

# Fortsatt svag konsumentmarknad

## Kvartalet i korthet

För det andra kvartalet 2024 minskade Soltech Energy nettoomsättningen med 16% till 620,2 MSEK (742,6) med en EBITA om 34,3 MSEK (18,3) MSEK. Konsumentmarknaden för solenergi är fortsatt utmanande med fortsatt höga räntor och låga elpriser vilket gör en solinstallation ekonomiskt sett relativt mindre attraktiv. I början av 2024 kom Skatteverket med en ny, mer restriktiv tolkning av reglerna för hur man får använda ett batteri som fått/ska få grönt avdrag. I början av juli ändrades detta och nu tillåts batteriinstallationer som inte bara får lagra egenproducerad el utan får nu också till viss del nyttjas för stödtjänster och elprisarbiter. I Nederländerna har förutsättningarna ändrats till det negativa då energibolagen infört en extraavgift då solenergi matas ut på elnätet. Framöver ser vi tecken på att räntan är på väg ned samt att volatiliteten på elpriset, införandet av effekttariff och behovet av ett balanserat elnät gör att lagring (batterier) blir än mer attraktiva i en finansiell kalkyl. Det gör att den nya lagtolkningen blir än mer betydande för batteriinvestering framöver. Viktigt framöver är också att EU med nya direktiv redan från 2026 vill se obligatorisk installation av solceller på större kommersiella och offentliga byggnader redan från 2026 och bostadshus från 2029.

## Diversifierade affärsområden skapar viss stabilitet

Även om affärsområdet sol har påverkats av en dämpad efterfrågan på framförallt konsumentmarknaden så har Soltechs tre övriga affärsområden, tak, fasad och elteknik uppvisat stabilitet omsättningsmässigt. Dessa har visat sig vara en viktig diversifiering då de har även om en vändning inom sol är en förutsättning för att visa goda resultat.

## Svagt första halvår – minskade prognoser

Den fortsatt svaga solmarknaden gör avtryck i bolagets siffror som visar på en 20%-ig nedgång jämfört med 2023. Vi sänker vår omsättningsprognos till 2 627 MSEK från 3 367 MSEK som en konsekvens av ett svagt första halvår. Detta har också påverkat aktiekursen som är ned med ca 50% sedan årsskiftet. Långsiktigt tycker vi att man skall följa bolagets utveckling då en lägre ränta, klimatomställning och ökad elektrifiering gör en investering i solenergi mer attraktivt vilket kan leda både till ökad omsättning och lönsamhet vilket skulle ge förutsättningar för en omvärdering av bolaget. Även de beslutade EU-kraven på solenergiinstallationer på kommersiella fastigheter kommer påverka efterfrågan positivt för Soltech framöver. För en investerare med aptit för högre risk med tillhörande stor potential ser vi att det finns ett intressant läge här. En del av risken är att bolaget inte lyckas hantera sin lönsamhetsomställning tillräckligt snabbt och tvingas till extern finansiering samt att bolagets tillväxt fortsätter påverkas av den dämpade konsumentmarknaden.

## Soltech Energy

### Rapportkommentar Q2 2024

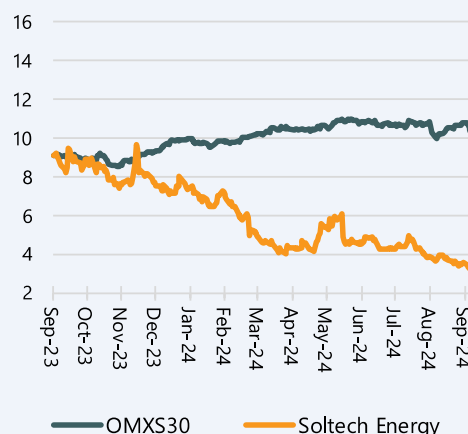
Datum 9 september 2024  
Analytiker Joakim Kindahl

### Basfakta

Bransch	Teknik/Solenergi
Styrelseordförande	Stefan Ölander
Vd	Patrik Hahne
Noteringsår	2015
Listning	Nasdaq First North Growth market
Ticker	SOLT
	3,24 kr
Antal aktier, milj.	132,3
Börsvärde, mkr	429
Nettoskuld*, mkr	21
Företagsvärde (EV), mkr	450
Webbplats	www.soltechenergy.com

\* neg = nettokassa

### Kursutveckling senaste 12 månaderna



Källa: NasdaqOMX, Refinitiv

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023	2024P	2025P
Totala intäkter	2 002	2 962	2 627	3 152
EBITDA	-20	128	105	236
Rörelseres. (ebit)	-62	52	45	164
Nettoresultat	-224	-166	-29	83
Vinst per aktie	-1,73 kr	-1,25 kr	-0,22 kr	0,63 kr
Omsättningstillväxt	110%	48%	-11%	20%
EBITDA-marginal	-1,0%	4,3%	4,0%	7,5%
Rörelsemarginal	-3,1%	1,8%	1,7%	5,2%
Vinstmarginal	-11%	-5,6%	-1,1%	2,6%
P/E-tal	neg	neg	neg	5,2
EV/ebit	neg	8,7	10	2,7
P/S-tal	0,2	0,1	0,2	0,1
EV/omsättning	0,2	0,2	0,2	0,1

## Investeringsstes

### Konsoliderare på en snabbväxande marknad

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

Soltech erbjuder energilösningar där man köper in komponenter och material med rätt kvalitets- och miljöstandard, sätter samman och installerar via förvärvade installationsbolag inom sol, tak, fasad och elinstallationer. Under 2022 expanderade bolaget också utomlands via förvärv i Nederländerna och Spanien. Den europeiska marknaden kännetecknas av en stark efterfrågesituation mot bakgrund av höjda klimatkrav samt ökande regulatoriska krav. En strävan efter energioberoende efter Rysslands utpressning med strypning av leveranser av fossila energilag med destination Europa och de därav kraftigt ökande energipriserna som förväntas vara än mer volatila framöver.

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

### Diversifiering ger ökad stabilitet

Soltech äger solenergibolag inriktade både mot konsument- och företagsmarknaden. Soltech har även verksamheter inom tak- och fasadbranchen samt elteknik. Detta ger en diversifiering samt att man på ett naturligt sätt kan skapa en helhetslösning för kunderna då allt finns under samma tak.

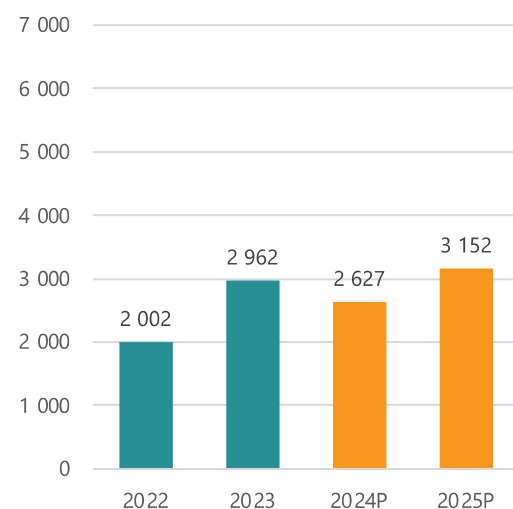
### Bolaget har kritisk massa

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

### Stor potential i aktien

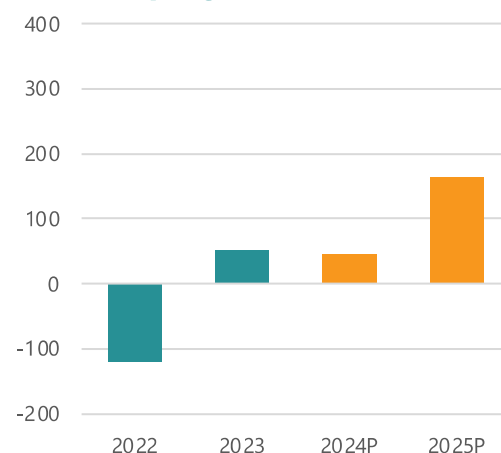
Om bolaget infriar våra prognoser ser värderingen låg ut även om det återstår en del arbete att nå marginalmålen. Även mot bakgrund av hur liknande bolag prissätts såväl internationellt som nationellt, så landar vi i att aktien är klart undervärderad på dagens nivå. Idag värderas bolaget till under en femtedel av sin omsättning – ett tydligt tecken på marknadens misstroende mot bolaget vilket dels kan förklaras med en för tillfället tuff privatmarknad.

### Omsättningsprognos



Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

### EBIT med prognos\*



\* justerad för ASAB och Neab

Källa: Bolaget, prognoser Analysguiden

### Solfasad



Källa: Bolaget

## Marknadsutveckling

### Marknaden för solceller

#### Privatmarknaden

Den tidigare starka efterfrågan på solceller på den svenska privatmarknaden har avtagit och är nu på en mer normal nivå delvis på grund av lägre elpriser och högre ränta. Marknadstillväxten förväntas vara cirka 25% årligen. Faktorer som bidrar till lägre elpriserna inkluderar ökad vattenkraftproduktion som en konsekvens av regn, gynnsamma vindförhållanden och ökad tillgång på naturgas från snabbt byggda LNG-terminaler. Privatmarknaden för solcellsinstallationer har bl a påverkats klart negativt på grund av höga räntor, lägre reallöner samt osäkerhet i tolkning av skattelagstiftningen gällande batteriinstallationer där man i början av 2024 inte tillät skattereduktion ” om batteriet helt eller delvis används för andra ändamål än att lagra den egenproducerade elen. I början av juli ändrades detta och nu får en batteriinstallation till viss del nyttjas även för stödtjänster och elprisarbitrage.

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

Sammanfattningsvis behöver den svenska privatmarknaden för solel förmodligen navigera genom den svaga konjunkturen innan efterfrågan förväntas öka igen.

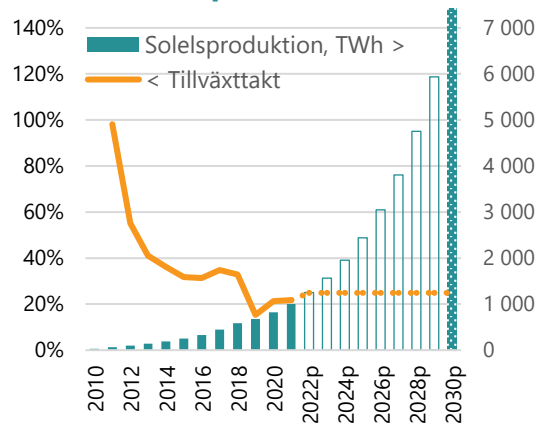
#### Solparker

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

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

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

## Global Solesproduktion



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

Källa: IEA, Solar PV Tracking Report, sept 2022



Nya, icke-inträngande applikationer av solcellsparker.

Ovan: Agri-PV där solcellspanelerna monteras antingen lodrätt eller högt för att inte hindra brukandet av marken under.

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



Källa: Bolaget (se [https://soltech-energy.com/mfn\\_news/soltechs-forsta-flytande-sol-cellsanlaggning-installerad-av-sud-renovables-i-spain/](https://soltech-energy.com/mfn_news/soltechs-forsta-flytande-sol-cellsanlaggning-installerad-av-sud-renovables-i-spain/))

## Kommersiella marknaden

För de som gör investeringarna är drivkraften till stor del energikostnaderna. Men det är inte bara en bättre kontroll på priset, utan också garanterad tillgänglighet på el som lockar företag och hushåll att investera i en egen solcellsanläggning. Företag har också fördelen av att de ofta har stor elförbrukning kombinerat med stora ytor på t ex tak/fasader som är fördelaktigt att installera solpaneler på. Med en batterilagring så ökar nyttan då man kan kapa stora effekttoppar vilket kan minska abonnemangskostnaderna samt även kunna erhålla ersättning för stöd- och balanstjänster för elnätet. Vid större svängningar i elpriset t ex mellan dag och natt kan lagring också användas för att sänka snittpriset på förbrukad el. Får många kommersiella kunder är det också viktigt att kunna uppvisa miljö- och hållbarhetsarbete som en del i sin profilering.

## Fortsatt positiva marknadsutsikter – EU driver på lagstiftning

Marknaden för solceller fortsätter att växa i mycket snabb takt, framför allt i Europa där klimathänsyn till och med övertrumpas av energisäkerhetsaspekten efter att Rysslands anfallskrig mot Ukraina totalt har förändrat spelplanen för energiförsörjningen i regionen. **EU vill nu exempelvis se solceller på alla större nya byggnader i etapper i Europa redan från 2026.**

Solcellstrenden är inte så ny som man kan tro. Globalt har marknaden gått från 22 GW kapacitet installerad under 2007 till 447 GW som beräknas ha installerats ifjol. Viktigare är dock hur det ser ut framåt och där menar IEA att solesproduktionen behöver öka med 25% per år fram till 2030 för att vara i fas med deras Net Zero Emission Scenario, vilket baseras på de förändringar som bedöms vara nödvändiga inom olika områden för att världen ska kunna nå nettonollutsläpp år 2050 – det är alltså mer av ett krav än en prognos och det är osäkert om det kan nås fullt ut. För Europa prognosticerade Solar Power Europe i sitt medelscenario att tillväxttakten faller från 50% tillväxt 2023 ner till 5% 2024 och sedan en ca 10%-ig snitttillväxt fram till 2028.<sup>1</sup>

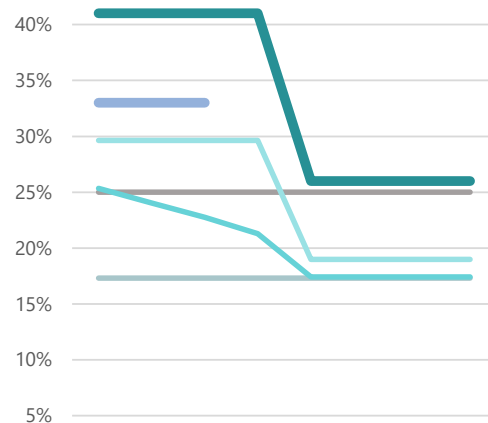
I Sverige beräknar Energimyndigheten i sin senaste prognos från i mars att solkraften kommer att öka sitt bidrag till elproduktionen från 2 TWh 2022, eller 0,76% av den totala svenska elproduktionen, till 9 TWh (7,1), vilket motsvarar en volymtillväxt om 35%/år medan Solar Power Europe.org prognosticerar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

En fortsatt strukturell tillväxt under många år ligger med andra ord i korten, men till det ska läggas en omogen och okonsoliderad marknad. Bara i Sverige finns det flera hundra bolag som installerar solceller och branschförbundet Svensk Solenergi räknar ca 365 medlemmar. Den nuvarande svagheten inom sol påskyndar konsolideringen av marknaden. Soltech har insett detta och bestämt sig för att komma ut som en av vinnarna på processen. För Spanien och Nederländerna, där Soltech också är verksamt, bedömer Solar Power Europe att tillväxttakten fram till 2028 kommer att ligga på 18% respektive 14%. Dessa marknader är mognare och t ex Spanien tillhör redan de tio största i världen sett till installerad bas – tio gånger större än Sverige.

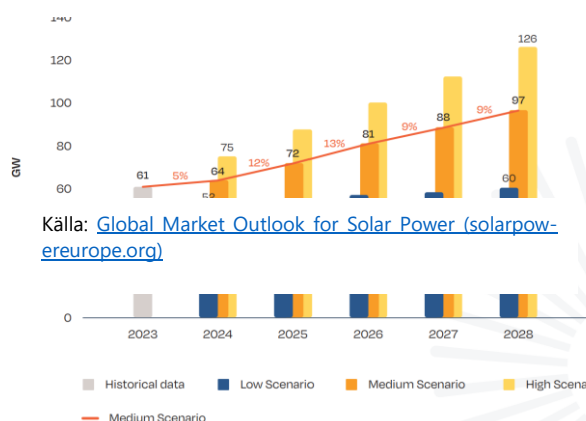
**EU vill redan från 2026 se obligatorisk installation av solceller på kommersiella och offentliga byggnader redan från 2026 och bostadshus från 2029.**

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

## Marknadstillväxt, prognoser



## EU-27 PV scenarier 2023-2028



Källa: [Global Market Outlook for Solar Power \(solarpowereurope.org\)](#)

<sup>1</sup> [https://api.solarpowereurope.org/uploads/Global\\_Market\\_Outlook\\_for\\_Solar\\_Power\\_2024\\_a083b6dcd5.pdf](https://api.solarpowereurope.org/uploads/Global_Market_Outlook_for_Solar_Power_2024_a083b6dcd5.pdf)

## Soltech – andra kvartalet 2024

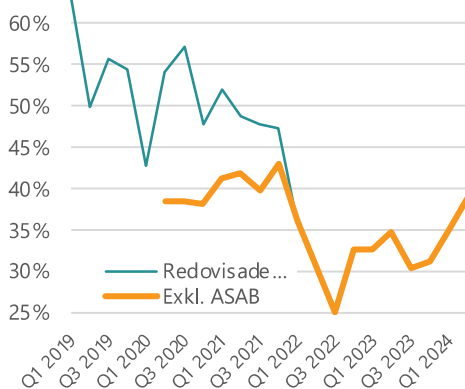
Nettoomsättningen för Soltechs andra kvartal gick ned med 16% jämfört med Q2-23 och hamnade på 620,2 MSEK (742,6). Man gjorde ett rörelseresultat på EBITA-nivå på 34 MSEK vilket motsvarar en marginal på 5,5%.

Bolagets omsättning i andra kvartalet har påverkats tydligt av den minskade efterfrågan på konsumentmarknaden i Sverige men även i Nederländerna och Spanien. Otydlighet och osäkerhet i reglerna har påverkat negativt. I Sverige har tolkning av det gröna avdraget för batterier gått från negativt till positivt i och med att man nu godkänner avdrag för batterier i hemmet som inte bara får lagra egenproducerad el utan får nu också till viss del nyttjas för stödtjänster och elprisarbitrage. I Nederländerna har energibolagen infört en extraavgift för solenergi som matas ut på elnätet vilket hämmar investeringar där. Övriga delar av verksamheten visade på en relativt stabil efterfrågan i det andra kvartalet, men har påverkats av den allmänna byggkonjunkturen med färre byggstarter och högre konkurrens med prispress som följd.

Bolagets kassaflöde före investeringar under kvartalet var positivt tack vare förbättringar i rörelsekapitalet. Betalning av tilläggsköpeskilling på 78 MSEK och investeringar gjorde dock att periodens kassaflöde var -68,4 MSEK. Detta gjorde att bolagets kassa minskade från 259,15 MSEK till 189,9 MSEK under kvartalet.

### Positiv trend i bruttomarginalen sedan slutet av 2022

#### Bruttomarginal



Siffrorna för 2022 och 2023 enl IFRS, tidigare K3.

Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

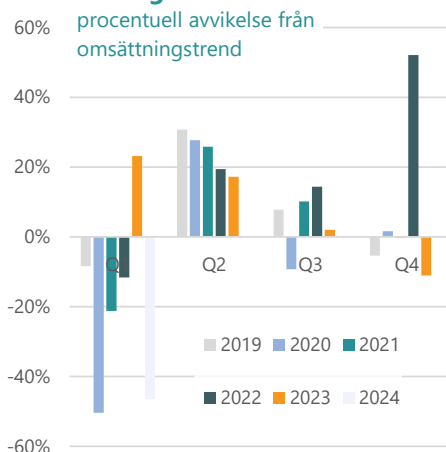
#### Bruttomarginal på runt 30%

#### Kassan låg på 189,9 vid kvartalsslutet

#### Fortsatt svag konsumentmarknad i Sverige men även i Nederländerna och Spanien

#### Soltech fortsätter att stärka sin bruttomarginal som bottnade i slutet av 2022

#### Säsongvariation



Källa: Bolaget, beräkningar Aktiespararna

## Prognoser & Värdering

### Prognoser

#### Omsättning

Soltech har nu har en målsättning att omsätta 8 mdr SEK 2028 med en EBITA-marginal på 10%. Detta innebär en genomsnittlig tillväxt kommande fem år på ca 22%.

I det korta perspektivet är det svårt att sia om exakt tillväxt då privatmarknaden för solcellsinstallationer fortfarande hämmas av höga räntor och ett elpris som för tillfället är på acceptabla nivåer för konsumenterna. På lite längre sikt kvarstår en större energiutmaning för många länder i och med elektrifieringen av samhället samt den gröna omställningen. Andra positiva påverkansfaktorer är t ex effekttariffer som kommer införas senast 2027.<sup>2</sup> Fokuset mot lönsamhet kommer så klart att påverka tillväxten, återstår att se hur den organiska tillväxten påverkas. Vi justerar ned vår tro för 2024 års omsättning efter ett tufft första halvår och tror dock på en drygt 10%-ig nedgång i omsättningen jämfört med 2023. För 2025 utgår vi från att räntenivåerna ligger något lägre och marknaden mognat ytterligare vilket bör gynna en aktör av större storlek och antar att bolaget kan växa sin omsättning igen. Vad gäller kostnader antar vi i princip oförändrade marginalnivåer vilket kommer leda till en vinst på sista raden under 2025. Detta antar vi sedan gradvis ökar som en effekt av bolagets lönsamhetsarbete.

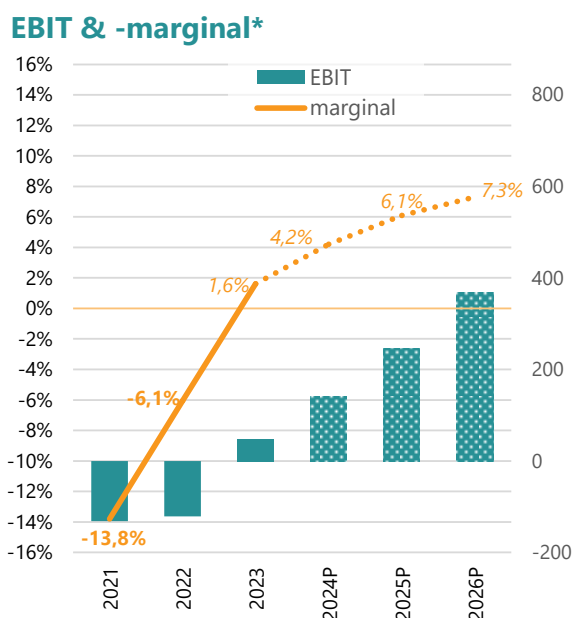
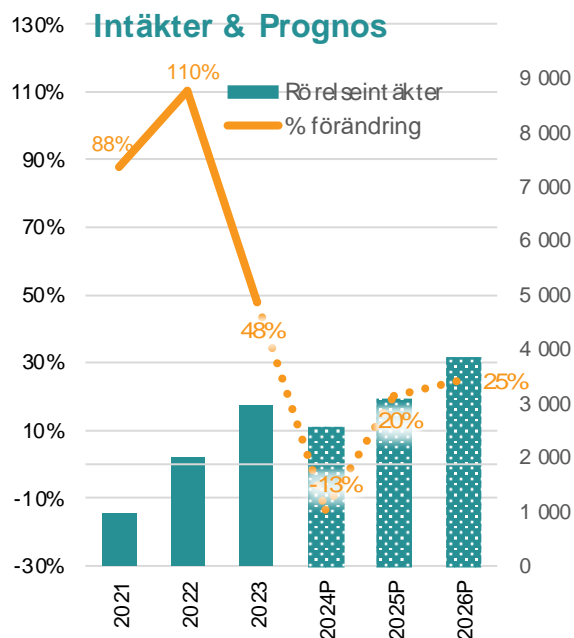
Vad gäller förvärv kommer det med största sannolikhet att ske i mindre skala innan man fått ett bättre grepp om sin lönsamhet och kassaflöde så man kan förvärva med internt genererade medel i större utsträckning.

#### Marginaler

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

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

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



<sup>2</sup> Det innebär att elnätskostnaden kan bli lägre om du sprider ut eller flyttar din elanvändning och högre om du använder mycket el samtidigt. En lösning med solpaneler och batterier kan innebära lägre användande av det externa elnätet vilket leder till lägre effekttariff.

### Likviditet, kassaflöde och kapitalförsörjning

Likvida medel uppgick till 189,9 MSEK. Räntebärande skulder uppgick till 211 MSEK.

För 2024 bedömer vi att bolaget genererar ca 40 MSEK före rörelsekapitalförändringar, investeringar och tilläggsköpeskillningar. Investeringar och tilläggsköpeskillningar bedömer vi uppgår till ca 100 MSEK för 2024. Till detta skall dras rörelsekapitalförändringar vilka vi bedömer till ca 70 MSEK.

**Bolagets beräknade villkorade tilläggsköpeskillningar i Q2-24 ligger på 107,2 MSEK som förfaller till och med 2026, till vilket ska läggas optionsskulder på 182,1 MSEK.** Bolagets eget genererade kassaflöde räcker ej till detta med våra prognoser så någon form av finansiering krävs utöver att dra ned på förvärvstakten.

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

Såsom i tidigare delårsrapporter skriver styrelse och VD att ” **För den kommande tolv månadersperioden bedöms likviditetsförsörjningen som säkerställd av bland annat fortsatt arbete med lönsamhet och effektivt nyttjande av befintligt rörelsekapital samt koncernens möjligheter att utnyttja tillgängliga krediter.**”

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

### Prognossammanfattning

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

### Bättre framtida marknadsposition

kräver

### Fortsatt tillväxt inkl förvärv

kräver

### Tillgång till kapital

kräver

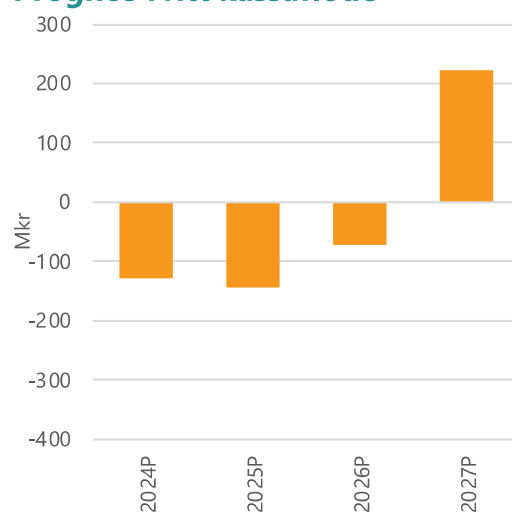
### Stabila positiva kassaflöden

kräver

### Högre marginaler

Soltechs nuvarande dilemma så som vi uppfattar det.

### Prognos Fritt kassaflöde



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

Källa: Bolaget, beräkningar och prognoser Analysguiden

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



## Värdering

### Kassaflödesvärdering

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

### Multiplar

Trots nedjusteringarna av våra prognoser, inte minst för de närmaste åren, så har en svag kursutveckling i princip vägt upp för detta. På vinstprognosen för 2025 med 5,2% rörelsemarginal handlas den på P/E ca 5 och då finns ändå klar potential kvar i marginalförbättring. Bolaget har haft en kraftig tillväxt de sista åren även om 2024 ser ut att bli ett år av omsättningsminskning. Det framstår som alldeles för billigt givet bolagets mål att hantera lönsamheten och den underliggande tillväxten i branschen.

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

### Branschperspektivet

Soltech har under 2023 genomfört sex förvärv varav fem tilläggsförvärv. Deras sammanlagda årsomsättning för ifjol uppgick till ca 86 MSEK. För dessa har Soltech betalat 48,7 MSEK inklusive övertagna skulder – 7,8 MSEK i kontant betalning, 24,7 i egna aktier och 16,1 MSEK i tilläggsköpeskillingar. Det betyder ett genomsnittligt pris på 57 öre per omsättningskrona. Det kan jämföras med aktuell värdering av det börsnoterade, miljardbolaget Soltech: Börsvärdet uppgår till ca en halv miljard medan innevarande års försäljning ser ut att bli runt SEK 2,6 Mdr.

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

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

### Värderingssammanfattning

Oavsett värderingsmodell så framträder med tydlighet den misstro som marknaden fortfarande verkar ha till bolaget och som förmodligen grundar sig i en osäkerhet om kapitalförsörjningen och ledningens förmåga att skruva upp lönsamheten i koncernen.

## Värderingsmatris

Motiverad kurs, kr	Rörelsemarginal 2026 --->						
	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
6	0	1	2	3	4	5	6
8	0	1	3	4	5	7	8
10	0	2	3	5	7	8	10
12	0	2	4	6	8	10	12
14	0	2	5	7	9	11	14
16	0	3	5	8	10	13	16
18	0	3	6	9	12	15	18
20	0	4	7	10	13	16	19
22	0	4	7	11	14	18	21
24	0	4	8	12	16	20	23
26	1	5	9	13	17	21	25
28	1	5	9	14	18	23	27
30	1	5	10	15	20	24	29

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

Källa: Aktieguiden

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

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

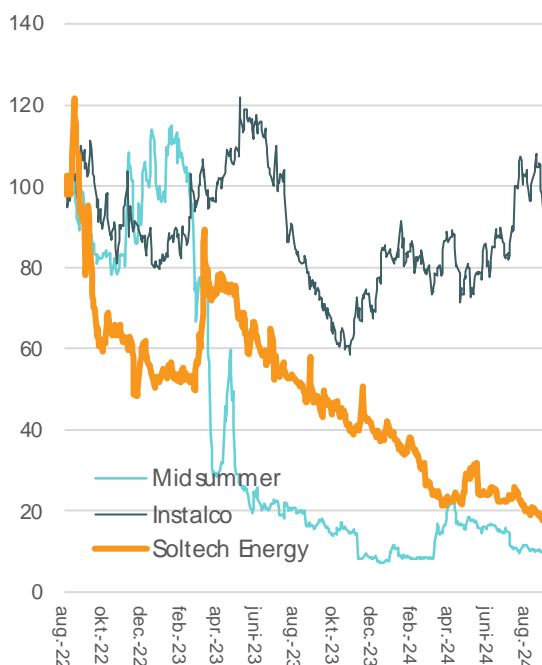
Med ett svagt första halvår, där Q1 påverkades extra mycket av säsongsfaktorer som väder samt för halvåret som helhet, en svag konsumentmarknad lyfter vi blicken mot andra halvåret och framåt där vi med intresse följer bolagets väg mot högre lönsamhet och en förmodad omvärdering. Skulle bolaget nå våra prognoser under kommande år ser vi en potentiell dubbleringskandidat.

### Förvärv

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

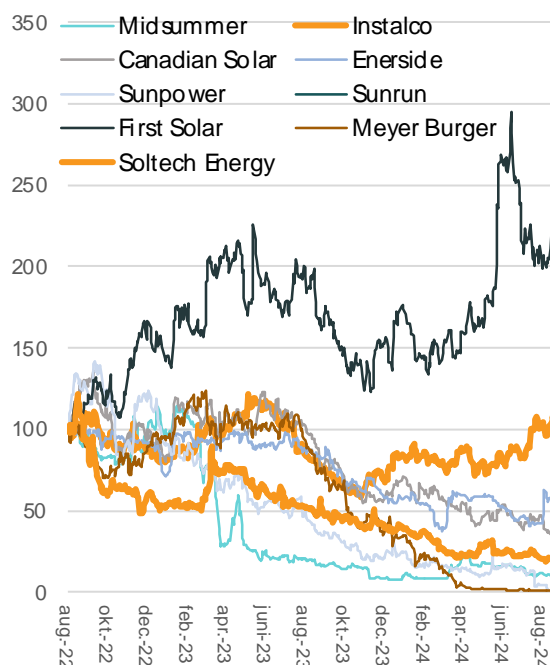
### omsättning

### Soltech & liknande lokala bolag



Källa: Refinitiv, Analysguiden

### Soltech mot solcellsbolag, i SEK



Källa: Refinitiv, Analysguiden

## Risker

Ett antal risker finns både långsiktigt och i närtid för Soltech. Marknaden för solenergi är ännu relativt liten i Sverige där endast 1,5 procent av elenergin idag utvinns från solpaneler. Detta ger mycket goda möjligheter för stark tillväxt men det är fortsatt dock en relativt ung bransch och ett fördröjt större genomslag för solenergi eller en marknad som mätas snabbare än i andra länder kan ge utebliven tillväxt.

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

En förvärvsstrategi innebär alltid att det finns en risk för att något av bolagen inte lever upp till förväntningarna eller, ännu värre, dolt eller farit med osanning om faktiska omständigheter. Även om inte detta är fallet tar förvärvsprocesser mycket av ledningens fokus i anspråk, med risk för att övrig verksamhet blir lidande.

Finansieringen är också en tydlig risk då bolaget ännu inte nått stabil lönsamhet med positiva kassaflöden. Nyckelfaktorn i nuläget bedöms vara att få upp marginalerna i verksamheten så fortsatta förvärv kan finansieras. Ytterligare utspädande emissioner framöver kan heller inte helt uteslutas.

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

### Största aktieägarna\*, %

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

\* exkl. förvaltarregistrerade, pensioner, etc.

Källa: Bolaget

## Marknad och Historik

### Om Soltech Energy

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

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

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

### Starka år historiskt

De senaste åren har kännetecknats av stark tillväxt för Soltech, såväl organiskt som via förvärv. Koncernens intäkter växte hela 469% till 2019 då de uppgick till 303,5 MSEK. Bolaget levererade sedan tillväxt på 65% till 2020 med intäkter på 500 MSEK, 148% tillväxt till 2021 då intäkterna landade på 1239 MSEK för 2022 landande siffrorna på 2 001 MSEK och 2023 omsatte Soltech 2 962 MSEK (alla siffror t o m 2021 inklusive den numera särnoterade kinesiska verksamheten Gigasun. Tillväxten har historiskt rört både den svenska och kinesiska verksamheten men varit störst i Sverige som uppvisat mycket stark tillväxt under de senaste åren. Vår prognos för i år pekar på en omsättning om ca 3 300 MSEK. Merparten av den historiska tillväxten kan härledas till ett stort antal genomförda förvärv under åren, beskrivna nedan.

Trots den starka tillväxten har resultatet hållit upp väl historiskt, fram till ifjol. EBITDA och rörelseresultatet ökade 2020 och 2021 med 56 respektive 72 procent, till att uppgå till 101,8 miljoner kronor och 42,7 miljoner kronor. 2021 innebar ett EBITDA-resultat på 317,5 miljoner kronor och ett rörelseresultat på 150,7 miljoner kronor, kraftigt stärkt av en extraordinär intäkt i samband med särnoteringen av Gigasun, för 2022 kom ett tapp till -148,6 MSEK på EBITDA-nivå och -246,3 i rörelseresultat. Dock var dessa påverkade av flera jämförelsestörande poster, så justerat för dessa var motsvarande siffror -23,3 MSEK (-63,9 för 2021 justerat) och -121,1 MSEK (-131,4) för rörelseresultatet. För 2023 förbättrades EBITDA till 128,5 MSEK dock påverkades nettoreultatet kraftigt negativt på grund av nedskrivningar, främst av bolagets finansiella tillgång i intressebolaget Gigasun.

### En makalös förvärvsresa

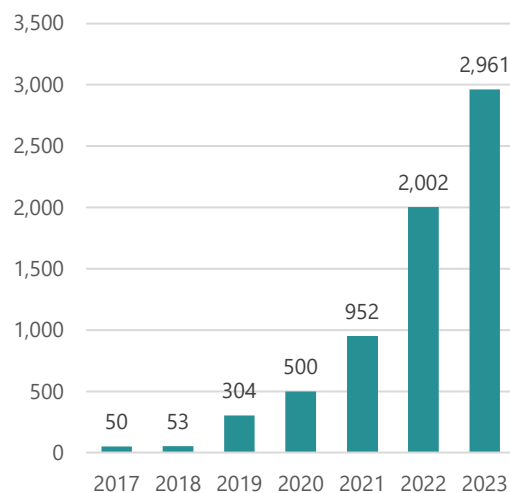
Den starka tillväxten bygger till stor del på förvärv där Soltech byggt upp en enhetlig koncern av sol-, el-, fasad- och takbolag som tillsammans innebär ett komplett helhetserbjudande inom solenergi. Fokus

### Takmonterade solpaneler



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

### Tillväxtresan



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

### Byggnadsintegrerade solpaneler



Soltech Shingel, en modern takpanna med fullt integrerade solceller.

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

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

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

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

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

## Strategiskt viktiga utlandsförvärv 2022

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

## Även för privatbostäder



## Solcellsparken utanför Karlskrona



Soltech har också börjat utveckla solparker tillsammans med externa investerare.

Den strategiska betydelsen av dessa förvärv bör inte underskattas. Det är kliv in på helt nya marknader, det är betydligt större förvärv än vad Soltech tidigare gjort och det är solcellsbolag och inte installationsfirmor (tak, fasad, el) som har varit Soltechs fokus på hemmaplan på senare år. De utgör dessutom lokala hubbar för ytterligare förvärv, ungefär som Soltech själv är hubben i Sverige.

### 365zon

365zon har omkring 40 anställda och tillhandahåller huvudsakligen solcells- och laddinstallationer till privatpersoner. Bolaget omsatte 250 miljoner kronor under 2021 med ett rörelseresultat på 10 miljoner kronor. Bolaget tillförde cirka 260 miljoner i omsättning bara under resten av 2022 och fram till 2024 väntas omsättningen från bolaget uppgå till cirka 1,2 miljarder med ett rörelseresultat kring 120 miljoner. Tillväxten väntas dels vara ett resultat av den starkt växande nederländska marknaden, dels en effekt av de synergier som väntas uppnås när bolaget blir en del av Soltech-koncernen. Förvärvslikviden för 53,3 procent av aktierna uppgår till 115,7 miljoner, men eventuella tilläggsköpeskillningar kommande år kan öka siffran till cirka 193 miljoner totalt. Bolaget har också en option att förvärva resterande delen av bolaget under 2025. Givet den starka historiken, tillväxten och lönsamheten var prislappen attraktiv och motsvarande börsnoterade bolag hade troligen krävt ett klart högre pris. Priset var även på jämförbar nivå med svenska bolag trots att 365zon kan uppvisa klart bättre lönsamhet och en rörelsemarginal kring 10 procent.

### Sud Renovables

Sud Renovables omsatte 2021 ca 90 MSEK som beräknas ha ökat till ca 245 MSEK 2022 med en rörelsemarginal om ca 8-10%. Bolaget är inriktat på utveckling och installation av solenergi- och lagringslösningar för fastighetsägare och företag, men erbjuder även solcellslösningar för privatpersoner. Sud Renovables har ca 60 anställda i moderbolaget och ca 35 anställda i det helägda dotterbolaget, Instal Sud, som är ett installations- och montageinriktat bolag och som ingår i förvärvet vilket är positivt. Utöver god solinstrålning skapar kombinationen av politiska lättnader och höga elpriser mycket goda förutsättningar för solenergiaktörer i landet. Till och med 2024 beräknas Sud Renovables bidra med över 868 MSEK i omsättning till en rörelsemarginal om 8-10%.

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

### 365zons kunderbjudande



Soltechs holländska förvärv vänder sig i huvudsak till privatpersoner.

### Spanska förvärvet Sud Renovables



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

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](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 Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Joakim Kindahl