

## Omstöpnigen pågår

### Q2: Ömsom vin, ömsom vatten

Omsättningen för Ecoclime minskade under andra kvartalet med -6% till 62,4 mkr (66,4 för Q2-23), enligt IFRS 5 utan Miljöbelysning. Organiskt, dvs utan H-gruppen som avyttrades i april i fjol, är minskningen -4%. Om emellertid Miljöbelysning – som tappade rejält – räknas in blir minskningen -10%. Bidragande var bolagets stjärna, Evertherm, och framför allt SDC Automation medan på minussidan återfinns bergvärmeborrningen i Team Wessman, Miljöbelysning och Inomhusklimat. Kostnadsbesparingar och kassaflödeshöjande åtgärder dämpar fortsatt effekten av det besvärliga marknadsläget på resultatet som landade på -1,7 mkr (-0,0) efter -8,1 mkr för Q1.

Kassaflödet från den löpande verksamheten fortsätter att trendmässigt förbättras. För kvartalet uppgår det till -1,8 mkr (-8,5) och på rullande 12 månader till -13,7 mkr (-33,4 per Q2 ifjol, vilket var botten). Kassen uppgick per sista juni till 25,7 mkr (56,8), att jämföra med sista mars 31,5 mkr och årsskiftets 38 mkr, men får ett tillskott på minst 15 mkr i Q1-25 från försäljningen av Miljöbelysning.

### Omstöpnigen

Strategiförflyttningen som annonserades i Q1 med fokus på Cirkulär Energi, följt av annonseringen i maj av försäljningen av Miljöbelysning per 2 januari 2025, framstår som ett bra beslut för att samla resurserna till det som bevisligen fungerar bra. Vi bibehåller bilden av ”en övervintring med potential”, där en nyemission bör kunna undvikas till och med om en ytterligare försämrad marknad skulle vidkännas bolaget.

### Försiktiga prognoser och motiverad kurs.

Vi har fortfarande en giftig cocktail för fastighetsägare av höga och möjligen stigande genomsnittsräntor som kommer av att löpande förfall riskerar att väga upp kommande sänkningar från Riksbanken, en svag efterfrågan på kontor och dyra bostäder, samt svaga incitament till energieffektiviseringar pga låga energipriser för stunden. Dessa faktorer lär försvinna på medellång sikt och då tror vi att regleringstryck, miljöhänsyn och energikostnader åter kommer att hamna i fokus om än lugnare än 2019-22. De närmaste 1-2 åren blir dock tuffa, vilket reflekteras i våra prognoser för såväl omsättning som marginaler och vi håller oss klart på den konservativa sidan för återhämtningen under åren därefter. Därmed hamnar vi långt under bolagets egna långsiktiga finansiella mål även fram mot slutet av decenniet. När vi dessutom applicerar ett avkastningskrav på hela 20% för att reflektera de stora osäkerheterna och en fortsatt ägarturbulens, så hamnar vi i vår kassaflödesanalys på en motiverad kurs som är drygt 20% över nuvarande aktiekurs. Det ska dock noteras att det finns uppsidespotential på vår försiktiga kalkyl om marknaden vänder upp snabbare eller kraftigare än förväntat. Däremot har vi svårt att se att koncernen ska kunna nå sitt marginalmål om 15% före skatt, men skulle förstås gilla att bli motbevisade.

## Ecoclime

### Rapportkommentar - Q2 2024

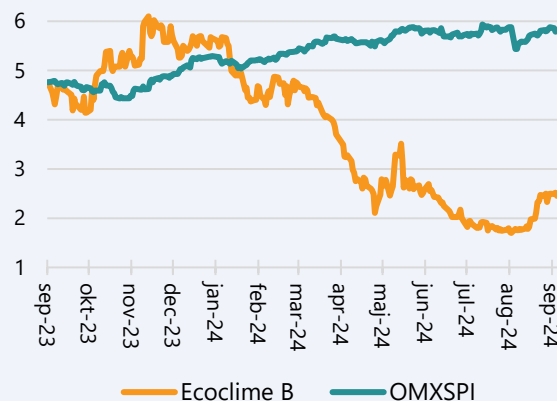
Datum 9 september 2024  
Analytiker Johan Voss-Schrader

#### Basfakta

Bransch	Miljöteknik
Styrelseordförande	Lennart Olofsson
Vd	Krister Werner
Noteringsår	2014
Listning	First North
Ticker	ECC B
Aktiekurs 6/9 - 24	2,42 kr
Antal aktier, milj. *	46,2
Börsvärde, mkr	112
Nettoskuld, mkr **	-19
Företagsvärde (EV), mkr	93
Webbplats	www.ecoclime.se
Motiverad kurs	3,00
Nästa rapport	15 november 2024

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

### Kursutveckling senaste året



Källa: NasdaqOMX & Refinitiv

### Prognoser

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	314	232	240	264
Ebitda*	8,7	1,4	16	23
Rörelseres. (ebit)	-14	-15	1,1	7,4
Nettoreultat	-25	3,1	0,6	5,3
Vinst per aktie	-0,53 kr	0,07 kr	0,01 kr	0,12 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	30%	-26%	3,4%	10,0%
Ebitda-marginal	2,8%	0,6%	6,7%	8,7%
Rörelsemarginal	-4,5%	-6,5%	0,5%	2,8%
Nettoskuld/ebitda**		nettokassa		
P/e-tal	neg	36	185	10,0
EV/ebit	neg	neg	84	23
EV/omsättning	0,8	0,4	0,4	0,4

\*Exkl. förv. & expansionskostn. \*\* nettokassa

Källa: Bolaget, Analysguiden

Siffrorna från 2025p är inklusive återtagande av aktier från Miljöbelysning.

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

## Investeringstes

### Bra marknadspotential på sikt

Fastigheter beräknas stå för ca 40% av Sveriges totala energianvändning och hamnar därmed i fokus för att få ner förbrukningen. 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. Bland morötterna 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.

### Betydande tillväxtpotential inom Cirkulär Energi

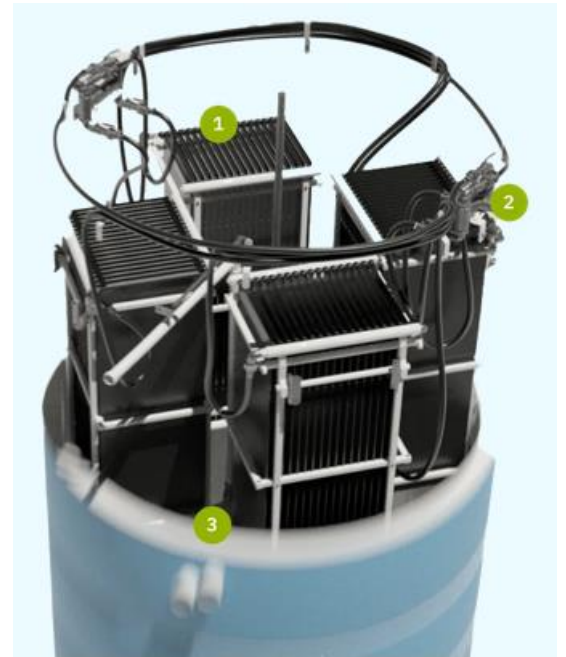
Ecoclime är mycket väl positionerat för att kunna dra fördel av kommande energieffektiviseringar. En tredjedel av den energi som tillförs en fastighet, till exempel i form av fjärrvärme, gas, el, mm, försvinner ut genom avloppet. Bolagets lösning för energiåtervinning ur spillvatten ger i genomsnitt 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

Just nu handlar det om att överbrygga en kraftig svacka i marknaden, men kombinationen av jakten på sänkta energikostnader, en fortsatt ökad efterfrågan på klimatsmarta produkter och ett antal piskor och morötter från myndighetshåll, kommer att återigen bli svårstoppade krafter för investeringar i energieffektivisering.

Det återspeglas också i Ecoclimes byte av målgrupp som hittills varit ganska framgångsrikt, men som naturligtvis kostar på. Många problem är dock diskonterade i kursen, signaler om att den allmänna konjunkturen börjar återhämta sig något har börjat komma och bolagets ledning förefaller att ha grepp om problemen, så flera viktiga pusselbitar för att kunna realisera bolagets och aktiens potential finns på plats. Nu krävs en normalisering av marknaden efter 2021-22 års eufori och 2023-24 års depression för att se hur mycket mer potential det finns i bolaget i en normal marknad.

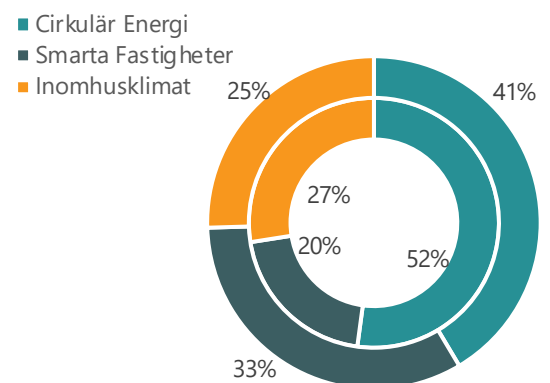


Evertherm SEW, kärnan i Cirkulär Energi och en av Ecoclimes mest lovande produkter återvinner närmare 30% av en fastighets totala energiförbrukning.

Källa: Ecoclime

### Omsättningsfördelning

Inre: Q2-23, Yttre: Q2-24



Exklusive Miljöbelysning

Källa: Ecoclime

## Marknad

Det långsiktigt positiva caset för Ecoclimes kärnprodukter har egentligen inte förändrats, däremot känner bolagets traditionella kunder alltmer av effekterna av en sämre konjunktur under senaste året. Boverkets senaste byggprognos från maj 2024 höjdes något från prognosen i oktober och anges 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.

Med tvärstopp i nyproduktionen vänds naturligt nog blickarna mot befintliga fastigheter då Ecoclimes produkter är så lätta att eftermontera, men även här finns stora problem. Visserligen börjar fastighetsmarknaden se begynnande tecken på en bottenkänning och aktie­marknaden skickade redan i slutet av förra året upp fastighetsaktierna rejält. Emellertid räknar Handelsbanken i sin senaste fastighetsrapport som kom 12 mars i år med att avkastningskraven fortsätter att stiga till andra halvan av 2024, och ser till mars 2024 en nedgång i fastighetsvärdena från toppen 2022 med 10%, och prognosticerat 15% totalt.

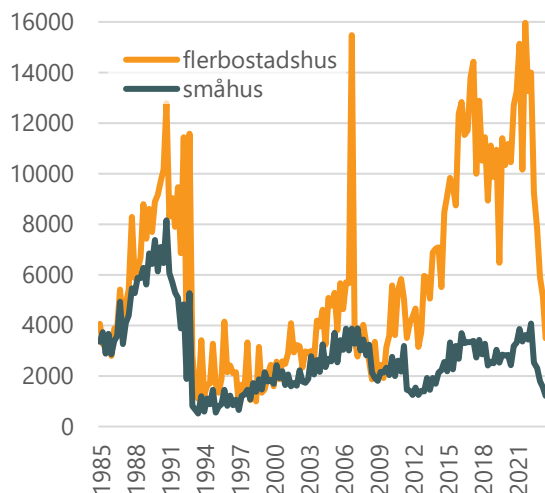
En majoritet av bolagen har en finansieringskostnad som fortfarande är över vad fastigheterna avkastar och räntorna må ha toppat men förväntas inte sjunka mer än någon procentenhet totalt, och mindre än så för längre löptider, enligt de flesta marknadsbedömare. Obligation­sförfall om 103 mdr som behöver refinansieras i år och annan om­finansiering leder för många fastighetsägare till fortsatt stigande av­kastningskrav fastighetsbolagens räntetäckningsgrad riskerar att fortsätta försämrats. Sammantaget finns bara ett begränsat utrymme för investeringar. Med energipriser som under de senaste 12 månaderna fallit tillbaka markant jämfört med de 12 månaderna dessför­innan, är de ekonomiska incitamenten för energibesparande investeringar låga just nu.

Det här är knappast bästa tänkbara situation för Ecoclimes traditionella kunder, och Ecoclime har därför riktat om sina säljansträngningar och fokuserar sedan ett år tillbaka på allmännyttan, bostads­rättsföreningar och processindustri, som visserligen också känner av högre räntor och andra kostnader, men i många fall har lättare att finansiera en sund investering än ett hårdbelånat privat fastighets­bolag.

Det har dock funnits en tydlig medvind från myndighetshåll för energieffektiviseringar, som både är en effekt av klimatutmaningen och av säkerhetsinspirerade önskemål om självförsörjning. Precis som på 70-talet satsar regeringar på energieffektiviseringar då det är det snabbaste sättet att få ner energipriserna, få upp energisäkerheten och den här gången också för att nå klimatmålen.

Direktivet om byggnaders energiprestanda, EPBD, med start under 2024, innehåller ett antal krav på både befintliga och nya byggnader. Det innehåller bl a minimistandarder för befintliga byggnaders energiprestanda. MEPS (Minimum Energy Performance Standards), föreskriver t ex att 3% av (golvytan av) offentligt ägda byggnader ska genomföra energieffektiviserande renoveringar varje år och dessutom ska en ny utsläppshandel införas 2027 som bland annat inbegriper

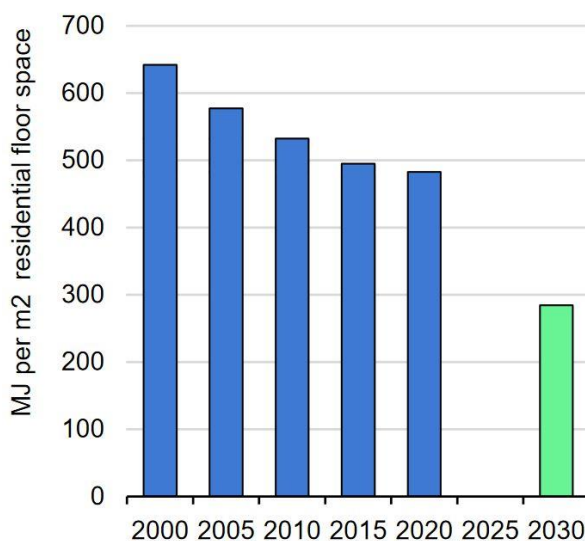
## Påbörjade lägenheter



Källa: SCB

## Bostäders energiförbrukning

Energiförbrukning per m2 globalt, siffran för 2030 i enlighet med IEAs "netto noll 2050"-scenariot.



Källa: IEA, Energy Efficiency 2022

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.

Även om vi i Sverige har klappat oss för bröstet och tyckt att vi är så bra på klimatåtgärder, så ligger vi efter EU-genomsnittet även när det gäller energieffektivitet nuförtiden. Också framåtriktat avseende både stöd och kampanjer för energieffektivisering mer brett ligger Sverige under EU-genomsnittet. Nuvarande förslag från Europaparlamentet innebär enligt Allmännyttan att renoveringstakten skulle behöva höjas med 1000% – en omöjlighet förstås. EU-rådet går inte lika långt, men klart är i alla fall att takten måste upp för att möta kraven. Att allmännyttan ser dessa stora investeringsbehov är naturligtvis positivt för Ecoclimes möjligheter till affärer med dem.

Emellertid har de politiska förutsättningar för grön omställning försämrats i många av Europas länder inklusive Sverige, med de konservativa vindar som blåser. Med liten marginal i EU-valet i juni klarade sig dock den tidigare majoritet kvar som står bakom de centrala delarna av det regulatoriska ramverket på EU-nivå, som t ex Fit for 55. Mandatet blev dock tydligt försvagat så omställningstakten kommer rimligen att avta.

Vår bedömning är sammantaget att marknaden för energieffektivisering i fastigheter trots allt successivt kommer att komma tillbaka och i Sverige kommer det 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.

## Ecoclimes marknader

I mars i år meddelade Ecoclime att bolaget kommer att fokusera sina resurser på Evertherm, där förutsättningarna fortsatt ser bra ut trots den snabbt försämrade generella marknadsbilden beskriven ovan. Energiåtervinning ur avloppsvatten är fortsatt hett, men Ecoclime 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, tvätt,...) 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 Ecoclime 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 blandade. 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 prioriter-

## 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

## 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: Ecoclime

ingslistan i ett tufft ekonomiskt klimat. Affärsområdet gynnas heller inte strukturellt av ”jobba-hemma”-trenden.

## 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 kraftig 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 Ecoclime säljer tillbaka Miljöbelysning till dess förra ägare, med effekt från 2 januari 2025 – eller som företaget skriver, att förvärvet ”kassaflödesmässigt reverseras”. Dessutom presenterade bolaget i slutet av Q1 en strategiförflyttning mot ett fokus på Cirkulär Energi, främst det egenutvecklade Evertherm-systemet, där ledningen bedömer sannolikheten för framgångar som störst. [Produktutvecklingen är i stort sett klar, säljteamet i full gång mot nya målgrupperna och ledningen menar att man är i slutfasen av att bygga ”startplattformen”.]

## Ecoclimes andra kvartal

Ecoclimes andra kvartal var en blandad historia efter kallduschen i Q1, vilket ändå måste ses som ett fall framåt i den besvärliga marknadssituationen. På pluskontot fanns Evertherm och framför allt SDC Automation medan på minussidan återfinns bergvärmeborrningen i Team Wessman, Miljöbelysning och Inomhusklimat. Kostnadsbesparingar och kassaflödeshöjande åtgärder dämpar fortsatt effekten av det besvärliga marknadsläget på resultatet.

Sammantaget summerade detta till en redovisad omsättningsminskning om -6% till 62,4 mkr (66,4 för Q2-23), enligt IFRS 5 utan Miljöbelysning. Organiskt, dvs utan H-gruppen som avyttrades i april i fjol, är minskningen -4%. Om emellertid Miljöbelysning räknas in blir minskningen -10% från 90,6 mkr för Q2 ifjol till 81,4 mkr för Q2 i år, då det bolaget tappade drygt -21% Q2/Q2.

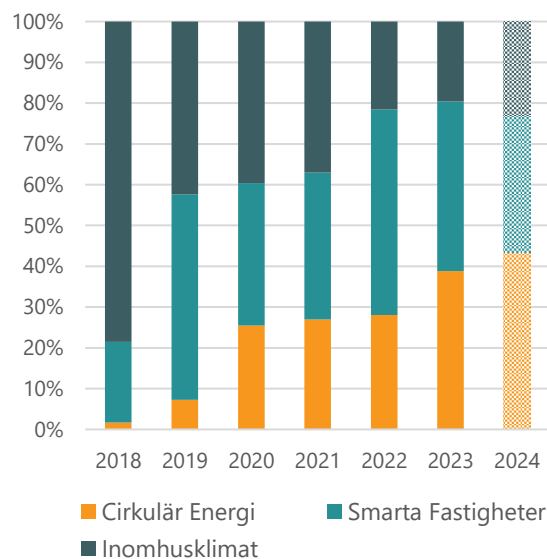
Rörelseresultatet backade till -1,7 mkr (-0,0), vilket innebar en rörelsemarginal om -2,8% (0,0%).

## Cirkulär Energi

Inom Cirkulär Energi finns koncernens stjärna, Evertherm, där segmentets slagiga försäljning och periodisering till Q2 ifjol gjorde jämförelsen svår för just Q2 i år, då omsättningen (som inte särredovisas) uppges ha sjunkit marginellt med 2% till Q2 i år. Däremot steg omsättningen med 21% jämfört med Q1 i år och trenden är tveklöst positiv trots den besvärliga miljö som marknaden vidkänns. 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.

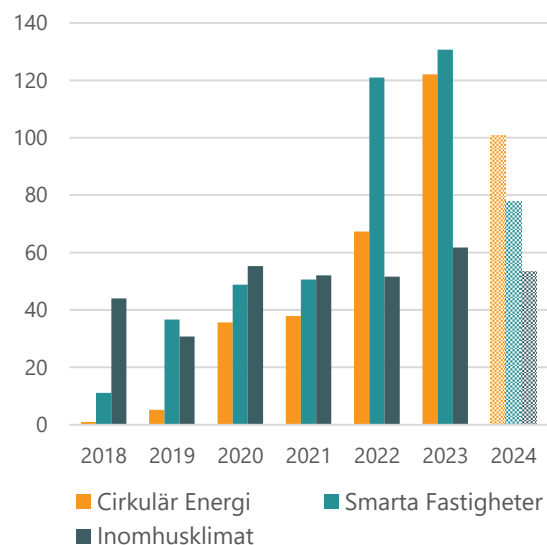
Affärsområdets andra verksamhet, Team Wessman, som installerar bergvärme, har det dock fortsatt svårt med ökad konkurrens och stark

## Omsättningsfördelning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

## Segmentsomsättning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

prispress och har ”minskat betydligt” jämfört med Q2 ifjol. Trots det har verksamheten ändå lyckats behålla ett positivt rörelseresultat under kvartalet och hösten ser lite ljusare ut för segmentet.

Totalt föll omsättningen för Cirkulär Energi under andra kvartalet med -21% (+53%) för underliggande verksamhet, dvs rensat för försäljningen av H-gruppen, och landade på 26,0 mkr (34,6). Rörelseresultatet förbättrades dock till +0,5 mkr (-5,6), dvs en marginal om 1,8% (-16,2%), främst tack vare volymökning och effektiviseringar inom Evertherm.

### Smarta Fastigheter

Från och med andra kvartalet redovisas affärsområdet utan Miljöbelysning som sålts tillbaka till tidigare ägarna med tillträde 2 januari 2025. De kvarvarande verksamheterna, Ecocloud Automation och SDC Automation uppvisade en omsättningsökning om 53% och nådde totalt 20,7 mkr (13,5) för kvartalet. SDC har ”ett gott orderläge” och förväntas leverera på en ”hög nivå” kommande kvartal. Bakgrunden är den serverhallsorder som tidigare flaggats för och som nu har kommit framåt och enligt kunden även ska utökas under kommande år. Ecocloud uppges ”fortsatt arbeta med att förflytta sig till kommersialiseringsfasen”, vilket är något förvånande då det i Q3-rapporten från i fjol står att läsa att ”Vi har levererat våra första Ecocloud system till kund...”.

Sammantaget var ändå kvartalet framgångsrikt för affärsområdet mot bakgrund av den kraftigt ökade omsättningen och också ett starkt rörelseresultat för de kvarvarande verksamheterna om 3,2 mkr, om än inte lika starkt som fjolårets 3,4 mkr, och med en rörelsemarginal om 15% (25%).

### Inomhusklimat

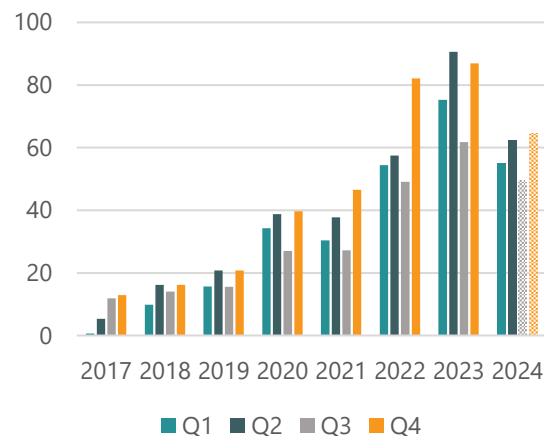
Affärsområdet Inomhusklimat fortsätter sin kräftgång på en svag marknad. Omsättningen föll med -13% till 16,0 mkr (18,2) och verksamheten fortsätter att blöda pengar med tillfälliga korta avbrott. Rörelseresultatet landade på -0,7 mkr (0,0) med en marginal på -4,3% (0,0%). Det är säkert bra produkter, men i nuvarande marknad ligger fokus för kunderna på annat än kvalitén på inomhusluften.

### Kassaflödet

Kassaflödet från den löpande verksamheten fortsätter att förbättras trendmässigt. För kvartalet uppgår det till -1,8 mkr (-8,5) och på rullande 12 månader till -13,7 mkr (-33,4 per Q2 ifjol, vilket var botten). Kassan uppgick per sista juni till 25,7 mkr (56,8), att jämföra med sista mars 31,5 mkr och årsskiftets 38 mkr.

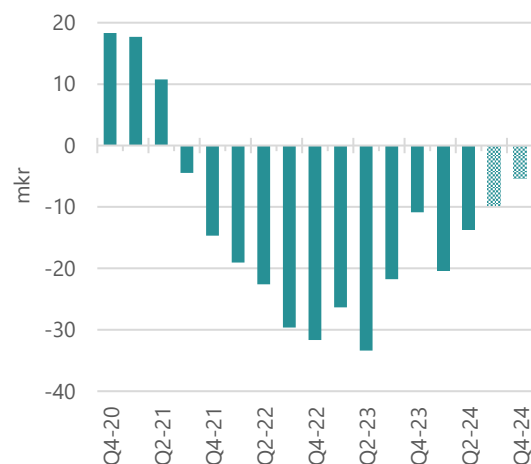
Med insikten om att en nyemission i nuvarande situation vore fördömande för existerande aktieägare – däribland den stridbare grundaren och majoritetsägaren Lennart Olofsson – så läggs nu krutet på bolagets mest lovande område, Cirkulär Energi, och görs allt för att kassan ska räcka till bättre tider. Det är också i det ljuset man ska se försäljningen av Miljöbelysning, som bl a innebär att kassan stärks ”med mer än 15 mkr” i Q1 2025.

### Kvartalsomsättningar, mkr



Avvikelse i procent från den trendmässiga tillväxten.  
Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

### Kassaflöde, 12 mån. rullande från löpande verksamheten



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

## Prognoser och värdering

### Prognoser

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

I och med avyttringen av Miljöbelysning och den strategiska fokuseringen på Evertherm så förändrades grunderna för prognosarbetet i samband med vår analys efter Q1-rapporten. De viktigaste strukturella faktorer som ligger till grund för våra nya prognoser är sammanfattningsvis

- höga räntor för bolagets kunder; alltså bygg- & fastighetsbolag,
- svag efterfrågan på kundernas tjänster och
- låga energipriser – åtminstone för stunden.

Hur länge denna giftiga cocktail kommer att hålla i sig är oklart, men vi utgår i våra prognoser från att det bara blir en sakta återhämtning från och med senare delen av nästa år. En volatil och trendmässigt högre inflation samt förhöjda kreditpremier för bygg- & fastighet riskerar vi nog att få leva med länge. Efterfrågan på bostäder är fortsatt hög och bostadsbristen är strukturell, men lyxiga dyra lägenheter som under de senaste 10-15 åren byggts och renoverats för en nollräntemiljö är inte det som nu efterfrågas och den dåliga matchningen kommer att ta lång tid att beta av. Som ett led i att hålla nere boendekostnaderna, så förväntar vi dock att de bygg- och renoveringsinvesteringar som görs gärna kommer att innehålla en god komponent av energibesparingar, även om vi inte framöver räknar med någon spik i energipriserna à la 2022/23.

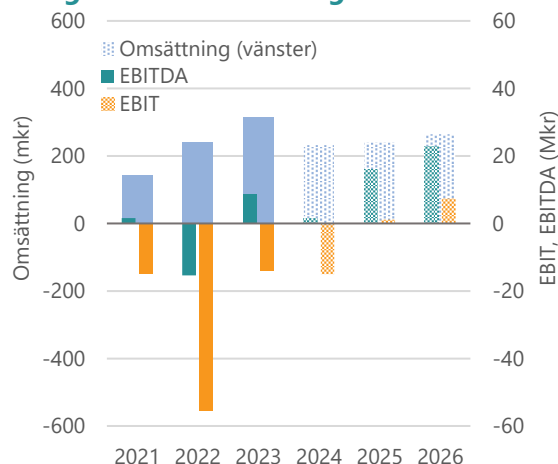
Tillsammans med Ecoclimes strategiförflyttning betyder det här för vår syn på bolagets verksamhet att vi räknar med en fortsatt kostnadsjakt och fokus på kassaflödet, och de verksamheter som inte bidrar kommer att få kort tid på sig att vända runt. Tålamodet kommer att vara störst med Cirkulär Energi och främst Evertherm, medan övriga segment får klara sig med vad de har.

### Potentialen fortfarande i Evertherm

Inomhusklimat, som ändå överraskade positivt under fjolåret, tror vi kommer ha en extra motvind från kontorsdöden. I våra prognoser räknar vi inte med något bidrag härifrån alls under prognosperioden, men från 2025 heller inte att det ska tynga i resultatet. Ett ökat fokus på eftermarknaden bör kunna hålla sista raden undan från minustal.

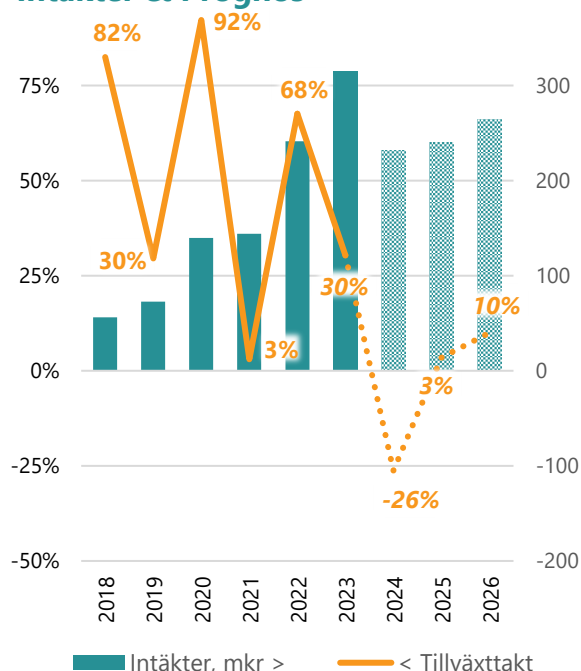
Det som från och med nästa år blir kvar av Smarta Fastigheter, SDC och Ecocloud, måste fortsätta att slå mynt av de investeringar som gjorts, inte minst på senare tid. Samtidigt finns betydande konkurrens och de konkurrenter som har resurser kommer att behöva fortsätta ta utvecklingskostnader t ex i AI-integrering för att kunna komma ut som vinnare. Risker är att Ecoclimate på sikt är en för liten spelare för att få sin del av kakan och kunna hänga med i utvecklingen. De bör dock kunna fortsätta att serva vissa kundsegment under

### Prognossammanfattning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

### Intäkter & Prognos



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

en viss tid framåt, så tillsammans med kostnadsjakt bör ändå affärsområdet kunna fortsätta att ge ett visst bidrag och serverhallkontraktet var onekligen uppmuntrande.

Med bolagets fokus nu på det vi alltid sett som den stora stjärnan i Ecoclime, Evertherm, bör affärsområdet kunna fortsätta att växa och generera en bra marginal. Trots besvärliga marknadsförhållanden även i värmepumpsmarknaden som kan ses även hos børsälsklingen Nibe som exempelvis rapporterade att den europeiska marknaden nästan halverades i tillverkarledet under Q1, så har Evertherm hela tiden haft en tydlig trendmässig tillväxt även om det kan slå ordentligt upp eller ner för enstaka kvartal. Produktionskapacitet i fabriken i Vilhelmina uppges också finnas för fortsatt kraftig tillväxt och utvecklingen av produkterna är klar, så kostnadssidan ser bra ut framöver. Risken på nedsidan är givetvis om även Evertherm skulle behöva kapitulera så småningom. Vi väljer en mellanväg i våra prognoser med en god tillväxt, om än inte lika explosiv som under de senaste kvartalen.

### Sjunkande omsättning och låga marginaler, men stärkt kassa.

Med dessa antaganden som grund så anser vi oss ha en väl anpassad om än tydligt konservativ bas för våra prognoser, som lämnar utrymme för positiva överraskningar.

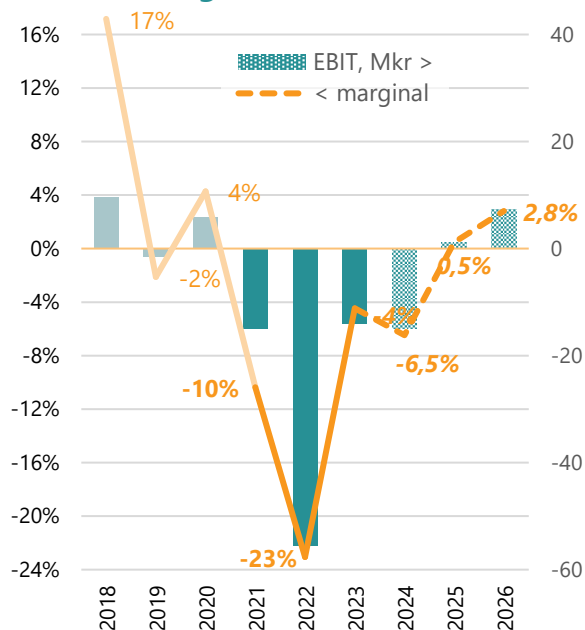
I siffror innebär det här enligt våra prognoser en omsättning i år som är -26% lägre än ifjol med hänsyn tagen till att Miljöbelysning exkluderas för resterande kvartal i linje med IFRS 5, men som stiger med 3% under 2025 eller knappt 10% på jämförbar basis om Miljöbelysning räknas bort även för Q1-24, varefter en lugnare tillväxt än historiskt antas för åren därefter på 10% när en bättre konjunktur börjar staga upp bygg- & fastighetsbranschen. Ändå så dröjer det faktiskt till 2028 innan fjolårets omsättningssiffra på 314, 5 mkr överträffas – det här är som sagt konservativt.

På motsvarande sätt hamnar våra marginalförväntningar på avsevärt mycket lägre nivåer än vad bolaget indikerar som långsiktigt mål, även om vi räknar med svarta siffror på rörelseresultatnivå på löpande 12-månadersbasis någon gång under nästa år och en liten rörelsevinst för helåret. Under andra halvan av 20-talet skissar vi förväntat på rörelsemarginaler som stiger till 5% för 2028 och till 7% för 2030.

Det här borde med lite tur kunna resultera i positiva fria kassaflöden på löpande basis redan i slutet av innevarande kalenderår, och med undantag för 2025 som blåses upp av försäljningen av Miljöbelysning, låga men sakta stigande siffror därefter. Det här betyder också att en förödande kapitalanskaffning bör kunna undvikas. Förstärkningen av kassan ”med minst 15 mkr” i Q1-25 kommer att ge ytterligare respit även om positiva kassaflöden skulle bli försenade av någon anledning.

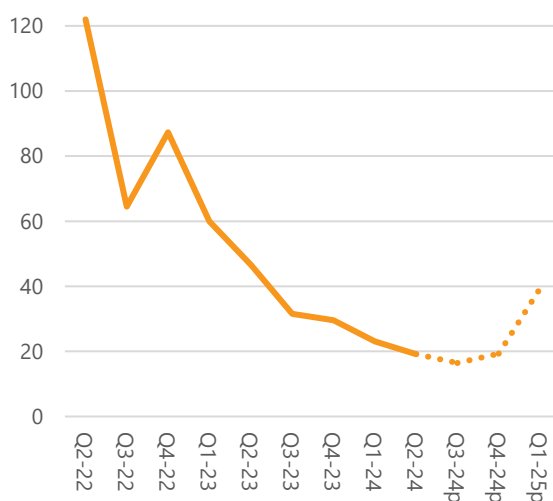
När det gäller prognoserna så är det intressant att notera att bolaget har skrivit om sina finansiella mål i det tysta. Nu heter det ”Organisk tillväxt baserad på positivt operativt kassaflöde samt lånefinansiering. Värdeskapande för ägare genom investeringar i snabb tillväxt. Långsiktigt EBT-mål = 15%”.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

### EBIT & -marginal



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

### Nettokassa



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden



Sammanfattningsvis så har vi gjort om våra prognoser i grunden och baserar dem nu på en delvis omstöpt koncern. De nya prioriteringarna innebär att en fjärdedel av verksamheten skärs bort för att ge resten rätt förutsättningar givet dess långsiktiga potential. Det innebär också att vi får en bättre likviditetssituation med förhoppningsvis positiva kassaflöden snabbare och en välkommen påspädning i kistan 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.

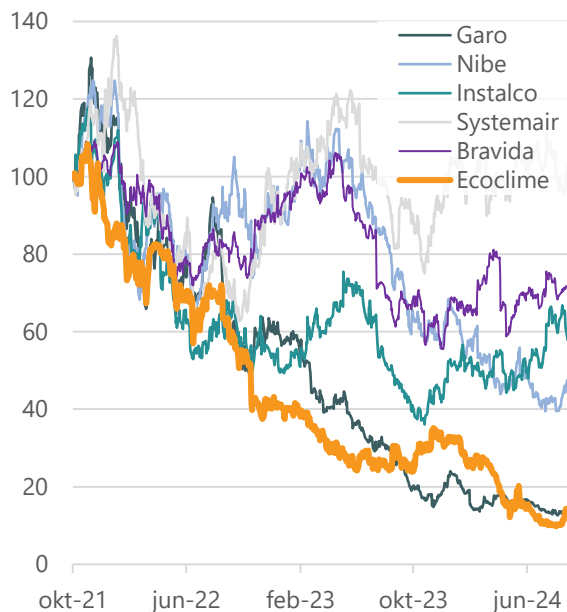
Vad som blir utfallet av den här turbulensen är omöjligt för en extern betraktare att avgöra, men risken finns ju att nuvarande bolagsledning – som egentligen står utanför allt detta – inte får den support de behöver i det nuvarande omvälvande läget. En investerare satsar trots allt i stor utsträckning på att nuvarande bolagsledning – med styrelsens stöd – ska lotsa bolaget igenom stormen till bättre väder på andra sidan. Det är därför ytterligare olyckligt att CFO Johan Wevel på egen begäran sagt upp sig och slutar 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

Alla osäkerheter sammantagna – inklusive vår prognososäkerhet – får oss att bibehålla avkastningskravet i kalkylen 20% trots försäljningen av Miljöbelysning. Med det och våra prognoser som ovan, landar vi i vår kassaflödeskalkyl på en motiverad kurs om SEK 3,00 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 rörelsemarginal på ca 7% vilket lämnar tydligt utrymme för förbättring – inte minst i relation till bolagets egna finansiella mål – och därmed sammanhängande kurspotential.

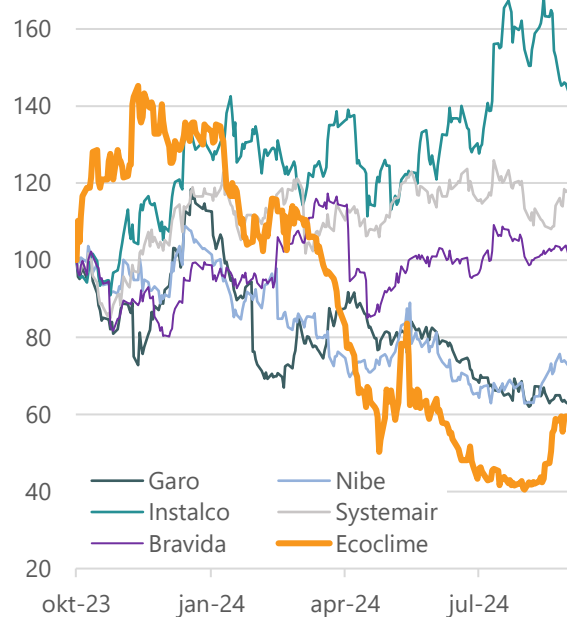
Fördelen med att på det här sättet använda en slutmultipel som ska representera ett slags försiktigt normaltillstånd i slutet på prognosperioden, jämfört med ett mer teoretisk antagande om "evig tillväxt" blir extra tydlig i det här fallet då avkastningskravet är så högt. Med evig tillväxt dödas kvarvarande värde så kraftigt att det motsvarar att när vi står i år 2030 så kommer aktien bara att betalas till P/E 5,7, vilket framstår som orimligt lågt.

## Jämförbara bolag över 3 år



Källa: Refinitiv

## Jämförbara bolag över 1 år



Källa: Refinitiv

Trots att den här värderingsindikationen råkar hamna nära aktuell börskurs, så bör det noteras att prognoserna är försiktiga, avkastningskravet är mycket högt och att bolagsledningen tydligt har visat vägen till positivt kassaflöde och att undvika aktieemission även om marknaden är fortsatt besvärlig. Tvärtom finns en avsevärd potential uppåt. Om exempelvis rörelsemarginalen skulle hamna på 10% år 2030 med oförändrad omsättningsprognos och oförändrat avkastningskrav, så skulle den motiverade kursen istället hamna närmare SEK 4. Tar vi dessutom ner avkastningskravet till fortfarande höga 15%, så blir det ytterligare en krona på kursen. Med bolagets finansiella mål, vår omsättningsprognos 2030 och ett i det läget mer adekvat avkastningskrav om 12%, så hamnar den motiverade kursen på närmare 8 kronor, men dit är det förstås långt.

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 vinstmultiplikation som marknaden är villig att handla aktien till år 2030.

## Risker

På medellång sikt är risken förhöjd, med tanke på försämringen i marknadsförutsättningarna, centrerad på fastighets- och byggsektorn som är bolagets främsta avnämare och 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 helt 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 under en tid efter att en ny permanent ledning är på plats och med turbulens i ägarkretsen.

Ecoclimes hittillsvarande tillväxtstrategi, med såväl förvärv som en organisk offensiv inom kärnprodukterna, kan visa sig riskabel om efterfrågan inte utvecklas i linje med förväntningarna. Integration av förvärv medför samtidigt alltid risker.

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.

## Värderingsmatris

Motiverad kurs, kr	Avkastningskrav --->							
	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	
8	3,64	3,34	3,07	2,83	2,62	2,43	2,26	
9	3,90	3,57	3,27	3,01	2,78	2,58	2,39	
10	4,15	3,79	3,47	3,19	2,94	2,72	2,52	
11	4,40	4,02	3,68	3,38	3,11	2,87	2,66	
12	4,66	4,24	3,88	3,56	3,27	<b>3,01</b>	2,79	
13	4,91	4,47	4,08	3,74	3,43	3,16	2,92	
14	5,16	4,70	4,28	3,92	3,59	3,31	3,05	
15	5,42	4,92	4,49	4,10	3,76	3,45	3,18	
16	5,67	5,15	4,69	4,28	3,92	3,60	3,31	
17	5,92	5,37	4,89	4,46	4,08	3,75	3,45	
18	6,18	5,60	5,09	4,64	4,24	3,89	3,58	
19	6,43	5,83	5,29	4,82	4,41	4,04	3,71	
20	6,68	6,05	5,50	5,00	4,57	4,18	3,84	

Givet våra prognoser ut till år 2030 om omsättningstillväxt, ~10% per år, och rörelsemarginal, stigande till 7% 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

## 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 har varit i fokus för bolaget under 2023, och förutom avyttringen av H-gruppen så går det att se en ganska tydlig effekt även i övrigt, trots den dramatiskt fallande efterfrågan hittills under 2024 för det mesta förutom Evertherm.

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 har tidigare varit alldeles för låg. Det är nu under åtgärd men försvåras förstås av den svaga marknaden.

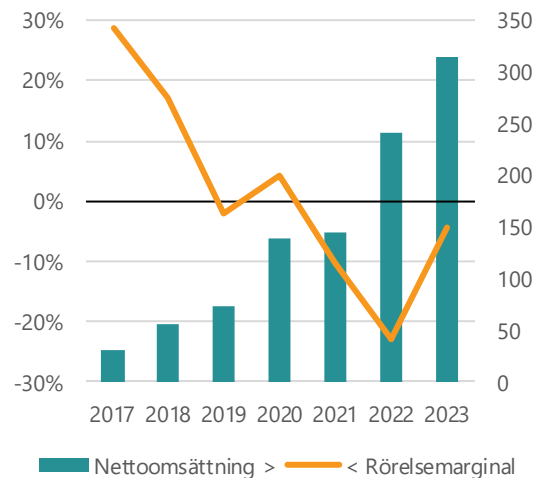
### Betydande tillväxtpotential inom Evertherm

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 mycket lång tid framöver.

Även om sänkta energikostnader troligtvis är den största drivkraften hos fastighetsägarna just nu, finns i bakgrunden även en politisk önskan om energioberoende och 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 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 flera nya regleringar från EU på väg så måste ambitionsnivån även i Sverige höjas. Ecoclime är med sina energibesparande produkter mycket bra positionerat för att komma ut som en vinnare på en sådan utveckling.

### Omsättning & Marginal



Källa: Bolaget

### Everthermsystem



- 1 Pumpgrop** Tuggerpump finfördelar spillvattnet till bufferttank. Säkerställer avloppsfunktion via bräddning.
- 2 Bufferttank:** Utjämnar flödesvariationerna. Möjliggör optimalt energiutnyttjande.
- 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 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. Det gör att även med det högre ränteläget, så framstår en investering i Evertherm som affärsmässigt attraktiv med kort återbetalningstid. Klimatfördelarna får man på köpet. Framöver kommer i många fall valet inte ens att finnas när tvingande regler från EU måste uppfyllas.

Trots att investeringskalkylen på ett Everthermsystem är mycket bra, så är fastighetsmarknaden fortfarande under stark press från höga räntor, höga energikostnader och begränsade möjligheter till hyreshöjningar. På kort sikt håller därför många fastighetsägare hårt i plånboken, och det är här som den nya ledningens fokus på bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri framstår som vetlig, 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 på lite sikt 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.

### Smarta Fastigheter nedprioriteras i närtid...

De produkter och tjänster som Ecoclime erbjuder inom affärsområdet Smarta Fastigheter möjliggör för fastighetsägare att direkt minska energiförbrukningen med 10% och 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.

Problemet är att även om det finns en god potential på sikt, så kräver det sannolikt fortsatta investeringar, något som nu nedprioriteras av omsorg om koncernens kassa.

### ...liksom Inomhusklimat

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 hittills under 2024 åter tappa. Deras produkter framstår som konjunktur känsliga och kontorsdöden är 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

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

**Motiverad kurs 2,80 kr**

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

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

**Motiverad kurs 8 kr**

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

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

**Motiverad kurs 8 kr**

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

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

**Motiverad kurs 8 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analyser/ecoclimate-successiv-forbattning>

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

**Riktkurs borttagen**

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

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

**Riktkurs borttagen**

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

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

**Riktkurs borttagen**

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

**Q2-uppdatering 2021 – 30 augusti 2021 (kurs 17 kr)**

**Riktkurs 20 kr**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclimate-spannande-tillvaxtresa-nar-evertherm-vaxlar-upp>

## 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