



UPPDRAGSANALYS
14 juni 2018

SOLTECH ENERGY

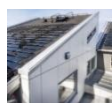
ANALYSGUIDEN

Innehåll

Solen går upp i öst och i väst.....	2
Temperatur	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk	3
SolTech Energy.....	4
Solceller.....	5
Kisel vs. Tunnfilmssolceller	5
Affärsområde: Elproduktion.....	6
ASP	6
Återkommande intäkter via kontrakt	6
Försäljning, installation och underhåll.....	8
Mål för ASRE.....	8
Behov av finansiering under 2018	9
Arbitrage!?!.....	10
Affärsområde: Integrerade solceller.....	11
SolTech ST, Supreme och Fasad	11
SolTech ShingEl	11
SolTech Fasad	12
Marknad, grön energi	12
Marknad solceller, Kina.....	13
Marknad, BIPV	14
Konkurrens.....	15
Risker	15
Prognoser och värdering	16
Totala intäkter	16
Elproduktion, nettointäkter	16
Integrerade solceller, nettointäkter	18
EBITDA-marginal.....	18
Värdering	19
DCF- och multipelvärdering.....	20
Under huven	22
Vd och styrelseordförande	22
Ägarstruktur	23
Disclaimer.....	24

Solen går upp i öst och i väst

SolTech Energy står på två affärsben varav ett är elproduktion i Kina som ger repetitiva intäkter under 20 år. Efterfrågan är bekräftad med ramavtal motsvarande en kapacitet 150 megawatt (MW), 34,71 MW installerat, 9,25 MW under byggnation och en orderbok om 25 MW. Det andra affärsbenet, byggnadsintegrerade solceller, förväntas växa under kommande år.



SolTech Energy bildades 2006 som ett resultat av flera års forskning på Kungliga Tekniska Högskolan inom området byggnadsintegrerad solenergi. Syftet var att kommersialisera en egenutvecklad produkt och teknologi inom termisk solenergi. Över tid har SolTech anpassat

sig och fokuserar i dag helt på elproducerande solceller. År 2013 inleddes ett samarbete med kinesiska Advanced Solar Power Hangzhou Inc, ASP. Fokus har därefter sakta flyttats mot byggnadsintegrerade solceller och elproduktion.

Byggnadsintegrerade solceller kan vara i exempelvis taket, fasaden, ljusgården eller i fönster. Fokus framåt för affärsområdet byggnadsintegrerade solceller ligger på den nyligen lanserade produkten SolTech ShingEI som är en solcell som också fungerar som en takpanna. Det andra affärsområdet, elproduktion, finansierar, äger och driver via ett samägt företag med samarbetspartnern ASP solcellsinstallationer i Kina. Den elektricitet som varje anläggning producerar säljs under långa avtal på mellan 20 till 25 år till kunden på vilkens byggnad solenergianläggningen installeras. Denna affärsmodell är beprövad och efterfrågan bekräftas av en växande orderbok. Med en växande installerad bas och orderbok förväntar vi oss en stark tillväxt inom elproduktion under de kommande åren. För affärsområdet byggnadsintegrerade solceller förväntar vi oss också en stark tillväxt men från lägre nivåer. Vi tror även att bolaget inom snar framtid kan leverera bra EBITDA-marginaler över branschstandard. Det som en effekt av att försäljningen av byggnadsintegrerade solceller främst sker via distributörer vilket innebär att den egna organisationen kan hållas liten. Till detta drar verksamheten i Kina inte på sig kostnader för operatörer och installatörer då även dessa funktioner är utlagda på extern part, i form ASP:s agenter och distributörer, som aktiveras först vid order och när intäkten säkrats. Samtidigt är den förväntade tillväxten inom elproduktion i behov av en ännu inte fullt säkerställd (och vital) finansiering. I bas-scenariot beräknas ett pris per aktie om 16,3 kronor för de kommande 6 till 12 månaderna.

Utfall och prognoser, basscenario

MSEK	2017	2018P	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter	47	83	202	331	466
EBITDA*	-16	23	68	129	182
Implicit EV/Sales	18,1x	10,2x	4,2x	2,6x	1,8x
Implicit EV/EBITDA	-	37,4x	12,5x	6,6x	4,7x
P/E	-	-	30,1x	8,9x	5,8x

*Lönsamhet beräknad på nettointäkter. Källa: SolTech och Jarl Securities

Datum: 14 juni 2018
Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

Företagsnamn: SolTech Energy Sweden AB (publ)
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Frederic Telander
Styrelseordförande: Stefan Ölander
Marknadsvärde: 424 MSEK
Senast: 10,0 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 installationer i Kina.

Möjligheter och styrkor: Bolaget fokuserar 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 konkurrensutsatt som utanpåliggande solceller, eftersom produkterna är unika.

Lanseringen av SolTech ShingEI i Kina som är en solcell och samtidigt är en takpanna, förväntas ge försäljningen en bra skjuts i närtid.

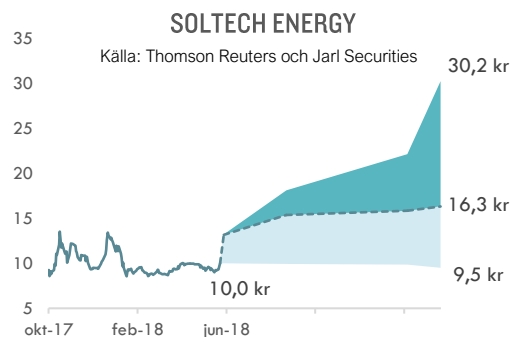
Den elproducerande verksamheten i Kina, som bedrivs i det samägda bolaget ASRE, är redan uppe och genererar intäkter. Långa leveransavtal om 20 till 25 år skapar stabila och förutsägbara intäkter.

Risker och svagheter:

SolTech är i tillväxtfas och genererar intäkter. SolTechs med ASRE är dock beroende av extern finansiering för att realisera sina tillväxtplaner i Kina.

Tillväxten inom förnybar energi drivs främst av miljöaspekter och viljan att göra någonting bra. Detta stimuleras ytterligare av bidrag i olika former som tillhandahålls av staten, vilket är utanför bolagets kontroll.

Värdering: Bear 9,5 kr Bas 16,3 kr Bull 30,2 kr



Temperatur

Ledning och styrelse



Vd Frederic Telander och Styrelseordförande, Stefan Ölander har tidigare lett bolag till god tillväxt. Telander har dessutom erfarenhet som investerare inom clean tech-sektorn.

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 Frederic Telander är privat och via bolag SolTechs näst största ägare. Styrelseordförande Stefan Ölander är privat och genom bolag SolTechs tredje största ägare. Det ger dem ett finansiellt incitament att agera i aktieägarnas intresse. Ägandet är i övrigt ganska spritt med nära 15,000 aktieägare och en sedan årsskiftet 2018, genomsnittlig daglig handelsvolym om drygt 65 000 aktier

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 sista december 2017, 44 miljoner kronor i kassan vilket ger viss finansiell trygghet i rörelsen. Lönsamhet har historiskt utblivit samtidigt som vi tror på ett positivt EBITDA-resultat 2018.

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



Orderboken inom affärsområdet Elproduktion fylls på. Marknaden i Kina växer och stattliga bidrag tillsammans med en bra uppbyggnad av den operativa verksamheten skapar förutsättningar för bra lönsamhet. Lanseringen av SolTech ShingEl i Kina skapar god potential för produkten att få ett intäktslyft.

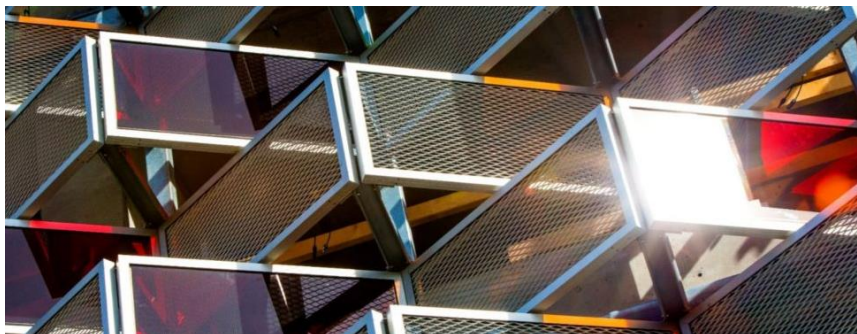
Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter 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



Det delägda dotterbolaget ASAB:s senaste obligations-emission tecknades till 85 procent. Det innebär att tillväxtplanerna och orderboken för ASRE inte är finansierad fullt ut samtidigt som befintlig installerad kapaciteten genererar ett positivt kassaflöde och vinst. Ytterligare finansiering säkerställas löpande för att uppnå målet om 605 MW installerad kapacitet i Kina, 2021. Ryktet kan snabbt devalvera om sådan finansiering löpande inte säkerställs. Än så länge står inte affärsområdet byggnadsintegrerade solceller på egna ben. Även om potentialen är stor finns fortfarande en hel del för bolaget att bevisa inom segmentet.

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.



SolTech Energy

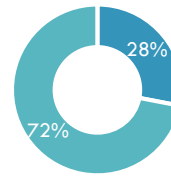
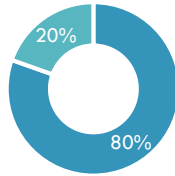
SolTech Energy Sweden AB (publ) bildades 2006 med avsikten att kommersialisera en solcellsteknologi utvecklad på Kungliga Tekniska Högskolan, KTH, under sex år. Fokus låg inledningsvis på termisk solenergi (värme och kyla) men över tid och i samband med att tillväxten inom segmentet el-produktion ökade, flyttades fokus till elproducerande solenergi. År 2013 ingicks ett avtal med den kinesiska solcellsutvecklaren och tillverkaren Advanced Solar Power Hangzhou Inc. (ASP). Samarbetet gav bolaget exklusiva rättigheter att distribuera ASP:s unika tunnfilmssolceller på den nordiska marknaden.

I dag är relationen med ASP än djupare - tillsammans med ASP äger SolTech två bolag där bolaget finansierar, bygger, äger och driver solcellsinstallationer på kunders tak i Kina. Kunden förbinder sig att köpa den producerade elen under långa kontrakt, 20 till 25 år, samtidigt som det samägda bolaget ASRE också får subsidier från kinesiska staten per producerad kWh.

Efter försäljningen av Wasa Rör under första kvartalet 2018 har SolTech två affärsområden; (i) fastighetsintegrerad solenergi med försäljning av byggnadsintegrerade solceller samt (ii) elproduktion vid egna installationer i Kina som beskrivits ovan.

Under helåret 2017 hade SolTech-koncernen totala nettointäkter om 47 miljoner kronor. Intäktsfördelningen mellan affärsområdena publiceras inte av bolaget men vi uppskattar att cirka 80% av nettointäkterna var hänförliga till affärsområdet fastighetsintegrerad solenergi och numera avknoppade Wasa Rör. Resterande 20% uppskattar vi var hänförliga till elproduktion i Kina. Vi förväntar oss dock att denna fördelning redan under innevarande år kommer att förändras med en större andel intäkter från affärsområdet elproduktion där rörelsemarginalerna är höga.

SolTech-koncernen, uppskattad fördelning intäkter mellan de två affärsområdena helåret 2017 och prognos 2018



■ Fastighetsintegrerad solenergi och Wasarör ■ Elproduktion ■ Fastighetsintegrerad solenergi, 2018P ■ Elproduktion, 2018P

Basscenario. Källa: Jarl Securities

Solceller

En solpanel består av flera seriekopplade solceller som när denna träffas av ljus, omvandlar solenergi till elektricitet. Solceller kan delas upp i två övergripande huvudgrupper; (i) kiselceller eller (ii) tunnfilmssolceller. Gemensamt för de två teknikerna är att de använder ett halvledarmaterial som absorberar solenergin som i sin tur slår ut positiva och negativa laddningar som rör sig åt olika håll och bildar elektricitet (fotoelektronisk effekt).

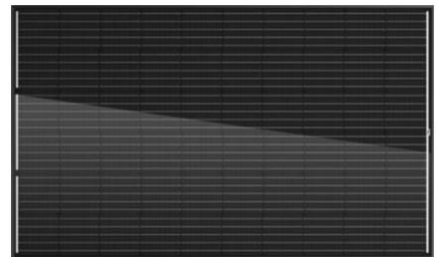
Kisel vs. Tunnfilmssolceller

Kiselcellen är den första generationen av solceller men också den vanligast förekommande. Halvledarmaterialet är ofta kristallint kisel (c-Si). Tunnfilmssolceller är den andra generationens solceller med andra halvledarmaterial som Kadmium Tellurid (CdTe) eller koppar-indium-gallium-selenium (CIGS). SolTech använder CdTe-tekniken i sina produkter, vilket också är den vanligaste och hittills mest utvecklade tekniken av tunnfilmssolceller.

Det finns ett antal för- och nackdelar med CdTe-tekniken relativt kiselceller. Bland fördelarna är; (i) bra förmåga att absorbera ljus vilket gör dem relativt effektiva även i diffust solljus/skugga, (ii) betydligt mindre känsliga för paneltemperaturer över 25 grader Celsius (iii) lägre materialkostnader samt enklare och mer automatiserade tillverkningsprocesser, (iv) kan göras hård eller böjlig, (v) enhetligt utseende och kan göras transparenta (i olika grad) – vilket gör CdTe-tekniken lämplig för integration i byggnader (exempelvis glastak, fasader och fönster). Samarbetspartner, ASP, är i dag enligt bolaget ensamma om att tillverka CdTe tunnfilmssolceller som är transparenta till olika grad.

Den främsta nackdelen för CdTe tunnfilmssolceller är den generellt lägre installerade effekten per kvadratmeter (kvm), mellan 125 till 150 watt, vid jämförelse med kiselcellens cirka 150 till 200 watt per kvm. Den installerade effekten per kvm är dock endast viktig om kunden har en begränsad yta att tillgå där man vill installera så hög effekt som möjligt. I övrigt är det el-produktionen per installerad watt och år som är nyckeln och det mått som mäter solcellens effektivitet. Medtag de tekniska egenskaperna för CdTe tunnfilmssolceller och kiselceller så är CdTe effektivare. Det vill säga att tekniken producerar fler kWh per installerad watt och år, och då inte minst i varmt klimat. En siffra som är helt avgörande för kunden eftersom denna betalar för anläggningen per installerad Watt.

Kiselcell



Transparent tunnfilmssolcell



Utvecklingen av CdTe-tekniken liksom övriga tekniker går framåt. Med detta sagt kommer rimligtvis effektiviteten sakta men säkert öka liksom priserna komma ner, då även för byggnadsintegrerade solceller.

Affärsområde: Elproduktion

Genom ett joint venture (samägt bolag) som bildades i oktober 2015 med tidigare nämnda ASP som partner, finansierar, installerar, äger och driver bolaget ASRE egna installationer i Kina. I samarbetsstrukturen ingår även ASAB. I såväl ASRE som i ASAB äger SolTech 51% av aktierna och ASP 49%. I ASRE har dock parterna lika rösträtt med 50% vardera.

ASAB står för Advanced SolTech Sweden AB (publ) och bildades enkom för att finansiera solenergiinstallationerna i Kina. Detta har hittills gjorts med obligationslån, banklån och eget kapital vilket hittills har tillförts av ägarna SolTech och ASP. ASRE står för Advanced SolTech Renewable Energy Hangzhou Co. Ltd och ansvarar för nyförsäljning, installation samt för underhåll och drift av de färdiga installationerna.

ASRE:s installationer är dimensionerade för att i möjligaste mån producera den mängd el som verksamheten i byggnaden förbrukar. Systemen är anslutna till byggnadernas elsystem och är inkopplade så att all elektricitet i första hand förbrukas av kunden (ägaren till fastigheten). Eventuellt överskott som produceras säljs av kunden direkt till elnätet.

ASP

ASP grundades 2008 och producerar utöver standardssolceller också en unik typ av semitransparanta tunnfilmssolceller, även dessa baserade på CdTe-teknik. ASP är i dag ensamma i världen om att kunna producera just denna typ av tunnfilmssolceller. Produktionen sker vid en helautomatiserad fabrik med en årlig produktionskapacitet om motsvarande 45 MW. Under 2018 kommer ASP att driftsätta sin andra produktionslinje på ytterligare 45 MW. Vid behov finns även möjlighet för ASP att sätta upp linor hos externa producenter.

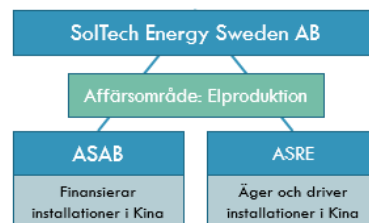
Enligt bolaget hade ASP en försäljning under det brutna räkenskapsåret 2017/18 om 237,5 miljoner kronor till en vinst före skatt om 44 miljoner kronor. ASP ägs av vd och grundare Ben Wu med familj samt personalen och institutionella investerare inkluderat Sequoia Capital, Legend Capital, North Light Venture Capital, Morningside Venture Capital och Zhejiang Guoxin Venture Capital Co. Ltd. Således finns rimligtvis kapital att tillgå om det en dag skulle behövas.

ASRE sitter i samma lokaler som ASP och verksamheten bedrivs med egen personal. Marknadsföringen sker framför allt i den egna och intilliggande regioner mot företagskunder. ASP liksom ASRE har sitt säte i staden Hangzhou strax söder om Shanghai. Hangzhou är huvudstad i provinsen Zhejiang som år 2010 var landets tionde största provins.

Återkommande intäkter via kontrakt

Då det är ASRE som via ASAB finansierar, bygger, driver och underhåller installationerna förbinder sig kunden via avtal att köpa den el som produceras i 20 till 25 år. Försäljningspriset av elen regleras i avtalen en gång per

Struktur för affärsområde: Elproduktion



ASP kontor i Hangzhou med cirka 10 miljoner invånare



år. Det skapar ett långt och relativt förutsägbart intäktsflöde för ASRE samtidigt som kunden får grön energi till ett rabatterat pris, cirka 10 till 15 procent lägre än via sin traditionella leverantör. Genom rabatten på elen får kunden på detta sätt en "hyra" för sitt tak.

Den totala intäkten för per såld kWh elektricitet varierar mellan kundavtalen och beror på solinstrålning och specifika förutsättningar för respektive tak där anläggningen skall installeras. Snittintäkten för de anläggningar om 34,71 MW som hittills är inkopplade till elnätet uppgår till 1,49 SEK per kWh. Snittintäkten för nuvarande orderstock och pågående projekt under byggnation beräknar bolaget i dag till cirka 1,25 SEK per kWh.

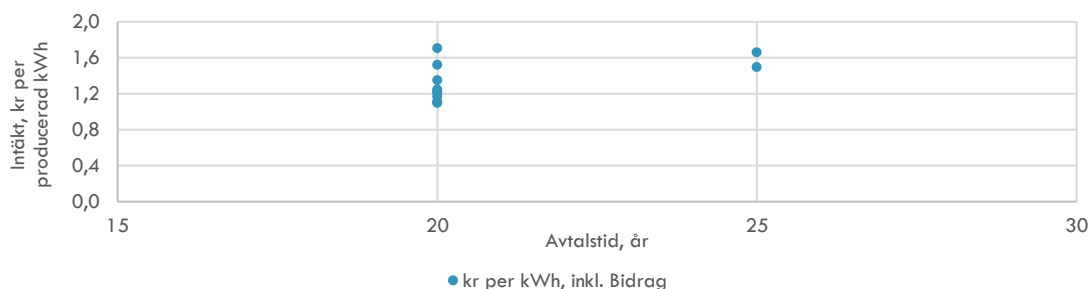
Intäktsflödet beror även på elpriset och subventioner. Bidraget består av två och i vissa fall tre komponenter som fördelas mellan kund och ASRE:

- (i) Ett bidrag från centralregeringen i Kina som är 0,41 kr/kWh under 20 år för anläggningar installerade och uppkopplade mot nätet innan 1 juni 2018. För anläggningar installerade och uppkopplade efter 1 juni, är bidraget 0,36 kr/kWh och gäller som tidigare i 20 år.
- (ii) Ett bidrag från provinsregeringen om 0,11 kr/kWh i 20 år
- (iii) I vissa fall kan även ett bidrag erhållas från staden och distriktet beroende på region. I ASRE:s hemstad, Hangzhou förekommer sådana bidrag, vilka erhålls under tre och fem år. (Ej inkluderat i tidigare nämnda 1,25 SEK per kWh).

Noteras gällande bidragen från central och provinsregeringen bör att den tariff som erhålls när anläggningen registreras hos myndigheten, är fast i 20 år för den specifika anläggningen. Och detta oavsett om central och/eller provinsregeringen förändrar storleken på bidraget för nya installationer under perioden. Det är bolagets bedömning att bidragen kommer att minska över tid, vilket är logiskt i och med att tekniken blir mer effektiv och samtidigt billigare att installera. Medtaget dessa två faktorer räknar bolaget med att inom en femårsperiod ha samma avkastning på investerat kapital, utan bidrag som i dag med. I kraft av den starka industrialiseringen i Kina i kombination med att landet succesivt stänger ned många kolkraftverk, räknar bolaget också med en energipristillväxt motsvarande cirka tre procent per år.

Under perioden 1 januari 2017 till den 7 juni 2018 har 12 nya installationer kontrakterats. Intäkt per producerad kWh inklusive bidrag visas i graf nedan:

Intäkter per producerad kWh och avtalstid fördelat på de 12 kontrakt som ingåtts under perioden 1 januari 2017 till 4 april 2018



Källa: SolTech Energy och Jarl Securities

20 till 25 år är en lång period och mycket kan hända. Exempelvis kan en kund gå i konkurs alternativt strunta i att betala för elektriciteten. I fall som dessa har ASRE rätt att sälja den producerad elektriciteten till nätägaren, vilket då sker till gällande "Feed in Tariff" som är förmånlig för takinstallerad solenergi.

Äganderätten till installationerna är säkerställda ASRE genom det så kallade "rooftop agreement" som löper under avtalsperioden (20 till 25 år). Om fastigheten säljs till tredje part gäller avtalet och överförs till den nya ägaren på samma villkor, om den nya ägaren har gett sitt samtycke. Om inte kan den tidigare ägaren av fastigheten köpa ut anläggningen från ASRE och betalar då ett premium för denna – rimligtvis i en storleksordning som minst motsvarar räntekostnader för hänförligt lån.

Försäljning, installation och underhåll

Försäljningen är riktad till företagskunder och sker via ASP:s nätverk av cirka 30 återförsäljare. Vid varje affär betalar ASRE en försäljningsprovision till återförsäljaren och ett fast pris för installationsarbetet. Återförsäljaren ansvarar även för det löpande underhållet vilket innebär att ASRE inte tar på sig kostnader innan affären säkrats.

Mål för ASRE

Per den 1 juni 2018 hade ASRE cirka 34,71 MW anslutna installationer, vilket enligt bolaget genererar intäkter om 51,36 miljoner kronor på årsbasis. Samtidigt har bolaget 9,25 MW under uppbyggnad och den befintliga orderboken motsvarar ytterligare 25 MW, per dagens datum.

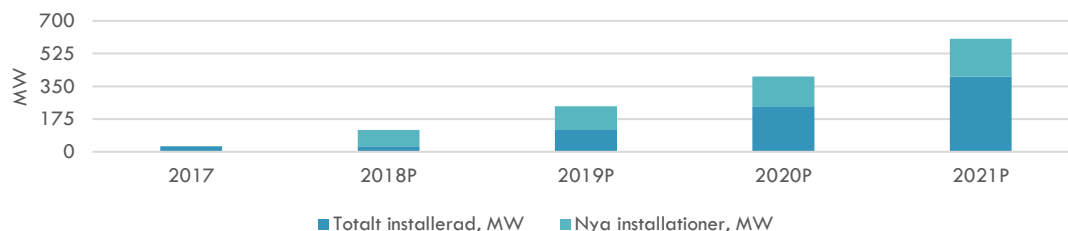
För ASRE har bolaget tydliga mål. Vid innevarande års slut avser bolaget ha 118 MW i drift. Det innebär en ökning med cirka 83 MW. Målet är ambitiöst men rimligt och är givetvis avhängigt till att finansiering kan säkras. Full finansiering är ännu inte säkrad men bolaget avser bland annat emittera ytterligare obligationer för att exekvera på planerna. Just nu pågår en emission i ASAB av en obligation om 150 miljoner kronor till en årlig ränta om 8,75%. Likviden avser finansiera liggande orderbok som vid tillfället uppgick till 25MW. För våra prognoser skall uppnås är det givetvis mycket viktigt att bolaget får in det efterfrågade kapitalet.

En installation med en installerad effekt om 1 MW genererar i Kina cirka 1MWh under ett år.

Elförbrukning/produktion mäts i kWh. Hur många kWh elektricitet som installationen kan producera på ett år beror bland annat på antalet soltimmar, läge etc.

1 watts installerad effekt producerar i Kina cirka 1 kWh per år.

Bolagets mål motsvarar en ökning med 91 MW under 2018



Källa: SolTech Energy och Jarl Securities

Behov av finansiering under 2018

Lönsamheten på denna verksamhet är god men tillväxten är villkorad av att finansiering kan säkerställas. Den planerade tillväxten i Kina kräver stora investeringar med en återbetalningsperiod mellan cirka fem och sex år. Bolaget avser finansiera nya installationer främst med obligationslån och banklån men i även med eget kapital i ASRE.

I februari 2018 meddelade ledningen att ett obligationslån om 128 miljoner säkrats till en ränta om 8,75% med en löptid om fem år. Det möjliggör för bolaget att installera och färdigställa ytterligare cirka 15 MW kapacitet. Därutöver har bolaget 9,25 MW under byggnation i olika färdigställandefas.

Med ett mål om att installera totalt 88 MW under helåret 2018 behöver bolaget finansiera totalt knappt 600 MSEK. Sammantaget uppskattar vi det kvarvarande finansieringsbehovet för att nå målet under 2018 till cirka 415 miljoner kronor (befintlig kassa är exkluderad). Som tidigare nämnts pågår just nu en emission av obligationer till ett värde om 150 miljoner kronor med övertilldelningsrätt om 150 miljoner kronor.

Med anledning av de långa kontrakten för försäljning av den producerade elen är obligationsfinansiering ett väl passande alternativ. Befintliga två obligationslån påvisar också att investerare är villiga att investera i bolagets obligationer. Vidare är bolagets obligationer så kallade "gröna obligationer" och den senaste, SOLT2, är den första i sitt slag som har erhållit klassificeringen "Dark Green" av Cicero som är ett norskt oberoende institut för klassificering av obligationer. Det är också den första obligationen i sitt slag med denna klassificering som erbjöds en publik marknad, det vill säga till småsparare, och den första obligation som listades på Nasdaq First North Retail Sustainable Bonds. En klassificering som en "grön obligation" gör att räntan kan hållas nere liksom att också institutionella investerare som pensionsfonder kan attraheras. Under de kommande åren, allt eftersom den installerade basen blir större och mer spridd, är det inte orimligt att räntan på ny finansiering kommer ner – dock är detta beroende av att allt går smärtfritt och att bolaget kan erhålla det tilltänkta kassaflödet. Vi bedömer att även bankfinansiering kan bli ett attraktivt alternativ framöver givet att bolaget kan visa upp en längre historik. Nedan följer det av bolaget angivna finansieringsbehovet antaget bolagets planerade installationer.

Planerade nyinstallationer och finansieringsbehov

	2018P	2019P	2020P	2021P
Nya installationer, MW	88	126	160	201
Finansieringsbehov, MSEK	415*	801	965	1146
Totala installationer, MW	118	244	404	605

*Av Jarl Securities uppskattat kvarvarande och osäkrad finansiering för att uppnå målet om nyinstallationer motsvarande 88 MW.
 Källa: SolTech Energy och Jarl Securities

Notera dock att bolaget menar att processerna för uppbyggnation kan effektiviseras ytterligare. Kan bolaget realisera på dessa möjligheter minskar de antagna finansieringsbehoven.

Arbitrage!?

Bolaget bedömer med sin erfarenhet att det i dag kostar cirka 6,5 kronor att installera solpaneler på tak med en effekt om 1 W. En installation om 1 MW kostar således 6,5 miljoner.

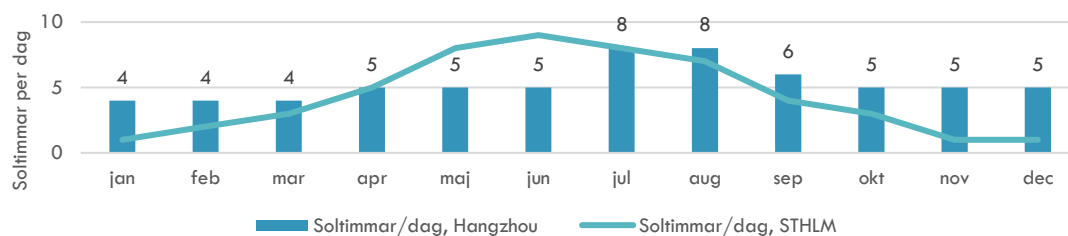
I obligationslånet som togs upp under första kvartalet 2018 betalar ASAB en ränta om 8,75% per år. Givet att bolaget lånar 6,5 miljoner kronor för att sätta upp en installation om 1 MW blir den årlig räntekostnad 568 750 kronor.

En anläggning med en installerad effekt om 1 MW, producerar under normala förhållanden i Kina cirka 1 000 000 kWh, vilket för ASRE på årsbasis betyder cirka 1,25 miljoner kronor i intäkt (för anläggningar som installeras och ansluts till elnätet efter 1 juni 2018). Drifts- och underhållskostnader för en installation är mycket små. Antaget att dessa motsvarar cirka tio procent av de årliga intäkterna, blir arbitraget i detta exempel 556 250 kronor – motsvarande cirka 8,55 procent av den initiala investeringen.

Som tidigare nämnts är arbitraget villkorat av normala vädermässiga och solförutsättningar liksom att kostnader som för den löpande verksamheten samt drifts- och underhållskostnaderna kan hållas på nuvarande nivåer.

Graf nedan visar antalet soltimmar i Hangzhou och i Stockholm som referenspunkt.

Historiska soltimmar per dag i Hangzhou och i Stockholm



Källa: Mittresevärder.se, Kinas Meteorologiska Institut och Jarl Securities

Affärsområde: Integrerade solceller

SolTechs andra affärsområde arbetar främst med byggnadsintegrerad solenergi (BIPV) – det vill säga solceller integrerade i exempelvis byggnadens tak, fönster eller fasad. Estetik ligger i fokus vilket är viktigt för arkitekter som har en nyckelroll i nybyggnationer eller större renoveringar av enskilda hus eller komplex.

Produkterna är även utvecklade för att vara enkla att installera vilket rimligtvis uppskattas av tekniska konsulter och installatörer. Genom att tillfredsställa nyckelroller inom projektering- och byggprocesser reduceras trösklen till att bygga energieffektivt och grönt.

Elektricitet produceras för omgående förbrukning direkt via byggnadens elsystem. Vid eventuell överproduktion säljs överskottet ut på nätet.

SolTech ST, Supreme och Fasad

I dag arbetar bolaget med fyra varumärken; SolTech Supreme, SolTech ST, SolTech ShingEl och SolTech Fasad. SolTech ST är en semitransparent solcell (upp till 90% ljusinsläpp) som också kan vara färgad vilket ger utrymme för arkitektens kreativitet. Produkten är integrerad i en fastighets fackverk och producerar elektricitet liksom fungerar som solskydd, men kan även beställas med en isolerande funktion (två eller treglasfönster) och i egenskap därmed ersätta exempelvis fönster, glastak eller glasfasader. På så sätt integreras SolTech ST i byggnaden med en funktion samtidigt som el kan produceras. Produkten kombineras med Sapas eller Wiconas aluminiumprofiler. Solcellerna i SolTech ST är uppbyggda med en CdTe-teknik utvecklad av ASP som också innehar IP-rättigheterna.

SolTech Supreme är en icke-transparent tunnfilmssolcell som monteras utanpå befintligt tak eller fasad (BAPV). Supreme kan även installeras fristående från byggnaden. I SolTech Supreme används samma solcellstyp som i SolTech ST.

SolTech ShingEl

Produkten ShingEl är bolagets egna solcellstakpanna baserad på en vidareutveckling av ASP:s solcellsteknik. ShingEl ersätter alltså takpannan samtidigt som den producerar el som förbrukas direkt i byggnaden. Solcellstakpannan är kompatibel med Benders betongtakpanna, Carisma, och klarar det relativt hårda vädret i Sverige. Fem betongpannor motsvarar en solcellspanel och återbetalningsperioden för köparen (merkostnaden, relativt ett Carisma tak), ligger kring cirka 8 till 10 år (återbetalningsperioden beror på bland annat storlek, lutning på tak, position med mera). Vidare menar bolaget att ShingEl skall fylla funktionen som takpanna minst lika länge som vanliga takpannor i betong. ShingEl är IEC-certifierad och CE-märkt.

ShingEl säljs i dag via franska Rexel och svenska Svea Solar. Rexel är en av världens största elgrossister verksamma i 25 länder. Bolagets strategi är således att växa lokalt liksom internationellt genom Rexels distributörsnätverk. I Sverige äger Rexel butikskedjorna Selga och Storel. Det möjliggör för internationell tillväxt utan att bolagets organisation behöver växa i samma takt. Bolaget säljer även via bostadsutvecklare som Paradoumo Gruppen, Ereim och småhusbyggare inkluderat Myresjöhus.

SolTech Supreme – utanpåliggande solpaneler som ger ett enhetligt intryck



SolTech ST – färgade solpaneler med 40% transparens från Vallastaden i Linköping



SolTech ShingEl – en takpanna



Den första beställningen kom i mars 2016, vilket var före den officiella lanseringen under hösten 2016. Målet är att ShingEl säljer för motsvarande 100 miljoner kronor 2019. Det med hjälp av försäljning via ASP i Kina där produkten lanserades i samband med SNEC under andra kvartalet 2017. Med en omsättning om cirka 100 miljoner kronor uppskattar bolaget att bruttomarginalen bör ligga runt 40 procent.

SolTech Fasad

SolTech Fasad finns i sju olika kulörer; svart, grå, blå, grön, terrakotta, guld samt i brons och monteras som en vertikal kallfasad. Produkten ersätter andra byggnadsmaterial såsom tegel, plåt, puts eller fasadskivor. På så sätt blir investeringen för solcellerna betydligt lägre, utöver värdet på den solenergi som produceras.

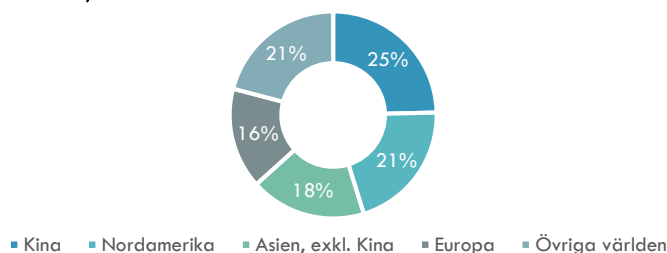
En putsad fasad kostar cirka 1 800 kronor per kvm och en komplett SolTech fasadlösning cirka 1 950 kronor per kvm. Den faktiska merkostnaden blir då 150 kronor per kvm med en återbetalningstid på ett till två år. Detta är till synes en mycket attraktiv investeringskalkyl vilket gör att vi har stora förväntningar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

Produkten lanserades på Nordbyggmässan i april 2018 och intresset från marknaden var enligt bolaget mycket stort. Produkten har alla förutsättningar att bli en storsäljare och inte minst då vid nybyggnation och renovering.

Marknad, grön energi

Kina stod för cirka 24,6% av den globala elkonsumtionen 2016 och var därmed den största konsumenten följt av USA, Indien, Japan och Ryssland.

Kina har den största elkonsumtionen, 2016



Källa: Enerdata och Jarl Securities

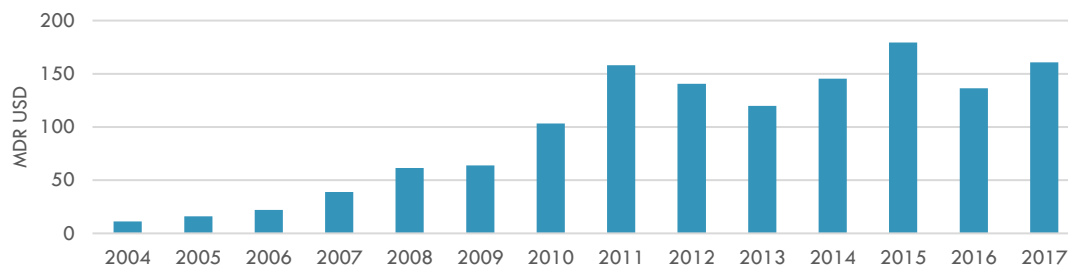
I rapporten "Renewables 2017 Global Status Report" uppskattas att cirka 62% av adderad energikapacitet under 2016 var förnybar. Under perioden 2005 till 2017 hade marknaden, i termer av årliga investeringar i förnyelsebar energi, en genomsnittlig tillväxt per år om cirka 23%. 2015 investerades totalt drygt 312 miljarder USD globalt, vilket också var ett rekordår. Under 2016 föll investeringarna tillbaka med cirka 23%. Låga priser på fossila bränslen som olja är rimligtvis en bidragande faktor till utvecklingen. Även fallande priser för solceller liksom fallande efterfråga bland hushåll på solceller var bidragande orsaker.

SolTech Fasad



Graf nedan visar globala investeringar i solenergi. Notera uppstället i investeringar under 2017 som motsvarar en tillväxt om 41,3%. Tillväxten drevs bland annat på av stora investeringar i relativt nya marknader för solenergi som Mexiko och Förenade Arabemiraten.

Globala investeringar i solenergi



Källa: UN Environment, Bloomberg New Energy Finance och Jarl Securities

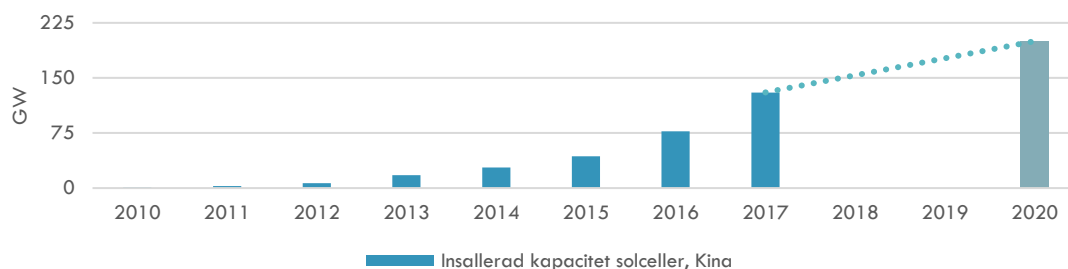
Av investeringarna i förnybar energi som togs under 2016 stod Kina för cirka 35%. Motsvarande siffra för 2017 var hela 57%. Investeringar i Europa har minskat som andel från 23% 2016 till 15% 2017. Det motsvarar en minskning om 23,2 miljarder USD.

Marknad solceller, Kina

Kina är ASRE:s huvudmarknad. Enligt kinesiska NEA (National Energy Administration) installerades motsvarande 53,8 GW solcellspaneler i Kina 2017. Motsvarande siffra under 2016 var 34,5 GW. Med andra ord är solcellsmarknaden i Kina i termer av installerad effekt stigande pådrivet av företag och organisationer, såväl statliga som privata. Globalt installerades under 2017 motsvarande 98,9 GW solcellspaneler enligt Solar Power Europe och Kina är därmed fortsatt den mest intressanta marknaden att vara på, och inte minst världens i särklass största.

Graf nedan visar utvecklingen för installerad kapacitet i Kina. NEA:s initiala målsättning för installerad kapacitet 2020 var 105 GW. Målet är således redan uppnått och NEA har uppdaterat sina mål för 2020 till 200 GW. Det motsvarar nya installationer om cirka 23,2 GW per år för att NEA:s mål skall nås, eller producerad el till ett värde om cirka 29,1 miljarder kronor på årsbasis givet en intäkt per år om 1,25 kr per kWh.

Installerad kapacitet, solceller. Stapeln för år 2020 visar NEA:s uppdaterade mål



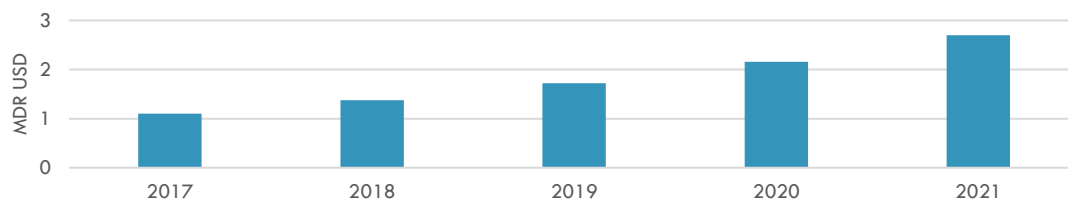
Källa: AECEA, NEA och Jarl Securities

Marknad, BIPV

Det segment som bolaget fokuserar på förväntas växa i framtiden, men minskade under 2016 som ett resultat av att priset för utanpåliggande solceller gick ned. Dock räknade man då inte med att produkten samtidigt är ett byggnadsmaterial och endast utgör en merkostnad relativt en utanpåliggande anläggning. n-tech Research uppskattar den globala marknaden för byggnadsintegrerade solceller till 1,1 miljard USD 2017. Marknaden förväntas av samma analysfirma stiga till 2,7 miljarder USD (22,7 miljarder kronor) år 2021 varav solcellstakpannor uppskattas utgöra cirka 44%.

Marknaden för BIPV har justerats ner från högre prognostiserade nivåer vid tidigare tillfällen med anledning av att marknaden inte tog fart som tänkt. Dock har priserna för byggnadsintegrerade solceller kommit ner och investeringskalkylerna ser därmed också mer attraktiva ut. Med detta sagt är det inte orimligt att utsikterna för BIPV ser mer lovande ut än som framgår i tidigare nämnda statistik.

Global marknad byggnadsintegrerade solceller, tak, fönster och fasad



Källa: n-tech Research och Jarl Securities

Marknaden för SolTech ST och Supreme finns inledningsvis i Norden men på sikt expandera internationellt genom samarbetet med Hydro (Sapa och Wicona) som är en global organisation. För SolTech ShingEl är marknaden inledningsvis bredare och inkluderar i dag utöver Norden även övriga Europa liksom Kina. Enligt PV Sites förväntas Europa driva marknaden för BIPV.

I Sverige stod solkraft för cirka 0,1 procent av elproduktionen 2016, det enligt Energimyndigheten. Vatten- och kärnkraft är stod för 40,5% respektive 39,6% av produktionen. Andelen av elproduktionen från vindkraft uppgick till 9,5 procent. Bostäder, service med mera är den största kategorin av elförbrukare med en andel om 56,9%.

Det statliga stödet i Sverige har justerats upp till 30 procent av kostnaderna (max 1,2 miljoner kronor). Det är positivt för privatmarknaden för exempelvis ShingEI. Tidigare låg motsvarande siffra på 20 procent.

Konkurrens

Globalt finns det en mängd olika leverantörer av byggnadsintegrerade solceller (BIPV och BAPV). Några av de mer framstående konkurrenterna med flera fina referensinstallationer är spanska Onyx Solar, Solteature (Sulfurcell) och Heliatek.

För solcellstakpannor finns många aktörer som använder sig av kiselsolceller. Spännande inom området är amerikanska Tesla som genom förvärvet av Solar City under fjärde kvartalet 2016 tog klivet in på marknaden för solenergi. Tesla har börjat smygansera solcellstakpannor och nyligen har Tesla även börjat ta emot förbeställningar i Sverige. Dessa är kompatibla med Tesla Powerwall vilket innebär att solenergin kan lagras under en kortare period i en batteribank. I Sverige marknadsför och levererar Nyedal Solenergi en solcellstakpanna liksom Monier.

Risker

För att bolaget skall kunna realisera på sina tillväxtplaner för Elproduktion i Kina är finansiering en avgörande faktor. Denna är långt ifrån säkerställd och räntan på framtida eventuella lån kan behöva överskrida befintliga nivåer för att attrahera investerare. Vidare är styrräntan en faktor som bestämmer räntan som bolagets tvingas betala på lån. Denna kommer sannolikt inte komma ner utan snarare upp, vilket innebär att bolaget som en effekt av detta kan tvingas betala högre räntor på ny finansiering.

Samarbetspartnern ASP saknar i dag produktionskapacitet för att leverera på tillväxtplanerna, men har kapacitet under uppbyggnad. Bolaget är inte heller bundet av att använda just ASP.s solceller i projekten.

Marknaden för förnybar energi är beroende av statliga och kommunala bidrag. Förändringar i bidrag 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 skapa fluktuationer i intäkterna. Dock är kunderna avtalade till ett fast elpris i ett år.

ASRE:s intäkter liksom kostnader är 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.

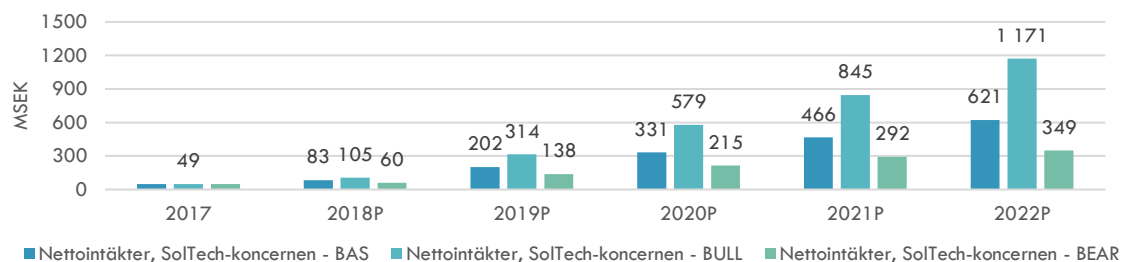
Prognoser och värdering

Totala intäkter

Bolagets totala intäkter genereras dels från affärsområdet byggnadsintegrerade solceller och dels från affärsområdet elproduktion. Som tidigare nämnts uppskattar vi att cirka 20 procent av intäkterna under 2017 var hänförliga Elproduktion. Vi bedömer att denna fördelning kommer förändras till fördel för Elproduktion redan under innevarande år.

Nedan följer våra intäktsprognoser för SolTech-koncernen i tre scenarion. Den genomsnittliga tillväxttakten per år under den prognostiserade perioden 2018 till 2022 i basscenariot är antaget till 68 procent. I bull-scenariot är motsvarande siffra 90 procent. I bear-scenariot antas den genomsnittliga tillväxttakten per år till 49 procent.

SolTech-koncernen – antagna intäkter, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

Elproduktion, nettointäkter

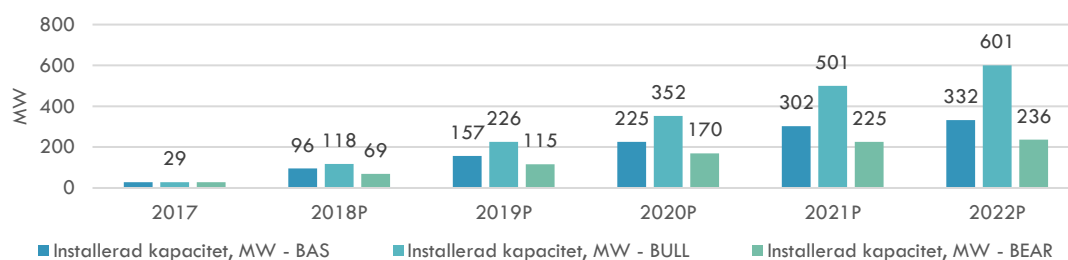
Baserat på bolagets målsättning om att nå en installerad bas i Kina om motsvarande cirka 605 MW vid slutet av 2021 har vi skapat ett optimistiskt bull-scenario där bolagets plan för installationer är efterlevt. Vidare är målet att därefter ha en tillväxt om 20 procent vilket vi i bull-scenariot också modellerar för under år 2022.

Som bekant är finansiering en avgörande faktor som måste erhållas för att planen skall nås. Till detta måste också beställningar av installationer också komma in i linje med planen. Med den befintliga efterfrågan som finns i Kina bedömer vi att den största risken är tillgång till finansieringen. Bolagets tidigare obligations-emissioner har inte täckts till fullo och icke fulltecknade obligationsemissioner trots relativt säkra investeringar är inte SolTech ensamma om detta. I bas-scenariot nås bolagets plan för 2018 rörande installerad kapacitet till cirka 81 procent och till mellan 55 och 70 procent för resterande år av den prognostiserade perioden. I bear-scenariot har bolaget drygt 69 MW (cirka 60 procent av målet för året) installerat vid utgången 2018. Därefter uppnås de årliga målen mellan 39 och 51 procent.

I samtliga scenarion modellerar vi med att ASRE säljer av installationer motsvarande 15 procent av den totalt installerade kapaciteten föregående år. Det med start redan 2019. Försäljningspriset är antaget till kostnaden per installerad MW föregående år plus en marginal om 20 procent. Detta kan reducera räntekostnaderna och underlättar för att skapa positiva siffror även på resultaträkningens sista rad. Dock är det inte orimligt att vinster återinvesteras i nya projekt för att öka andelen eget kapital.

Graf visar de tre scenariona för installerad kapacitet vid respektive års utgång.

Elproduktion i Kina - antagen installerad kapacitet, tre scenarion

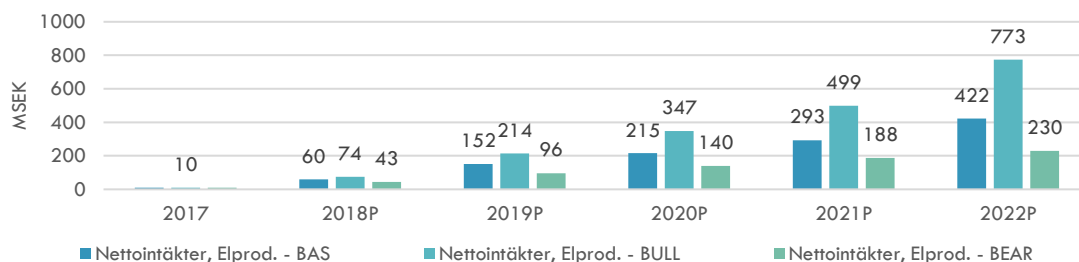


Källa: Jarl Securities

Vi har antagit en intäkt per såld kWh om 1,25 kronor. Denna kan givetvis komma att variera. Dock skall noteras att elpriset som i avtalen sätts för ett år. En justering av priset sker om detta efter ett år avviker med mer än fem procent (upp eller ner) från spot priset.

Graf nedan visar antagna intäkter tillhörande SolTech-koncernen (51 procent av totala intäkter i ASRE) för de tre scenariona. Siffrorna inkluderar inte bara intäkter från försäljning av el utan även intäkter från försäljning av installationer.

Elproduktion i Kina – antagna intäkter konsoliderat i SolTech-koncernen från försäljning av elektricitet, tre scenarion



*Siffran för 2017 är en uppskattning. Källa: Jarl Securities

Integrerade solceller, nettointäkter

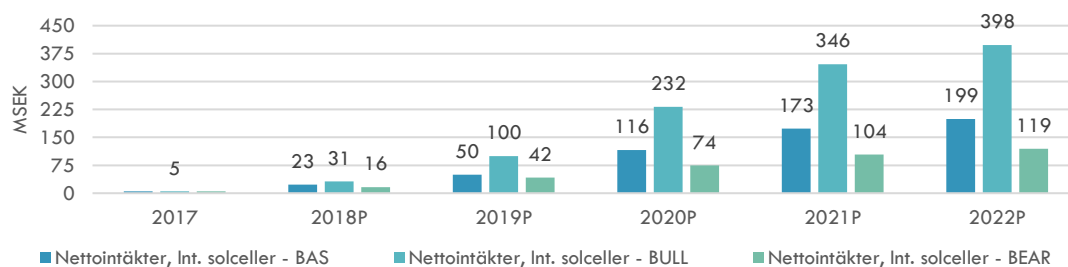
Som tidigare nämnts är den nordiska marknaden för BIVP trögstartad trots bra byggkonjunktur. Försäljningen under verksamhetsområdet Integrerade solceller föll även tillbaka under 2017. Trots detta har bolaget mål om att nå en nettoomsättning inom detta affärsområde om 100 miljoner kronor år 2019 främst pådrivet av ShingEI – vilket vi också modellerar med i bull-scenariot.

I mars 2018 meddelade SolTech att man sålt Wasa Rör. I årsbokslutet för 2017 framgår att dåvarande verksamheten under VS (värme och Sanitet) hade intäkter om 32 miljoner kronor för helåret. Med våran uppskattade intäktsfördelning för 2017 stod affärsområdet Integrerade solceller för cirka fem miljoner av intäkterna 2017.

Liksom bolaget ser även vi möjligheter för ShingEI att vara den främst bidragande tillväxtfaktorn i det kortare perspektivet. Lanseringen i Kina är intressant. Intäkten hamnar som helhet också i SolTech då marknadsföring av ShingEI till största del kommer att ske via ASP. Genom relationen ges bolaget möjlighet till bred exponering mot marknaden i kraft av ASP:s goda rykte och stora andel återförsäljare och distributörer.

Med en stark men ändå en avtagande byggindustri på den nordiska marknaden med Sverige i täten modellerar vi med något svagare omsättning för SolTech ST och SolTech Supreme under innevarande år. Samtidigt tror vi försäljningen av ShingEI, både på den nordiska och kinesiska marknaden kan fungera som positiv motvikt till fallande försäljning av övriga produkter. Nedan följer våra intäktsprognoser för Integrerade solceller.

Integrerade solceller – antagna nettointäkter



*Siffran för 2017 är en uppskattning. Källa: Jarl Securities

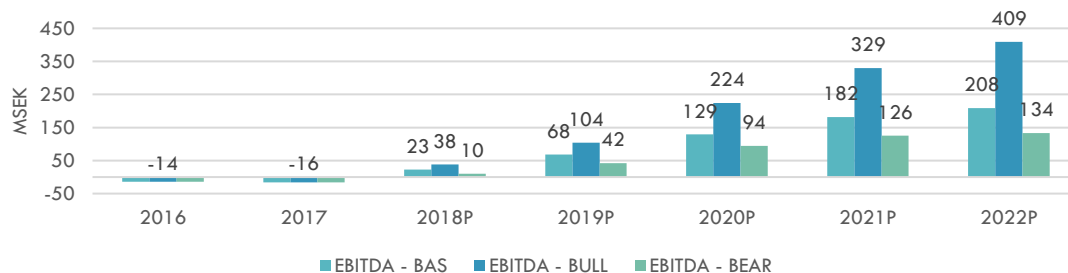
EBITDA-marginal

Bolagets strategi, försäljning och struktur för elproduktion i Kina skapar möjligheter till mycket goda EBITDA-marginaler. Som tidigare nämnts säljer SolTech sina produkter (ST, Supreme och ShingEI) genom distributörer. Det möjliggör för bolaget att hålla de löpande kostnaderna nere. Samtidigt förlorar bolaget kontrollen över försäljningsprocessen och det är viktigt att distributörerna är dedikerade till sin uppgift att sälja just SolTechs produkter.

Vidare lägger ASRE ut själva uppbyggnad, drift och underhåll på underleverantör. Detta möjliggör i sin tur at ASRE kan hålla organisationen liten och flexibel. Produktionskapaciteten om 45 MW per år vid ASP:s produktionslina är en begränsande faktor för bolagets tillväxtplaner. ASP är dock i processen att etablera ytterligare en 45 MW produktionslina i närtid, samt därtill även säkerställa ytterligare kapacitet genom lokala samägda produktionsbolag. Utbyggnaden av produktionslinan är nödvändig för att behålla marginalerna uppe. Nedan följer antagna EBITDA-resultat för de tre scenariona.

Samtidigt bedömer vi att de EBITDA-marginaler som vi har antagit i modellen för 2022 inte är hållbara över tid på grund av fallande statliga stimulanser etcetera. Därför modellerar vi med aningen längre EBITDA-marginal i evighet om 32 procent i basscenariot, 33 procent i bull-scenariot och 36 procent i bear-scenariot. (I bear-scenariot är intäkter från ASRE som andel av totala intäkter högre vid 2022 än i bas-scenariot vilket också ger högre marginaler relativt bas- och bull-scenariot).

SolTech-koncernen – antagna EBITDA-marginaler, tre scenarion



Källa: Jarl Securities

Värdering

För att beräkna ett motiverat värde har vi utgått från en DCF-värdering baserat på prognoser ovan. DCF-modellen är kompletterad med en multipelvärdering baserat på prognostiserade intäkter och EBITDA-resultat år 2019.

Genom att kombinera de två modellerna i ett genomsnitt beräknas ett motiverat pris per aktie bas-scenariot till 16,3 kronor. I bull-scenariot beräknas det motiverade värdet per aktie till 30,2 kronor och 9,5 kronor i bear-scenariot. Se sammanställning av värdering i tabell nedan.

Sammanställning värdering, tre scenarion

	BEAR	BASE	BULL
DCF-värdering	8,9	16,3	34,0
Multiplvärdering	10,2	16,2	26,4
Motiverat värde per aktie	9,5	16,3	30,2
Upp-/nedsida relativt senast betald (10 kr)	-5%	63%	202%
EV/Sales 2018P	8,8x	10,2x	13,9x
EV/EBITDA 2018P	53,9x	37,4x	38,6x

Källa: Jarl Securities

DCF- och multiplvärdering

Diskonteringsräntan är beräknad till 12,1 procent. Det baserat på en riskfri ränta om 0,9 procent och en riskpremie på marknadsportföljen om 6,4 procent över den riskfria räntan. Till detta har vi adderat en småbolagspremie om 2,3 procent i linje med PWC:s "Riskpremien på den svenska aktiemarknaden", mars 2018. Betal är satt till 1,2 och den långsiktiga räntekostnaden är uppskattad till 7,6 procent. Vi har även adderat en bolagsspecifik premie om fem procent vilket avser avspegla det faktum att bolaget i dag saknar finansiering för de planerade projektet. Tillväxt i evighet är satt till höga tre procent för i samtliga scenarion.

Tabell nedan visas det av oss beräknade värdet per aktie i de tre scenariona.

DCF-värdering

	BEAR	BASE	BULL
wacc	12,1%	12,1%	12,1%
CAGR, 2018P - 2020P	49%	68%	90%
Tillväxt, evighet	3%	3%	3%
EBITDA-marginal, evighet	36%	32%	33%
Rörelsevärde (EV), MSEK	497	853	1 624
EV, varav restvärde, %	106%	94%	106%
Antagen kassa, dec-2018	118	125	142
Räntebärande skulder, dec-2018	237	285	324
Nettokassa, dec-2018	-119	-160	-182
Aktievärde	378	693	1442
Antal aktier, miljoner	42	42	42
Motiverat värde per aktie, SEK	8,9	16,3	34,0
Upp-/nedsida rel. senast betalda (10 SEK)	-11%	63%	240%
	<u>2018P</u>	<u>2018P</u>	<u>2018P</u>
EV/Sales	8,3x	10,2x	15,4x
EV/EBITDA	51,1x	37,6x	42,8x

Källa: Jarl Securities

I multipelvärderingen har vi inkluderat bolag som äger och driver egna installationer inom förnybar energi. Vi har även inkluderat bolag som säljer byggnadsintegrerade solceller. Oberoende kraftproducenter inom förnybar energi (IIP) handlas över lag till högre försäljningsmultiplar än bolag med verksamhet inom försäljning av byggnadsintegrerade solceller.

Tabell nedan visar det av oss beräknade värdet per aktie i de tre scenarierna.

Multipelvärdering

Bolag	Verksamhet	Land	Börsvärde, MSEK	EV/Sales, RTM	EV/EBITDA, RTM	
Scatec Solar ASA	IPP	Norway	7 103	10,6x	9,6x	
Aventron AG	IPP	Switzerland	2 932	9,7x	13,6x	
Sky Solar Holdings Ltd	IPP	Hong Kong	539	4,7x	10,9x	
Encavis AG	IPP	Germany	8 437	10,0x	12,4x	
EDP Renovaveis SA	IPP	Spain	71 860	6,4x	8,5x	
Northland Power Inc	IPP	Canada	28 331	8,3x	11,3x	
R Energy 1 SA	IPP	Greece	101	11,0x	22,6x	
Xinyi Solar Holdings Ltd	IPP	China	19 879	2,7x	7,6x	
REC Silicon ASA	BVPI	Norway	2 874	1,5x	13,9x	
First Solar Inc	BVPI	United States of America	48 758	1,2x	8,0x	
SunPower Corp	BVPI	United States of America	9 569	1,6x	NULL	
Kyocera Corp	BVPI	Japan	193 967	1,3x	11,1x	
Canadian Solar Inc	BVPI	Canada	6 269	1,0x	12,1x	
Meyer Burger Technology AG	BVPI	Switzerland	5 860	1,3x	48,7x	
Genomsnitt				5,1x	14,6x	
				<u>BEAR</u>	<u>BAS</u>	<u>BULL</u>
Nettointäkter, 2019P				138	202	314
Implicit EV, nettointäkter 2019P				702	1 024	1 594
EBITDA 2019P				42	68	104
Implicit EV, EBITDA 2019P				611	997	1 516
Genomsnittligt implicit EV (nettointäkter och EBITDA)				657	1010	1555
Nuvärde, genomsnitt EV				550	847	1303
Nettokassa, december 2018				-119	-160	-182
Implicit aktievärde				431	687	1 121
Utestående aktier, miljoner				42	42	42
Värde per aktie				10,2	16,2	26,4
Upp-/nedsida relativt senast betald (10 kr)				2%	62%	164%

Källa: Thomson Reuters och Jarl Securities

Under huven

Vd och styrelseordförande

Bolagets vd och största ägare, Frederic Telander, har varit aktiv i SolTech sedan 2007. Frederic har gedigen erfarenhet från branschen och har bland annat varit vd för Gas Turbine Efficiency som under en fyraårsperiod växte från några få miljoner till nära en halv miljard i omsättning. Frederic har även verkat som investerare inom energieffektivisering och clean-tech.

Stefan Ölander är sedan 2011 bolagets styrelseordförande. Stefan har tidigare jobbat som kommunikationsdirektör inom SEB samt Kinnevik och grundade,

byggde upp och sålde varumärkesbyrån Rewir till Intellecta-koncernen. Stefan är en av de största ägarna, samt styrelsemedlem, i Zacco som är ett av Europas största konsultföretag inom immaterialrätt.

Ägarstruktur

Se tabell nedan för bolagets tio största ägare. Som framgår är vd Frederic Telander bolagets andra största ägare med en ägarandel om 3,5 procent. Styrelseordförande Stefan Ölander är privat och genom företag SolTechs tredje största ägare.

Tio största ägarna, 2018-03-31

	%, Kapital och röster
Avanza Pension	4,6
Frederic Telander	3,5
Ölander Invest AB	2,6
Rupes Futura AB	2,0
Nordnet Pensionsförsäkring	1,9
Peter Kjaerboe	1,2
Gunvald Berger	1,1
Per Smedsjö	1,0
Ågerup Fastigheter AB	0,9
Stefan Wikström	0,5

Källa: Holdings.se

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, 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 Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.