

Seglen revas

Q1: Betydligt tuffare än väntat

Avmattningen i omsättningstillväxten för Ecoclime som vi har väntat på kom under fjärde kvartalet i vintras. Den fördjupades dock betydligt mer än vad både bolaget och vi hade väntat oss under inledningen på 2024. Siffrorna skrevs till slut till en omsättning om 55,0 mkr för första kvartalet i år (mot 75,2 för Q1-23), en minskning med -15% rensat för försäljningen av H-gruppen i maj ifjol. Inbromsningen är förstäligen mot bakgrund av den mycket svaga bygg- & fastighetssektorn, ett tapp som omorienteringen mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri inte fullt ut kan kompensera för ännu. En stjärna som dock fortsatt lyser klart är Evertherm, som bryter de dystra siffrorna med en organisk tillväxt om hela 49%. Tack vare de åtgärder som började vidtas redan i höstas för att höja marginalerna och förbättra kassaflödet, så försämrades ändå inte rörelseresultatet utan landade på oförändrade -8,1 mkr (-8,1).

Strategiförflyttning

I mars annonserade Ecoclime en strategiförflyttning till ett fokus på Cirkulär Energi, och i maj publicerades en försäljning av Miljöbelysning, som haft stora problem på sistone, per 1 januari 2025. Tillsammans med försäljningen av H-gruppen för ett år sedan blir det tydligt att Ecoclime revar seglen för hårdare väder, samtidigt som det framstår som ett bra beslut att samla resurserna till det som bevisligen fungerar bra; Evertherm. En fördel är också att kassan stärks med minst 15 mkr från försäljningen och den har redan stabiliserats sedan i höstas trots det kraftiga fallet i bolagets totala försäljning. Bilden vi får är "en övervintring med potential", där en nyemission är osannolik till och med om en ytterligare försämrad marknad skulle vidkännas bolaget.

Kapade prognoser och motiverad kurs.

Vi har nu en giftig cocktail för fastighetsägare av höga och möjligen stigande genomsnittsräntor som kommer av att löpande förfall väger 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 kommer att 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, men de närmast 1-2 åren blir tuffa. För att reflektera detta så har vi tagit ner våra omsättningsprognoser rejält och även kapat våra marginalantaganden så att vi i en riktigt försiktig kalkyl hamnar mycket långt under bolagets egna långsiktiga 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 på en motiverad kurs som är nära aktiekursen i vår kassaflödesanalys. Det bör dock noteras att det finns uppsidespotential på den snåla kalkylen om utvecklingen blir mindre besvärlig än förväntat.

Ecoclime

Rapportkommentar - Q1 2024

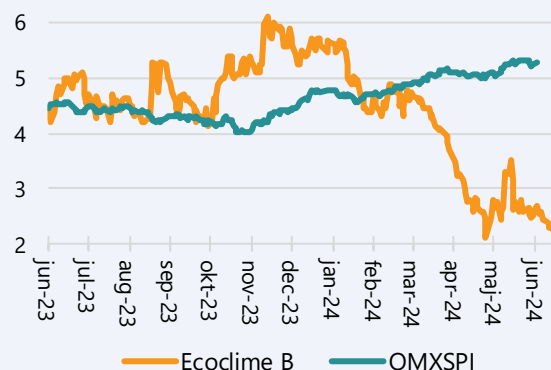
Datum 17 juni 2024
Analytiker Johan Voss-Schrader

Basfakta

Bransch	Miljöteknik
Styrelseordförande	Lennart Olofsson
Vd	Krister Werner
Noteringsår	2014
Listning	First North
Ticker	ECC B
Aktiekurs 14/6 - 24	2,25 kr
Antal aktier, milj. *	46,2
Börsvärde, mkr	104
Nettoskuld, mkr **	-23
Företagsvärde (EV), mkr	81
Webbplats	www.ecoclime.se
Motiverad kurs	2,80

* Efter full beräknad utspädning ** Neg = nettokassa.

Kursutveckling senaste året



Källa: NasdaqOMX & Refinitiv

Prognoser

	2023	2024p	2025p	2026p
Omsättning	314	218	239	263
Ebitda*	8,7	5,1	14	18
Rörelseres. (ebit)	-14	-9,7	-1,2	2,3
Nettoresultat	-25	-11	-2,2	1,2
Vinst per aktie	-0,53 kr	-0,25 kr	-0,05 kr	0,03 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	30%	-31%	9,6%	10,0%
Ebitda-marginal	2,8%	2,3%	5,9%	6,9%
Rörelsemarginal	-4,5%	-4,4%	-0,5%	0,9%
Nettoskuld/ebitda**		nettokassa		
P/e-tal	neg	neg	neg	86
EV/ebit	neg	neg	neg	35
EV/omsättning	0,3	0,4	0,3	0,3

*Exkl. förv. & expansionskostn. ** nettokassa

Källa: Bolaget, Analysguiden

Siffrorna för 2026p är inklusive återtagande av aktier från Miljöbelysning.

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

Investeringsstes

Bra marknadspotential på sikt

Marknaden för energieffektivisering av fastigheter har gått från ett allmänt intresse för ett förbättrat inomhusklimat och kostnadsjakt till en perfekt storm med accelererat fokus på åtgärder mot en energikostnadskris som började redan innan Ukraina blev invaderat, stramare regelverk för att stävja klimatkrisen och ett akut behov av energioberoende för Europa. På sistone har dock energikostnaderna kommit ner samtidigt som fastighetsbranschen omsätter sina skulder till allt högre räntor, vilket innebär att deras investeringar reducerats till ett minimum. Detta är rimligen konjunkturrellt och ekonomiskt sunda investeringar kommer att komma tillbaka.

Fastigheter beräknas stå för ca 40% av Sveriges totala energianvändning och hamnar därmed i fokus för att få ner förbrukningen så snart trycket lättar en aning. Under tiden vänder sig Ecoclime alltmer mot bostadsrättsföreningar, allmännyttan och processindustri, en omorientering som hittills utfallit väl men som inte är färdig ännu.

Betydande tillväxtpotential inom Cirkulär Energi

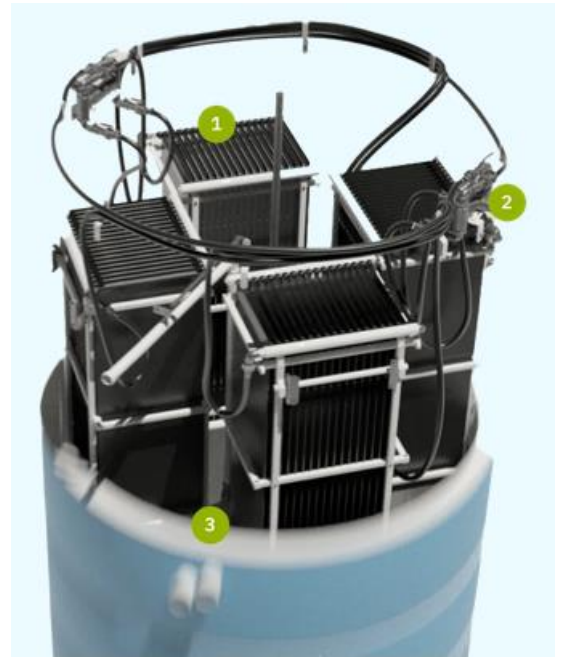
Ecoclime är mycket väl positionerat för att kunna dra fördel av kommande energieffektiviseringar. En tredjedel av den energi som tillförs en fastighet, till exempel i form av fjärrvärme, gas, el, mm, försvinner ut genom avloppet. Bolagets lösning för energiåtervinning ur spillvatten ger i genomsnitt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

Konservativt scenario diskonterat i kursen

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 – så länge pengarna kan undvaras.

Samtidigt är marknaden just nu i en djup svacka, och dessutom bromsar också Ecoclimes byte av målgrupp. Många problem är dock diskonterade i kursen, signaler om att den allmänna konjunkturen börjar återhämta sig något har börjat komma och bolagets nya ledning är nu varm i kläderna, 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.

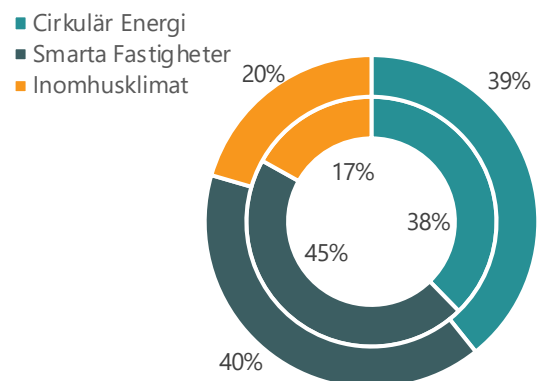


Evertherm SEW, kärnan i Cirkulär Energi och en av Ecoclimes mest lovande produkter återvinner närmare 30% av en fastighets totala energiförbrukning.

Källa: Ecoclime

Omsättningsfördelning

Inre: Q1-23, Yttre: Q1-24



Källa: Ecoclime

Marknad & Resultat

Det långsiktigt positiva caset för Ecoclimes produkter 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.

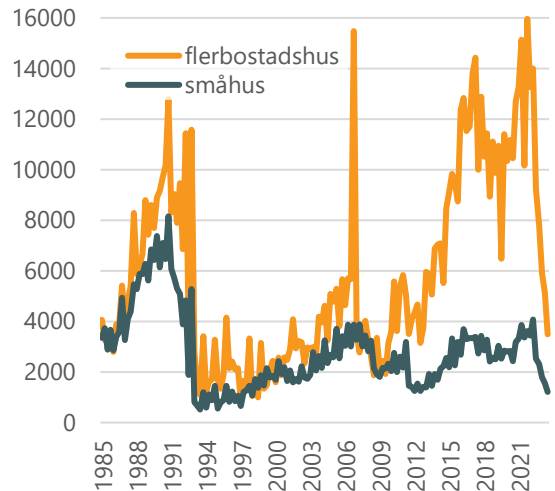
En majoritet av bolagen har en finansieringskostnad som fortfarande är långt över vad fastigheterna avkastar och räntorna må ha toppat men förväntas inte sjunka mer än någon procentenhet framöver, och klart mindre än så, om något alls, för längre löptider, enligt de flesta marknadsbedömare. Med fortsatt stigande avkastningskrav kommer fastighetsbolagens räntetäckningsgrad fortsätta försämrats samtidigt som obligationsförfall om 103 mdr behöver refinansieras i år. 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 Ecoclimate har därför riktat om sina säljansträngningar och fokuserar sedan i somras 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 inbegriper uppvärmning av byggnader. Bland annat förordas just värmepumpar som ju är

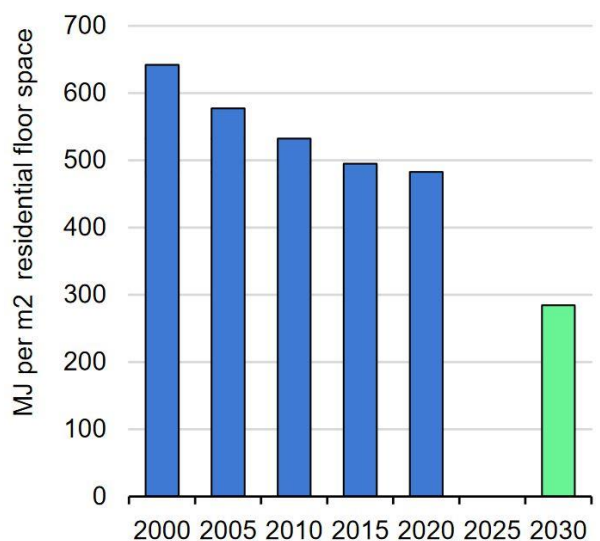
Påbörjade lägenheter



Källa: SCB

Bostäders energiförbrukning

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



Källa: IEA, Energy Efficiency 2022

kärnan i Ecoclimes Evertherm-system, 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 ofta klappar oss för bröstet och tycker att vi är så bra på klimatåtgärder, så ligger vi efter EU-genomsnittet avseende både stöd och kampanjer för energieffektivisering mer brett och Sverige ligger även under EU-genomsnittet i energieffektivitet. 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 med de konservativa vindar som blåser och en viktig pusselbit i politik pusslet kommer i början av juni med EU-valet. Med nuvarande opinionsläge ser det ut som att omställningstakten kommer att avta, och i värsta fall kan centrala delar av det regulatoriska ramverket på EU-nivå, som t ex Fit for 55, rivas upp.

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 mycket 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 kan dock för stunden sammanfattas som mörkare än vi tidigare har bedömt dem. Höga räntor, låga energipriser och en hårdnande konkurrens sätter press på bolagets affärsområde för fastighetsautomation. De förhoppningar vi har haft om att det nya Ecocloud som lanserades i höstas kan få fart på försäljningen under 2024 ser exempelvis ut att komma på skam. Även om Inomhusklimat avslutade 2023 betydligt bättre än vi väntat

Energiprestanda krav för befintliga byggnader

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

* Nollutsläppsbyggnad: en byggnad med mycket hög energiprestanda som inte producerar CO₂-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

så är även här risken att deras produkter i många sammanhang kan komma att falla för kundernas knivar av kostnadsbesparingsskäl, då luftförbättring kanske inte kommer högst upp på priolistan i ett tufft ekonomiskt klimat. Affärsområdet gynnas heller inte strukturellt av ”jobba-hemma”-trenden.

Ecoclimes första kvartal

Den svacka vi väntat på länge som en konsekvens av problemen på bygg- & fastighetsmarknaden och som vi såg i Ecoclimes siffror för fjärde kvartalet i fjol, djupnade kraftigt och oväntat under första kvartalet i år. Djupet i svackan överraskade inte bara oss, utan även Ecoclimes ledning blev förvånade över kraften i försvagningen. Bolagets nettoomsättning sjönk med -27% eller -15,5% rensat för försäljningen av H-gruppen i maj ifjol, och nådde endast 55,0 mkr för det första kvartalet (75,2 för Q1-23). Det innebar att tillväxttakten sjönk från +30-70%-nivån på 12 månaders rullande omsättning under de 7 senaste kvartalen dessförinnan till bara +12% för de senaste 12 månaderna.

Även om siffrorna tidigare har blivit hjälpta av inflationen, så har vi, som vi beskrivit tidigare, varit positivt överraskade över att bolaget har lyckats hålla tillväxten uppe så väl i en allt sämre marknad, men nu verkar det som att verkligheten hunnit ikapp på allvar. Även om nedgången inte ska förringas, så bör det dock beaktas att ledningens ökade fokus på marginaler och kassaflöde inneburit att man också har börjat tacka nej till vissa affärer där lönsamheten inte är tillräckligt bra.

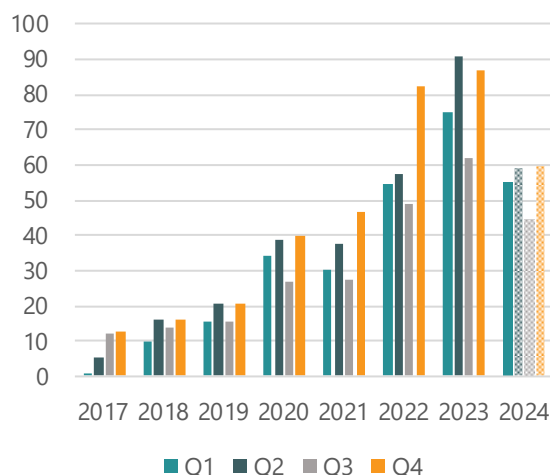
Strategiförflyttning och avyttring av Miljöbelysning

Med en så snabb försämring blev det förstås mycket svårt att fortsätta marginalförbättringarna från de senaste kvartalen och ett oförändrat rörelseresultat i första kvartalet på -8,1 mkr (-8,1 för Q1-23) kunde ha varit betydligt värre utan de resultathöjande åtgärderna den nya ledningen vidtagit sedan den kom in. Sannolikt är dock nu merparten av de enkla åtgärderna vidtagna, så framöver blir det nog mer av att gmeta, men även de lite större knivarna har tagits fram för att skära mer än i fett. Inte nog med att bolaget i slutet på kvartalet presenterade en strategiförflyttning mot ett fokus på Cirkulär Energi, främst det egenutvecklade Evertherm-systemet, dessutom kom den 17e maj nyheten att Ecoclime säljer tillbaka Miljöbelysning till dess förra ägare, med effekt från 2 januari 2025 – eller som företaget skriver, att förvärvet ”kassaflödesmässigt reverseras”.

Miljöbelysning köptes i början av 2022 för att komma närmare Miljöbelysning kundsegment, framför allt bostadsrättsföreningar, med sina andra produkter. Miljöbelysning omsatte 2021 71,3 mkr med ett rörelseresultat om 7,4 mkr. För 2023 är motsvarande siffror 86,4 i omsättning och 3,4 mkr i rörelseresultat. Även om det inte är helt tydligt uttryckt, så verkar ”reverseringen” i praktiken innebära att

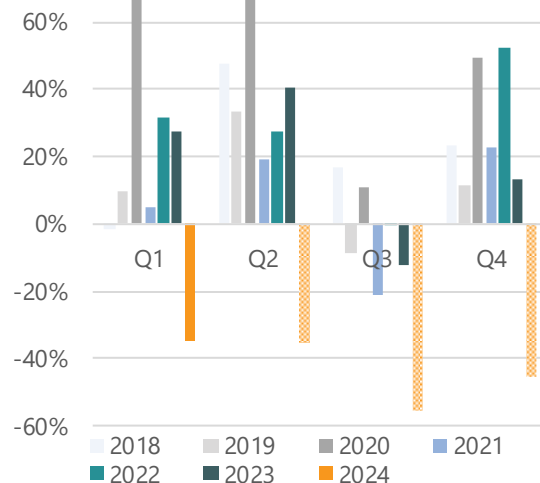
- kontantdelen som vid förvärvstillfället den 14 januari 2022 utgjorde 13% av Ecoclimes kassa vilken vid årsskiftet 2021-22 uppgick till 152,7 mkr – dvs 19,85 mkr, betalas tillbaka och att
- de 805 910 Ecoclime-aktier till ett värde av 12 mkr som utgjorde den andra delen av betalningen, återbördas till nuvarande kurs under de närmaste tre åren.

Kvartalsomsättningar, mkr



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Säsongsmönster



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

Samtidigt anges i pressmeddelandet om reverseringen att Ecoclimes kassa stärks ”med mer än 15 mkr”.

Med insikten om att en nyemission i nuvarande situation vore förödande för existerande aktieägare – däribland den stridbare grundaren och majoritetsägaren Lennart Olofsson som för 1,5 år sedan gjorde sig av med den dåvarande bolagsledningen och namnkunniga styrelsen – så revas nu seglen för att lägga krutet på bolagets mest lovande område, Cirkulär Energi, och göra allt för att kassan ska räcka till bättre tider. Mer om detta under prognosavsnittet.

Kassan uppgick per sista mars till 31,5 mkr, men som bolaget påpekar stärktes den under april av att betalningen av en stor mängd kundfordringar föll över kvartalsskiftet. Ultimo april var kassan 39 mkr, att jämföra med årsskiftets 38, mkr och sista septembers 41,6mkr. Kassaflödet från den löpande verksamheten landade på -5,0 mkr (+4,8 för Q1-23, dock påverkat av nästan +8 mkr i rörelsekapitalförändring som sedan reverserades i Q2), förstås påverkat av det försämrade rörelseresultatet från kvartalen innan.

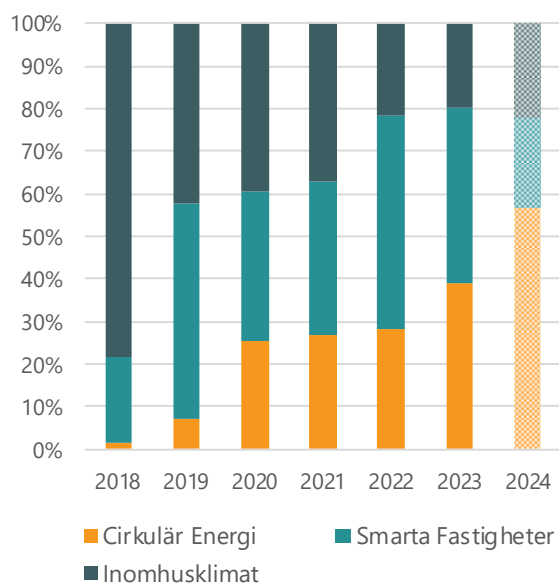
En detalj i rapporten är att bolaget nu helt har släppt sitt ”justerade EBITDA”-mått, något som internationellt har häcklats som ”earnings without the bad stuff”. Det är därför positivt att redovisningen nu fokuserar på ett rakt och enkelt, väl etablerat och definierat rörelseresultat (EBIT).

Affärsområdena

Ser vi till de enskilda affärsområdena så föll Cirkulär Energis tidigare extrema tillväxttakt ner till betydligt mer beskedliga +9% (+111%) för underliggande verksamhet, dvs rensat för försäljningen av H-gruppen i april -23. I ojusterade siffror sjönk omsättningen med -24% till 21,6 mkr (28,4). Under ytan döljer sig dock stora skillnader: Bergvärmeborrgruppen Team Wessman drabbades av vad bolaget uttrycker som ”en tillfällig svacka som en följd av minskade investeringar i fastighetssektorn”, mer om detta i prognosavsnittet, emedan Evertherm fortsätter att växa starkt, med 49% organiskt. Volymökningen där, tillsammans med effekter från genomförda kostnadsbesparingar, hjälper till att förbättra rörelseresultatet till -0,4 mkr (-6,1), vilket ger en EBIT-marginal om -2% (-22%).

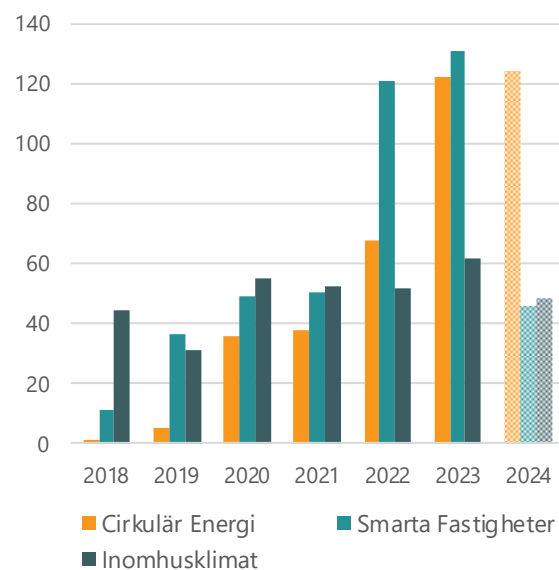
För Smarta Fastigheter så var Q1 ännu ett besvärligt kvartal, med en omsättning mot externa kunder som backade för tredje kvartalet i rad. Minskningen uppgick till hela -35% (+27%) efter -10% i Q4 och -21% i Q3, till en omsättning om 22,1 mkr (34,2 i Q1-23). Här är det tydligt att bygg- och fastighetskrisen slår med full kraft. Marginalerna var också fortsatt pressade, med en rörelsemarginal om +2,2% (+10,9%). Miljöbelysning tappade hela 44%, vilket givet storleksordningarna borde innebära någonstans i närheten av 10 mkr i förlorad omsättning. Övrig verksamhet inom affärsområdet har då gissningsvis vidkänts en omsättningsminskning om 0-20%. Facit lär vi få om ett år, när Miljöbelysning är ute ur böckerna och jämförelsesiffrorna för affärsområdet publiceras. Trots denna drastiska omsättningsminskning föll inte rörelsemarginalen till mer än -7% (+15%) för kvartalet, bl a tack vare genomförda kostnadsbesparingar, så resultatet landade på -1,4 mkr (+5,2).

Omsättningsfördelning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Segmentsomsättning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Inomhusklimat föll tillbaka -11% efter tre kvartal med positiv tillväxt och landade på en omsättning på 11,3 mkr (12,7). Rörelseresultatet var oförändrat -1,03 mkr, vilket innebar att EBIT-marginalen sjönk till -9% (-8%).

Sammantaget visar rapporten på att krisen i bygg- & fastighetsbranschen nu slår mot Ecoclime med full kraft, men kostnadsbesparingar och kassaflödeshöjande åtgärder dämpar smällen längre ner i resultaträkningen så rörelseresultatet ändå är oförändrat från första kvartalet ifjol.

Prognoser och värdering

Prognoser

Grunden för prognoserna har förändrats

Utsikterna framöver har förändrats så pass mycket att prognosarbetet denna gång inte kan stanna vid ”justeringar” av tidigare estimat. Vi har inte bara fått en datapunkt till utan behöver ta hänsyn till nya förutsättningar, så vi har gjort om prognoserna i grunden. Skälen till det är

- den betydligt större påverkan den försämrade marknaden fått på siffrorna jämfört med tidigare förväntningar – både våra och bolagets – och
- vårt av försiktighetsskäl nya antagande att detta inte är en tillfällig svacka – ett antagande som kan anses få stöd i bolagets strategiförflyttning.

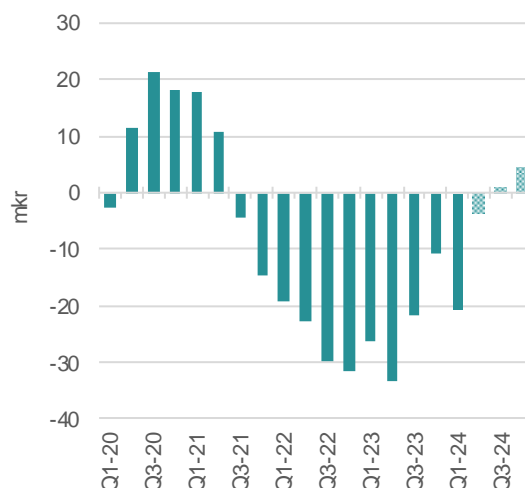
Det ska redan från början påpekas att Ecoclime är långt ifrån ensamma om att ha drabbats hårt på sistone, så ingen skugga faller på den nya ledningen. Det senaste året har både små och stora bolag med liknande verksamheter, som t ex Garo och Nibe, gått svagt på börsen. Ecoclimes kurs höll sig bara uppe lite längre då det såg ut som att de skulle kunna klara sig igenom den här svåra perioden lite bättre.

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.

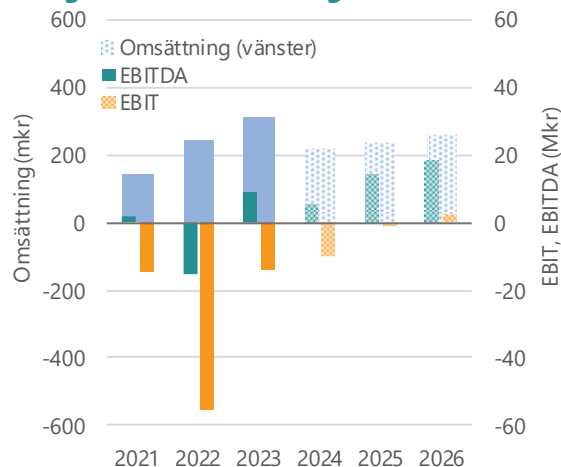
Hur länge denna giftiga cocktail kommer att hålla i sig är oklart, men vi utgår i våra prognoser från att det bara blir en sakta återhämtning från och med senare delen av nästa år. En volatil inflation och förhöjda kreditpremier för bygg- & fastighet får vi nog leva med länge. Efterfrågan på bostäder 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.

Kassaflöde, 12 mån. rullande från löpande verksamheten



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

Prognossammanfattning



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

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 affärsområden får klara sig med vad de har.

Potentialen fortfarande i Evertherm

Inomhusklimat, som ändå överraskat 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.

Det som från och med nästa år blir kvar av Smarta Fastigheter, SDC och Ecocloud, måste börja slå mynt av de investeringar som gjorts, inte minst på senare tid. Samtidigt finns betydande konkurrens och de som har resurser kommer att behöva fortsätta ta utvecklingskostnader t ex i AI-integrering för att kunna komma ut som vinnare. Risken är att Ecoclime är en för liten spelare för att få sin del av kakan och kunna hänga med i utvecklingen nu när marknaden inte längre växer, utan krymper. De bör dock kunna fortsätta att serva vissa kundsegment under en viss tid framåt, så tillsammans med kostnadsjakt bör ändå affärsområdet kunna ge ett visst bidrag, i alla fall när tiderna blir lite bättre.

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. Samtidigt som det är imponerande att Evertherm växte med över 50% under kvartalet, så vore det inte förvånande om tillväxttakten avtar under dessa marknadsförhållanden. Nu verkar ju Evertherm i en speciell nisch av värmepumpsmarknaden men Nibe rapporterar exempelvis att den europeiska marknaden nästan halverades i tillverkarledet under Q1, så mot den bakgrunden är Evertherms tillväxt fantastisk. Produktionskapacitet i fabriken i Vilhelmina uppges också finnas för fortsatt kraftig tillväxt och utvecklingen av produkterna är klar, så kostnadssidan ser bra ut framöver. Det stora frågetecknet är givetvis om även Evertherm kommer att 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.

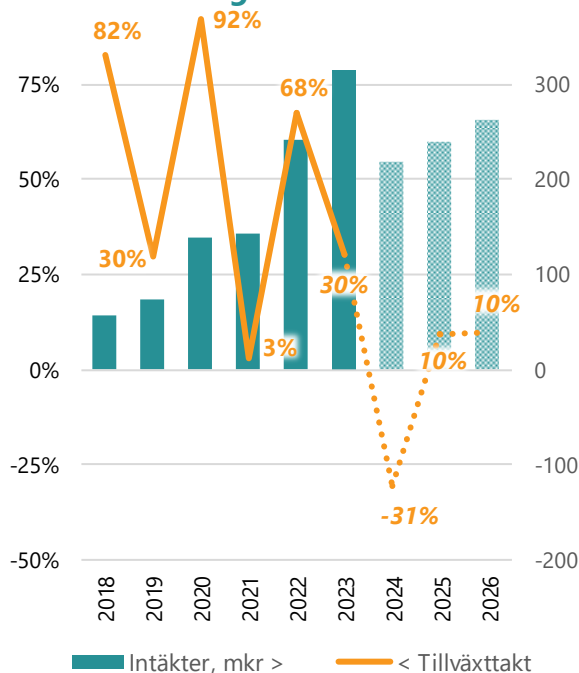
För att återspegla den ökade osäkerheten i flera av delarna höjer vi också avkastningskravet i kalkylen; mer om detta under värderingsavsnittet nedan.

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.

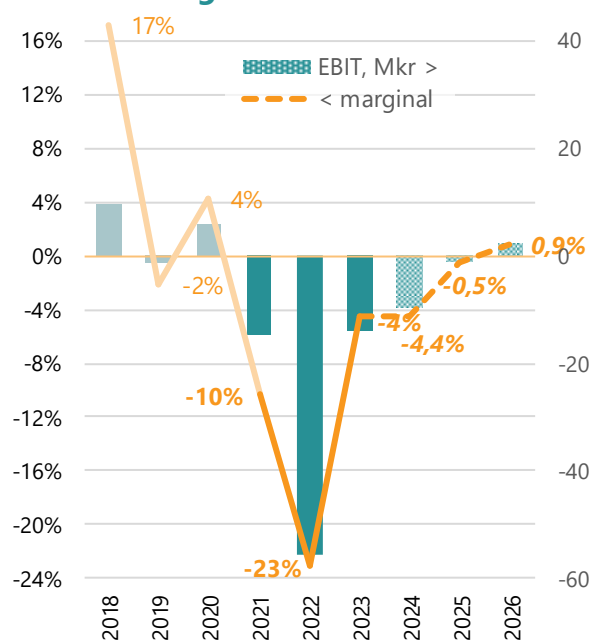
I siffror innebär det här en omsättning i år som är hela -31% lägre än ifjol med hänsyn tagen till att Miljöbelysning exkluderas för resterande kvartal i linje med IFRS, men som stiger med knappa 10% under 2025. En lugnare tillväxt på 10% förväntas under åren därefter när en bättre konjunktur börjar 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.

Intäkter & Prognos



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

EBIT & -marginal



Källa: Bolaget, beräkningar & prognoser Analysguiden

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. Under andra halvan av 20-talet skissar vi på rörelsemarginaler på försiktiga ca 5%.

Det här resulterar i stabilt positiva fria kassaflöden redan för innevarande kalenderår, och med undantag för 2025 som blåses upp av försäljningen av Miljöbelysning, låga men sakta stigande siffror därefter.

I sammanhanget 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 3 gånger högre än våra prognoser...

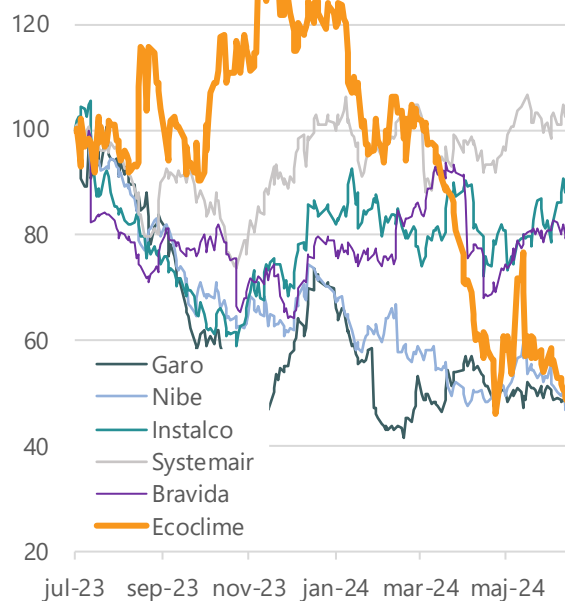
Sammanfattningsvis så gör vi om våra prognoser i grunden och baserar dem på tydligt försämrade marknadsförutsättningar som får bolaget att reva seglen rejält, vilket dock stäcker den långsiktiga potentialen kraftigt. På positiva sidan får vi dock en betydligt bättre likviditetssituation med positiva kassaflöden och en bra påspädning i kistan av försäljningen av Miljöbelysning. Vi bedömer därför att bolaget definitivt bör klara sig utan en nyemission och till och med kan ha lite torrt krut om så skulle behövas framöver.

Värdering

Utöver en riktigt jobbig marknadssituation, ett tufft internt jobb med att skära ner 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. Det fanns också aktieägare som ville tillsätta en särskild granskare, något som röstades ned av majoriteten. 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 riktigt den support de behöver i det här tuffa läget. En investerare satsar trots allt i stor utsträckning på att nuvarande bolagsledning ska lotsa bolaget igenom stormen till bättre väder på andra sidan. Lyckligtvis är den nya ledningen varm i kläderna och har rätt fokus i en tuff marknad. Det finns såklart också en risk att besvikna aktieägare tröttnar och säljer sina aktier och därmed lägger en våt filt över kursen.

Alla osäkerheter sammantagna – inklusive vår prognososäkerhet – får oss att höja avkastningskravet i kalkylen till 20%. Med det och våra prognoser som ovan, landar vi i vår kassaflödeskalkyl på en värdering om SEK 2,80 per aktie, under antagandet att aktien i slutet av prognosperioden, år 2030, handlas i P/E 12 – något som inte förefaller helt orimligt i ett mer normalt marknadsklimat och för ett bolag som då växer med 10% per år och har en rörelsemarginal på dryga 5% och därmed lämnar tydligt utrymme för förbättring och därmed sammanhängande kurspotential.

Jämförbara bolag över 1 år



Källa: Refinitiv

Värderingsmatrix

Motiverad kurs, kr	Avkastningskrav --->						
	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
8	3,41	3,17	2,95	2,76	2,59	2,43	2,30
9	3,59	3,32	3,09	2,88	2,70	2,53	2,39
10	3,76	3,48	3,23	3,01	2,81	2,63	2,48
11	3,94	3,64	3,37	3,13	2,92	2,73	2,56
12	4,12	3,79	3,51	3,26	3,03	2,83	2,65
13	4,29	3,95	3,65	3,38	3,14	2,93	2,74
14	4,47	4,11	3,79	3,50	3,25	3,03	2,83
15	4,64	4,26	3,93	3,63	3,37	3,13	2,92
16	4,82	4,42	4,07	3,75	3,48	3,23	3,01
17	5,00	4,58	4,20	3,88	3,59	3,33	3,10
18	5,17	4,73	4,34	4,00	3,70	3,43	3,19
19	5,35	4,89	4,48	4,13	3,81	3,53	3,28
20	5,52	5,04	4,62	4,25	3,92	3,63	3,37

Källa: Analysguiden

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 teoretiskt 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 3,2, vilket framstår som helt orimligt.

Trots att den här värderingsindikationen råkar hamna nära aktuell börskurs, så bör det noteras att prognoserna är försiktiga, avkastningskravet är mycket högt och bolagsledningen har tydligt visat vägen till positivt kassaflöde och därmed undvika aktieemission även om marknaden är mycket besvärlig. Tvärtom finns en avsevärd potential uppåt. Om exempelvis EBT-marginalen skulle hamna mitt emellan vårt antagande om 5% och bolagets 15%-mål – dvs på 10% – 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.

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

Risker

På medellång sikt är risken förhöjd, med tanke på försämringen i marknadsförutsättningarna, centrerad på fastighets- och byggsektorn som är bolagets främsta avnämare.

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.

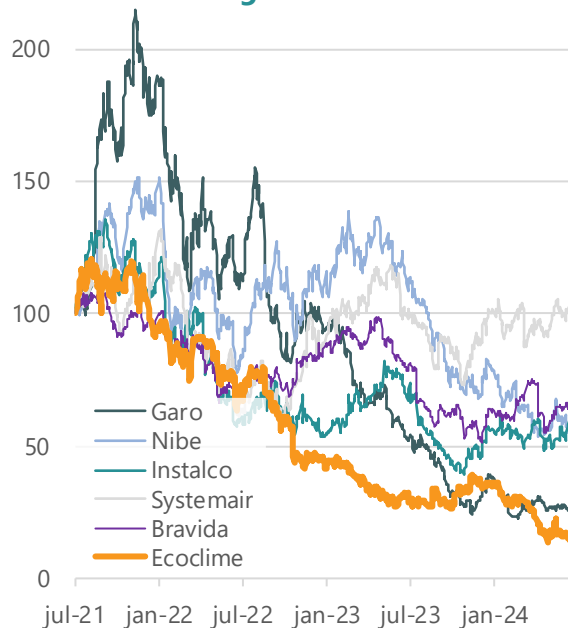
Likviditetssituationen har visserligen tydligt förbättrats, både avseende kassaflödet och köpeskillingen för Miljöbelysning, men helst vill vi se de stabila kassaflödena rulla in, innan vi helt blåser faran över.

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.

Jämförbara bolag över 3 år



Källa: Refinitiv

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 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.

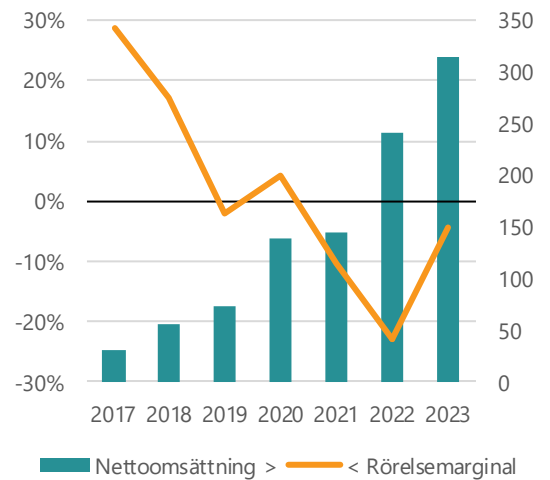
Betydande tillväxtpotential inom Evertherm

Marknadspotentialen fick Ecoclime att redan 2021 tidigarelägga och utöka investeringar i ökad kapacitet och trots krisen inom bygg- och fastighet har inte 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.

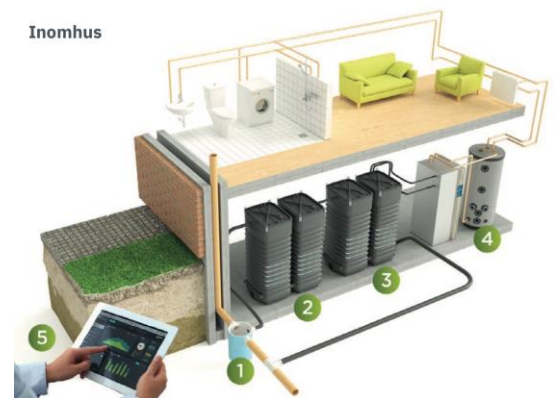
Med flera nya regleringar från EU på väg så måste ambitionsnivån även i Sverige höjas. Ecoclime är med sina energibesparande produkter mycket bra positionerat för att komma ut som en vinnare på en sådan utveckling.

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. 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. Tillväxten har sjunkit, om än från extrema till mycket höga tal. Det går inte att utesluta att de kan sjunka en hel del ytterligare och t o m temporärt bli negativa, 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 Ecoclimate 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 trots nyligen gjorda investeringar har inte efterfrågan lyft. Det finns säkert en god potential på sikt, men för det krävs 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 i inledningen av 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 större bidrag från affärsområdet framöver.

Tidigare analyser

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>

Q1-uppdatering 2021 – 17 maj 2021 (kurs 17,08 kr)

Riktkurs 17,50 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-ecoclimate-tillfallig-tillvaxtsvacka-manga-skal-till-optimism>

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