassaflöde än tidigare, vilket självklart är positivt men rimligen begränsande för tillväxten.
- Jämförelsetalen blir betydligt tuffare framöver. Fortfarande är intäkten för Q4 ifjol den högsta kvartalsintäkten för bolaget någonsin – hela 57% högre än den näst högsta siffran dessförinnan, så även om Q3-23 inte låg långt efter Q4-22 så är det mycket svårt att tänka sig att Q4-23 ska öka med nästan 50% på ett kvartal. Ökningstakten blir troligen betydligt lägre än så.

Med det sagt så kommer sannolikt något mindre förvärv att tillkomma även framgent. Större förvärv är dock mindre troliga av skäl som nämnts ovan. Dessutom går vi tydligt mot en lågkonjunktur i Sverige

77% tillväxt/år sedan Q1 2019!

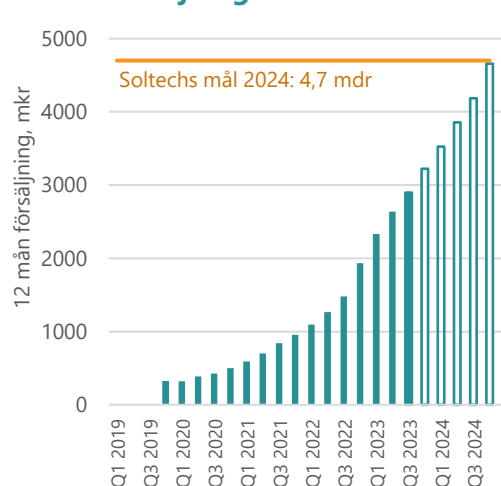


Krävd tillväxt till målet



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

Krävd försäljning rull. 12 mån



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

nästa år, vilket ju är bolagets i särklass största marknad. Däremot bör dock effekten av lågkonjunkturen lindras betydligt för bolaget med den ökade betydelsen av försäljning mot företag, solparker, batterilager, mm där även institutionellt kapital kan tappas.

Sammantaget sänker vi dock omsättningsförväntningarna något såväl för innevarande som för kommande år, vilket i huvudsak motiveras av en fortsatt betydligt lägre förväntad förvärvstakt.

Marginaler

När det gäller marginalmålet så är vägen framåt suddig, som vi skrev redan i våras. Flera faktorer borde ha resulterat i tydliga marginalförbättringar redan i år, såsom att

- materialprishöjningarna i princip försvunnit,
- fastprisavtalen på kundsidan rullat ut,
- volymerna ökat,
- synergier sägs börja få effekt, och
- ledningens fokus är inriktat på lönsamhet.

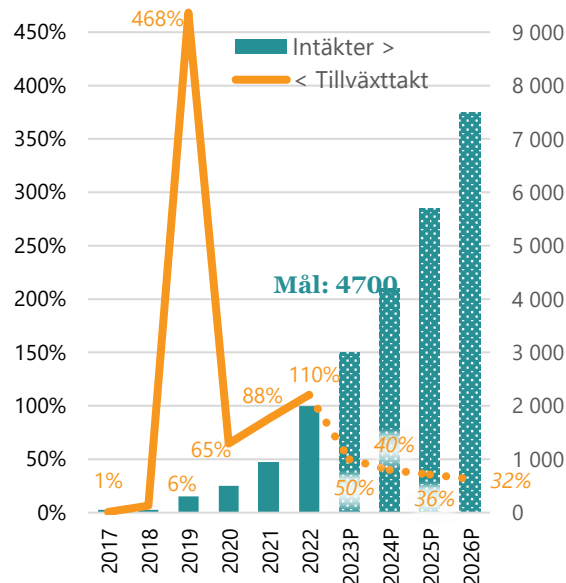
Inte minst är vi bekymrade över att bruttomarginalen även efter att inflationsspiken ligger bakom oss fortfarande inte lyfter – utan tvärtom tappar fem procentenheter i Q3. Ledningen håller dock fast vid att Soltech ska tillbaka till den tidigare nivån runt 40%, men vill inte binda sig till någon tidsutdräkt för detta. Hade bara 37% bruttomarginal nåtts i Q3 så skulle bolaget redan ligga på 9% rörelsemarginal, precis mitt i intervallet för sitt långsiktiga rörelsemarginalmål om 8-10%.

Nu är givetvis en sådan jämförelse realistisk och en utveckling som inte lär ske till nästa kvartal, även om bruttomarginalen borde förbättras från ett säsongsmässigt svagt tredje kvartal. Faktorerna ovan talar också för en successiv förbättring, även om strukturella förändringar i marknaden bromsar återhämtningen i bruttomarginalerna:

- Privatmarknaden har svalnat ordentligt, vilket har flera orsaker:
 - Betydligt lägre energipriser i år än i fjol med t o m noll- eller minuspriser när solen har lyst som bäst, vilket beror på bl a ett gynnsamt väder med mycket vind och framför allt mycket regn, starten av Olkiluoto 3 (Finlands nya kärnreaktor, Europas största) och LNG-terminaler i Kontinentaleuropa som byggts betydligt snabbare än någon hade räknat med efter att ryska gasen stoppats.
 - Väsentligt högre räntor och kärvare ekonomiskt läge och utsikter framöver.
 - En tuffare konkurrens där i vissa fall mindre aktörer i privatmarknaden pressar sina priser med ibland tråkiga effekter på levererad kvalitet.
- Efterfrågan på stora batterilösningar från nät-/fastighetsägare, industrier, mm har ökat kraftigt på sistone – en affär med betydligt högre materialinnehåll per försäljningskrona, vilket sänker bruttomarginalen.

Det ser alltså ut som att vägen tillbaka till historiska bruttomarginaler blir både längre och krokigare än vi prognosticerat, om vi ens någonsin når hela vägen. Förmildrande omständigheter finns dock:

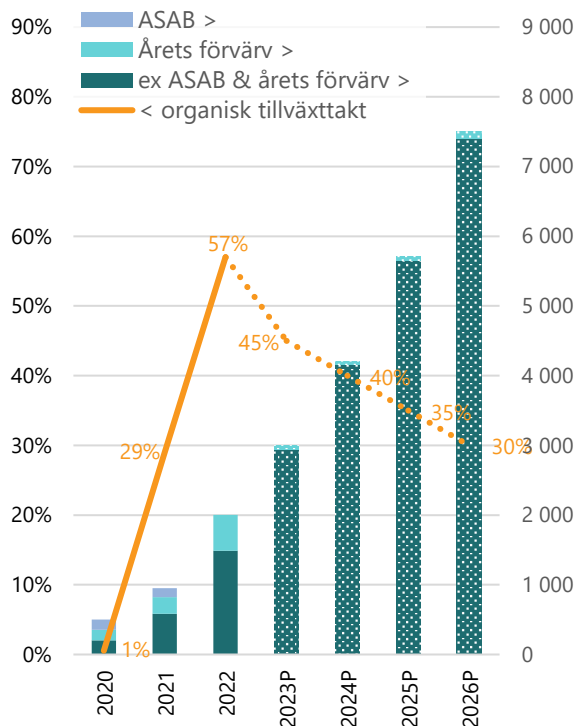
Intäkter & Prognos



Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Aktiespararna

Notera att tillväxttakterna för kalenderår skiljer sig från tillväxttacken på kvartalsbasis uppräknad till årstakt.

Tillväxtens uppbyggnad



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

Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Aktiespararna

- Trenderna som avgör vilken nisch som för tillfället går bäst varierar rätt kraftigt över tid mellan t ex privatmarknaden, fastighetsmarknaden, solparker, Energy-as-a-Service, batterilösningar, etc och hittills har Soltech varit riktigt duktiga flera gånger på att fånga nästa våg. När det gäller den svenska privatmarknaden kan den snabbt svänga tillbaka och bli hetare igen för den är långtifrån mättad.
- Konsolideringen av privatmarknaden fortgår samtidigt som den har svalnat. Det borde tvinga bort dagsländorna och gynna större etablerade aktörer. På sikt bör det leda till förbättrade marginaler.
- Även om bruttomarginalerna är sämre på batteriaffären som nu är i ropet, än vad den är i andra nischer, så tar man delvis igen det i större omsättning och längre ned i resultaträkningen.

Sammantaget trimmar vi vår prognosticerade långsiktiga marginalutveckling ytterligare något lite efter vår större sänkning efter Q2-rapporten och siktar nu på oförändrade knappt 3,7% för helåret 2024, följt av något mer blygsamma drygt 5% för 2025, för att under de efterföljande åren gå mot dryga 7%. Det är konservativa förväntningar, inte minst om den här branschen mognar i linje med hur liknande branscher har gjort tidigare, men vi hoppas få chansen att revidera upp dem igen när det börjar finnas grund för det. Vi hoppas för övrigt även på lite tydligare guidning från bolaget framöver, då det verkar sannolikt att en uppdatering av de finansiella målen kommer inom kort, eftersom nuvarande mål snart löper ut och därmed blir mer och mer ointressanta.

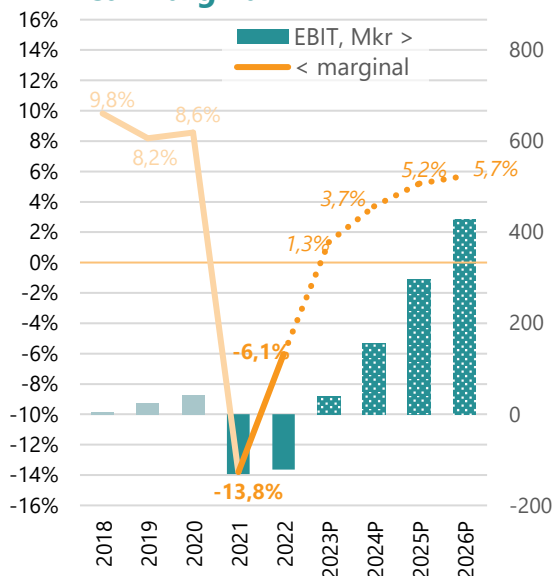
Likviditet, kassaflöde och kapitalförsörjning

Att växa kostar, som sagt, även om tillväxten är organisk. Ser vi på årets första nio månader, så trots ett kassaflöde före rörelsekapitalförändringar på +51 mkr så blir kassaflödet efter dessa -100 mkr. Fordringarna ökade med 172 mkr, eller knappt 18% av omsättningsökningen. Ändå har antalet dagars kredittid – alltså fordringarna dividerat med omsättningen – minskat sedan årsskiftet. Likvida medel minskade under kvartalet till 162,4 mkr från 276,6 mkr vid halvårsskiftet och räntebärande skulder till 161,6 mkr från halvårsskiftets 165 mkr.

Nu är Q3 ett säsongsmässigt svagt kvartal, men återhållsamhet med kassan kommer fortsatt att behöva gälla innan bolaget når stabila positiva kassaflöden. På negativa sidan finns också bolagets beräknade villkorade tilläggsköpeskillingar om knappt 210 mkr som förfaller med början i Q2 nästa år, till vilket ska läggas optionsskulder på 230 mkr. Marknaden har dessutom om något blivit ännu sämre för små kassaflödesnegativa bolag att hitta finansiering, så redan kassasituationen tvingar fram en avsevärt mycket lägre förvärvstakt redan nu. Även om bolaget vid det här laget under normala omständigheter borde ha börjat förbereda en kapitalanskaffningsrunda, så är det alternativet väldigt attraktivt nu. Bolaget har dock andra spakar att dra i för att få kassan att räcka:

- Det mest uppenbara är att minska cash burn genom att dra ner på förvärvsaktiviteten till ett minimum, vilket till stor del redan har skett.
- Även den organiska tillväxten kan dämpas, vilket i sin tur minskar rörelsekapitalbehovet. Det sker ju i så fall lämpligen med hjälp av marginalhöjande åtgärder som prisjusteringar.

EBIT & -marginal*



* EBIT för åren 2021-22 är efter justeringar för ASAB och Neab-gruppen, åren dessförinnan utan dessa justeringar.

Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Analysguiden

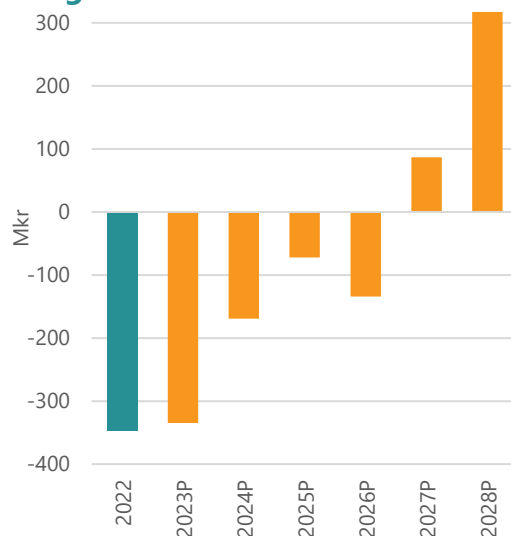
- + På positiva sidan finns dock kassagenererande åtgärder att vidta. Lock-up:en på ASAB-posten löpte ut den 29e oktober, så Soltech är nu fria att sälja den om de så skulle vilja. Det följer dock på en emission i ASAB där Soltech var tvungna att köpa aktier för 60 mkr på en klart högre kurs än idag, för att säkra ASABs framtid genom en ny finansieringslösning för ASABs stora låneskuld där även Soltech har ett lån utestående till ASAB om knappt 25 mkr. ASABs aktiekurs har också sjunkit kraftigt, vilket torde innebära att posten skrivs ned med i närheten av 150 mkr i bokslutet för 2023, vilket dock inte är kassa-påverkande. Förutsättningar borde emellertid finnas för Soltech att få loss närmare 100 mkr totalt, men det är dock inte ett särskilt attraktivt alternativ på nuvarande ASAB-kurs.
- + Betydande värden finns också i de solparksportföljer som Soltech har byggt upp under ett par års tid. Det blev också tydligt med de två nyheter som kom om dessa under sommaren, där det inte är omöjligt att något kan hända i början på nästa år. Inga värden är angivna, men det är troligen ganska signifikanta belopp i sammanhanget.
- + Det går sannolikt också att vrida ur mer ur rörelsekapitalet, dels då Soltech bör kunna förhandla till sig bättre betalningsvillkor givet sin allt större storlek, dels ta delar av kundbetalningar i förskott. Om det riktigt kniper kan möjligen factoring vara ett alternativ.
- + Soltech är idag i princip obelånat med undantag för "Covid-anståndet" 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 bl a förbättrad lönsamhet samt koncernens möjligheter att utnyttja tillgängliga krediter..."

Våra prognoser innebär ett kraftigt negativt kassaflöde för innevarande år, främst drivet av förvärv, svaga marginaler, ett ökat rörelsekapitalbehov pga tillväxten, tilläggsköpeskillningar och tvångsemissionen i ASAB. Det har främst finansierats med det skatteanstånd regeringen sjösatte för att underlätta för företagen under pandemin, och som Soltech ansökte om i slutet av sommaren innan möjligheten försvann. För nästa år räknar vi med ett betydligt mindre, men fortsatt negativt kassaflöde. 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 ASAB 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.

För att sammanfatta kapitalförsörjningsfrågan så har Soltech dragit ner på förvärvstakten och det är svårt att se en förändring på det så länge

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

man inte får upp marginalerna till stabila positiva nivåer, eftersom en nyemission är utesluten på nuvarande kursnivåer. Även större investeringar i de egna bolagen, vilket kan vara ett alternativ till förvärv, kräver kapital som nu är svårfunnet. Även i Spanien och Nederländerna konsolideras marknaden vilket egentligen borde innebära attraktiva möjligheter till positionering även där. Styrelse och ledning har med andra ord en svår balansakt i nuvarande njugga finansieringsklimat.

Prognossammanfattning

Sammantaget blir det allt tydligare att Soltech haft svårare att ta sig tillbaka till stabila positiva marginaler än vad vi tidigare har trott. Vi har därför under året sänkt våra marginalförväntningar betydligt. Tillsammans med en ännu sämre marknad för kapitalanskaffning och för höga prisförväntningar hos bolagssäljarna, innebär det att förvärvstakten mattats betydligt. Det har gjort att vi också sänker tillväxtförväntningarna.

Enkelt uttryckt så kommer nyckeln framåt att vara att få upp marginalerna genom hela resultaträkningen för att på det sättet inge marknaden förtroende ("köpa bolag kan ju alla göra – få dem lönsamma är en annan femma" som en investerare uttryckte det). Med förtroende kommer finansiering och då är plötsligt bolaget i förarsätet igen.

Till dess vi ser detta hända så håller vi våra prognoser betydligt mer konservativa än tidigare och hoppas på positiva överraskningar istället för tvärtom. Det innebär ändå fortsatt god omsättningstillväxt mot bakgrund av hela branschens snabba tillväxt. Vi bedömer också att marginalerna kommer att fortsätta stiga, om än i långsam takt och att vi inte vågar ta ut hela resan upp till bolagets mål om 8-10% på rörelseresultatnivå innan vi ser tydliga tecken på att det kan nås.

Värdering

De nedjusteringar vi gjort av våra prognoser både efter förra delårsrapporten och efter denna, börjar nu bita på värderingen och leder oss till en nedjustering av vår rikt Kurs. Den ligger ändå väsentligt över nuvarande börskurs, så det finns en mycket bra potential i aktien.

Kassaflödesvärdering

Vår kassaflödesvärdering påverkas inte så kraftigt eftersom det främst handlar om en förskjutning framåt i tiden innan bolaget kommer närmare sina mål. Vi låg också redan tidigare i underkant av bolagets marginalmål även fram mot slutet av decenniet och in i terminalvärdet, vilket har gjort att våra marginalprognoser som vi under året främst har skjutits framåt i tiden, inte har inneburit en så stor förändring i motiverad kurs. Nedjusteringen av omsättningstillväxten på grund av minskad förvärvsaktivitet får nu viss effekt, men i och med att vi räknar med fortsatt kraftig organisk tillväxt i linje med branschen så blir effekten på toppen på motiverad kurs inte heller här våldsamt stor.

En traditionell kassaflödeskalkyl för ett bolag som ändå växer så 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

Bättre framtida marknadsposition

kräver

Fortsatt tillväxt inkl förvärv

kräver

Tillgång till kapital

kräver

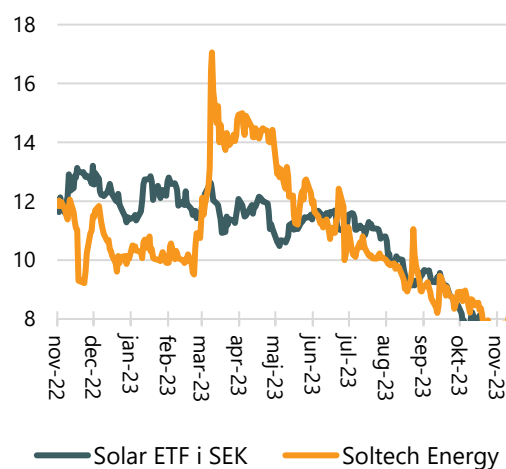
Stabila positiva kassaflöden

kräver

Högre marginaler

Soltechs nuvarande dilemma så som vi uppfattar det.

Kursutveckling mot Solar ETF i SEK



Soltechs kursutveckling mot den största solels-ETFen.

Källa: Refinitiv

riktigt når upp till bolagets mål, så blir det matematiska värdet betydligt högre än vår riktkurs, trots att vi använder en relativt hög diskontersningsfaktor om 14% som bolaget självt använder för värdering av finansiella instrument²

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 13 på 2024 års vinst, baserat på en rörelsemarginal om bara 3,7%. På vinstprognosen för 2025 med 5,2% rörelsemarginal handlas den på P/E 5,3 och då finns ändå klar potential kvar i marginalförbättring och bolaget växer fortfarande kraftigt om än inte lika våldsam som historiskt. Det framstår som alldeles för billigt och, som vi ser det, en klar överskattning av risken i placeringen, eftersom förbrukningen (av kapital) är en funktion av hur mycket man gasar på (tillväxten) och "reservdunkar" finns i form av solparksprojekten och ASAB-posten, t ex.

Vi jämför gärna Soltech med Instalco, ett bolag som verksamhetsmässigt påminner om Soltech, även det en förvärvsmaskin fast 3 gånger så stort. Instalco har låg ensiffrig organisk tillväxt och verkar inom bygg- & fastighetsmarknaden som nu är mycket utmanande med ett mer än halverat byggande och ingen vändning i sikte. Trots att kursen nästan halverats sedan toppen i maj så handlas den ändå på ca P/E 13 för nästa år. Även om båda bolagen håller på med installationer så agerar Soltech 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 första halvåret i år gjort fyra mindre förvärv och strax efter halvårsskiftet gjort ett lite större. Deras sammanlagda årsomsättning för ifjol uppgick till ca 86 mkr. För dessa har Soltech betalat 48,7 mkr inklusive övertagna skulder – 7,8 mkr i cash, 24,7 i egna aktier och 16,1 mkr i tilläggsköpeskillingar. Det betyder ett genomsnittligt pris på 57 öre per omsättningskrona. Det kan jämföras med aktuell värdering av det börsnoterade, miljardbolaget Soltech: Börsvärdet uppgår till en dryg miljard medan innevarande års försäljning ser ut att bli 3 miljarder, det vill säga ungefär halva värderingen mot de under året köpta bolagen.

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 i övervägandet är att med tilltagande storlek och börsvärde så kommer Soltech allt närmare tröskeln till institutionellt intresse. Redan idag bör microcapfonder ha möjlighet att investera och ganska snart även den betydligt större kategorin småbolagsfonder. Även om det är förhållandevis god likviditet i aktien för att vara så liten kommer det dock att krävas tålamod för att bygga upp en vettig position, då medianvärdet senaste året bara ligger på knappt 5 mkr per dag

² Se not 6 i delårsrapporten.

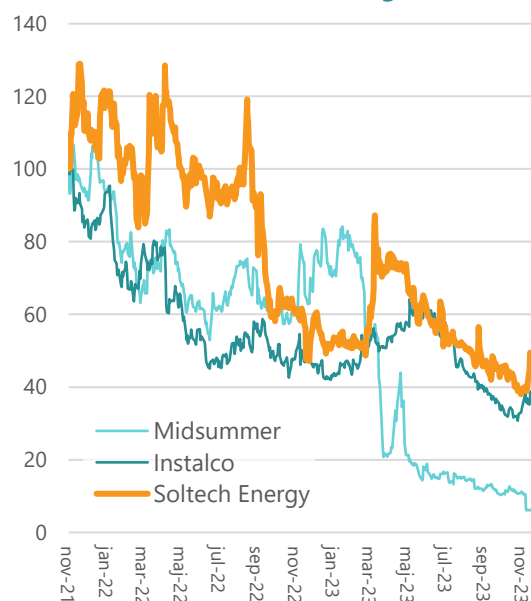
Värderingsmatris

Motiverad kurs, kr	Rörelsemarginal 2026 --->							
	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	
6	2	3	5	6	8	10	11	
8	2	4	7	9	11	13	15	
10	3	6	8	11	13	16	19	
12	4	7	10	13	16	19	22	
14	4	8	11	15	19	22	26	
16	5	9	13	17	21	26	30	
18	5	10	15	19	24	29	33	
20	6	11	16	22	27	32	37	
22	7	12	18	24	29	35	41	
24	7	13	20	26	32	38	45	
26	8	14	21	28	35	42	48	
28	8	16	23	30	37	45	52	
30	9	17	25	32	40	48	56	

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

Soltech & liknande lokala bolag



Källa: Refinitiv

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

och blockhandel nästan kan uteslutas då ägarbilden är mycket spridd på i princip bara småsparare.

Värderingssammanfattning

Oavsett värderingsmodell så framträder med tydlighet den misstro som marknaden fortfarande verkar ha till bolaget och som förmodligen 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, men den påtvingat sänkta tillväxten tynger dock kalkylerna lite grann vilket gör att vi sänker riktkursen till 18 kronor med det perspektiv på 1-2 år som vi använder oss av.

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 mättas snabbare än i andra länder kan ge utebliven tillväxt.

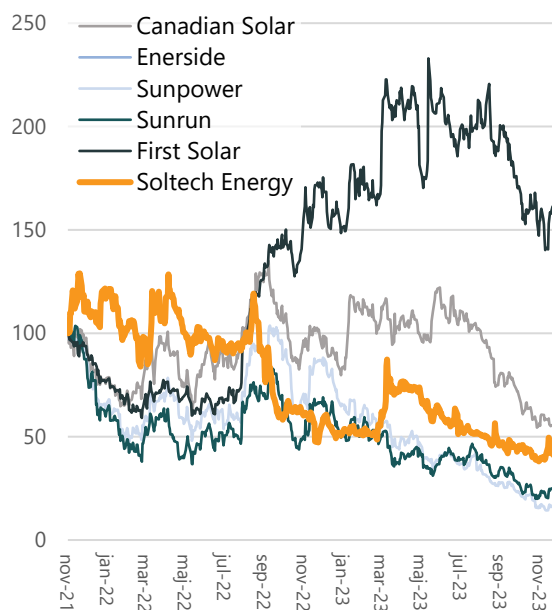
Bolaget säljer en högteknologisk produkt med ofta relativt avancerad tillverkningsprocess. Risken existerar att omvärldsfaktorer och brist på komponenter skapar osäkerheter i leveranskedjan. Den starka tillväxten inom sektorn som helhet och ökad konkurrens kan innebära ökande priser som inte fullt ut kan rullas över på kund. Global komponentbrist och ökande varupriser påverkade exempelvis bolaget kraftigt ifjol 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.

Soltech mot globala solbolag i SEK



Källa: Refinitiv

Största aktieägarna*, %

Stefan Ölander, VD	1,17%
Ruter 5 Holding	0,95%
JT Starks Holding	0,87%
Fredrik Telander	0,86%
Christoffer Caesar	0,68%

* exkl. förvaltarregistrerade, pensioner, etc.

Källa: Bolaget

Marknad och Historik

Om Soltech Energy

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

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.

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

Starka år historiskt

De senaste åren har kännetecknats av stark tillväxt för Soltech, såväl organiskt som via förvärv. Koncernens intäkter växte hela 469% till 2019 då de uppgick till 303,5 mkr. Bolaget levererade sedan tillväxt på 65% till 2020 med intäkter på 500 mkr, 148% tillväxt till 2021 då intäkterna landade på 1239 mkr och nu senast hela 217% till 1952 Mkr (alla siffror t o m 2021 inklusive den särnoterade kinesiska verksamheten Advanced Soltech AB, ASAB). Tillväxten har historiskt rört både den svenska och kinesiska verksamheten men varit störst i Sverige som uppvisat mycket stark tillväxt under de senaste åren. Vår prognos för i år pekar på en omsättning om 3000 mkr, en ökning med 50%. Merparten av den historiska tillväxten kan härledas till ett stort antal genomförda förvärv under åren, beskrivna nedan.

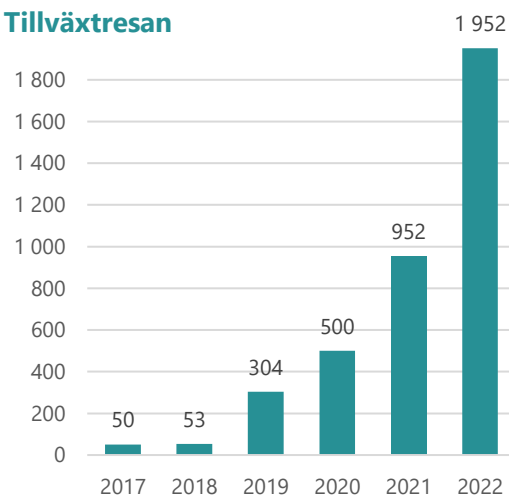
Trots den starka tillväxten har resultatet hållit upp väl historiskt, fram till ifjol. EBITDA och rörelseresultatet ökade 2020 och 2021 med 56 respektive 72 procent, till att uppgå till 101,8 miljoner kronor och 42,7 miljoner kronor. 2021 innebar ett EBITDA-resultat på 317,5 miljoner kronor och ett rörelseresultat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

Takmonterade solpaneler



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

Tillväxtresan



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

Källa: Bolaget

Byggnadsintegrerade solpaneler



Soltech ShingEl, en modern takpanna med fullt integrerade solceller.

Mkr (-63,9 för 2021 justerat) och -121,1 Mkr (-131,4) för rörelseresultatet. För innevarande år förväntar vi oss 40 mkr i rörelseresultat.

En makalös förvävsresa

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 solenergi erbjudande. Fokus har genomgående varit att förvärva bolag med etablerad, lönsam historia som är villiga att ta steget till solenergi branschen. Stort fokus ligger på att hitta entreprenöriella företag med en vilja att fortsätta driva och utveckla bolaget inom den växande koncernen. På detta sätt byggs, som bolaget själva uttrycker det, optimala förutsättningar för tillväxt med en stor grupp drivna entreprenörer i samma koncern. Därtill genomförs förvärven ofta till attraktiva multiplar där onoterade bolag tas in i en noterad miljö vilket får värdeskapande effekter och synergier uppstår genom tillgång till alla nödvändiga kompetenser i huset, såsom solutrustning, tak/fasad och elinstallationer.

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

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

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

Hittills i år 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,

Även för privatbostäder



Solcellsparken utanför Karlskrona



Soltech har också börjat utveckla solparker tillsammans med externa investerare.

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.

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

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

365zons kunderbjudande

365zon.nl OFFERTE

12 SOLNEPPANLEN	VERMOGEN 3120 WP	OPBRENGST 2800 KWH/JAAR	BESPARING €644 PER JAAR	TERUGKRIJVEN 5,6 JAAR	KLEUR ZWART MONO
--------------------	------------------------	-------------------------------	-------------------------------	-----------------------------	------------------------

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

Ansvarig analytiker:

Johan Voss-Schrader