



ANALYSGUIDEN - UPPDRAGSANALYS
29 augusti 2019

SOLTECH ENERGY

FÖRVÄRV LEVERERAR I KV2

Innehåll

| | |
|---|----|
| Förvärv levererar i kv2..... | 2 |
| Temperatur..... | 3 |
| Ledning och styrelse..... | 3 |
| Ägare..... | 3 |
| Finansiell ställning..... | 3 |
| Potential..... | 3 |
| Risk..... | 3 |
| Kort om SolTech..... | 4 |
| Bra andra kvartal..... | 5 |
| Intäkter under kv2 åter över förväntan..... | 5 |
| Fler förvärv och nytt kapital för organisk tillväxt i Kina..... | 5 |
| Även fler förvärv i Sverige borde komma..... | 6 |
| Laddad kassa för fler förvärv..... | 6 |
| Rörelseresultat i linje med förväntan..... | 7 |
| Prognoser och värdering..... | 7 |
| Intäktsprognoser affärsområde BIPV + förvärv..... | 7 |
| Tillväxt i Kina bör tillta under kv3 2019..... | 8 |
| Bättre lönsamhet i takt med att Kina växer..... | 9 |
| Värdering..... | 10 |
| Risker..... | 11 |
| Disclaimer..... | 12 |

Förvärv levererar i kv2

SolTech redovisade en stark tillväxt om 317 procent på årsbasis. Förvärvens bidrag uppgick till 55 miljoner kronor, vilket var över vår förväntan. Intäkterna från verksamheten i Kina förväntas växa starkare under innevarande kvartal.



Under andra kvartalet 2019 redovisade Soltech en nettoomsättning på 88,6 miljoner kronor. Det var över vår prognos som låg på 81,0 miljoner kronor. Intäktsraden på aggregerad nivå bedöms således som stark. De förvärvade dotterbolagen levererade intäkter om 55 miljoner kronor och överraskade på

uppsidan. Inkluderat moderbolaget var den svenska verksamhetens bidrag till den totala nettoomsättningen 59,8 miljoner kronor jämfört med vår prognos om 49,5 miljoner kronor. Verksamheten i Kina beräknas till cirka 28,8 miljoner kronor, vilket var aningen svagare än vad vi prognostiserat (31,5 miljoner). Den anslutna kapaciteten ökade med 0,7 MW och tillväxten i ansluten kapacitet levde således inte upp till förväntningarna. Men med installationer under uppbyggnad om 13,2 MW, som under en längre period varit i denna fas, tror vi att tillväxten i ansluten kapacitet kan växa starkt under det tredje kvartalet 2019.

Trots högre intäkter än väntat var rörelseresultatet om 11,5 miljoner kronor i linje med vad vi prognostiserade. Det innebär att marginalen var lägre än vad vi tänkt oss. Intäktsmixen mellan de två affärsområdena är en av fler förklaringar till detta. Dock tror vi att intäkterna från verksamheten i Kina över tid kommer att ha en starkare organisk tillväxt än verksamheten i Sverige. Det innebär i sin tur att det borde finnas uppsida i marginalen. EBITDA-resultatet kom in på 18,4 miljoner kronor, vilket motsvarar 1,3 gånger kvartalets räntekostnader.

Vi har gjort vissa förändringar i våra prognoser efter rapporten. Vi beräknar ett motiverat värde per aktie om 15,4 kronor (15,1) för de kommande 6 – 12 månaderna. Förvärv har fått fart på verksamheten i Sverige. Under sommaren tog bolaget in drygt 100 miljoner kronor före kostnader för att fortsätta förvärvsstrategin. Vi skulle bli förvånade om inte minst ett till förvärv presenterades under H2 2019. Vi tror även att bolaget kan förvärva fler portföljer av redan ansluten kapacitet i Kina för att skynda på tillväxten. Förvärv är dock inget vi kan modellera med men ger en möjlig uppsida i vår värdering.

Utfall och prognoser, basscenario

| MSEK | 2017 | 2018 | 2019P | 2020P | 2021P | 2022P |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning | 50 | 54 | 314 | 458 | 655 | 795 |
| EBITDA | -14 | 18 | 79 | 163 | 311 | 397 |
| EV/Sales | 21,4x | 19,8x | 3,3x | 2,3x | 1,6x | 1,3x |
| EV/EBITDA | - | 59,5x | 13,5x | 6,6x | 3,4x | 2,7x |

Källa: SolTech och Carlsquare

Datum: 29 augusti 2019
Analytiker: Markus Augustsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: SolTech Energy Sweden AB (publ)
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Stefan Ölander
Styrelseordförande: Frederic Telander
Marknadsvärde: 867 MSEK
Senast: 15,9 SEK
Kort om SolTech Energy: SolTech utvecklar och säljer solceller som samtidigt är ett byggnadsmaterial. Genom det samägda bolaget, ASRE, finansierar, äger och driver bolaget också solenergiinstallationer i Kina som ger förhållandevis säkra och återkommande intäkter över långa perioder, upp mot 25 år.

Möjligheter och styrkor: SolTech säljer bland annat på byggnadsintegrerade solceller, ett segment inom solenergi som förväntas växa under de kommande åren med lägre priser som underlättar investeringskalkylerna. Denna marknad är i dag inte lika konkurrensutsatt som utanpåliggande solceller, eftersom produkterna är unika.

Den elproducerande verksamheten i Kina, som bedrivs i det samägda bolaget ASRE, är redan uppe och genererar bra intäkter. Långa leveransavtal om 20 till 25 år skapar stabila och förutsägbara intäkter.

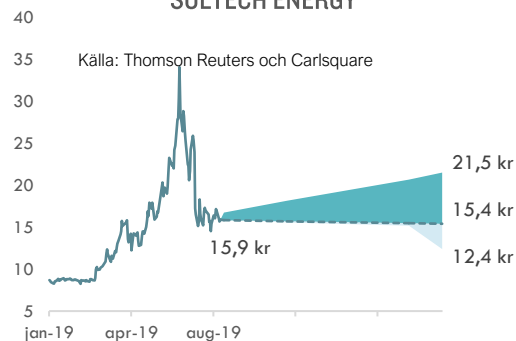
Bolagets förvärvsstrategi förfaller som lyckad. Fler förvärv kan skapa ytterligare uppsida.

Risker och svagheter: SolTechs tillväxtplaner i Kina är beroende av icke säkrad extern finansiering.

Statliga bidrag som stimulerar tillväxten är utanför bolagets kontroll.

Värdering: Bear 12,4 kr Bas 15,4 kr Bull 21,5 kr

SOLTECH ENERGY



Temperatur

Ledning och styrelse



I augusti 2018 tillträdde tidigare styrelseordförande, Stefan Ölander, vd-posten. Sedan dess har han presenterat bolagets befintliga förvävsstrategi inom vilken tre köp redan genomförts. Stefan har en lång bakgrund av ledande positioner inom bland annat SEB- och Kinneviksfären. Stefan är numera aktiv investerare efter en lång period som framgångsrik entreprenör. Tidigare vd, Fredric Telander, ansvarar numera för den kinesiska verksamheten och tog över posten som styrelseordförande efter Stefan.

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



Ägandet i SolTech är bred ägarbas spritt med cirka 27 700 aktieägare. Både styrelseordförande Frederic Telander och vd Stefan Ölander, är privat och genom bolag SolTechs största enskilda ägare. Det ger dem ett finansiellt incitament att agera i aktieägarnas intresse.

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 per den 30 juni 2019 169,3 miljoner kronor i kassan. EBITDA-resultatet motsvarade under första kvartalet 1,3 gånger räntekostnaderna. Denna multipel är i dag låg och kommer rimligtvis fortsätta ligga på låga nivåer under tillväxtperioden i Kina. Bolaget har nyligen tagit in 100 miljoner kronor före emissionskostnader. Det ger SolTech bra utrymme för sin förvävsstrategi. För att realisera på tillväxtplanerna i Kina krävs ytterligare kapital (via emission av gröna obligationer).

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium 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



Bolaget har genomfört tre bolagsförvärv i Sverige som adderar värden. Till detta har bolaget börjat förvärva redan anslutna anläggningar i Kina. Det påskyndar uppbyggnaden för att nå målet om cirka 211 MW vid årets slut. Bolaget avser att fortsätta med sin förvävsstrategi i både Kina och Sverige, vilket bedöms som positivt.

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 tillväxtutsikterna 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



Ännu inte säkerställd finansiering krävs för att uppnå målet om 605 MW installerad kapacitet i Kina år 2022. Förtroendet kan snabbt devalvera om sådan finansiering löpande inte kan säkerställas.

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.



Kort om SolTech

SolTech Energy Sweden AB (SolTech, bolaget eller koncernen) står i dag på två affärsben. Den svenska verksamheten säljer utanpåliggande och egenutvecklade byggnadsintegrerad (BIPV) solceller. Sedan årsskiftet har den svenska verksamheten stärkts upp genom tre förvärv som breddar erbjudandet. Nyligen har pengar tagits in i en kraftigt övertecknad emission för att fortsätta förvärva och vidare stärka upp positionen på den svenska marknaden.

Den andra verksamheten i Kina äger och driver solcellsanläggningar genom det samägda bolaget, ASRE. Med denna affär erhåller bolaget återkommande intäkter från försäljning av el kontrakterat på upp till 25 år med bra marginal. ASRE samägs med kinesiska Advanced Solar Power Hangzhou Inc. (ASP) som är ett väletablerat företag med investerare som välkända Sequoia Capital och Legend Capital (Lenovo).

SolTech är ett intressant bolag ur fler perspektiv:

- Bolaget erbjuder innovativa och estetiskt tilltalande lösningar för elproduktion som bidrar till omställningen från förbränning av fossila bränslen (och kärnkraft) till gröna hållbara energikällor. Koncernens erbjudande är via de båda verksamhetsområdena heltäckande. Det täcker flera segment av marknaden; hushåll, större fastigheter som kontor och flerbostadshus, samhällsfastigheter och industri.
- Bolaget förvärvar för att befästa en stark position på marknaden för solceller i Norden med fokus på Sverige. Bolaget betalar förvärv delvis med aktier. Det möjliggör för arbitrage – att värdeökningen från intäkt- och lönsamhetsbidrag överskrider effekten av utspädning vid emission av egna aktier.
- Verksamheten i Kina har på sikt god lönsamhet. Avtal med kund (köpare av den producerade elektriciteten) skrivs av på långa löptider mellan 20 – 25 år. Det skapar återkommande och förutsägbara intäkter. Under tillväxtfasen är verksamheten i Kina kapitalkrävande (kostnader för uppbyggnation). Under pågående tillväxtfas tar tid att matcha pengainflöden, i form av intäkter från såld elektricitet med pengautflöden i form av räntekostnader. Förvärv av redan ansluten kapacitet underlättar tillväxtresan.

Bra andra kvartal

Intäkter under kv2 åter över förväntan

Under andra kvartalet 2019 redovisade SolTech totala intäkter om 92,3 miljoner kronor, vilket motsvarar en tillväxt om 317 procent på årsbasis. Både den elproducerande verksamheten i Kina liksom försäljning av solceller i Sverige bidrog till tillväxten. Sekventiellt ökade intäkterna med goda 64%. Det senaste förvärvet, Swede Energy Power Solutions (SEPS) samt bra leverans från övriga förvärv bedöms vara en av huvudanledningarna till den starka sekventiella tillväxten.

På aggregerad nivå landade nettoomsättningen på 88,6 miljoner kronor, vilket var en bit över vår prognos som låg på 81,0 miljoner kronor i basscenariot. SolTech levererade således en stark tillväxt som slog vår prognos för andra kvartalet i rad. Avvikelsen kan åter främst tillskrivas de svenska dotterbolagen vars bidrag var 55 miljoner mot förväntade 47 miljoner kronor.

Moderbolaget levererade en nettoomsättning på 4,8 miljoner kronor vilket också var över vår prognos. För moderbolaget var den sekventiella tillväxten starkt positiv men jämförelsebasen var låg. Rent säsongsmissigt är det andra kvartalet rimligtvis starkare än det första kvartalet

Nettoomsättningen i ASRE kom in på 28,8 miljoner kronor och motsvarar en sekventiell tillväxt om 10,3 procent. Vår prognos låg på 31,5 miljoner kronor och den kinesiska verksamheten levererade således marginellt under vår förväntning. Vi tror på en fortsatt bra sekventiell utveckling i den kinesiska verksamheten för de kommande kvartalen, allt eftersom kapacitet under uppbyggnation ansluts till nätet.

Den anslutna kapaciteten ökade med låga 0,7 MW under andra kvartalet 2019, från 93 till 93,7 MW. Under första kvartalet ökade ansluten kapacitet med cirka 32 MW varav lejonparten (21,4 MW) inkluderade i en portfölj av anläggningar som bolaget förvärvade. Så en mer rättvisande siffra att jämföra med är alltså cirka 10,4 MW som anslöts "organiskt" under första kvartalet. Dock är 13,2 MW under uppbyggnad. Per den 31 mars 2019 var 12,0 MW under uppbyggnad. Med detta sagt är det rimligt att ansluten kapacitet har en starkare utveckling under det tredje kvartalet (än andra kvartalet).

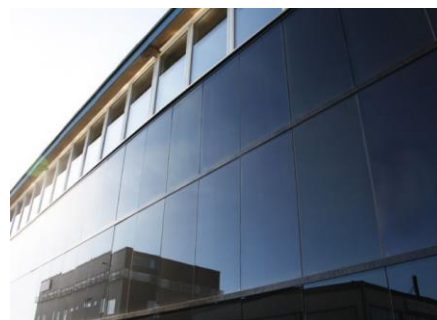
Fler förvärv och nytt kapital för organisk tillväxt i Kina

Vi hade gärna sett att kapacitet under uppbyggnad ökat mer. Men som framgår i ASAB:s andra kvartalsrapport är tillgången till kapital som befarat den största utmaningen för verksamheten i Kina. Möjligen finns potentiellt ytterligare redan installerad kapacitet att förvärva, vilket omgående (efter stängning av en potentiell affär) skulle addera nya intäkter och skynda på tillväxten.

Bolaget har inte kommunicerat något nytt kring målet för ansluten kapacitet vid utgången av 2019 – som därmed också antas ligga kvar på drygt 210 MW. Målet, att ha 605 MW driftsatt under år 2022, bekräftades senast i ASAB:s första kvartalsrapport.

Samtidigt är orderläget fortfarande starkt med hög efterfrågan. Orderboken i termer av MW har ökat från 27,5 MW vid utgången av första

Exempel på produkt: SolTech Facade
En putsad fasad kostar cirka 1 800 kronor per kvm och en komplett SolTech fasadlösning cirka 1 950 kronor per kvm. Den faktiska merkostnaden blir då 150 kronor per kvm med en återbetalningstid på ett till två år. Detta är till synes en mycket attraktiv investeringskalkyl vilket gör att vi har stora förväntningar på denna produkt.



kvartalet 2019 till 33 MW vid utgången av andra kvartalet. Projekt-pipeline har också ökat, från 90 MW till 123 MW vid utgången av andra kvartalet.

Det är ingen nyhet att verksamheten är kapitalintensiv under tillväxtfasen. Rimligtvis kommer bolaget att genomföra fler rundor av kapitalanskaffningar (gröna obligationer) för att finansiera den fortsatta tillväxten i Kina.

Även fler förvärv i Sverige borde komma

Marknaden av leverantörer av solcellsprodukter i Sverige är fortfarande splittrad med flertalet små och lokala leverantörer. SolTech avser att ta en ledande roll under konsolideringsfasen. Genom förvävsstrategin adderas intäkter och lönsamhet. Genom förvärv stärker bolaget även sin position på marknaden med kompetens samt produkter och tjänster inom flera vertikaler som utökar konkurrenskraften. Den underliggande tillväxt inom solcellsmarknaden liksom försäljningssynergier, som nya kontaktytor och korsförsäljning mellan produkttyper, skapar goda förutsättningar för koncernen att hållbart växa över tid. Att via förvärv bredda produkt- och tjänsteportföljen (med exempelvis rena takprodukter/tjänster) bör även den säsongsmässiga känsligheten minska.

Hittills under 2019 har bolaget gjort tre förvärv. Bolagets ledning förväntar sig ett intäktsbidrag från de tre förvärven om 190 miljoner kronor under 2019. Under årets första sex månader har bidraget uppgått till 82 miljoner kronor. Bolagets förväntningar bedöms därmed som uppnåbara. Utfallet för innevarande tredje kvartalet är rimligtvis mycket viktigt för att bolagets förväntningar skall uppnås. Detta inte minst då det fjärde kvartalet är säsongsmässigt svagt.

Den andel av det av bolagets förväntade intäktsbidrag som är hänförlig till aktieägare i SolTech uppgår cirka 111 miljoner kronor. Denna andel kommer att öka från till cirka 126 miljoner kronor. Det efter att bolaget låtit meddela om förvärvet av resterande 49 procent av aktierna i Nyedal Solenergi. Köpeskillingen för dessa 49 procent uppgår till cirka 3,1 miljoner kronor och betalas kontant.

Laddad kassa för fler förvärv

I juni slutfördes även en nyemission som övertecknades med 333 procent. Denna inbringade totalt drygt 100 miljoner kronor före relaterade kostnader. Likviden skall användas för att fortsätta förvärva. Bolaget har flertalet mer eller mindre långt gångna diskussioner med potentiella förvärvskandidater. Vi förväntar oss fler förvärv, vilket vid konsolidering bör addera ytterligare uppsida till vår värdering.

SolTech har i de tre senaste förvärven betalat mellan 70 och 80 procent av köpeskillingen kontant och resterande belopp med aktier. Att använda aktien för att delfinansiera förvärv underlättar finansieringen och har en inlåsningsseffekt för säljarna som kan säkerställa att förvärvsobjekten fortsätter att leverera. Genom att betala med egna aktier kan bolaget även göra teoretiska arbitrage givet att den egna aktien handlas till högre multiplar än de multiplar som bolagen förvärvas till. Vidare, för att i bästa mån säkerställa sig om att förvärvsobjektet fortsätter att prestera i linje med förutbestämda mål har bolaget "reserverat" delar av köpeskillingen som först betalas ut vid en förutbestämd tidpunkt givet att målen uppnås (en så kallad earn-out-modell).

Rörelseresultat i linje med förväntan

Med högre intäktsbidrag från förvärven än väntat var också bruttoresultatet aningen över vår prognos. Men som en effekt av större bidrag från de svenska förvärven var bruttomarginalen också lägre än vad vi hade räknat med.

Bruttomarginalen i den kinesiska verksamheten är betydligt högre än den i den svenska verksamheten. Intäktsmixen mellan de två affärsområdena kommer därmed också att vara avgörande för utvecklingen i bruttomarginal, liksom för andra lönsamhetsmått längre ner i resultaträkningen.

Det redovisade EBIT-resultatet kom in på 11,5 miljoner, vilket marginellt översteg vår prognos om 10,9 miljoner kronor. Även om avskrivningar var låga (på grund av redovisningsmässiga teknikaliteter) hamnade EBIT-marginalen något under vår förväntan. Det förklaras bland annat av intäktsmixen samt av högre än väntade övriga externa kostnader i SEPS. Över tid bör vissa överlappande kostnadsposter i koncernen kunna elimineras i den svenska verksamheten vilket kan påverka lönsamheten positivt, om än marginellt.

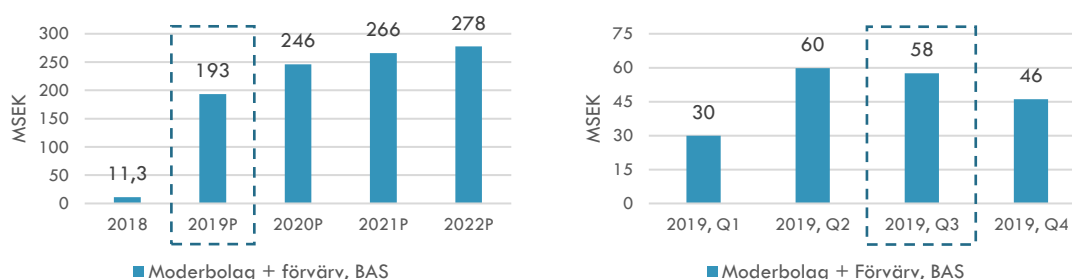
EBITDA-resultatet kom in på 18,4 miljoner kronor, vilket var något lägre än vår prognos på 19,4 miljoner kronor. Exkluderat förändring i pågående arbete var EBITDA-resultatet cirka 15,3 miljoner kronor vilket motsvarar låga cirka 1,1 gånger kvartalets räntekostnader. Detta nyckeltal bedöms dock ligga kvar på låga nivåer under företagets tillväxtfas.

Prognoser och värdering

Intäktsprognoser affärsområde BIPV + förvärv

Nedan följer våra prognoser för den svenska verksamheten, då inkluderat moderbolag plus tre senaste förvärven. I basscenariot prognostiserar vi nettoomsättning om totalt cirka 193 miljoner kronor för helåret 2019. Det är en rejäl uppjustering från tidigare 170 miljoner kronor och beror främst på den starka leveransen under andra kvartalet 2019. Bidraget från de tre förvärven är antaget till cirka 174 miljoner kronor.

Historik och prognoser för nettoomsättning, den svenska verksamheten på års- och kvartalsbasis (2019) i basscenariot



Dotterbolag konsoliderade i SolTechs räkenskaper med 100 procent
Källa: SolTech och Carlsquare

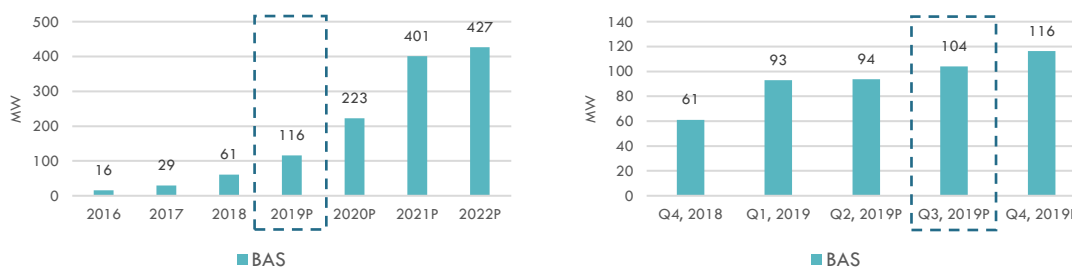
Vi modellerar med något lägre intäkter under tredje kvartalet 2019 relativt utfallet för andra kvartalet. Antagna säsongeffekter har ett finger med i spelet.

Tillväxt i Kina bör tillta under kv3 2019

I basscenariot modellerar vi med att verksamheten i Kina har en ansluten kapacitet om cirka 116 MW vid utgången av 2019. Det motsvarar en tillväxt om nästan 24 procent från ansluten kapacitet om 93,7 MW vid utgången av andra kvartalet 2019. Med andra ord modellerar vi med en tilltagande tillväxt under det tredje och det fjärde kvartalet i år. Men prognoser för helåret 2019 motsvarar samtidigt en nedjustering med cirka 21 MW sedan vår senaste analys. Nedjusteringen motiveras av den organiska tillväxttakten i ansluten kapacitet, liksom installationer under uppbyggnad som redovisades i den andra kvartalsrapporten (SolTech och ASAB). Finansiering är som tidigare nämnts den hämmande faktorn.

Det skall noteras att förvärv av en eller flera portföljer innehållande redan ansluten kapacitet snabbt kan förändra prognoserna. Det senaste förvärvet bestod av en portfölj innehållande ansluten kapacitet motsvarande 21,4 MW.

Historik och prognoser för ansluten kapacitet på års- och kvartalsbasis (2019) i basscenariot

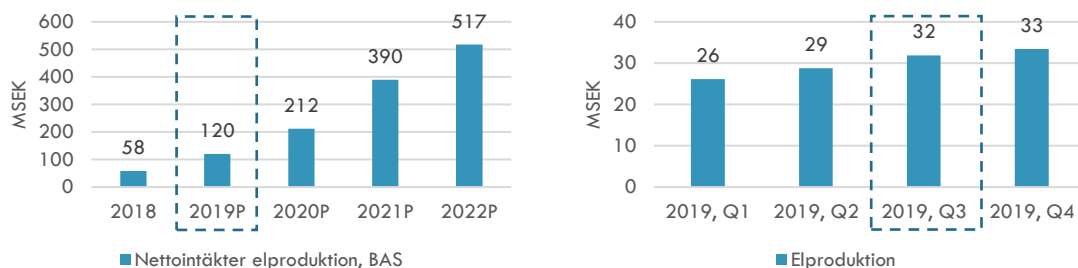


Ansluten kapacitet vid periodens slut. Källa: SolTech och Carlsquare

Intäkter genereras först när installationerna anslutits till nätet. Det innebär att om nya anläggningar ansluts tidigt under ett kvartal kommer också intäkten/tillväxten att vara högre än om anslutning sker sent under kvartalet. Givet den information om nyanslutningar och installationer under uppbyggnad som getts under första halvåret tror vi ny kapacitet kommer/har anslutits tidigt under tredje kvartalet.

Nedan följer våra prognoser för nettoomsättning i basscenariot. Nettoomsättningen för helåret 2019 antas till 120 miljoner kronor och är nedjusterad med cirka 13 miljoner kronor sedan vår senaste analysuppdatering. Prognosen för 2022 lämnar vi oförändrad. Prognoserna är givetvis fortfarande osäkra och framtida tillväxt är beroende av att bolaget kan hitta finansiering. Åter kan förvärv av portföljer bestående av redan ansluten kapacitet snabbt ändra förutsättningen för våra prognoser.

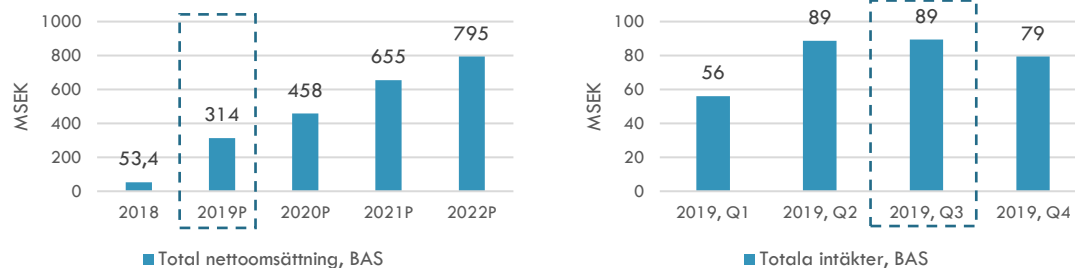
Prognoser nettoomsättning för den elproducerande verksamheten, tre scenarion på års- och kvartalsbasis (2019)



Siffrorna visar 100 procent av intäkterna i ASRE.
 Källa: SolTech (utfall) och Carlsquare (prognoser)

Genom att addera intäkterna från de båda affärsområdena prognostiserar vi en total nettoomsättning under år 2019 om 314 miljoner kronor på aggregerad nivå. Nettoeffekten efter våra justeringar är därmed plus 11 miljoner kronor från tidigare prognos om 303 miljoner kronor. Rörande totala intäkter modellerar vi med 325 miljoner kronor för helåret 2019. Nedan följer antagen nettoomsättning för den prognostiserade perioden, 2019 till 2022 i bas-scenariot.

Historiska och prognostiserad nettoomsättning på årsbasis, tre scenarion och kvartalsvisa intäkter på kvartalsbasis 2019

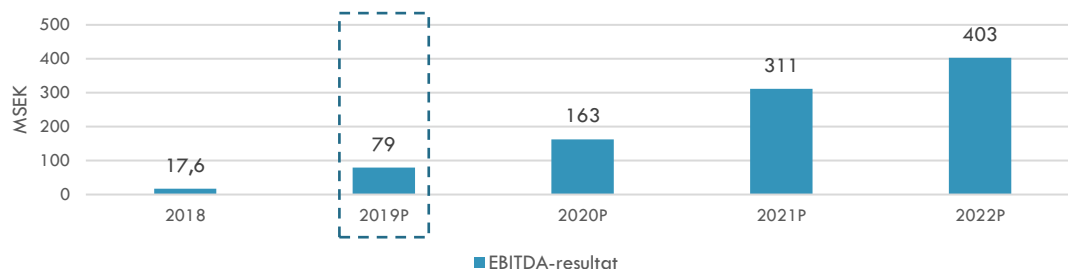


Källa: SolTech och Carlsquare

Bättre lönsamhet i takt med att Kina växer

Som nämnts spelar fördelning av intäktsbidrag mellan de båda affärsområdena en stor roll för lönsamheten på EBITDA-nivå. Vi tror att EBITDA-marginalen över tid kommer förbättras allt eftersom andelen intäkter från verksamheten i Kina ökar. För helåret 2019 modellerar vi med ett EBITDA-resultat om 79 miljoner kronor. Det är ner från 85 miljoner kronor vid tidigare analystillfälle. Nedjusteringen beror bland annat på lägre prognostiserade totala intäkter från verksamheten i Kina under innevarande år vilken har ett högre EBITDA-bidrag än den svenska verksamheten (vars intäktsprognos är uppjusterad). Nedan visas antagna EBITDA-resultat i EBITDA-marginal i basscenariot.

Prognoser EBITDA-resultat i basscenariot.



Källa: SolTech och Carlsquare

Värdering

För att beräkna ett motiverat värde på aktien har vi utgått från en DCF-värdering baserat på prognoser ovan. I DCF-modellen har vi nuvärdesberäknat den andel av kassaflödet som antas hänförligt till aktieägarna i SolTech. DCF-modellen har vi kompletterat med en multipelvärdering baserat på prognostiserad nettoomsättning och EBITDA-resultat för nästa 12 månader hänförliga till aktieägarna i SolTech.

Genom att kombinera de två modellerna i ett genomsnitt beräknas ett motiverat värde per aktie i basscenariot till 15,4 kronor (15,1) för de kommande 6 – 12 månaderna. DCF-värderingen har bara påverkats marginellt av våra justeringar, främst då majoriteten av bolagsvärdet i denna modell finns i restvärdet. Jämförelsevärderingen som inkluderar liknande bolag lyfter det motiverade värdet. Nettoskulden, hänförlig till aktieägare i SolTech, är i basscenariot antagen till cirka 220 miljoner kronor.

I bull-scenariot beräknas det motiverade värdet per aktie till 21,5 kronor och 12,4 kronor i bear-scenariot. Se sammanställning av värdering i tabell nedan.

Sammanställning värdering, tre scenarion

| | BEAR | BASE | BULL |
|---|-------------|-------------|-------------|
| DCF-värdering | 11,0 | 14,7 | 23,7 |
| Multipelvärdering | 13,8 | 16,1 | 19,3 |
| Motiverat värde per aktie | 12,4 | 15,4 | 21,5 |
| Upp-/nedsida relativt senast betald (15,9 kr) | -22% | -3% | 35% |
| EV/Sales 2019P | 5,2x | 5,5x | 6,3x |
| EV/EBITDA 2019P | 16,4x | 16,6x | 18,6x |

Källa: Carlsquare

Det motiverade värdet i basscenariot motsvarar en EV/Sales-multipel om 5,5x prognostiserad nettoomsättning för de nästa 12 månaderna som antas hänförlig

till SolTech försäljningen. Liknande bolag handlas till ett medianvärde för EV/Sales-multipeln om 7,7x den prognostiserade försäljningen nästa tolv månader. Det motiverade värdet i basscenariot motsvarar en EV/EBITDA-multipel om 16,8x prognostiserat EBITDA-resultatet för de kommande 12 månaderna som antas hänförligt till aktieägarna i SolTech. Liknande bolag har ett medianvärde för EV/EBITDA-multipel om 11,1x det prognostiserade EBITDA-resultatet för kommande 12 månader.

Risker

Som bekant redovisar bolaget 100 procent av intäkter liksom kostnader i dotterbolagen. Ägarandelarna i dessa varierar mellan 51 och 100 procent. Andelen av de per det första liksom andra kvartalet 2019 redovisade kostnaderna (liksom intäkter) som är hänförliga till SolTechs aktieägare är således svåra att spåra. Det adderar en grad av osäkerhet i prognoserna framåt.

För att bolaget skall kunna realisera på sina tillväxtplaner för elproduktion i Kina är finansiering en avgörande faktor. Denna är långt ifrån säkerställd. Räntan på framtida eventuella lån kan behöva överskrida befintliga nivåer för att attrahera investerare. Vidare är Riksbankens styrränta en faktor som bestämmer räntan som bolagets betalar på lån. Det innebär att bolaget kan tvingas betala högre räntor på ny finansiering. I det kortare perspektivet har ränteläget dock vänt ner.

Samarbetspartnern ASP saknar i dag produktionskapacitet för att leverera på tillväxtplanerna fram till år 2022. ASRE är inte bundna av att använda solceller från ASP. Om ASP inte kan leverera kan ASRE köpa från vilken tillverkare som helst och har gjort så några gånger.

Marknaden för förnybar energi är fortfarande beroende av statliga och kommunala bidrag. Förändringar i i bidragen kan förändra efterfrågan åt båda hållen. Politiska beslut fattas inte heller över en natt. Utdragna politiska beslutsprocesser kan skapa avvaktande köpare.

Bolagets pris på den sålda elen i Kina är knuten till marknadspriset på el. Det kan i sin tur göra att intäkterna på nya leveransavtal blir lägre. Dock är kunderna avtalsmässigt bundna till ett fast elpris under ett år.

ASRE:s intäkter liksom kostnader är uttryckta i RMB. Bolagets obligationer är utgivna i SEK.

Tekniken för solceller utvecklas och nya tekniker kan göra den teknik som bolaget arbetar med relativt ineffektiv och dyr.

Disclaimer

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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 Carlsquare. Carlsquare 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 Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikern Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.