

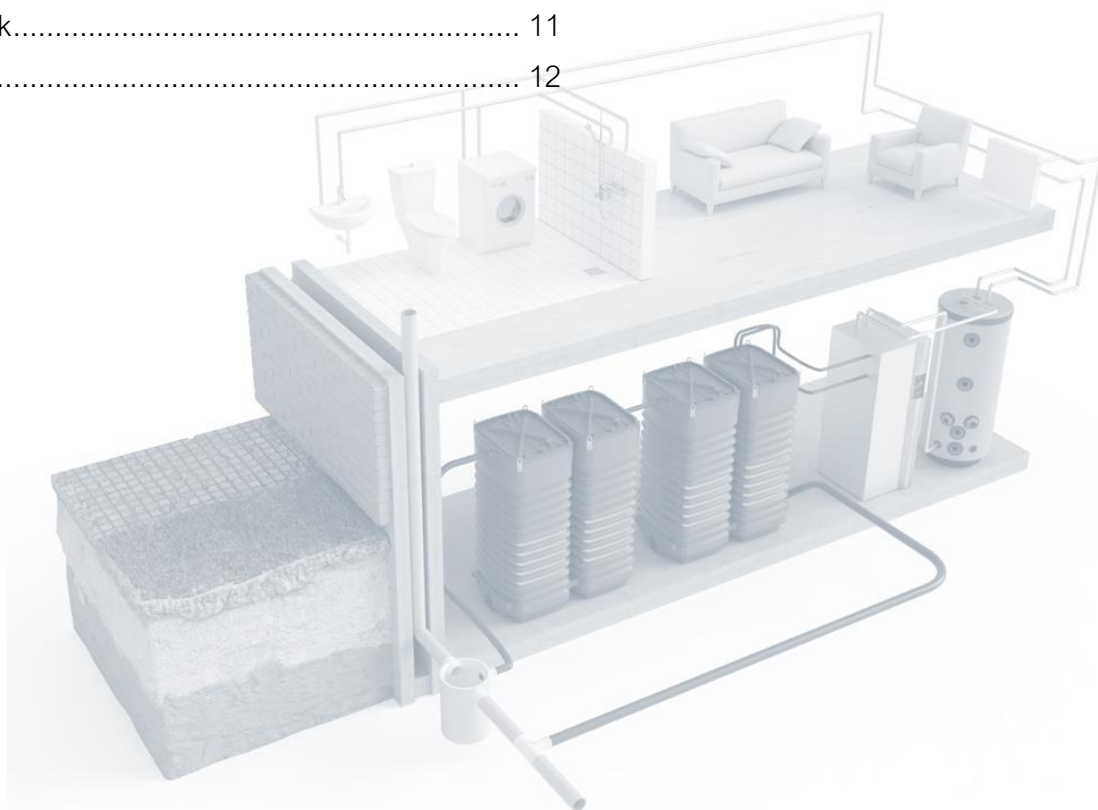


UPPDRAGSANALYS  
2 november 2018

# ECOCLIME ANALYSGUIDEN

## Innehåll

Kraftigt höjda mål inför 2021 .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse .....	3
Ägare .....	3
Finansiell ställning .....	3
Potential .....	3
Risk .....	3
Förvärvsdriven tillväxt .....	4
Marknad .....	7
Prognoser och värdering .....	8
Risker .....	11
Beroendet av nyckelpersoner .....	11
Förmåga att hantera tillväxt .....	11
Etablerade konkurrenter .....	11
Marknadsrisk .....	11
Disclaimer .....	12



# Kraftigt höjda mål inför 2021

**Ecoclime-aktien tog ett glädjeskutt sedan bolaget kommunicerat sin offensiva målsättning om en omsättning på 500 miljoner kronor år 2021. En ökad försäljning av bolagets egna produkter (klimattak och cirkulära energisystem) höjer marginalerna.**



Ecoclime säljer egna energiprodukter och system för komfortvärme och komfortkyla främst riktad mot fastighetsägare och kommuner. Intresset är stort för energiåtervinning. Den nya förvävsstrategin har gett fart åt Ecoclime-koncernen, där dotterbolaget Flexibel Luftbehandling

som tillkom i juni 2017 för tillfället står för drygt hälften av koncernens omsättning proforma. Ecoclime-koncernen omsatte omkring 50 miljoner kronor i årstakt under fjärde kvartalet 2017, en siffra som ökar till cirka 80 miljoner kronor under fjärde kvartalet 2018. Den sistnämnda siffran är 10 miljoner kronor högre än vår tidigare bedömning.

Ecoclime säljer klimatsystem i innetak som erbjuder såväl komfortkyla som komfortvärme för kommersiella fastigheter. Installationstart av 15 000 kvadratmeter klimattaktak är planerad under 2019. Vidare marknadsför och säljer bolaget Cirkulära Energisystem för återvinning, lagring och distribution av komfortvärme i alla typer av fastigheter. Ett tredje område är automation, dvs bolag som säljer tjänster och utrustning för optimering och styrning av energianläggningar i och mellan grupper av fastigheter.

Affärsområdena Ventilation och Automation har lyft sina marginaler från tidigare 11 till 15 procent genom en effektivare produktförsäljning.

Vi justerar upp våra intäkts- och resultatprognoser för koncernen från och med 2019. Vår nya rikt Kurs i bas-scenariot blir 12,6 kronor (jämfört med tidigare 8,8 kronor). Vi lägger dock inte några framtida förvärv i våra modeller, vilket förklarar skillnaden mot företagets egna intäktsmål år 2021.

## Utfall och riskjusterade prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Omsättning		7,5	8,6	39,8	73,6	99,4	134,2
Rörelseresultat		0,1	0,1	8,9	4,5	11,3	21,4
Årets resultat		0,1	0,0	6,8	3,2	8,7	16,8
Resultat per aktie (kronor)		0,02	0,00	0,54	0,17	0,46	0,88
P/E-tal (ggr)		-	1673,9x	9,0x	80,2x	29,9x	15,6x

Källa: Ecoclime och Jarl Securities

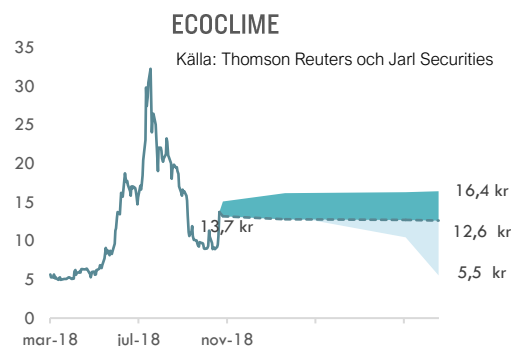
Datum: 2 november 2018  
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: Ecoclime Group AB  
Lista: SPOTLIGHT, STOCKHOLM  
Vd: Lennart Olofsson  
Styrelseordförande: Peter Nygårds  
Marknadsvärde: 258 MSEK  
Senast: 13,7 SEK  
Kort om Ecoclime: Ecoclime säljer komfortvärmelösningar och installationer i innetak via en värmväxlersystem som installeras i innetaken företrädesvis i kommersiella fastigheter. Vidare arbetar bolaget med energilösningar från fastigheters och processers spillvatten, sjövattnen och energilagring med hjälp av kollektorer.

Möjligheter och styrkor: Ecoclime vänder sig till en marknad värd mellan 3,5 och 11 miljarder kronor, vilket omfattar ROT-marknaden för kontor och bostäder motsvarande drygt hälften av samtliga värmeförluster i det svenska vattensystemet. Rörelsemarginalerna vid produktförsäljning är genomgående höga, ofta 30 till 50 procent.

Risker och svagheter: Bolaget möter konkurrens från större och etablerade aktörer främst inom ventilationssektorn som Swegon och Uponor. Byggsektorn är en konservativ bransch där nya produkter inte omedelbart anammas.

Värdering: Bas 12,6 kr  
Bear 5,5 kr Bull 16,4 kr



# Temperatur

## Ledning och styrelse



Lennart Olofsson har mångårig erfarenhet från verkstadsindustrin och forskning. Åren omkring 1997 var han aktiv som huvudägare i Duroc.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

## Ägare



Vd:n Lennart Olofsson kontrollerar via hel- och delägda bolag cirka 40 procent av aktierna i bolaget. Historiskt har flera utvecklingsinsatser finansierats av huvudägaren som vid framgång transfererats till bolaget. Privat entreprenörskap brukar öka chansen till god värdeutveckling.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

## Finansiell ställning



Bolaget hade en nettokassa på cirka 9 miljoner kronor per 30 juni 2018. Koncernen genererar ett positivt kassaflöde via de förvärvade dotterbolagen. Vi höjer betyget till 6.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutsriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

## Potential



Med en stark produktportfölj och med hjälp av nya förvärv bör bolaget kunna växa i god takt fram till och med år 2020. Förvärven förstärker bolagets möjligheter att marknadsföra och sälja mot de befolkningstäta områdena i södra Sverige, Göteborg och Stockholm/Mälardalen. Baserat på våra nya riktkurser höjer vi åter betyget till 6.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

## Risk



Efter förvärven av Flexibel Luftbehandling och SDC Automation har rörelse- liksom risken kopplad till enskilda produkter och tjänster minskat. Ecoclime möter etablerade konkurrenter inom en konservativ bygg- och ventilationsbransch.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.

## Förvärvsdriven tillväxt

Ecoclime lanserade den första generationen av ETX-panelen år 2007. Den andra generationen kom i slutet av 2015 och applicerades då i innertak till olika fastigheter. Styrningen av inomhusklimatet sköts via reglerventiler, ställdon och rumstermostater. Dessa är anpassade för såväl befintliga radiatorer (för värme) i fastigheten som för företagets komfortpaneler (värme och/eller kyla). Produkten har i referensinstallationer visat sig ge 94 procent av kontorshyresgästerna som nöjda med inomhusklimatet, vilket är det högsta värdet som kan uppnås med ISO 7730-metoden. Så här långt har mer än 40 000 kvm komforttak installerats hos olika kunder. Nu finns projekt som innebär installation av mer än 30 000 kvadratmeter klimattak ute hos kunder (olika fastighetsägare) under 2019-2020. Bakom varje sådan fastighetsägare finns det ofta en kontorshyresgäst med höga krav på inomhusklimat i sina lokaler.

### Ecoclimes komforttak

Ecoclime komforttak  
med lägre bygghöjd



Med Ecoclimes lösning (fler paneler med hög effekt och låg lufthastighet) sprids kylan jämnt över hela lokalen. Det gör att komforten ökar och 100% av ytan i lokalen kan nyttjas, inkluderat takhöjden.

Traditionell lösning



Med traditionell "punctkyla" (få moduler med hög hastighet) kan det uppstå ytor som upplevs betydligt kyligare och dragigare än övriga delar av lokalen.

Källa: Ecoclime och Jarl Securities

Klimattak lämpar sig lika väl för nyproduktion, men inom detta segment återstår fortfarande att etablera sig hos projektörer, som har en faiblesse för etablerade produkter och metoder. Det är lättare för en privat fastighetsägare att ta ett sådant investeringsbeslut i samband med renoverings- och ombyggnad av en enskild fastighet eller ett mindre bestånd.

Det andra produktområdet inom Ecoclime-koncernen är Evertherms energi-återvinnings- och cirkulära energisystem. Evertherm SEW tar vara på upp till 95 procent av spillvattnets energi och återför denna energi till fastigheten ifråga via tankar med energikollektorer. Den andra produkten heter Evertherm ARV och är ett energiåtervinningssystem som är mer inriktade på industriprocesser (förorenade miljöer). Den höga energiåtervinningsgraden är kanske det viktigaste försäljningsargumentet. En väsentlig referensorder var med Skanska kring en nyproducerad fastighet i Umeå. Här anger Skanska att den effektiva energiåtervinningen i systemen ligger på 80 procent, vilket också var den dimensionerande funktionen. Företagets SEW-system är nu föreskrivna i flera

projekt runt om i landet bl a i Växjö, Åre och Stockholm.

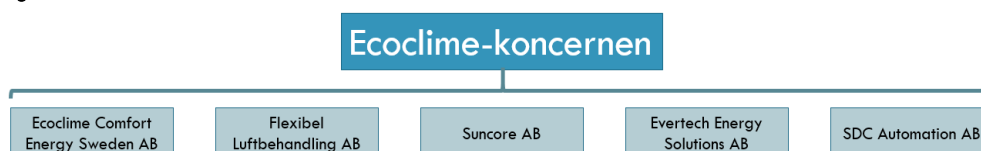
I juni 2017 förvärvades Flexibel Luftbehandling, som är en totalentreprenör och driftpartner för ventilationsbolag i Stockholmsregionen sedan 1980. Företaget arbetar med både nyinstallation, renoveringar samt underhåll och drift av befintliga ventilationssystem och anläggningar åt olika fastighetsägare och industrier etc. Bolaget hade vid förvärvstidpunkten en omsättning på cirka 33 miljoner kronor och ett genomsnittligt rörelseresultat före avskrivningar (EBIT) de senaste fyra åren om 2,3 miljoner kronor. Den fasta köpeskillingen som Ecoclimate betalade uppgick till 10 miljoner kronor. Därutöver avtalades om en maximal tilläggsköpeskillning om cirka 4 miljoner kronor som i så fall kommer att finansieras till hälften med 400 000 nyemitterade aktier i Ecoclimate till emissionskurs 5 kronor per aktie år 2019.

Flexibel Luftbehandlings VD och tidigare huvudägare Bengt Tedebo fortsätter som dotterbolags-VD och spelar för närvarande en nyckelroll i den nya större Ecoclimate-koncernen där han nu även ingår i styrelsen.

I samband med kvartal 2/2018 rapporten lanserade bolaget en klimatgaranti-modell, där bolaget äger systemen och sedan hyr ut dessa med klimatgarantier avseende temperatur, drag, oljud och luftkvalitet.

Ecoclimate-koncernens nya struktur i fem affärsområden framgår i diagrammet nedan;

#### Fem olika bolag i Ecoclimate-koncernen



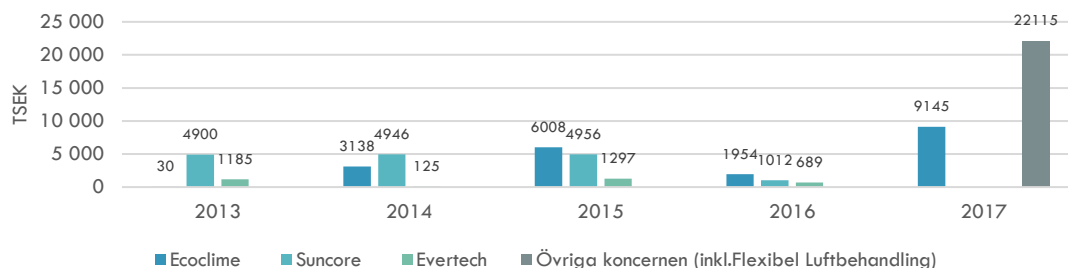
Källa: Ecoclimate och Jarl Securities

Ecoclimate har varit igång med sin verksamhet sedan 2013. All tillverkning av Ecoclimate-gruppens produkter sker vid Suncores fabrik i Vilhelmina, Västerbottens län, där bolaget delar lokaler med systerbolaget Evertch. Systemprodukter för Evertechs produkter tillverkas av olika underleverantörer.

Samtliga tillgångar innefattande produktionsanläggning samt patent för bolagen Ecoclimate, Suncore och Evertch, där rätten att utnyttja ETX-teknologin är det viktigaste, överfördes jämte produktionsfastigheten i Vilhelmina från huvudägarens bolag till Ecoclimate-koncernen hösten 2017. Ersättning för detta reglerades genom en apportemission av Ecoclimate-aktier.

Som framgår i diagrammet överst på nästa sida var det moderbolaget Ecoclimate med sina komforttak och dito kyla som växte mest under tiden 2013 till 2015. Under 2016 tappade koncernen försäljningsmomentum. 2017 ökade intresset för Evertechs återvinningslösningar och intäkterna försköts i denna riktning.

### Omsättning i Ecoclimate-bolagen, 2013–2017



Källa: Ecoclimate och Jarl Securities

Ett viktigt framsteg under 2017 var Ecoclimes samarbete med Stockholm Exergi (fd Fortum Värme), där Evertch levererar en modifierad varmvatten-återvinningsanläggning som Stockholm Exergi säljer vidare till några av sina kunder. Evertch är underleverantör men det innebär ändå en betydande intäktpotential för Ecoclimate-koncernens under 2018.

I mars 2018 meddelades att Ecoclimate och Power Heat Piping Sweden AB i Malmö bildar ett gemensamt försäljningsbolag för Götaland. Försäljningen kommer framöver att täcka både Skåne och Göteborgsregionen där Power Heat Piping sedan tidigare är verksamma. I detta samarbete ingår hela Ecoclimes produktsortiment från komfortaken till systemen för energiåtervinning (spillvatten) via kollektorer. Power Heat Piping omsatte 209 miljoner kronor räkenskapsåret 2016/17 med ett rörelseresultat om 20 miljoner kronor. Bolaget är ett entreprenörsinriktat konglomerat med allt från tillverkning av rör via projektering, till produktion av fastigheter.

Den 16 april 2018 annonserades förvärvet av SDC Automation, ett bolag inom fastighetsautomation med 11,7 miljoner kronor i intäkter och ett resultat om 0,45 miljoner kronor för helåret 2017. Den fasta köpeskillingen uppgick till 2 miljoner kontant samt 150 000 nyemitterade Ecoclimate-aktier värderade till 840 tusen kronor. Därutöver finns möjlighet givet att ett resultatmål (1,5 miljoner kronor i vinst år 2018) uppnås för säljaren att erhålla en tilläggsköpeskillning om 1 miljon kronor samt ytterligare 150 000 nyemitterade Ecoclimate-aktier värderade till 840 tusen kronor.

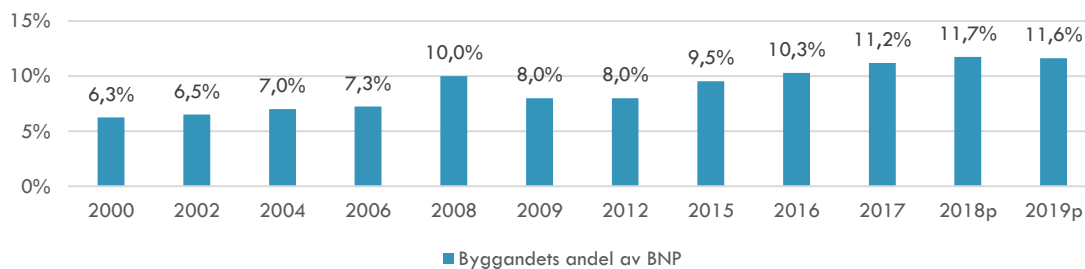
## Marknad

Ecoclimes förvärvsmodell etablerar nya försäljningskanaler för bolagets produkter. Koncernen har ett antal tunga referensorder att peka på som Skanska inom energjätervinning på hussidan, försäljning via Fortum av energjätervinningsanläggningar, en installation till fastighetsbolaget Atrium Ljungberg i Nacka sydöst om Stockholm respektive ett större finansiellt centrum i Stockholm city samt det nya dotterbolaget SDC Automations genombrottsorder för klimattstyrning av serverhallar till ett globalt techbolag.

Marknaden som Ecoclime adresserar är värd mellan 3,5 och 11 miljarder kronor beroende på vilken del av värdekedjan som avses. Den lägre siffran avser ROT-marknaden för bostads- och kontorshus i huvudsak byggda efter 1940 (Ecoclimes marknad för komfortpaneler), medan Evertechs marknad för värmeåtervinning utgör en delmängd av teoretiska 20 miljarder kronor (den senare siffran avser totala värmeförluster via avloppssystemen i Sverige).

När vi tittar på grafen nedan som visar byggandets andel av BNP i Sverige är det viktigt att erinra sig att andelen renovering- och ombyggnad väntas öka på nyproduktionens bekostnad 2019 jämfört med 2018, ett scenario som inte är ogynnsamt för Ecoclimes del.

### Byggandets andel av BNP i Sverige, 2000–2019p



Källa: Sveriges Bygginstrumenter och Ekonomifakta.

I Evertechs fall finns en potential i samarbetet med Folkets Hus, Skanska Teknik och Power Heat Piping för energieffektivisering i bostadshus via värmeåtervinning. Uppvärmningskostnader utgör normalt mer än hälften av totala driftskostnader för bostäder.

Ecoclime använder system för fastighetsautomation för att optimera driften. Det nyligen förvärdade dotterbolaget SDC Automation har sedan tidigare varit en samarbetspartner kring de smarta energioptimeringslösningar som bolaget nu installerar i Ecoclimes system. SDC har byggt upp en omfattande verksamhet som konsult för det norska företaget SD-konsult. SDC har utvecklat egna plattformslösningar för intelligenta hus,, bl a med Akademiska Hus och världsledande datahallsföretag som kunder.

Sverige har ett förhållandevis ålderstiget byggnadsbestånd, med en topp i byggandet under andra halvan av 1960-talet. Underhållsbehovet har ackumulerats och totalt bedöms ett renoveringsbehov på omkring 200 miljarder kronor föreligga



enbart i miljonprogrammets bostadsbestånd, varav hittills endast en mindre del betats av. I samband med sådana renoveringar byts normalt hela vatten- och avloppssystem ut samt ofta även ventilationssystem. För fastighetsägaren erbjuder renoveringen av fastighetens skal en möjlighet att få energibesparande material och system installerade, vilket ger en snabb återbetalning.

Inom kommersiella lokaler riktar Ecoclimate in sig mot centrumbildningar i universitets-städerna och främst fastigheter byggda efter 1940. Behovet av moderniseringar är även här relativt stor, inte minst ur konkurrenssynpunkt. Stigande kontorshyror i främst centrala Stockholm och Göteborg ökar incitamentet för fastighetsägarna att renovera äldre lokaler till moderna kontor, vilket ger ett tillskott till installationsmarknaden.

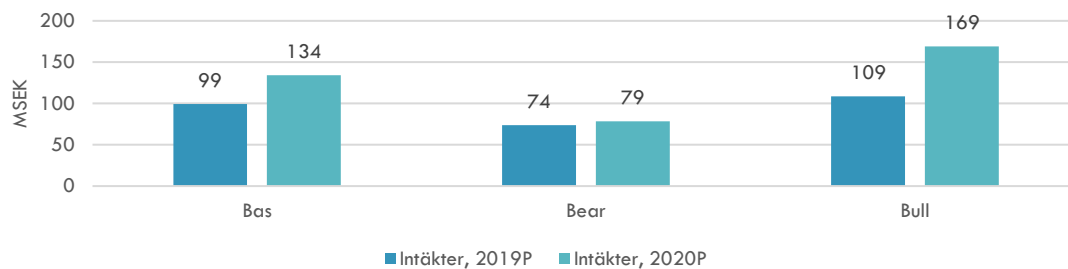
En betydande potential utgörs av sakernas internet (IoT) och det smarta hemmet som innebär uppkoppling och styrning av värme, kyla och andra media i fastigheterna inklusive kommunikation med förbrukningsapparatur i fastigheten. Ecoclimes lösningar bygger på att dessa skall kunna integreras i och styras från vilket system som helst.

## Prognoser och värdering

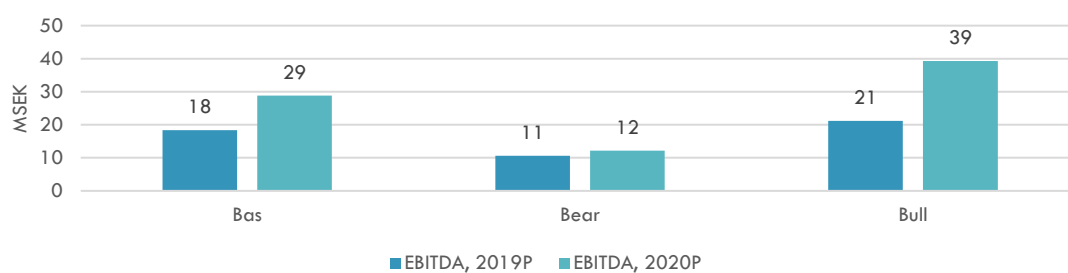
Ecoclimate-koncernen säljer produkter med mellan 50 och 75 procent bruttomarginal och mellan 30 och 50 procent rörelsemarginal före centrala administrationskostnader. Den övre delen av dessa intervall avser egna produkter (främst kollektorer) och den lägre om företaget säljer som en del av en större systemleverans. Marginalerna ligger på omkring 70 procent för produktförsäljning och cirka 30 procent vid installationer. Då Ecoclimate arbetar på en konkurrensutsatt marknad har vi inte räknat med mer än 30 procent marginalbidrag netto vid ökad försäljning. Bolagets marginaler hamnar omkring 20 procent inom ett par år. Marginalerna har redan stigit från 11 till 15 procent för affärsområdena Ventilation och Automation. De största aktörerna i branschen (som även har en högre overhead) ligger normalt på omkring 15 procent rörelsemarginal på koncernnivå.

Variationen i våra intäkts- och EBITDA-prognoser i de tre olika scenariona (Bas-, Bear- och Bull) illustreras i graferna på nästa sida. Som synes är variationerna relativt sett större vad gäller antaget rörelseresultat för avskrivningar (EBITDA än intäkter). Det förklaras med en antagen mindre produktförsäljning och lägre rörelsemarginaler i Bear-scenariot och motsvarande större produktförsäljning som drar upp marginalerna i Bull-scenariot. Bolaget räknar själva med en försäljning uppåt 200 miljoner kronor år 2020 exklusive nya förvärv, medan vi ligger på 169 miljoner kronor i intäkte år 2020 i vårt uppmusterade Bull-scenario.

### Prognos, intäkter



### Prognos, EBITDA



Källa: Jarl Securities

I 2017 års resultat för Ecoclimate-koncernens ingick aktiverade kostnader, EU-bidrag mm om totalt cirka 8,5 miljoner kronor. Vi räknar med vissa sådana intäkter i våra prognoser för åren 2018–2020. Bolaget har erhållit beslut som leadpartner i EU-projekt, för demonstrationer av bolagets cirkulära energisystem om 20 miljoner kronor under perioden.

De olika kassaflödesvärderingarna visar på en motiverad aktiekurs om 5,5 kronor per aktie i Bear-scenariot, 12,6 kronor per aktie i vårt Bas-scenario (jämfört med 8,8 kronor per aktie i vår uppdatering den 29 september och 16,4 kronor per aktie i Bull-scenariot. Antagen rörelsemarginal för koncernen år 2020 varierar då från 15,5 procent i Bear-scenariot via 21,5 procent i Bas-scenariot till 23,3 procent i Bull-scenariot.

Aktiekursen i Ecoclimate har stigit markant de senaste månaderna, för att därefter falla tillbaka och nu åter stiga på den annonserade nyheten om att bolaget höjer sina finansiella mål för år 2021. Med en bedömd omsättning på 500 miljoner kronor och ett rörelseresultat på 75 miljoner kronor år 2021 ter sig dagens börsvärde strax över 250 miljoner kronor som ganska modest. Av dessa 500 miljoner kronor bedömer vi att 150 miljoner kronor avser företagets kärnprodukter (komforttak och cirkulära energisystem). Frågan är hur stor utspädning i form av nyemitterade aktier som kommer att krävas vid nya förvärv för att nå denna målsättning. Vi anser att aktien har förtjänat en uppvärdering, då koncernens förvärvsstrategi så här långt har visat sig framgångsrik där dotterbolagen levererar såväl intäkter som EBITDA-resultat över förväntan.

Dagens samtidigt relativt höga värdering av den egna aktien sett till resultaten under 2018 och prognos för 2019 ger Ecoclimate momentum i att genomföra fler förvärv. Detta då betalning delvis kan ske med en förhållandevis väl prissatt aktie (på kort sikt och utan hänsyn till en del av den framtida potentialen) vilket skulle skapa värderingsmässiga arbitrage som gynnar befintliga ägare. Frågan är samtidigt hur pass utspädd nuvarande huvudägare kan tänka sig att bli.

Sammanfattningsvis är vi mycket positivt inställda till bolaget, dess strategi och produkter. Vi anser att aktien är förhållandevis rimligt värderad i dagsläget, med en viss ytterligare potential om vårt mer optimistiska scenario skulle infrias.

#### DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	12,0%	12,0%	12,0%
CAGR, 2018 - 2020	7,0%	35,1%	42,3%
Tillväxt, evighetsvärde	1,5%	2,0%	2,5%
Rörelsevärde (EV), mkr	94,3	231,9	306,1
Nettokassa inklusive optioner, mkr	11,8	11,8	11,8
Aktievärde, mkr	106,1	243,7	317,9
Antal aktier efter utspädning, miljoner	19,4	19,4	19,4
Värde per aktie, SEK	5,5	12,6	16,4
Implicit EV/Sales, 2018P	1,4x	3,2x	3,7x
Implicit EV/EBITDA, 2018P	9,8x	20,8x	21,7x

S

Källa: Jarl Securities

## Risker

Det finns ett antal risker knutna till Ecoclimate-gruppens verksamhet.

### Beroendet av nyckelpersoner

Nyckelpersoner är förutom vd och huvudägaren Lennart Olofsson, bland annat Torbjörn Jonasson som är teknikutvecklingsansvarig med 16 års erfarenhet hos konkurrenten Swegon. Med förvärvet av Flexibel Luftbehandling tillkom dess VD och grundare Bengt Tedebo som en nyckelperson inom gruppen. Genom förvärvet av SDC Automation tillkom Mathias Lindberg och Anders Lindman som tidigare huvudägare. Bägge med en stark ställning inom automatonsbranschen. Beroendet av nyckelpersoner utgör ett känsligt moment i det uppstartskede som bolaget befinner sig i. Samtidigt växer kretsen av ledningspersoner med nya förvärv.

### Förmåga att hantera tillväxt

I sin accelererande tillväxtstrategi har Ecoclimate som målsättning att växa i ett exponentiellt tempo via förvärv samt genom integration och den extraförsäljning av övriga produkter som dessa förvärvade bolag förväntas bidra med. En sådan tillväxt innebär normalt en snabbt stigande lönsamhet. Samtidigt visar liknande exempel att kostnaderna för att ta sig över olika tröskelnivåer på vägen kan bli betydande. Det kan handla om utbyggnad av försäljningsorganisation, lager- och utbyggda affärssystem etc. Produktionens kapacitet utgör däremot inte någon begränsad resurs, där koncernens fabrik i Vilhelmina kan hantera prognosticerad volymtillväxt åtminstone fram till år 2021 utan några tilläggsinvesteringar.

### Etablerade konkurrenter

Ecoclimate skall ta sig in på en stor marknad som erbjuder mycket potential, inte minst renovering- och ombyggnad där det finns stora behov. Fastighetsbranschen är erkänt konservativ och inte alltid benägen att till sig nya produktinnovationer särskilt snabbt. Dominerande aktörer inom ventilationsbranschen som Swegon och Fläkt m.fl. (dessa båda bolag har miljard-omsättningar) lär fortsätta sina dominansstrategier för att i möjligaste mån dämpa tillväxttakten för uppstickare som Ecoclimate.

### Marknadsrisk

Byggbranschen har historiskt varit cyklisk, där framförallt nyproduktionen tenderar att minska drastiskt i inledningen av en lågkonjunktur. Detta kan påverka Ecoclimes försäljning i ett sådant läge, även om bolaget i huvudsak inriktar sig mot renoveringsmarknaden där behoven har ackumulerats under en längre tid.

## Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, [www.jarlsecurities.se](http://www.jarlsecurities.se), nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska 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.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.