



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 11 oktober 2023

Sun4energy Group AB

Lågt värderad snabbväxare på en marknad i behov av konsolidering

Ett av branschens starkaste tillväxtbolag med ett transformativt förvärv till låg värdering

Sun4Energy, en av solcellsindustrins större spelare, har uppvisat en av de bästa tillväxtresorna i industrin för solcellsinstallatörer under sin korta historik. Bolaget har lämnat positionen som solcellsinstallatör till att bli en helhetsleverantör av energilösningar. Aktien är lågt värderad och ger en utmärkt exponering mot en stark tillväxtmarknad, energilösningar med fokus på solenergi. Bolaget har annonserat ett transformativt förvärv, Niutech, som kommer att öka bolagets styrka betydligt.

Marknad i behov av konsolidering där solenergi är en av de viktigaste bidragsgivarna i energiomställningen

Vi har gjort en djupgående industrianalys av solcellsinstallatörer, med ett underlag på 135 bolag, som vi har delat upp i undergrupper. Sun4Energy tillhör den största gruppen och har uppvisat en stark tillväxt med ett marginellt negativt resultat, i linje med affärsplanen. Proforma, inklusive Niutech, är de en lönsam, dominant spelare. Samtidigt har den totala rörelsemarginalen i industrin minskat från 10% 2018 till 1% 2022 och industrin är i skriande behov av konsolidering, för att höja lönsamheten till godtagbara nivåer. Vi bedömer att solenergi, tillsammans med lagring, kommer att uppvisa den absolut starkaste tillväxttakten i den svenska energimixen under de närmaste fem åren. Sun4Energy är därmed en väsentlig spelare med starka tillväxtförutsättningar.

Attraktiv värdering och stark balansräkning

Vi värderar Sun4Energy med en relativ värderingsmetod där vi jämför bolaget med Byggpartner, ett mindre installationsföretag. Vi har valt bort perioder med svag lönsamhet och får då ett snitt på P/E 11,5x för perioden 2016-2022. Applicerat på vinsten för 2025e, det år då vi ser att Sun4Energy når en godtagbar lönsamhet, och nuvärdesberäknat med en WACC på 14%, ger det ett underlag på 15,8 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 15,0-16,5 kr per aktie. Vårt DCF värde uppgår till 22 kr per aktie. Bolaget har dessutom en stark balansräkning med små investeringsbehov.

| Estimatändring | | | Prognos (mSEK) | | | | | Värde och risk | | | | | | | | | | | | | |
|----------------------------|------------------|-----|---------------------|--------|-------|-------|-------|---|-----------------|--|-----|----|-------------------|--|---|-------------------|--|---|-------------------|--|---|
| | 23e | 24e | 25e | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e | Motiverat värde | 15,0 - 16,5 SEK | | | | | | | | | | | | |
| Totala intäkter | - | - | - | 177 | 327 | 441 | 595 | Aktiekurs | 6,6 SEK | | | | | | | | | | | | |
| EBIT, just. | - | - | - | >100% | 85% | 35% | 35% | Riskenivå | Medel | | | | | | | | | | | | |
| EPS, just. | - | - | - | 0 | 4 | 7 | 14 | Kursutveckling 12 mån | | | | | | | | | | | | | |
| Kommande händelser | | | EBIT, just. | -2 | 1 | 3 | 11 | | | | | | | | | | | | | | |
| Q3 - rapport | 23 november 2023 | | EPS, just. | -0,7 | -0,2 | 0,5 | 1,8 | | | | | | | | | | | | | | |
| Bolagsfakta (mSEK) | | | EPS-tillväxt, just. | N.m. | N.m. | N.m. | >100% | | | | | | | | | | | | | | |
| Antal aktier | 5,3m | | EK/aktie | 4,9 | 4,9 | 5,4 | 7,2 | | | | | | | | | | | | | | |
| Börsvärde | 36 | | Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | | | | | | | | | | | | | | |
| Nettoskuld | 1 | | EBIT-marginal | Neg. | 0,3% | 0,8% | 1,9% | | | | | | | | | | | | | | |
| EV | 39 | | ROE, just. | Neg. | Neg. | 9,5% | 28,5% | | | | | | | | | | | | | | |
| Free float | 58% | | ROCE, just. | Neg. | 3,0% | 9,4% | 25,6% | | | | | | | | | | | | | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 8k | | EV/Sales | 0,5x | 0,1x | 0,1x | 0,1x | | | | | | | | | | | | | | |
| Bloomberg Ticker | SUN4 SS EQUITY | | EV/EBITDA | 309,7x | 9,0x | 5,8x | 2,7x | | | | | | | | | | | | | | |
| Analytiker | | | EV/EBIT | - | 36,3x | 11,3x | 3,5x | Intressekonflikter <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table> | | | Yes | No | Likviditetsgarant | | ✓ | Certified adviser | | ✓ | Transaktioner 12m | | ✓ |
| | Yes | No | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Likviditetsgarant | | ✓ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Certified adviser | | ✓ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Transaktioner 12m | | ✓ | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Örjan Rödén | | | P/E, just. | - | - | 13,6x | 3,7x | | | | | | | | | | | | | | |
| orjan.rodén@penser.se | | | P/EK | 3,2x | 1,4x | 1,2x | 0,9x | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | FCF yield | - | - | 4% | 17% | | | | | | | | | | | | | | |
| | | | Nettoskuld/EBITDA | -3,5x | 0,5x | 0,1x | -0,4x | | | | | | | | | | | | | | |

Investment case

Den svenska kraftmarknaden är i kraftig omstöpning: Elektrifiering i allmänhet och flera stora industriprojekt i synnerhet kräver stora mängder ny elproduktion eller ett bättre balanserat energisystem med hjälp av lagring. Samtidigt påverkas flera kraftgenereringslag av utbyggnadsproblem och / eller långa ledtider samt lokalt motstånd. Detta gäller främst kärnkraft (långa ledtider) och vindkraft, både havsbaserad (långa ledtider och lokalt motstånd) och landbaserad (lokalt motstånd). För kärnkraft och havsbaserad vindkraft finns det även frågetecken kring den långsiktiga lönsamhetskalkylen, då många kostnadsprognoser har svårt att möta dagens elprisivåer. Dessutom har det svenska elsystemet stora kapacitetsbrister, som tar lång tid att åtgärda. Solenergi, framför allt tillsammans med batterilagring, är det enda energilag som kan erbjuda en snabb utbyggnad med lokal acceptans, som dessutom stöttar upp elsystemet med stödtjänster där batterilagring ingår. Dessutom är det en helt förnyelsebar energikälla. Vi bedömer att marknaden för solenergi kommer att växa med 35% och att Sun4Energy kan växa i takt med marknaden fram till och med 2026. Detta ger en CAGR på 50% mellan 2022 och 2025 enligt våra prognoser.

En vinnare på morgondagens solenergimarknad: Marknaden för solpanelsinstallatörer är i kraftig förändring. Marknaden mognar i takt med att erbjudandet blir mer standardiserat och lönsamheten pressas, efter en närmast explosiv utveckling under de senaste åren. En simpel installation av solpaneler ersätts av alltmer komplexa energilösningar där solpaneler, energilagrar, laddning av elfordon och IT-plattformar efterfrågas på marknaden. Sun4Energy, med sitt ursprung i elinstallationer och byggverksamhet, är i en utmärkt position att bli en trovärdig leverantör av helhetslösningar inom energi med fokus på solpaneler. Vi ser framför oss en kraftig konsolidering av marknaden för solpanelsinstallatörer, där Sun4Energy som noterat bolag och med starka finanser samt en bred ansats mot morgondagens energimarknad, har stora möjligheter att ta del av en marknadskonsolidering. Bolagets flexibla modell, där man inte har produktion av egna produkter, gör att bolaget kan agera snabbfotat när det tekniska landskapet förändras och nya specialiserade aktörer etablerar sig.

Storlek och interna åtgärder höjer lönsamheten strukturellt: Sun4Energy har vuxit kraftigt under de senaste åren och har därför uppvisat förluster, som dock får ses som marginella i sammanhanget, med en rörelsemarginal på -2% och -1% för 2021 och 2022. Detta är helt i linje med bolagets affärsplan. I takt med att bolaget växlar in på en mindre spektakulär tillväxtbana, i kombination med bolagets relativa storlek i branschen, ökar möjligheterna att knyta till sig attraktiva samarbetspartners samt att bli en allt större kund hos viktiga utrustningstillverkare. Sammantaget ser vi en bättre lönsamhet framöver, främst drivet av bättre enhetskostnader på inköpt utrustning, men även stordriftsfördelar ur den organisation som bolaget har byggt upp. Bolaget har även genomfört interna åtgärder som ett helt nytt projekteringssystem, vilket underlättar bättre projektstyrning och därmed högre lönsamhet. Vi ser en långsiktig EBIT-marginal på 2,5%.

Bolagsprofil

Sun4Energy är en ledande aktör inom solenergi och laddinfrastruktur i Sverige. Bolaget designar, installerar och driftsätter solcellsanläggningar och elbilsladdare för privatpersoner, företag och kommuner. Bolagets mål är att erbjuda kunderna hållbara energilösningar som påskyndar övergången till en fossilfri framtid, samtidigt som de sänker driftkostnaderna.

Värdering

Vi har värderat Sun4Energy med en relativ och en absolut värderingsmetod. Vi har endast använt den relativa värderingsmetoden som underlag för vårt motiverade värde. I den relativa värderingsmetoden har vi valt att jämföra bolaget med Byggpartner, ett installationsföretag. I grund och botten är Sun4Energy ett installationsföretag, även om den väsentligt högre tillväxten inom solcellsinstallationer skiljer sig markant från traditionella installationsföretag, men så gör även den skarpere konkurrensen. Byggpartner är även ett mindre bolag, vilket ökar jämförbarheten. Förutom under perioder av underlönsamhet, har Byggpartner handlats på ett P/E-tal på 10x-15x. Vi har valt bort perioder präglade av svag lönsamhet och satt ett tak på P/E 12x i vår beräkning och får då ett snitt på P/E 11,5x för perioden 2016-2022, enligt data från FactSet. Vi har applicerat den multipeln på vinsten för 2025e, det år då vi ser att Sun4Energy når en godtagbar lönsamhet. Nuvärdesberäknat med en WACC på 14%, ger det ett underlag på 15,8 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 15,0-16,5 kr per aktie.

Vår absolutvärdering, som bygger på en DCF-kalkyl och är baserad på en långsiktig EBIT-marginal på 2,5%, en långsiktig tillväxt på 2% och en WACC på 14%, ger ett värde på 22 kr per aktie. Givet att bolaget har en kort historik och hittills har redovisat förluster på helårsbasis, är det förståeligt att marknaden inte prissätter aktien i linje med sitt fulla fundamentala värde. En fortsatt tillväxt, i kombination med de lönsamhetsförbättringar vi ser, bör leda till att rabatten mot det fundamentala avkastningsvärdet succesivt minskar över tid. Solcellsbranschens starka tillväxt bör dessutom leda till högre multiplar över tid.

Bolagsprofil och historia

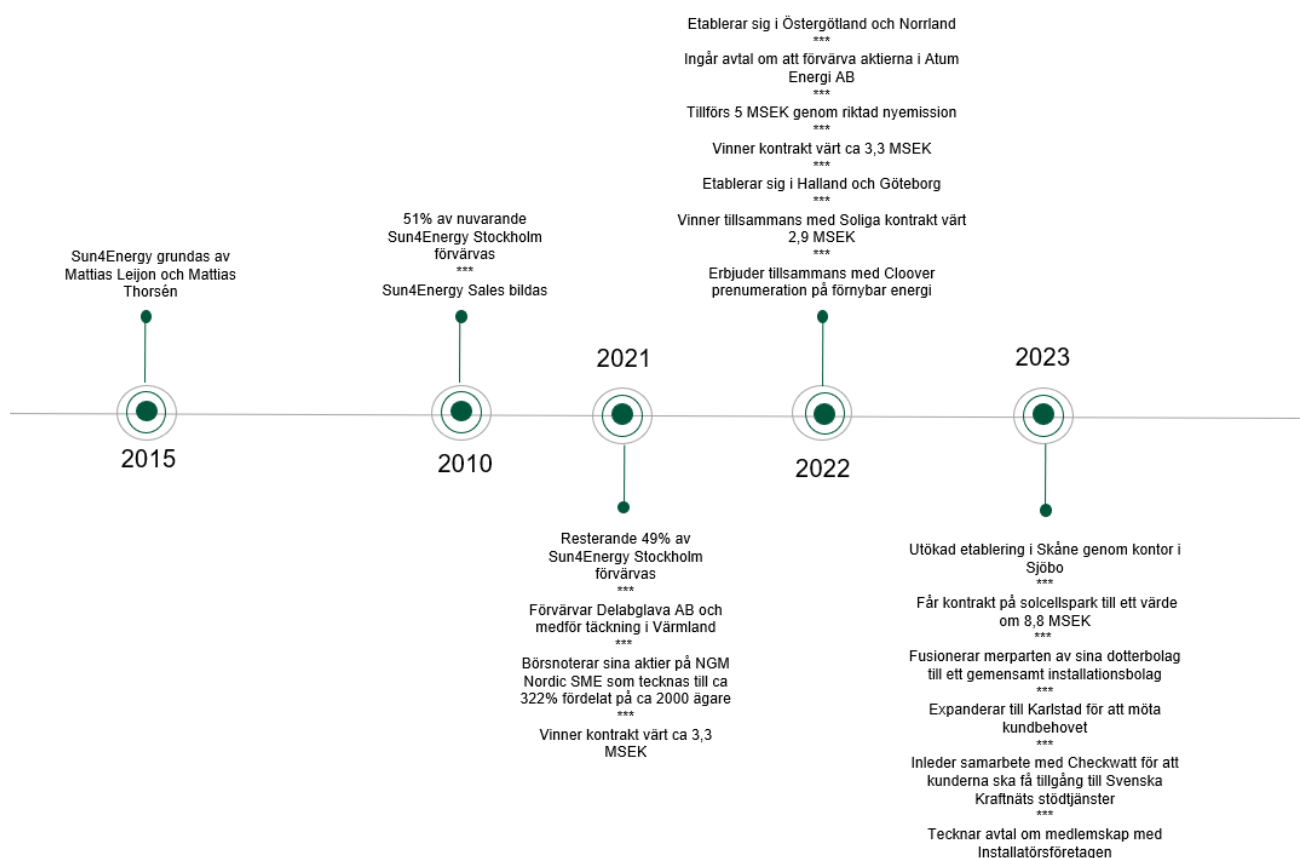
Sun4Energy grundades 2015 av Mattias Leijon och Mattias Thorsén som såg möjligheten att bygga upp ett bolag inriktat mot solenergi och elbilsladdning med ett betydande fokus på sälj. Bolaget säljer och installerar solcellsanläggningar, batterier och laddboxar för eldrivna fordon till privatpersoner, bostads- och hyresrättsföreningar, företag och kommuner. Verksamheten bedrivs genom att sköta samtliga moment internt, från inköp av komponenter från leverantörer till design, sälj, installation, montering samt driftsättning. Bolaget verkar inom en bransch med snabb tillväxt och en kraftigt ökande efterfrågan i takt med att allt fler konsumenter erhåller ett mer hållbart tänk både i vardagen och investeringsmässigt. I stort bidrar Sun4Energy till ett samhälle med större produktion av förnybar energi och minskat koldioxidutsläpp, samtidigt som den enskilda kunden gynnas ekonomiskt på längre sikt.

Bolaget har under de senaste åren gått från att vara en lokal solcellsmontör i Örebro län till att expandera till en täckning över Syd- och Mellansverige. Bolagets mål är att utöka sin täckning nationellt genom att starta på nya orter och genom strategiska förvärv. Visionen är att bli det självklara valet som leverantör av solceller, energisystem och laddinfrastruktur i hela Sverige.

Sun4Energy driver sin verksamhet utifrån principen att inte lämna en enda kund missnöjd, vilket infrias genom att vara till hands genom hela processen. Kundresan börjar med diskussion kring kundens fastighet och behov, vilket därefter sammanställs i en kundanpassad offert. Därefter utförs montering och installation av solcellsanläggningen, energisystemet samt laddinfrastrukturen av Bolagets egna installatörer och elektriker, för att säkerställa en god kvalitet och ett trevligt bemötande.

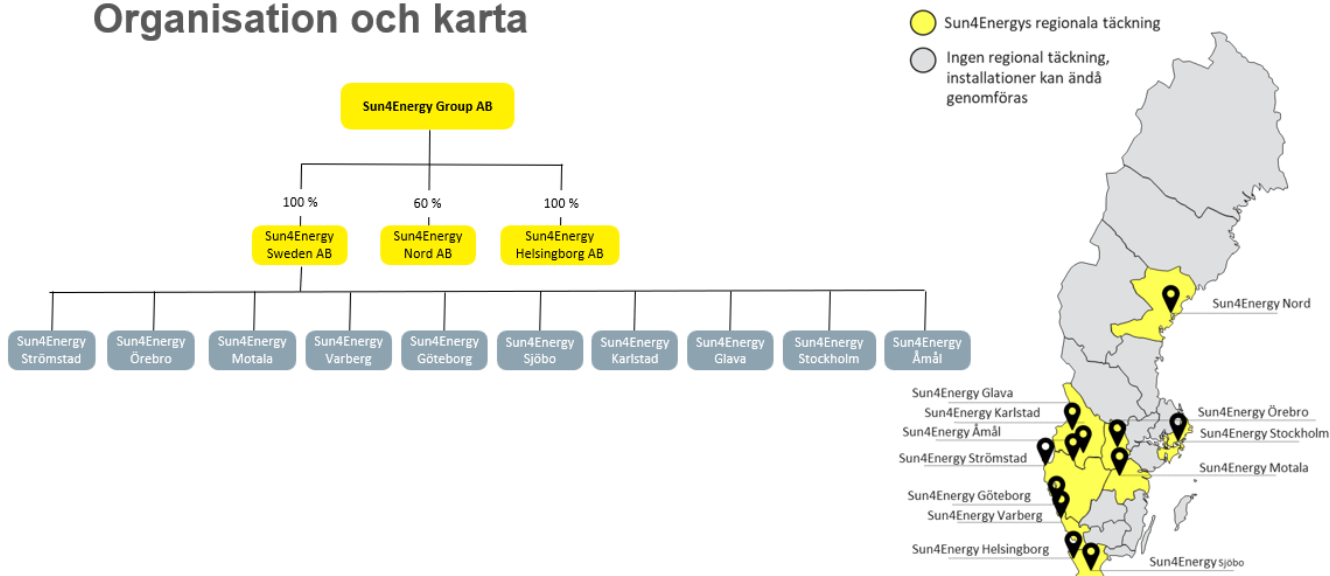
Bolaget har nyligen annonserat ett förvärv av Niutech, ett lönsamt bolag verksamt inom solenergi samt olika installationsverksamheter. Förvärvet ingår inte i vår analys, men vi ser goda möjligheter till värdeskapande när Niutech har konsoliderats i Sun4Energy-koncernen.

Tidslinje



Källa: Bolaget

Organisation och karta



Källa: Bolaget

Affärsmodell och målsättningar

Sun4Energy har haft som målsättning att gå från en ren solcellsininstallatör till att bli en helhetsleverantör av energilösningar. Marknaden för solpanelsinstallatörer är i kraftig förändring. Marknaden mognar i takt med att erbjudandet blir mer standardiserat och lönsamheten pressas, efter en närmast explosiv utveckling under de senaste åren. En simpel installation av solpaneler ersätts av alltmer komplexa energilösningar där solpaneler, energilager, laddning av elfordon och IT-plattformar efterfrågas på marknaden.

Sun4Energy, med sitt ursprung ur elinstallationer, byggverksamhet och solpaneler är i en utmärkt position att bli en trovärdig leverantör av helhetslösningar inom energi. Vi ser framför oss en kraftig konsolidering av marknaden för solpanelsinstallatörer, där Sun4Energy som noterat bolag och med starka finanser samt bred ansats mot morgondagens energimarknad, har stora möjligheter att ta del av en marknadskonsolidering. Bolagets flexibla modell där man inte har produktion av egna produkter, gör att bolaget kan agera snabbfotat när det tekniska landskapet förändras och nya specialiserade aktörer etablerar sig. Tänkbara utvecklingsmöjligheter för att bredda produktportföljen är att skapa lokala elsystem med så kallad ö-drift, där hela områden kan klara sig utan tillförsel av externt producerad energi. Andra möjligheter är service och underhåll, uppgraderingar och olika typer av smarta lösningar, som kommer att krävas på morgondagens energimarknad.

Det senast annonserade förvärvet, Niutech, kommer ytterligare att accelerera processen mot en helhetsleverantör.

Målsättningar

Planen är att växa genom noga genomtänkta förvärv samt genom organisk tillväxt. Syftet med att snabbt öka vår geografiska täckning är att kunna teckna fördelaktiga avtal med rikstäckande kunder som ger oss möjlighet att erbjuda både installation och service över hela landet. Förutom naturliga synergier kommer vi även tillsammans i Koncernen skapa bättre förutsättningar vid förhandling av inköpspriser.

Vi strävar efter att hela tiden utvecklas. Följande punkter konkretiserar ett urval av våra mål.

- Erbjud våra tjänster och produkter på en nationell basis.
- Genomföra två eller tre förvärv årligen fram till 2025.
- Upprätta en egen grossistverksamhet för solceller och laddning av elfordon
- Handla material såsom solcellspaneler, växelriktare och laddboxar direkt av produkttillverkarna
- En egenutvecklad app för både våra solcellsanläggningar och våra elbilsladdare.

Källa: Bolaget

Produkter

I dagsläget säljer Sun4Energy främst tre produktkategorier

- Solpaneler och kringutrustning som utrustning för laddbara fordon
- Energilagring
- Övriga tjänster

Solpaneler och kringutrustning som växelriktare

Huvudprodukten är solpaneler till privatpersoner och företag. Bolaget är verksamt i hela landet för industrikunder och i alla storstadsregioner för privatkunder. Verksamheten innebär försäljning, inköp, installation och driftsättning av solpaneler. I varje installation av solpaneler ingår kringutrustning som likriktare och någon form av IT-stöd, ofta i form av en app.

Inköp från Europa skapar effektiva försörjningskedjor

Bolaget köper sina solpaneler från den spanska leverantören Eurenor och säljer därmed endast en europeisktillverkad produkt. Fortfarande produceras någonstans mellan 80-90% av alla solpaneler i Asien, där Kina står för uppskattningsvis 70-80% av produktionen. Fördelen med att köpa in europeiska paneler är självklart korta ledtider. En transport mellan fabrik och kund tar några få dygn i anspråk, jämfört med veckor eller månader vid import från Asien. Nackdelen är priset. Kinesiska paneltillverkare har i stor utsträckning stängts ute från den amerikanska marknaden, på grund av geopolitiska spänningar. Kinesiska producenter tvingas därmed hitta nya marknader, vilket ofta sker med priset som främsta konkurrensmedel. Kinesiska paneler kan köpas in för uppskattningsvis 0,16 € / kWh, att jämföra med 0,22 € / kWh för europeiska paneler. På sikt är det rimligt att priserna konvergerar runt 0,20 € / kWh, vilket är klart lägre än vad som har varit fallet under de senaste åren.

Överskott av paneler är det mest troliga scenariot

Den globala industrin för solpaneler präglas av ett överutbud på senare år. Kina har byggt upp en väsentlig kapacitet, samtidigt som många länder inom OECD, som USA och EU, av strategiska skäl avser att bygga upp egen inhemsk produktionskapacitet. Det är emellertid en svår ekvation att lösa, framför allt för länder inom EU. Produktionen, främst tidigt i produktionsprocessen, är oerhört energiintensiv, vilket skapar problem när tillgången på billig och förnyelsebar energi blir en allt större utmaning. Vår bedömning är att utbudet sammantaget kommer att vara fortsatt högt relativt efterfrågan och att köpare av paneler kommer att vara i en relativt bättre position i värdekedjan jämfört med säljare av paneler.

En bättre försörjningssituation framöver relativt historien

Sun4Energy har tidigare haft en relativt ineffektiv försörjningssituation. Som liten aktör med skiftande kundbehov har bolaget köpt in många olika produkter vid varje tillfälle, vilket har lett till mindre konkurrenskraftiga priser. Bolagets storlek i kombination med ett mindre spretigt produkterbjudande bör leda till bättre inköpspriser och bättre logistikförutsättningar, en resa som redan har påbörjats.

Energilagring

Bolaget är även djupt involverat i produkter för energilagring. Marknaden för energilagring, eller batterier i fortsättningen av texten, är betydligt mer omogen jämfört med solpaneler. Priserna är högre och utbudet är lägre. Samtidigt är subventionerna enligt tidigare högre för denna produktkategori. Framför allt bidrar en hög efterfrågan på stödtjänster till finansieringen för de kunder som ansluter sig till den tjänsten. Batterier tillför två nyttor för kunden:

- Möjlighet för stödtjänster
- Lagring av egenproducerad solenergi under låglasttimmar, exempelvis mitt på dagen, som kan användas under höglasttimmar, exempelvis på kvällen, då priserna ofta är betydligt högre än under dagen

Liksom för solpaneler finns det ett flertal leverantörer, där de flesta är kinesiska som Huawei. I övrigt delar batterier egenskaper med solpaneler på många områden. De är i princip underhållsfria, men slits med tiden. De är robusta och klarar sig i tuffa miljöer, ibland utomhus och är helt autonoma, givet att elektroniken runt omkring (växelriktare, styrsystem) fungerar.

Det är rimligt att vi kan förvänta oss lägre priser på batterier i takt med att marknaden mognar. Även om det i långa loppet leder till lägre projektpriser, bör detta kompenseras av en positiv utveckling i kostnader för inköp av material.

Övriga tjänster

Övriga tjänster är i sin linda, med undantag för laddning av elfordon. Det är en marknad under kraftig framväxt, där allt ifrån styrning, balansering och utbyggnad av smarta elnät kommer att växa starkt de närmaste åren, enligt vår bedömning. Genom att söka samarbeten med andra leverantörer minskar utvecklingsrisken för Sun4energy markant, samtidigt som flexibilitet mot nya applikationer upprätthålls. Självklart blir barriärerna lägre jämfört med egenutvecklade produkter. Men drivkraften för många produktleverantörer inom exempelvis smarta elnät är att snabbt driva upp volymerna och där blir Sun4Energy en viktig partner med sin storlek. I en så pass jungfrulig marknad som den ”nya” energimarknaden, som historiskt har präglats av trögrikliga processer på grund av lagstiftning och tradition samt många naturliga monopol, är det sannolikt högre risk att utveckla nya produkter, snarare än att vara inköpare av dessa produkter.

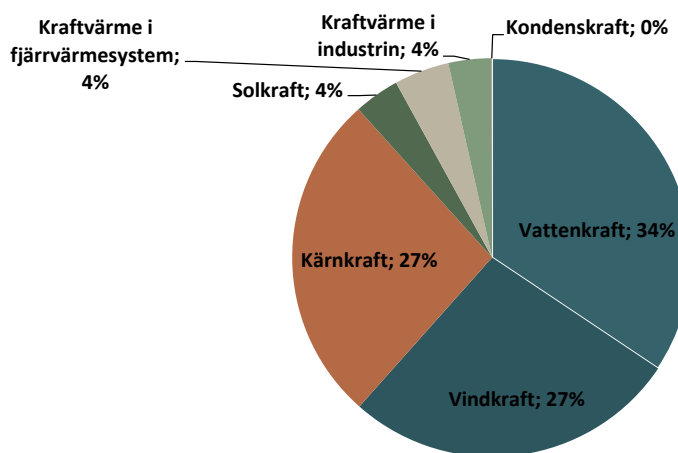
Energimarknaden

Den nordiska elmarknaden, där Sverige är en del av den gemensamma marknaden Nord Pool, är i kraftig omstöpning. Ökad efterfrågan från elektrifiering och nettoexport kommer att ställas mot ett ökat utbud, framför allt från förnyelsebar energi samt minskad efterfrågan från energibesparingar och ett bättre utnyttjande av elnätet. Sammantaget kommer det att leda till en allt högre volatilitet mellan låglast- och höglasttimmar under dygnet. Vår bedömning är även att variationen över året kommer att minska med relativt sett högre priser sommartid och lägre vintertid, givet de klimatförändringar som sker, i kombination med att de europeiska elmarknaderna kopplas ihop alltmer. Södra Europa, som är en betydligt större elmarknad än de nordiska och baltiska regionerna inom Nord Pool, har i många fall en högre energikonsumtion under sommarhalvåret, då behovet nedkylning ofta är större än energi för uppvärmning.

De närmaste åren ser vi en fortsatt utbyggnad av vindkraften med 1 GW / år i genomsnitt. Från kärnkraften ser vi inget bidrag, förutom att O3 i Finland kommer att börja producera för fullt på förväntad kapacitet. Om något ser vi en allt större risk för produktionsstörningar i takt med att kärnkraftparken åldras. Det sker en utbyggnad av vattenkraft, men där ser vi snarast en högre förmåga att producera mer vid höglasttimmar och därmed kapa pristoppar, snarare än högre produktion per se, på grund av begränsad förmåga att utöka befintlig dammkapacitet.

För solenergi ser vi en fortsatt stark utbyggnad i Sverige, men även i andra länder inom Nord Pool, då den höga prisvolatiliteten och högre förbrukning sommartid kommer att gynna sol- & batterilagringsprojekt. De nackdelar som tidigare förknippades med solpaneler; att dessa producerar de tider på dagen och på året då efterfrågan och därmed priser är som lägst, ser vi som ett minskande problem enligt ovan. Dessutom tillför batterilagring ytterligare värde till en anläggning. Tillsammans med värmepumpar är sol- och batterianläggningar de enda energislagen som direkt gynnar fastighetsägaren via lägre driftskostnader och därmed högre marknadsvärde av fastigheten. Samtidigt är tillståndprocesser och andra administrativa hinder som utbyggnad av elnätet, marginella jämfört med storskaliga energiprojekt.

Elproduktion, fördelning 2026e



Källa: Energimyndigheten

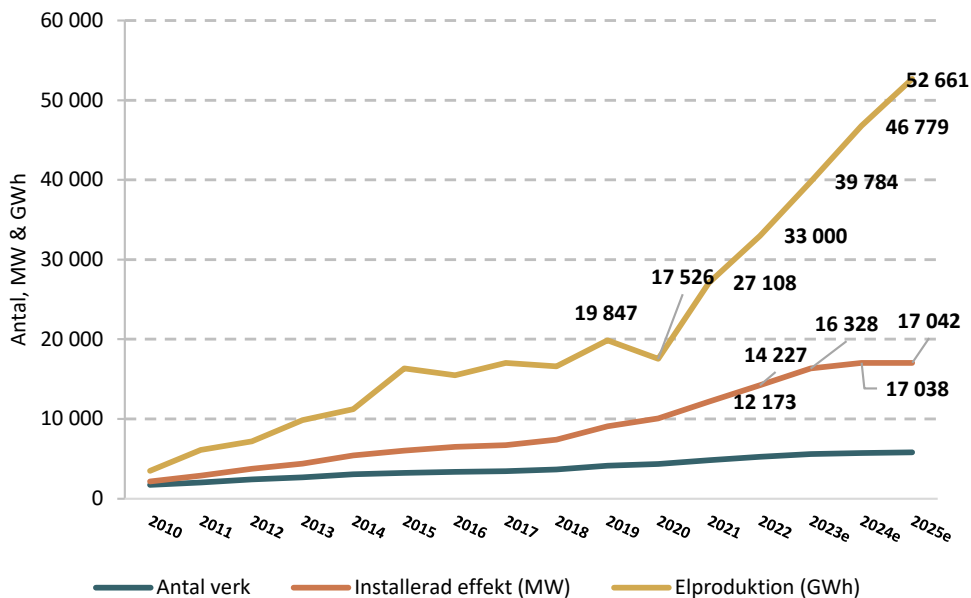
Vindkraft

Vindkraft i Sverige

I Sverige ser vi en fortsatt utbyggnad, baserat på prognosen från Svensk Vindenergi, under de närmaste åren, men med en betydligt lägre tillväxt i såväl absoluta termer som procentuellt, jämfört med tidigare. Från en nivå på ca 2 GW per år i 2022 och 2023e, så ser tillväxten mer beskedlig ut för 2024e och 2025e med 0,7 respektive 0,0 GW.

Enligt prognoser från Svensk Vindenergi tillkommer ytterligare kapacitet enligt följande diagram.

Vindkraft i Sverige, aktuella värden och prognoser till 2025



Källa: Svensk Vindenergi

Vi bedömer längre prognoser kring vindkraft som optimistiska. Behandlingstiden för tillståndprocesser har försämrats ytterligare från redan höga nivåer. Utvecklingen på senare tid går därmed åt fel håll. Framför allt det faktum att en kommun när som helst under tillståndprocessen kan ändra ett positivt besked kring utbyggnad till ett negativt, gör att osäkerheten ökar markant. Sammantaget ser vi risken för en avstannande tillväxt i vindkraft i Sverige som överhängande. Betydande lagändringar krävs för att ändra på detta och det ser inte sannolikt ut att det sker i närtid.

Vad gäller havsbaserad vindkraft tillkommer ytterligare svårigheter. Förutom de extremt långa tillståndprocesserna, tillkommer nu en allt större insikt om att de kostnadskalkyler som har använts inte håller. Exempel på detta är Vattenfalls nedskrivning av ett stort havsbaserat vindkraftsprojekt utanför UK samt Örsteds varningar om stora potentiella nedskrivningsbehov, framför allt i sina amerikanska havsbaserade vindparker. Även om detta i stora drag rör lokala förhållanden utanför Sverige, kvarstår problemet med kostnadskalkylerna för byggnation och inte minst underhåll även inom våra grunda vatten nära land, s k kontinentalsockel, som är den naturliga platsen för havsbaserad vindkraft.

Vindkraft i Norge, Finland och Danmark

Vi ser positivt på utvecklingen i framför allt Finland för vindkraft. Landet har genomfört flera stora administrativa åtgärder, exempelvis att fastighetsskatten för ett vindkraftverk tillfaller den kommun där verket står, vilket har skapat ett positivt stämningsslag bland lokalbefolkningen. Därigenom bör många av de projekt som befinner sig i tidig fas gå igenom hela värdekedjan till att börja producera energi.

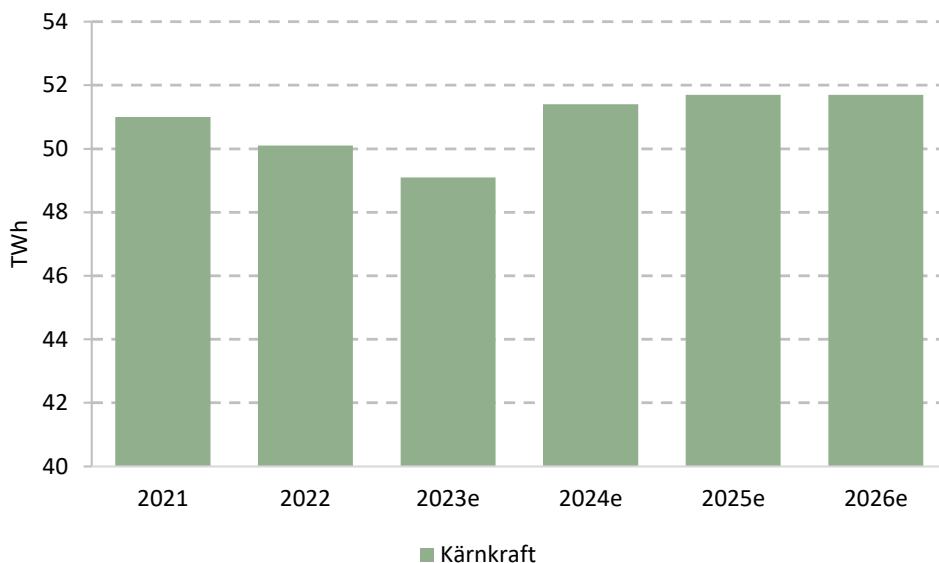
I Norge och Danmark ser vi en betydligt lägre utbyggnadstakt. De förändringar som har skett i skattelagstiftningen i Norge har sannolikt lagt en våt filt över vindkraftutbyggnad för lång tid framöver. I Danmark är potentialen stor för ytterligare landbaserad vindkraft, men landets nuvarande stora andel vindkraft i energimixen skapar problem med volatila elpriser. Det finns även en stor potential för havsbaserad vindkraft i både Norge och Danmark med en lång kust på relativt grunt vatten, men vi ser samma strukturella problem som för Sverige vad gäller balansen mellan kostnader och intäkter.

Kärnkraft – stor potential om det verkligen blir av, men ligger längre fram

Efter att O3 i Finland till slut har börjat producera på förväntad kapacitet, efter ca 20 års försening, ser vi ingen tillkommande kärnkraft i närtid inom Nord Pool. Vattenfall har börjat analysera hur ny kärnkraft ska kunna byggas. Men de problem som drabbar andra kraftslag med långa tillståndsprocesser och svårigheter att beräkna kostnader för byggnation och underhåll, gäller definitivt kärnkraft. Kärnkraft kan verka som en enkel lösning; stabil kraft med stor balanserande effekt, låga marginalkostnader och lågt klimatavtryck, samtidigt som den utseendemässiga nackdelen med till exempel en vindkraftpark undviks. Det har emellertid ännu inte testats hur den lokala opinionen verkligen ställer sig till nya reaktorer när det verkligen närmar sig tillståndsprocesser i praktiken.

I Sverige är risken för allt sämre driftssäkerhet överhängande i takt med att våra gamla reaktorer åldras, vilket talar för ett allt mindre bidrag från kärnkraften, snarare än större, långt innan vi har ny eventuell kapacitet på plats. Detta talar återigen för att vi kommer att se en ökad volatilitet i elpriser över dygnet och året under de närmaste åren.

Kärnkraft, produktion



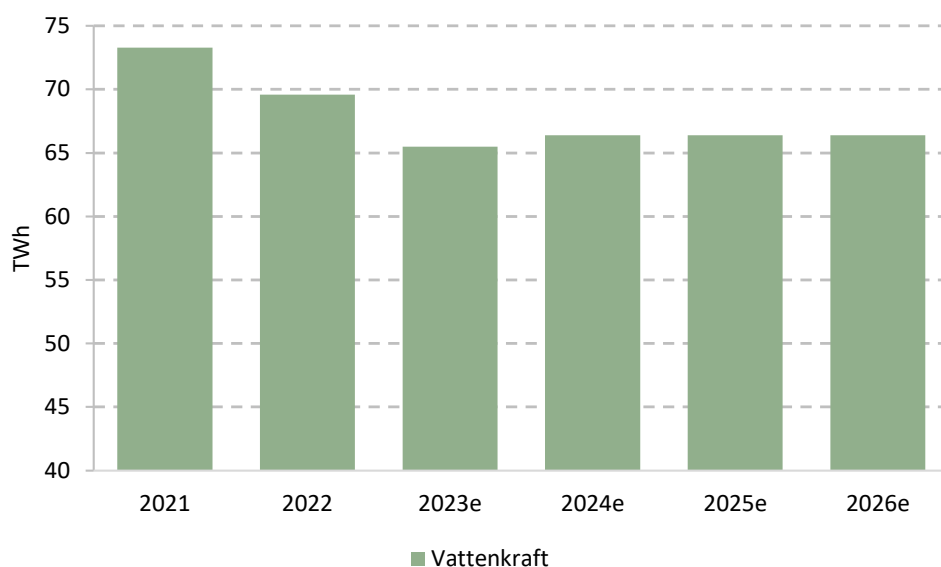
Källa: Energimyndigheten

Vattenkraft – en faktor som kan minska volatiliteten, men tillför endast marginellt bidrag till produktionen

Befintlig Vattenkraft är nyckeln till ett större inslag av förnyelsebar energi, då vattenkraften kan balansera utbud och efterfrågan i realtid till närmast obefintliga kostnader.

Det sker en viss utbyggnad av vattenkraft i Sverige, bland annat från Vattenfall och Skellefte kraft. Vår bedömning är att det i första hand handlar om att utnyttja den lagrade energin bättre, genom att kunna producera mer vid pristoppar än idag. Vattenfall bygger, förutom viss ökad momentan kapacitet, även ett pumpkraftverk. Ett pumpkraftverk ökar elproduktionen genom att konsumera energi vid låga priser för lagring av hydroenergi genom uppumpning av vatten, som sedan kan omvandlas till energi i turbinerna vid höga prisnivåer. I övrigt är det vår bedömning att den sammanlagda dammkapaciteten, som är den begränsande faktorn, kommer att vara relativt konstant framöver. Det finns vissa studier som talar för ett allt fuktigare klimat på våra breddgrader, med mer regn som resultat. Detta skulle på sikt kunna öka magasinifyllnadsgraden strukturellt, framför allt under sommarhalvåret, vilket inte minst sommaren 2023 skulle kunna vara ett exempel på. Det är dock osannolikt att det påverkar väsentligt i det korta perspektivet. Enligt energimyndighetens korttidsprognos ligger produktionen av vattenkraft i princip konstant under perioden 2023-2026.

Vattenkraft, produktion



Källa: Energimyndigheten

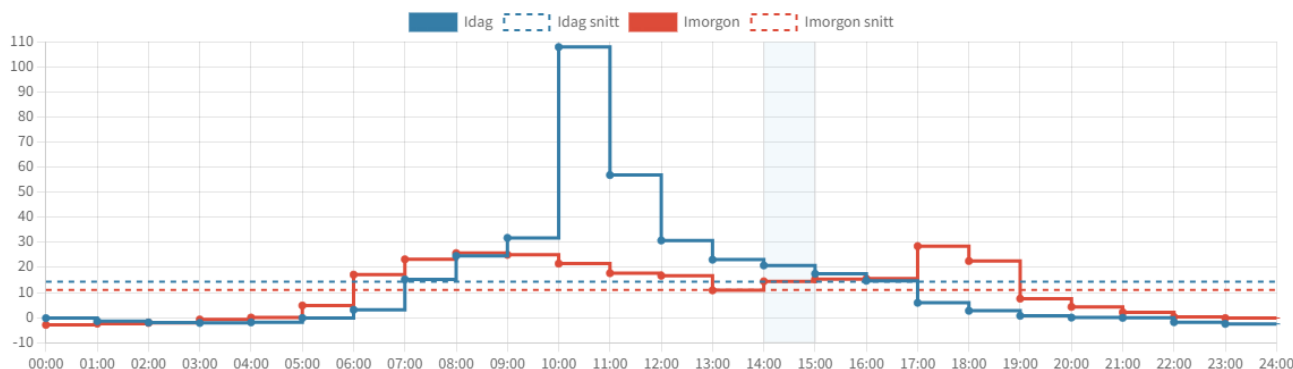
Solenergi – det kraftslag som har störst potential i det korta perspektivet

Solenergi, framför allt tillsammans med energilagring i form av batterier och längre fram även vätgas, slipper många av de försvårande faktorer som andra energislag möter. Solenergi kräver begränsande tillståndprocesser och nätanslutningar. Det finns även begränsade problem med "not in my backyard"-problematiken, där en tredje part missgynnas av att till exempel en vindpark byggs i närheten av bostäder, som då riskerar att falla i marknadsvärde. Vidare är solenergi distribuerad kraft, vilket innebär att den till viss del tillför systemstödande faktorer då produktion sker i anslutning till konsumtion, vilket minskar behovet av utbyggd överföringskapacitet. Det är en stor skillnad mot till exempel en vindkraftpark i Norra Sverige, som snarare skapar problem i form av överföringsbegränsningar, så länge som nuvarande obalanser i överföringskapacitet mellan olika delar av landet består.

Samtidigt har det funnits vissa begränsningar kring solenergi, där de mest kända är att solen inte skiner när elbehovet är som störst; vintertid, nattetid och under höglasstimmarna, tidig morgon och kväll under sommarhalvåret. Vidare kan inte solenergi tillföra några större mängder energi. Enligt energimyndighetens senaste korttidsprognos kommer solenergi endast att stå för 3,7% av den totala elproduktionen under 2026e, trots stark tillväxt.

Förutom det faktum att vi ser en mer utjämnad förbrukning över året och dygnet, skall inte effekten av att sol tillsammans med lagring tillför stora värden i systemet då det avhjälper effektoppar, underskattas. Bilden nedan visar en vardag, 4/9 2023 i elområde SE3 där vissa delar av dagen uppvisar negativa spotpriser, samtidigt som det under ett fåtal timmar uppvisar för årstiden höga priser. Även om många konsumenter, framför allt de större, inte arbetar med spotpriser utan har elprissäkringar, så innebär den här typen av prisfluktuationer samhällskostnader på ett eller annat sätt. Ett system där det finns stor lagringskapacitet, kan hantera den här typen av situationer på ett betydligt bättre sätt jämfört med idag.

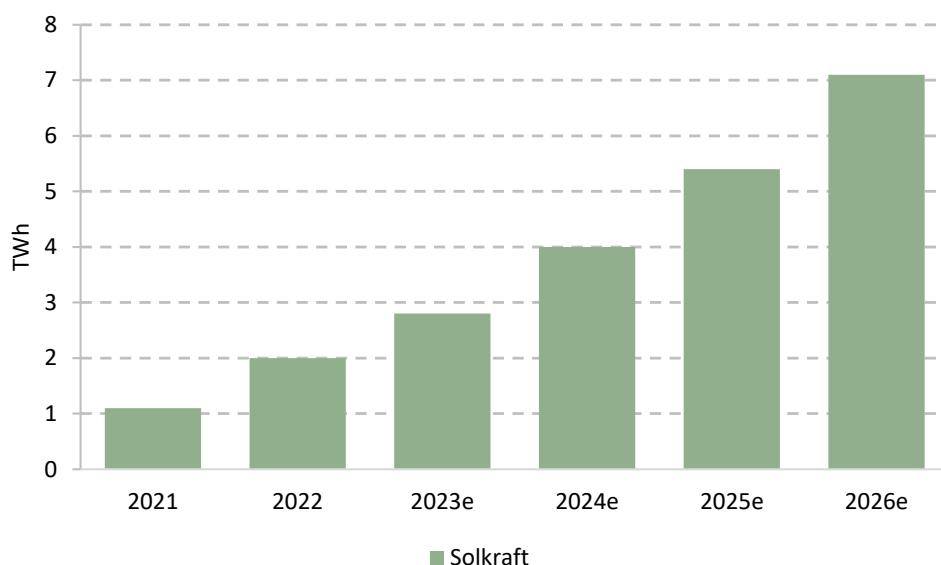
Timpriser 2023-09-04



Källa: Elbruk

Enligt energimyndighetens senaste korttidsprognos kommer solenergi att uppvisa den absolut högsta tillväxttakten av alla kraftslag.

Solkraft, produktion

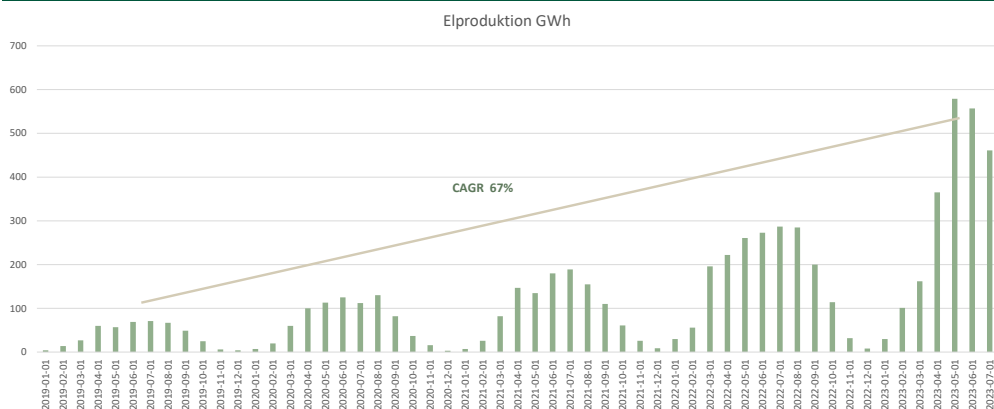


Källa: Energimyndigheten

Givet den senaste tidens utveckling och den lönsamhet som finns i kombinationen av sol- och batterilagring ser den prognosen snarast försiktig ut. Vi har emellertid valt att utgå från 35% i marknadstillväxt, då det kan vara svårt rent kapacitetsmässigt för installationsbranschen att kunna växa mer, med tanke på tillgång till arbetskraft, komponenter, byggställningar mm.

Prognosen kan även anses vara försiktig, givet den historiska utvecklingen i diagrammet nedan, som också påvisar den säsongsmässiga variationen av kraftslaget.

Elproduktion från solenergi, månadsvis



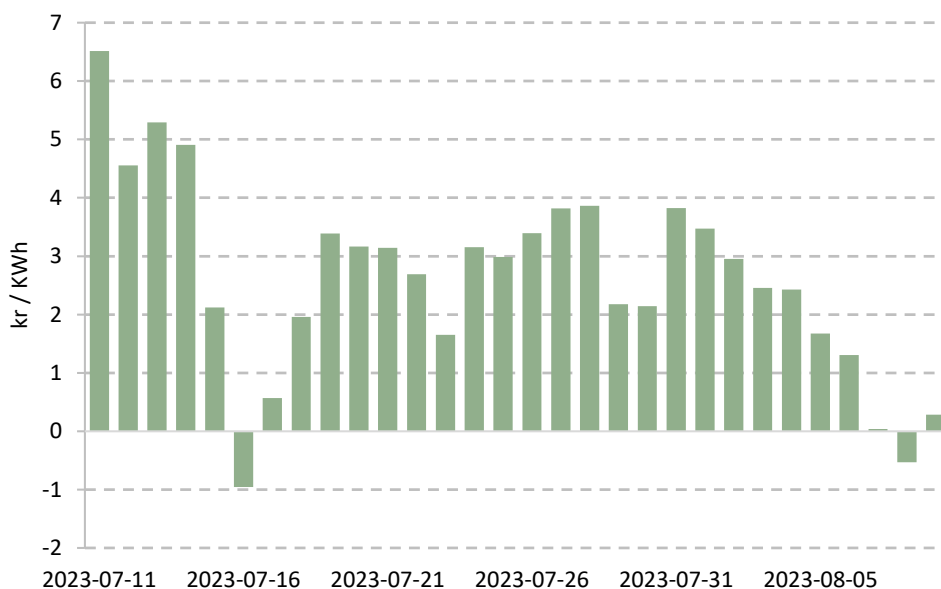
Källa: Svensk Solenergi

Kombinationen solenergi och energilagring – ett minst sagt attraktivt erbjudande

Framväxten av förnyelsebar energi drivs ofta på av subventioner. I Sverige har regering och riksdag beslutat om subventioner till både solceller och energilagring. För solceller uppgår subventionen till 19,4% av inköpspriset och för energilagring till hela 48,5% av inköpspriset, båda för privatpersoner. Uppenbarligen anses det av största vikt att gynna just kombinationen av solceller och energilagring på privatmarknaden. Samtidigt har Svenska Kraftnät ("SVK") insett fördelen med småskalig energilagring, och erbjuder ersättning för de stödtjänster som energilagring innebär. Stödtjänsterna utgår från marknadspris och låg för år 2022 på ca 3 500kr / KW eller på ca 12% på bruttoinvesteringen och det dubbla på nettoinvesteringen, efter subventioner, av ett normalstort batteri för privatmarknaden. För att förstå varför SVK är så generöst, måste man beakta den svenska elnätets utmaningar. SVK har alltid betalat för stödtjänster, dvs hjälp med att balansera utbud med efterfrågan av el som i ett elnät, per definition, alltid måste vara i perfekt balans. Det historiska förfarandet har varit att förmå stora elkunder att temporärt kopplas bort från nätet, men mot en ersättning för produktionsbortfall, vid en för hög total konsumtion relativt

total produktion, inklusive import. Detta givet att importen inte kan ökas på grund av begränsningar i överföringskapacitet mellan länder och elområden. Vid motsatsen, dvs vid för låg konsumtion relativt produktion, exporteras överskottet då det inte har funnits lagringsmöjligheter tidigare. Men även här påverkar begränsningar i överföringskapacitet. Under 2023 har detta manifesterats i emellanåt kraftigt negativa elpriser, med någon form av rekord 2023-07-16, där man fick betalt med drygt 2 kr / KWh för att konsumera energi i SE3 under dagtid. Snittet över dygnet baserat på timpriset blev nära -1 kr / KWh, vilket får anses vara exceptionellt i sammanhanget. Att få så pass mycket betalt för att konsumera energi, tyder på ett dysfunktionellt energisystem. Bara fem dagar innan vi upplevde stora negativa priser var priset så högt som 6,5 kr / KWh som ett dygnsnitt.

Snitt av timpriser över dygnet, kr / KWh i SE3



Källa: Nord Pool

Diagrammet får därmed symbolisera de stora variationer som just nu upplevs och som är en effekt av begränsad lagringskapacitet, relativt de fluktuationer vi ser i produktion och konsumtion.

Stödtjänster innebär en stor vinst för samhället

Att koppla bort en stor kund, jämfört med lagring, innebär stora påfrestningar på elnätet. Även import och export har sina begränsningar på grund av kapacitetsbrist i överföringskapacitet mellan elområden och länder. Framväxten av privatmarknaden som en småskalig aktör inom energilagring, vilket bygger på intelligenta IT-plattformar, är därför synnerligen attraktivt för SVK. Detta förklarar de höga priser som stödtjänster ger för närvarande.

Elektrifiering av fordonsflottan kräver ett elsystem med stort inslag av lagring med snabb på- och avkoppling

För att få en fungerande elektrifiering av fordonsflottan krävs en omfattande utbyggnad av energilagring. Exempelvis kommer det dagen före midsommarafton, vid en elektrifierad fordonsflotta, att vara tät trafik på väg ut ur Stockholm längs alla större vägar. En stor mängd bilar kommer därmed att konsumera mycket energi under kort tid för laddning vid vissa specifika laddningspunkter längs dessa vägar. Att då bygga upp ett elsystem, som flyttar energi, exempelvis producerad av vattenkraft i Norra Sverige via överföringar söderut med energiförluster och stora investeringar i nätutbyggnad som konsekvens, för att ladda dessa fordon under en kort period blir orimligt dyrt, då det skapar en kraftig överkapacitet i nätet sett över ett årssnitt.

Alternativet är en lokal lagringskapacitet i närheten av en laddpunkt. Då kan detta lager laddas upp innan den stora konsumtionen tar vid och förse laddinfrastrukturen med mycket energi under den korta tid som behovet uppstår. Det har då varken krävts investeringar i ny elproduktion eller i ny överföringskapacitet för att hantera effekttoppen i det här fallet. Enligt två forskare på Chalmers (DN Debatt 2023-08-07) är ett kostnadsoptimalt energisystem baserat på väderberonde produktion uppbyggt kring lagring. Exempel på detta är biogasdrivna gasturbiner, batterier och storskalig produktion av vattenkraft, vätgas samt varmvatten, som alla tre kan lagras i stora volymer till relativt låg kostnad.

Subventioner är alltid ett osäkerhetsmoment, men vi ser inga politiska initiativ i närtid att ta bort dessa

Vi kan för tillfället inte identifiera några politiska strömningar att ta bort subventioner på solenergi i närtid. Samtidigt är det rimligt att dessa fasas ut när marknaden har blivit tillräckligt mogen och efterfrågan kan stå på egna ben, utan subventioner. Likheter med subventioner för elbilar, som togs bort när marknaden var tillräcklig mogen, finns i bakgrunden. Effekten av borttagna subventioner ledde till ett relativt kraftigt efterfrågebortfall. Vår bedömning är att det är ett antal år kvar innan vi har nått en punkt där subventioner kan fasas ut. I ett 5-7 års perspektiv är det dock ett rimligt antagande att alla subventioner kommer att tas bort. Samtidigt bör kostnader för batterilagring, som idag är hög på grund av produktionsbegränsningar, komma ner i takt med att produktionen av batterier byggs ut. För solceller ser vi att tiden för subventioner har kortare livslängd, då marknaden inte är i samma behov av stöttning som energilagring.

Vår bedömning är att Sun4Energy kommer att klara sig väl, även i en framtida värld utan subventioner. Bolaget kommer att ha en tillräckligt stor installerad bas för att sälja diverse kringtjänster. Tänkbara utvecklingsmöjligheter för att bredda produktportföljen är att skapa lokala elsystem med så kallad ö-drift, där hela områden kan klara sig utan tillförsel av externt producerad energi. Andra möjligheter är service och underhåll, uppgraderingar och olika typer av smarta lösningar, som kommer att krävas på morgondagens energimarknad. Optimering av produktion och konsumtion kommer att vara helt avgörande för att hantera de utmaningar vi står inför, utan att investeringarna skall bli orimligt höga.

Samtidigt är det en risk att beakta när det gäller bedömningen av framtida intjäningsmöjligheter för Sun4Energy. Ett oväntat borttagande av subventioner innan bolaget har uppnått en kritisk massa att växa lönsamt utan subventioner, skulle kunna innebära en negativ påverkan på aktien. Vår bedömning är även att aktiens värdering inte bygger på eviga subventioner, vilket minskar risken för stora negativa kursrörelser, drivet av nyhetsflöde kring subventioner

Inga tendenser till minskade subventioner i dagsläget – snarare det motsatta

I det riktigt korta perspektivet ser vi inga tendenser till att minska subventioner, snarare det motsatta. Regeringen har föreslagit 4 mdkr i budgeten för 2024 för gröna investeringar, där bland annat en del skall gå till laddinfrastruktur. Som tidigare beskrivits, bygger en utbyggd laddinfrastruktur på att det finns energi i stora mängder under korta perioder, inte minst på platser där elöverföringskapacitet annars ofta är en trång sektor (storstäder och landsbygd utmed de stora vägarna).

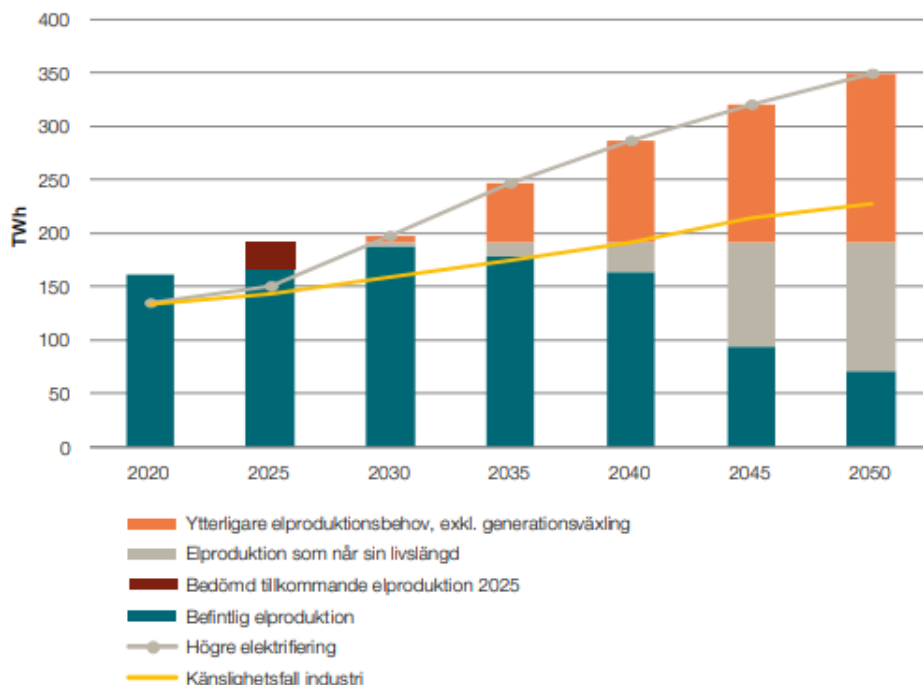
Nuvarande ränteläge påverkar efterfrågan då räntan är den enda rörliga kostanden för en solcellsanläggning

Ett kraftigt stigande ränteläge drivet av centralbankernas korräntehöjningar för att stävja inflation på senare tid har sannolikt inneburit en viss avmattning på efterfrågan för solenergiinstallationer. Kapitalkostnaden, vare sig den är explicit via belåning eller utgör en alternativkostnad via tillgångsförsäljningar, är den enda utgiften för en solcellsanläggning. Vi bedömer emellertid att räntetoppen är nära och att efterfrågan kommer att gynnas framöver av ett normaliserat ränteläge.

Framtida efterfrågan på elenergi – många frågor, men få enkla svar

För den framtida efterfrågan på energi ser vi många frågetecken, men få enkla svar. Vår grundtes är att efterfrågan inom Nord Pool kommer att öka, men sannolikt inte i den takt som vissa prognoser pekar på; en fördubbling av elproduktionen till år 2045.

Scenarier över Sveriges energisystem, produktion



Källa: Energimyndigheten

Orsaken är att vi ser väsentliga svårigheter för alla kraftslag att leverera en så pass hög tillväxt enligt ovan. Men även framtida konsumtion kan utvecklas i många olika riktningar.

- Hur kommer elektrifieringen att utvecklas?
- Hur kommer exporten att utvecklas?
- Hur mycket energi kommer att kunna sparas med effektivisering och att vi ställer om samhället mot en mer cirkulär modell, som är det mest troliga alternativet?
- Hur kommer övriga kraftslag, utöver elenergi, som naturgas att utvecklas framöver?
- Och framför allt; hur kommer de stora industriprojekten att utvecklas i olika elprisscenarier?

Vi gör ingen egen elprisprognos. Vi är däremot övertygade om att vi kommer att se strukturellt stigande elpriser inom Nord Pool över tid, då högre priser är helt nödvändiga för att motivera de investeringar som krävs i kapitalintensiva kraftslag som kärnkraft och havsbaserad vindkraft. Sammantaget ger detta emellertid goda förutsättningar för investeringar i solenergi och då framför allt med inslag av lagring.

I det korta perspektivet är elpriserna extremt nedpressade. Effekten av ett typiskt "blötår", dvs ett år med mycket regn och relativt varmt väder under sommarhalvåret, är tydlig. Vår bedömning är att vi kommer att se ett högre elpris under resten av året, då dagens nedpressade nivåer till stor del förklaras av väder och det är osannolikt att den nuvarande situationen med varmt väder och mycket regn blir bestående.

Industrin för solcellsinstallatörer

Vi har gjort en genomgripande studie av omsättning och lönsamhet av industrin för installatörer av solpaneler. Urvalet bygger främst på de installatörer som vi har identifierat via Svensk Solenergi, kombinerat med andra industrikällor. Det är ett stort bruttourval; vi har identifierat 164 bolag totalt, men valt att sortera bort vissa av dessa, då vi saknar relevant data. Sammanlagt har vi identifierat 135 bolag som kvalificerar sig för vår undersökning.

Vår analys visar på följande slutsatser:

- Det finns ett stort antal små bolag med låg eller negativ tillväxt (tillväxt är hädanefter definierat som CAGR 2018-2022 om inte annat anges)
- Det finns ett fåtal större spelare med en omsättning på 500 mkr eller högre, men där flera av dessa uppvisar en svag eller negativ tillväxt
- När vi delar in hela populationen i fem lika stora grupper med 27 bolag i varje, ser vi ett mönster där större storlek korrelerar väl med högre tillväxt och till viss del marginaler
- Lönsamheten i hela industrin har pressats kraftigt från en total rörelsemarginal på 10% 2018 till 1 % (3% justerat för en extremobservation) 2022

Nyckelfaktorer för urvalet

- Vi har utgått från officiella handlingar, framför allt från allabolag.se för att mata in alla finansiella data
- Vi har därmed inte gått in och analyserat varje bolag i detalj
- Det innebär att vi inte gör skillnad mellan hur försäljningstillväxten har uppstått (organiskt, via förvärv eller eventuell vallutapåverkan från export) eller huruvida resultat och försäljning innehåller poster av engångskaraktär
- Där vi har hittat uppenbara fel, främst på större bolag, har vi undersökt respektive bolags faktiska årsredovisning och korrigerat uppgifterna när så har varit tillämpligt
- Historiken skiljer sig inom urvalet, det finns bolag med kortare historik än 5 år, vilket är vår huvudsakliga angreppsvinkel och därmed är CAGR baserat på 5 år eller det antal år som finns tillgängligt
- Vi har alltid ställt utvecklingen av hela marknaden mot Sun4Energy, med justeringen att vi i vissa fall har annualiserat år 2020 för Sun4Energy då bolaget endast har redovisat en resultaträkning för 5 månader, dvs vi har dividerat all data med 5 och multiplicerat med 12
- Vi har gjort en proformaberäkning av Sun4Energy, inklusive Niutech, för 2022 för att ge en bild av hur Sun4Energy sannolikt kommer att se ut när förvärvet har genomförts
- Alltför detaljerade slutsatser av varje bolags enskilda position riskerar därmed att leda till felaktiga konklusioner då det kan finnas felkällor som vi inte har korrigerat för

Med det sagt, så ger analysen många intressanta vinklingar på hur väl Sun4Energy är positionerat inom industrin.

Marknaden präglas av många små aktörer eller ett fåtal stora med svag tillväxt

I diagrammet nedan har vi identifierat två kluster samt en utmärkt position för Sun4Energy enligt rapporterade data samt proforma, inklusive Niutech

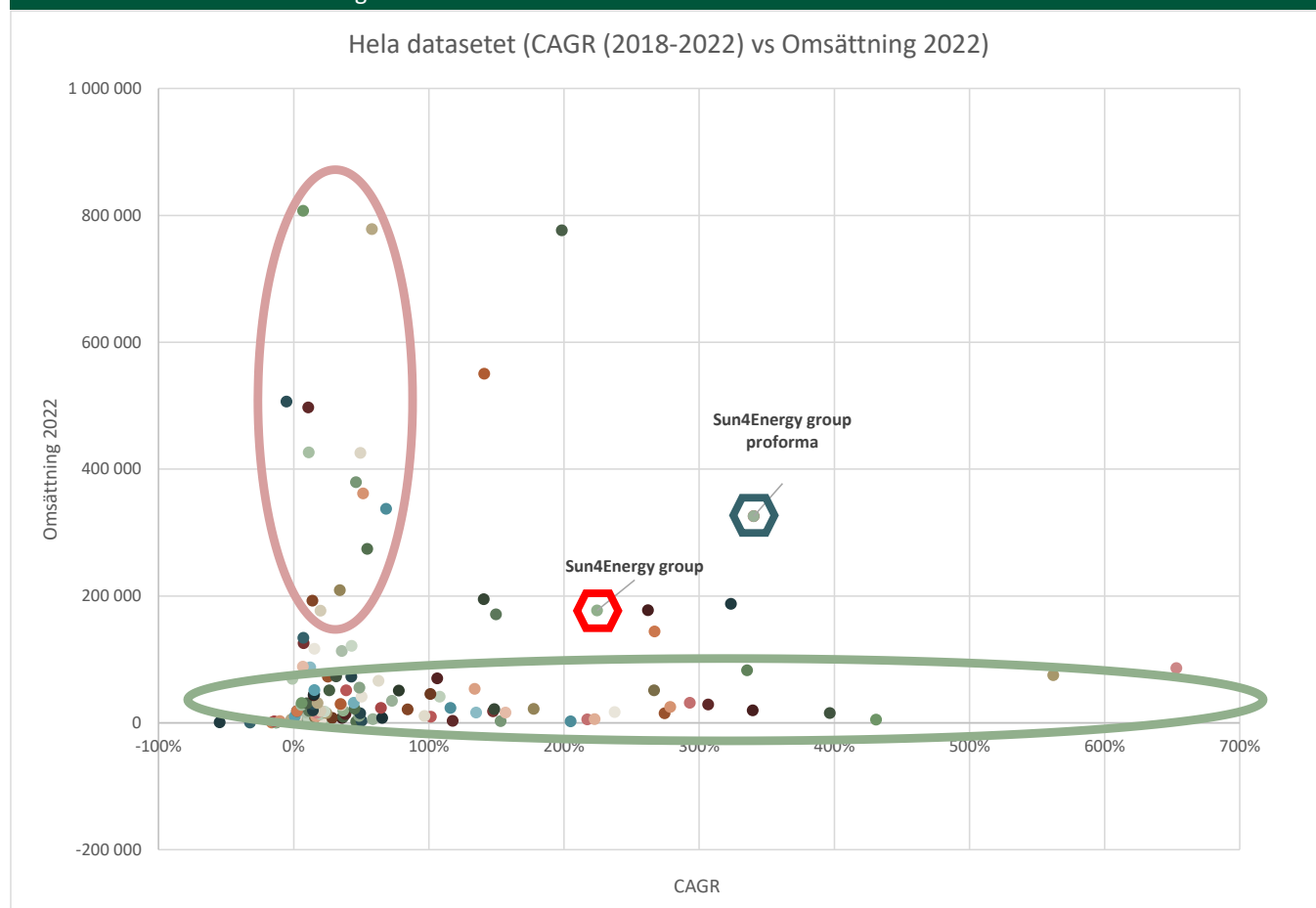
- Ett stort antal bolag med låg omsättning i 2022, typiskt <100 mkr, men där endast ett mindre antal (ca 15 st med CAGR >200%) uppvisar en hög tillväxt
 - Klustret symboliseras av den gröna ovalen i horisontell riktning
- Ett fåtal större bolag, 13 st inritade, uppvisar en hög omsättning, men med lägre tillväxt, <70%

- Klustret symboliseras av den ljusröda, vertikalt riktade ovalen
- Sun4Energy (separat dataetikett) befinner sig i en attraktiv position med en hög omsättning (177 mkr), men ändå med stark tillväxt mätt som CAGR på 224%
- Proforma (separat dataetikett) blir positionen alltmer attraktiv vad gäller storlek

Enligt ovan så ger den korta historiken för Sun4Energy sannolikt en överskattning av CAGR. I takt med att bolaget växer och fler år läggs till de nuvarande, bör CAGR minska från dagens höga nivåer. Å andra sidan innebär startpunkten en tillräckligt hög omsättning för att bolaget skall betraktas som en väl etablerad aktör ur ett kund- och leverantörsperspektiv. Samtidigt indikerar den starka tillväxten ett attraktivt erbjudande till marknaden.

Vår bedömning är att Sun4Energy kommer att röra sig åt "nordväst", dvs en allt högre omsättning som skapar en allt bättre kostnadsabsorption av fasta kostnader, samtidigt som tillväxten avtar, vilket succesivt minskar CAGR från dagens högt uppskrivade nivåer.

CAGR 2018-2022 vs Omsättning 2022



Källa: Allabolag.se, Svensk Solenergi, Bolagen, EPB

Uppdelning av hela populationen i delpopulationer

Vi har delat upp populationen på 135 bolag i fem undergrupper, med 27 bolag i varje för att ge en statistisk signifikans vid beräkning av medelvärden för respektive grupp. Vi har gjort uppdelningen på följande kriterier:

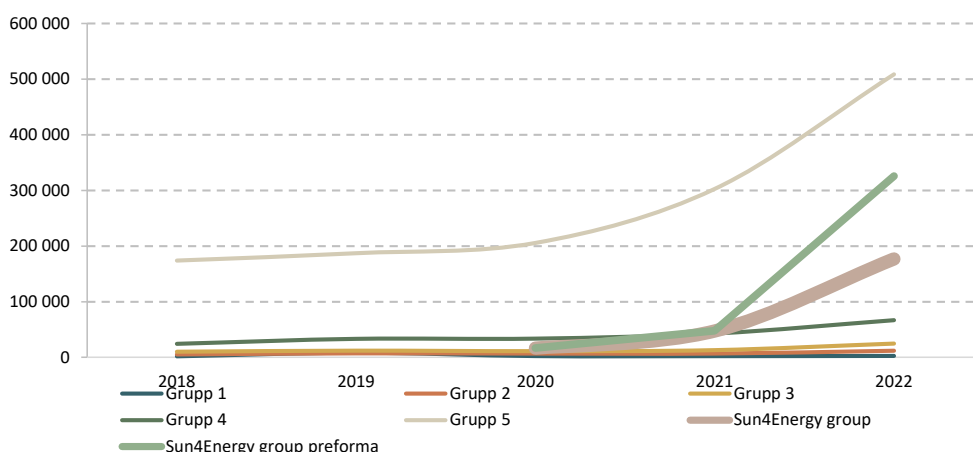
- De bolag som har lägst omsättning 2022 tillhör grupp 1
- De bolag som rankas på plats 28-54 till hör grupp 2
- Grupp 5 innehåller således därmed de bolag som har den högsta omsättningen

Vi visar även utvecklingen för Sun4Energy separat, men det bör då påpekas att bolaget är en del av grupp 5, liksom vi har lagt till Sun4Energy proforma, inklusive Niutech.

Omsättning per år, snitt i varje grupp och Sun4Energy

Trots att Sun4Energy innehar rank 114 av total 135 bolag, har bolaget en klart lägre omsättning än snittet i Grupp 5. Orsaken är att fyra bolag under 2022 har en omsättning på över 1 mdkr, att jämföra med Sun4Energy på 177 mkr. Då Soltech, det största bolaget med en omsättning på över 2 mdkr i 2022, är en börsnoterad koncern och därmed har en stor öppenhet med information, vet vi att Soltech även innehar en stor del allmän byggverksamhet, vilket visar att alla jämförelser skall tas med en nypa salt, då många bolag i populationen sannolikt har andra verksamheter än solcellinstallationer. I proformaberäkningen blir dock avståndet betydligt mindre jämfört med snittet i grupp 5.

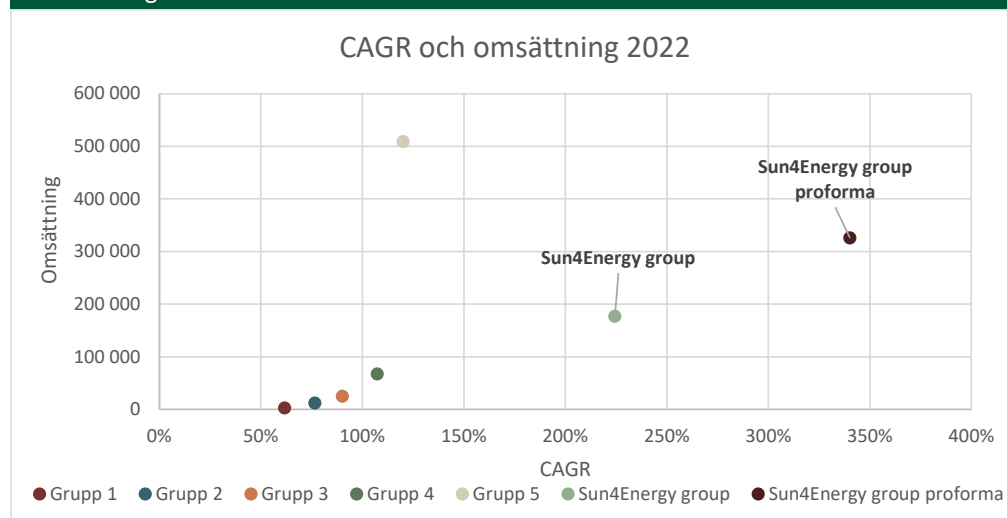
Omsättning per år, snitt i varje grupp & Sun4Energy samt Sun4Energy proforma



Källa: Allabolag.se, Svensk Solenergi, Bolagen, EPB

Samma mönster blir tydligt när vi jämför CAGR med omsättning i varje grupp och Sun4Energy. Bolaget ligger klart över på CAGR, men långt under på omsättning jämfört med snittet på grupp 5. Samtidigt är bolaget i en klart mycket bättre position jämfört med grupp 4, både vad gäller omsättning och CAGR. I proformaberäkningen blir jämförelsen än mer extrem, men ger en delvis skev bild på grund av den korta historiken.

Omsättning 2022 och CAGR



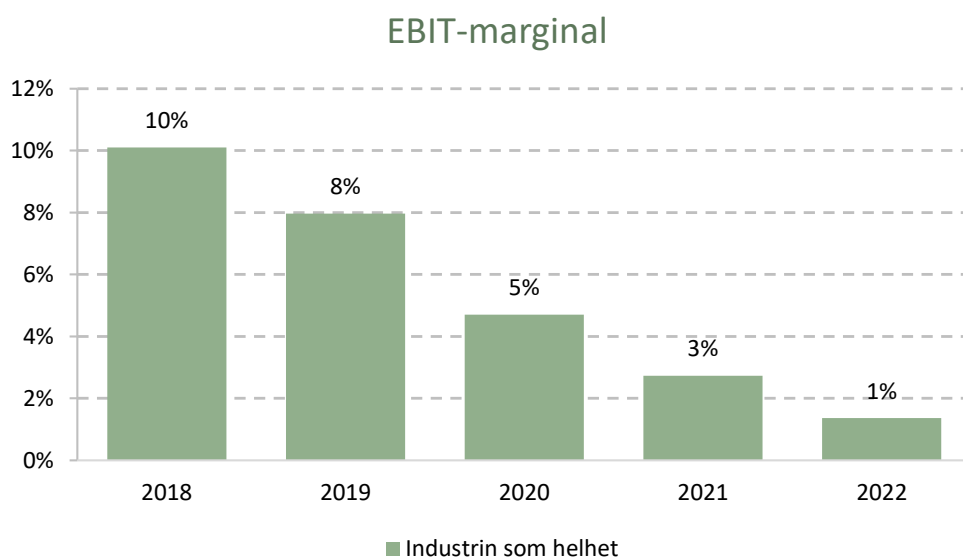
Källa: Allabolag.se, Svensk Solenergi, Bolagen, EPB

En industri med för svag lönsamhet

En kraftig lönsamhetsförsämring över tid som inte är uthållig

Vid en beräkning av den totala rörelsemarginalen över tid i hela industrin, är det tydligt att industrin inte kan klara sina kapitalkostnader. Marginalen har fallit från 10% 2018 till 1% 2022. Även om det är en kapitallätt industri är den nivån på marginal alltför låg för att klara de investeringar som krävs, inte minst i rörelsekapital.

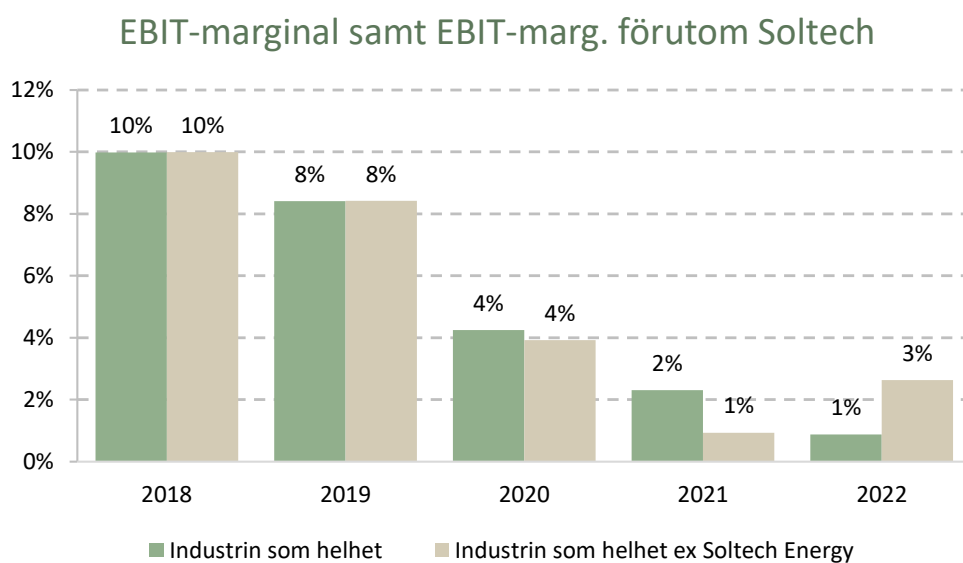
Total EBIT-marginal i industrin per år



Källa: Allabolag.se, Svensk Solenergi, Bolagen, EPB

Nivån 2022 förklaras delvis av att det största bolaget i sektorn, Soltech, gjorde stora förluster i 2022. Rensat för Soltech, under hela perioden, framstår ändå marginalkontraktionen som betydande.

Total EBIT-marginal i industrin per år, exklusive Soltech

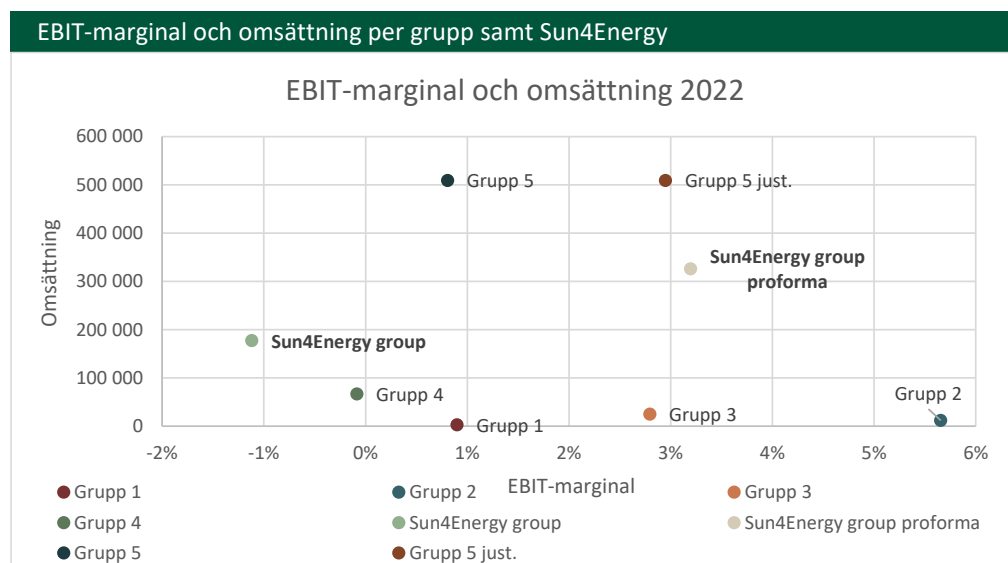


Källa: Allabolag.se, Svensk Solenergi, Bolagen, EPB

Grupp 5 har idag en av de bästa marginalerna och vi ser det som sannolikt att det fortsätter

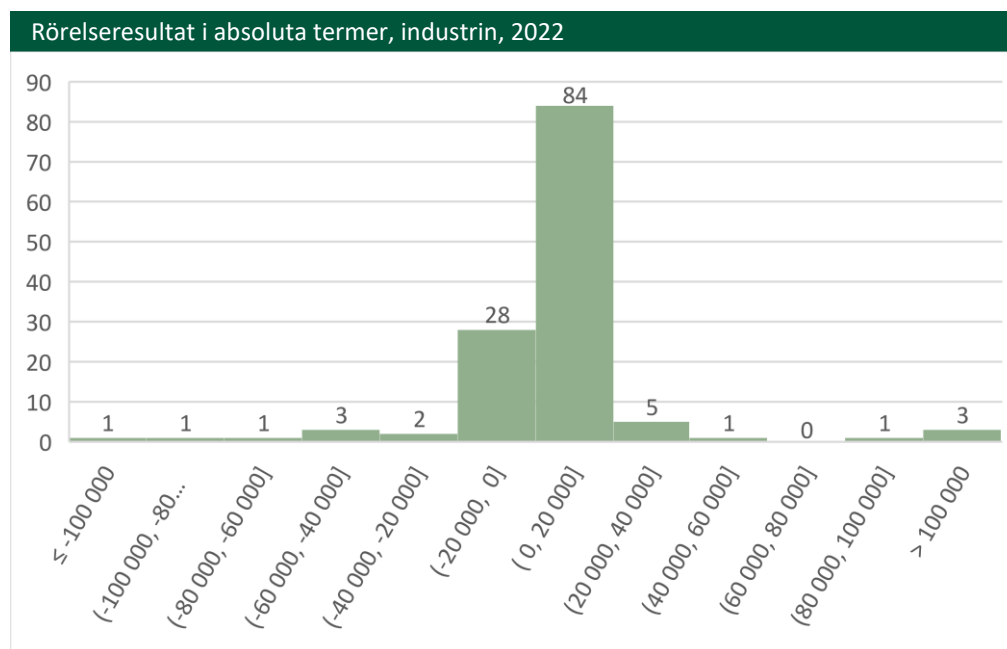
När vi mäter EBIT-marginal mot omsättning i de olika grupperna för 2022 framträder ett bekymrande mönster. Både grupp 3 men framför allt grupp 4, de mellanstora bolagen, har låga marginaler. Även grupp 5 har en förvånande låg marginal, 1%, även om ett fåtal bolag står för en stor del av det svaga resultatet; fyra bolag uppvisar sammanlagda förluster på -442 mkr, att jämföra med hela det totala rörelseresultat i gruppen på 115 mkr. Även i övrigt ser det svagt ut i grupp 5. Endast två bolag uppvisar 2-siffriga rörelsemarginaler (10% och 11%) och flertalet bolag ligger i svagt negativt territorium eller strax under. Grupp 5, justerat för Soltech ("Grupp 5 just."), uppvisar däremot en bra marginal, relativt industrin, vilket är en indikation på att storlek är gynnsamt för marginalen.

Sun4Energy ligger på -1%, vilket är i linje med affärsplanen och är en effekt av den höga tillväxt som bolaget har presterat under sin korta livstid; bolaget uppvisar den 4:e högsta tillväxten enligt CAGR i grupp 5 och den 4:e högsta i 2022 isolerat. Att inte marginalen uppvisar ett större negativt värde får ändå anses som ett styrketecken, att kunna växa med 272% till endast en marginellt negativ marginal indikerar att management har en god förmåga att hantera utmaningarna med hög tillväxt utan att ge upp alltför mycket av lönsamheten.



83% av industrin har ett rörelseresultat mellan -20 000 kr och + 20 000 kr

För att slutföra marginalanalysen har vi skapat ett histogram för fördelningen av rörelseresultat i absoluta termer i hela populationen. 112 bolag eller 83% av alla bolag vi har undersökt ligger i spannet -20 000 kr till + 20 000 kr, vilket får anses som en i princip breakeven-nivå. Den genomsnittliga försäljningen ligger på 126 mkr, vilket tydliggör den svaga lönsamheten.



Källa: Allabolag.se, Svensk Solenergi, Bolagen, EPB

Sammantaget bedömer vi att marginalen i industrin som helhet kommer att öka framöver, då den höga tillväxten, i kombination med den svaga resultatnivån sannolikt inte är uthållig.

Högre marginaler drivs av en bättre pris/mix relativt inköpt marginal samt konsolidering och utbyggda smarta tjänster

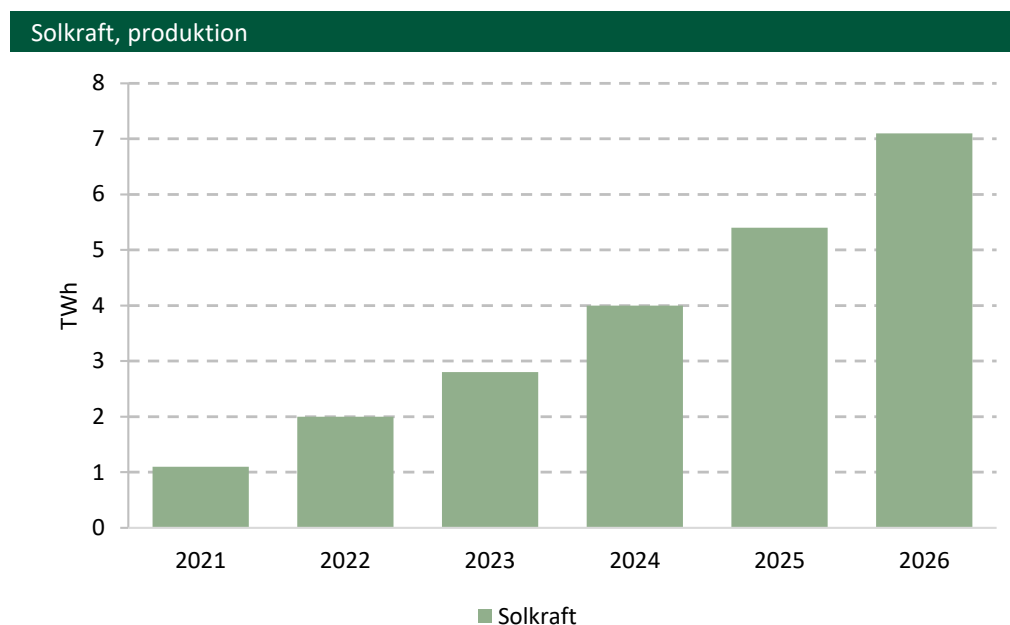
Vår bedömning är att marginalen i industrin kommer att drivas av följande faktorer:

- En bättre balans mellan utpriser och inköpspriser drivet av stor konkurrens på produktmarknaden i form av solpaneler och lagring, i kombination med högre elpriser än vad som är fallet för närvarande
- En konsolidering där mindre aktörer försvinner, vilket gör att konkurrensen om projekten minskar
- En alltmer utbredd marknad för stödtjänster, kommunikation, lönsam elhandel och liknande produkter och tjänster som höjer värdet på en solenergianläggning kombinerat med energilagring och därmed möjligheten att ta ut högre priser från kund

Marknadstillväxt och marknadsandelar samt förvärv

Marknadstillväxt på 35%

Vi bedömer att Sun4Energy kommer att kunna växa i takt med marknadstillväxten, som vi beräknar till 35%, i linje med Energimyndighetens kortidsprognos.



Källa: Energimyndigheten

Vi anser att Sun4Energy tillhör det kluster av bolag som vi bedömer kommer att stå som vinnare när marknaden för energiinstallatörer konsoliderar, enligt kapitlet "Industrin för solcellsinstallatörer". Vi ser det emellertid som svårt att växa snabbare än 35%, givet den utmaning en sådan tillväxt skapar. Som i all installationsverksamhet, krävs en kapacitetstillväxt i linje med volymutvecklingen i själva installationsledet, då stordriftsfördelar är begränsade, givet det stora manuella inslaget.

Högre marknadsandel troligt vid en svagare marknadstillväxt

Skulle marknaden inte växa i samma utsträckning som vår prognos, bedömer vi att Sun4Energy kommer att kunna ta marknadsandelar, vilket svarar upp mot våra förväntningar på 35% i försäljningstillväxt. I ett scenario med svagare marknadstillväxt är det mest sannolikt att små aktörer och / eller aktörer med svag lönsamhet kommer att bli relativa förlorare. Därmed bör större aktörer med bredare geografisk spridning och starka inköpsorganisationer klara sig bäst i konkurrensen.

Förvärv

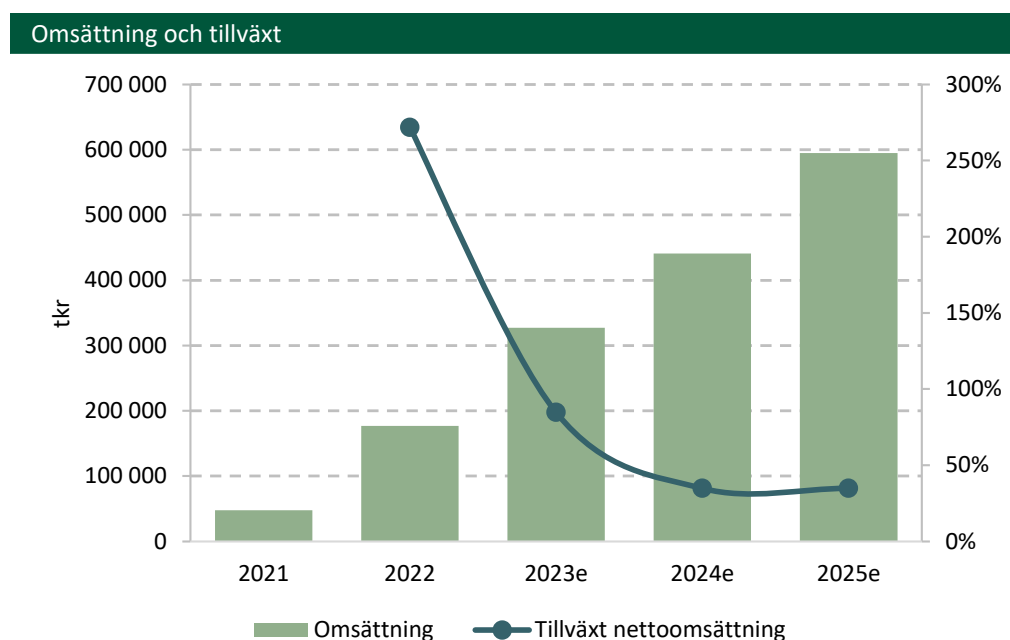
Vi bedömer att Sun4Energy har goda möjligheter att växa via förvärv. Som ett av få noterade bolag inom industrin, har man tillgång till kapitalmarknaden och därmed en likvid tillgång vid förvärv med egna aktier. Vår bedömning är att marknaden kommer att konsolideras av större och lönsamma aktörer och i den gruppen ingår Sun4Energy både på egna meriter, men framför allt med det annonserade förvärvet av Niutech. Vi har emellertid inte tagit med några förvärv vare sig i prognoser eller värdering. Skulle bolaget leverera på sina uppställda mål vad gäller förvärv, ser vi potentialen till väsentligt högre resultatnivåer och även värderingsmultiplar framöver.

Prognoser

Vi anser att våra prognoser är konservativa. Vi har endast lagt in marknadstillväxt som försäljningstillväxt i våra prognoser för 2023e-2025e, trots att både historien och vår industrialanalys indikerar att bolaget bör kunna växa mer. Vi vill dock se att Sun4Energy kan hantera en högre tillväxt än 35% i sin nuvarande storlek, för att bygga in det i våra modeller. Som vi har visat i industrialanalysen, står industrin sannolikt för en strukturell marginalförbättring. Givet att Sun4Energy redan idag tillhör den grupp av företag som har bäst förutsättningar att förbättra marginalen och som ytterligare kommer att förstärkas om det annonserade förvärvet av Niutech materialiseras, ser vi en marginalexpansion de närmaste åren. Kapitalbehoven är låga, det som krävs är främst rörelsekapital för att hantera tillväxten och vi ser inga stora utmaningar med balansräkning eller kassaflöden.

Försäljning

Vi har lagt in 85% tillväxt för 2023 efter den starka inledningen på året, då bolaget växte med 128% i H1'23, där Q1'23 uppvisade den starkaste tillväxttakten, 257%. För 2024e och 2025e har vi använt marknadstillväxten på 35% som tillväxtfaktor. Vår bedömning är att prisnivåer kommer att vara relativt stabila och att tillväxten därmed utgörs av volymtillväxt. Vi har inte lagt in några förvärv i våra antaganden, vilket även gäller för det annonserade, men inte slutförda förvärvet av Niutech.

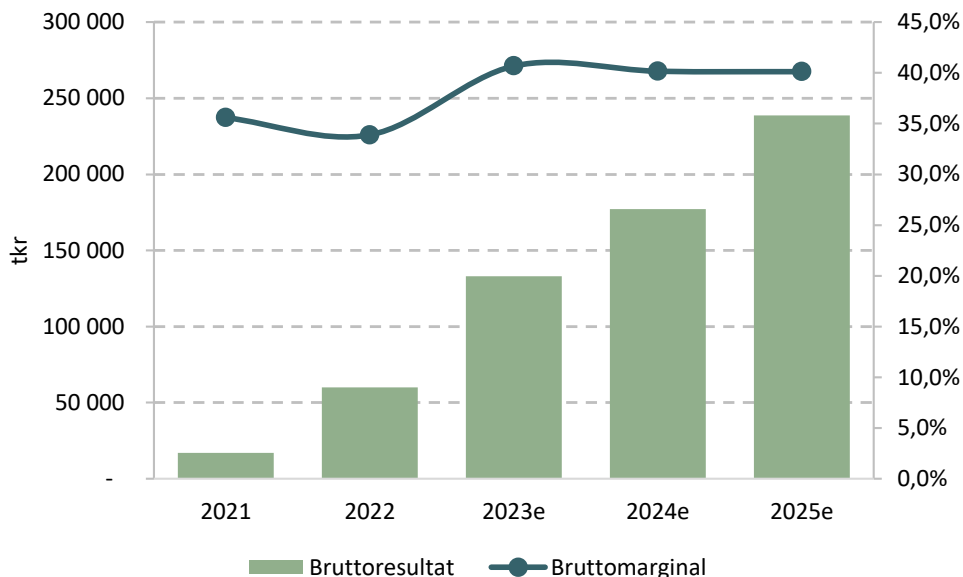


Källa: Bolaget, EPB

Bruttomarginal och resultat

Givet vår förväntan om stabila priser ser vi en oförändrad bruttomarginal i våra prognoser. Över tid borde framför allt batterier komma ner i pris, men vi bedömer att det kommer att ske på medellång snarare än kortsiktig tidshorisont. Bruttoresultat drivs därför till sin helhet från försäljningstillväxten, vilket tydliggör hur bolaget påverkas av tillväxten i försäljning.

Bruttoresultat och bruttomarginal

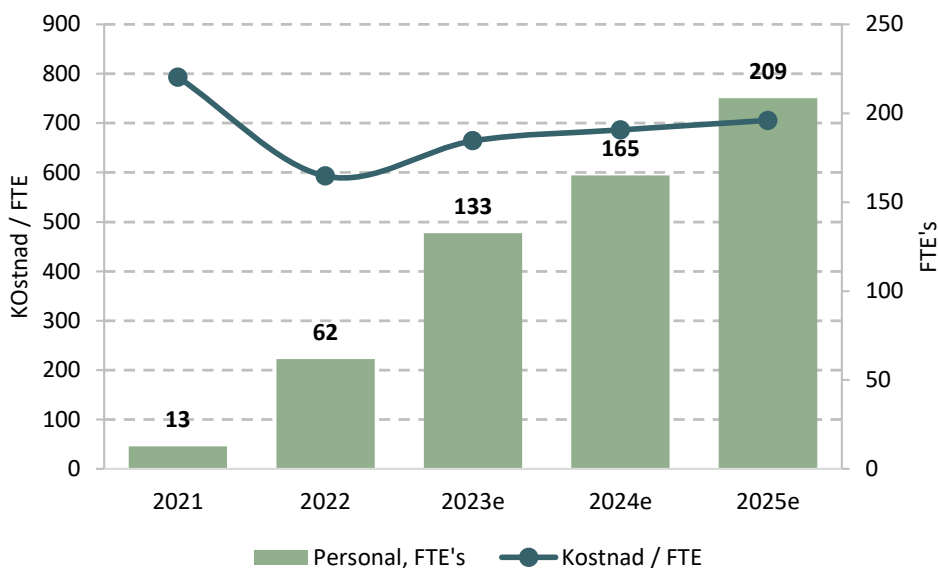


Källa: Bolaget, EPB

Personal och personalkostnader

Vi förväntar oss en kraftig tillväxt i antalet anställda då installationsverksamheten till stor del är linjärt korrelerad med volymtillväxten. I takt med att bolaget växer ser vi dock en viss utplanning av antalet anställda, då vissa stordriftsfördelar bör infinna sig i organisationen.

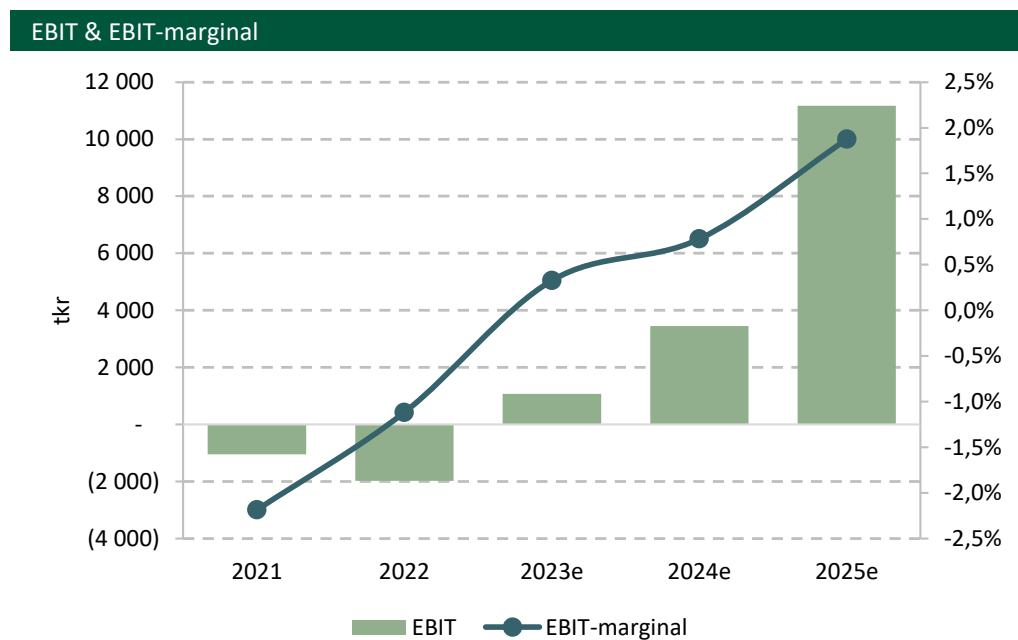
Personal (FTE's) och kostnad / FTE



Källa: Bolaget, EPB

EBIT & EBIT-marginal

Sammantaget ser vi ett svagt positivt EBIT-resultat i 2023 för att därefter fortsatt resan mot en allt bättre resultatnivå.



Källa: Bolaget, EPB

Värdering

Vi har värderat Sun4Energy med en relativ och en absolut värderingsmetod. Vi har endast använt den relativa värderingsmetoden som underlag för vårt motiverade värde. I den relativa värderingsmetoden har vi valt att jämföra bolaget med Byggpartner, ett installationsföretag. I grund och botten är Sun4Energy ett installationsföretag, även om den väsentligt högre tillväxten inom solcellsinstallationer skiljer sig markant från traditionella installationsföretag, men så gör även den skarpere konkurrensen. Byggpartner är även ett mindre bolag, vilket ökar jämförbarheten. Förutom under perioder av underlönsamhet, har Byggpartner handlats på ett P/E-tal på 10x-15x. Vi har valt bort perioder präglade av svag lönsamhet och satt ett tak på P/E 12 i vår snittberäkning och får då ett snitt på P/E 11,5x för perioden 2016-2022, enligt data från FactSet. Vi har applicerat den multipeln på vinsten för 2025e, det år då vi ser att Sun4Energy når en godtagbar lönsamhet. Nuvärdesberäknat med en WACC på 14%, ger det ett underlag på 15,8 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 15,0-16,5 kr per aktie.

Vår absolutvärdering, som bygger på en DCF-kalkyl och är baserad på en långsiktig EBIT-marginal på 2,5%, en långsiktig tillväxt på 2% och en WACC på 14% vilket ger ett värde på 22 kr per aktie. Givet att bolaget har en kort historik och hittills har redovisat förluster på helårsbasis, är det förståeligt att marknaden inte prissätter aktien i linje med sitt fulla fundamentala värde. En fortsatt tillväxt, i kombination med de lönsamhetsförbättringar vi ser, bör leda till att rabatten mot det fundamentala avkastningsvärdet succesivt minskar över tid.

Relativvärdering – det saknas helt jämförbara objekt på Stockholmsbörsen

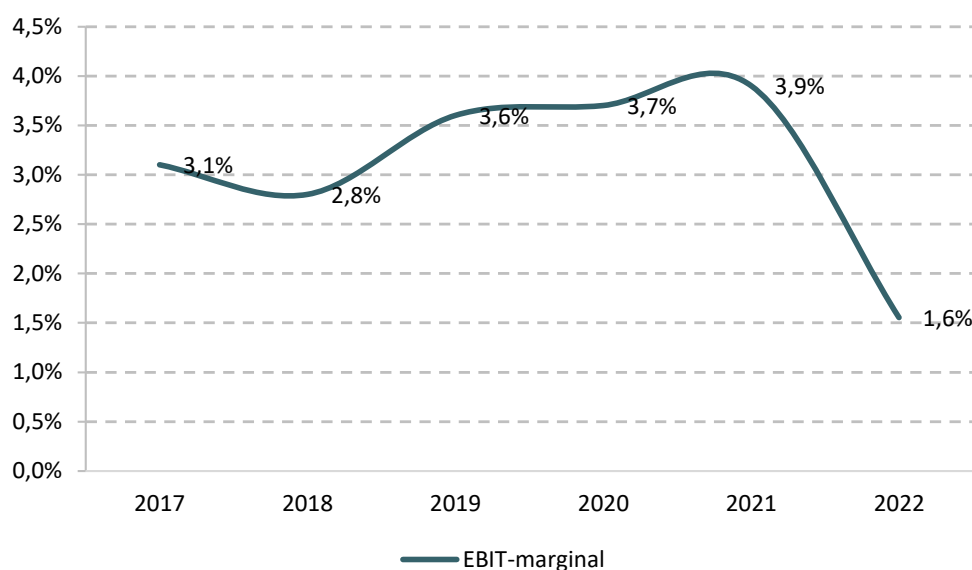
Det saknas för närvarande direkta jämförelseobjekt inom just solcellsinstallationer på Stockholmsbörsen, vilket är förvånande, givet branschens struktur med stark efterfrågan och många aktörer. Det finns förvisso många bolag inom energiområdet, som exempelvis de större projektutvecklarna Arise, Eolus och OX2, eller rena produktbolag som CTEK, men inga solcellsinstallatörer.

I grund och botten är Sun4Energy ett installationsföretag, då verksamheten är kapitallätt, inte bygger på egen produktion utan på att montera och installera inköpta produkter. Detta manifesteras av att bolaget nu har tecknat avtal med branschorganisationen Installationsföretagen. Även om tillväxten inom solcellsinstallationer är hög och förväntas fortsätta att vara hög, bedömer vi att den skarpa konkurrensen kommer hålla tillbaka värdeskapandet i branschen till att hålla låga ensiffriga EBIT-marginaler, i linje med många installationsföretag. Skillnaden är därför väsentlig mot både projektutvecklare med långa ledtider, upparbetade kostnader under lång tid som leder till projektförsäljningar till stora belopp och som realiserar i ett relativt oförutsägbart mönster. Samtidigt lämpar sig inte produktbolag med stor kapitalbindning och stora utgifter i form av produktutveckling och andra verksamheter som präglar tillverkande bolag, som jämförelseobjekt.

Byggpartner – ett installationsföretag med liknande karakteristika som Sun4Energy

Vi har i vår relativa värderingsansats valt att jämföra med Byggpartner, ett mindre, noterat installationsföretag. Under perioden 2017-2022 har marginalen pendlat mellan 1,6% och 3,9%, justerat för stora projektnedskrivningar i 2022, vilket är väl i linje med prognos på 2025e och vårt långsiktiga antagande på 2,5% för Sun4Energy.

Byggpartner, EBIT-marginal

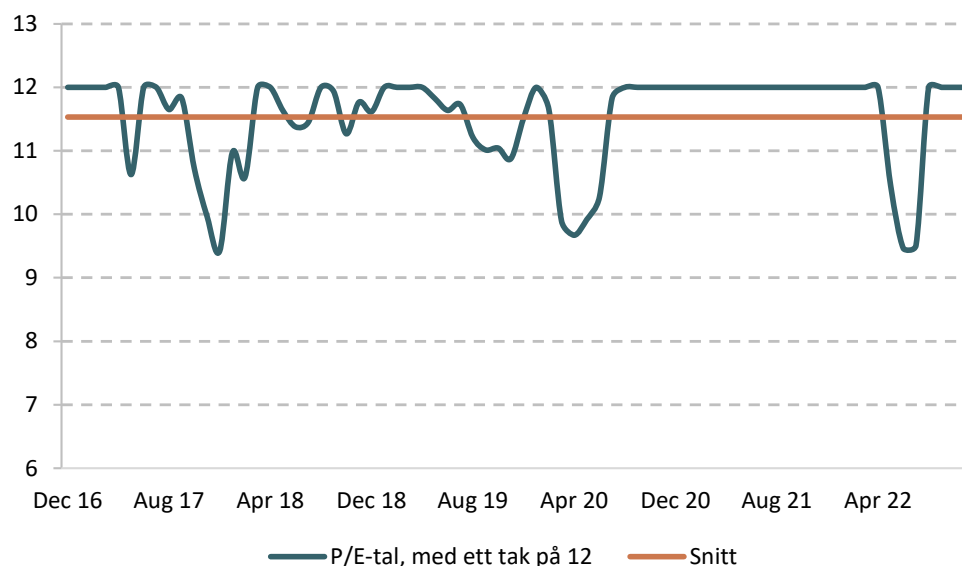


Källa: Byggpartner

Värdering på P/E 10x – 15x justerat för perioder av svag lönsamhet

Byggpartner har under långa perioder värderats med ett P/E-tal på 10-15, förutom under perioder med svag lönsamhet. För att inte få alltför höga värden i vår motiverade multipel, har vi valt att sätta ett tak på P/E 12x i våra beräkningar. Med denna beräkningsmetod blir snittet för perioden 2016-2022 ett P/E-tal på 11,5x.

Byggpartner historiskt P/E



Källa: FactSet, EPB

En motiverad P/E multipel på 11,5x applicerat på vinsten 2025e ger ett underlag för motiverat värde på 15,8 kr/aktie

Vi har applicerat den framräknade multipeln enligt ovan, 11,5x, på vinsten för 2025e, det år då vi ser att Sun4Energy når en godtagbar lönsamhet. Nuvärdesberäknat med en WACC på 14%, ger det ett underlag på 15,8 kr/aktie, vilket ger ett motiverat värde på 15,0-16,5 kr per aktie. Känslighetsanalysen nedan visar på olika värderingsnivåer vid ändrade avkastningskrav och motiverad multipel.

Beräkning motiverat värde

| | |
|---|-------------|
| Nettovinst 2025e, mkr | 11 |
| Motiverad P/E- multipel | 11,5 |
| Värde 2025e, mkr | 122 |
| Övriga justeringar | 0 |
| Aktievärde 2025e, mkr | 122 |
| WACC | 14,0% |
| Diskonterat värde idag, mkr | 94 |
| Aktier, m | 5,9 |
| Värde per aktie, kr | 15,8 |
| Rabatt/Premium | 0% |
| Underlag för motiverat värde, kr | 15,8 |
| Motiverat värde, kr per aktie | 15,0 - 16,5 |

Källa: FactSet, Bolaget, EPB

Känslighetsanalys motiverat värde

| PE | WACC | | |
|------|-------|-------|-------|
| | 10,0% | 14,0% | 18,0% |
| 5,5 | 8,1 | 7,6 | 7,1 |
| 8,5 | 12,6 | 11,7 | 10,9 |
| 11,5 | 17,0 | 15,8 | 14,8 |
| 14,5 | 21,5 | 20,0 | 18,6 |
| 17,5 | 25,9 | 24,1 | 22,5 |

Källa: FactSet, Bolaget, EPB

Absolutvärdering

Vår absolutvärdering bygger på en DCF-kalkyl och är baserad på en långsiktig EBIT-marginal på 2,5%, en långsiktig tillväxt på 2% och en WACC på 14%, vilket ger ett värde på 22 kr per aktie. Givet att bolaget har en kort historik och hittills har redovisat förluster på helårsbasis, är det förståeligt att marknaden inte prissätter aktien i linje med sitt fulla fundamentala värde. En fortsatt tillväxt, i kombination med de lönsamhetsförbättringar vi ser, bör leda till att rabatten mot det fundamentala värdet succesivt minskar över tid.

Avkastningskrav på 14%

I våra beräkningar har vi utgått från ett avkastningskrav på 14%. Basen är vårt ramverk som bygger på en riskfri ränta på 2,5%, en aktiemarknadsriskpremie på 5,5% och en småbolagspremie på 6%, då bolaget har ett marknadsvärde understigande 500 mkr. Utöver detta kan vi eventuellt lägga till ytterligare riskpremie om vi finner det motiverat. För Sun4Energy ser vi att vissa faktorer talar för en högre riskpremie, andra lägre. Vår slutsats är att dessa tar ut varandra.

Faktorer som talar för en högre riskpremie

- Bolaget har en kort historik och har gjort förluster 2021 och 2022, om än marginella och i linje med den lagda affärsplanen. Detta talar för en högre riskpremie.
- Konkurrensen är intensiv och barriärerna är generellt sett låga
- Det finns politiska risker förenade med subventioner

Faktorer som talar för en lägre riskpremie

- Verksamheten präglas av låg risk. Det är befintlig teknik med ett överutbud av solpaneler och starka strukturella drivkrafter som påverkar efterfrågan positivt
- Branschen präglas av bra betalningsvillkor. Ofta måste en del av köpeskillingen betalas vid leverans och med sedvanliga leverantörskrediter ger det ett lågt rörelsekapitalbehov
- Investeringsbehovet i bolaget är marginellt
- En stark finansiell ställning; Sun4Energy har en marginell nettoskuld i skrivande stund och med låga kapitalbehov innebär det en stark finansiell ställning
- En attraktiv position i industrin vad gäller nivån på försäljning, marginaler och tillväxt

DCF, sammanfattning

| Värdering | | WACC-antaganden | | Antaganden terminalvärde | |
|---|------------|-------------------|--------------|---------------------------------|-------|
| Nuvärdet av fria kassaflöden | 74 | Riskfri ränta | 2,5% | Långsiktig tillväxt | 2,0% |
| Nuvärdet av terminalvärde | 45 | Riskpremie | 5,5% | Långsiktig EBIT-marginal | 2,5% |
| Företagsvärde (EV) | 119 | Småbolagspremie | 6,0% | Avskrivningar, % av omsättning | 0,5% |
| Nettoskuld, senast rapporterad | 1 | Extra risk-premie | 0,0% | Capex, % av omsättning | 0,5% |
| Minoritetsintressen och övrigt | 0 | WACC | 14,0% | Rörelsekapital, % av omsättning | 1,0% |
| Eget kapital | 118 | | | Skattesats | 20,0% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 5 | | | | |
| Eget kapital per aktie | 22 | | | | |

Källa: Bolaget, EPB

DCF, Känslighetsanalys

| | | Långsiktig tillväxt | | | | | | | Långsiktig EBIT-marginal | | | | |
|-------------|--------------|---------------------|------|-----------|------|------|-------------|--------------|--------------------------|------|-----------|------|------|
| | | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% | | | 0,5% | 1,5% | 2,5% | 3,5% | 4,5% |
| | 12,0% | 26 | 27 | 28 | 29 | 30 | | 12,0% | 14 | 21 | 28 | 35 | 42 |
| | 13,0% | 23 | 24 | 25 | 25 | 26 | | 13,0% | 13 | 19 | 25 | 31 | 37 |
| WACC | 14,0% | 21 | 22 | 22 | 23 | 23 | WACC | 14,0% | 12 | 17 | 22 | 27 | 32 |
| | 15,0% | 19 | 19 | 20 | 20 | 21 | | 15,0% | 11 | 15 | 20 | 24 | 29 |
| | 16,0% | 17 | 18 | 18 | 18 | 19 | | 16,0% | 10 | 14 | 18 | 22 | 26 |

Källa: Bolaget, EPB

Riskfaktorer

Nedan följer en uppräknig av risker som vi har definierat som kan påverka bolaget. Listan skall inte ses som uttömmande, utan det kan uppstå risker som vi inte har identifierat.

- Beroende av nyckelpersoner
- Ansvarsrisker gentemot kund
- Risk för fel prissättning
- Ryktesrisk från undermåliga installationer eller undermåliga inköpta produkter
- Valutarisker från import av produkter
- Risker relaterade till subventioner
- Makroekonomiska risker som höga räntor eller svag efterfrågan

ESG

Sun4Energy är verksam inom sektorn för förnybar energi och har en vision att aktivt bidra till klimatomställningen genom att tillhandahålla effektiva och fossilfria energilösningar samtidigt som det möjliggör kostnadsbesparingar för sina kunder.

Sun4Energy erbjuder lösningar för solkraft, elbilsladdare samt batterilagring, vilket innebär att bolaget bidrar till en omställning från energi producerad av fossilbränslen till förnybar energi, solkraft. Företaget strävar efter att vara miljövänliga och hushålla med energi och resurser i all sin verksamhet. De främjar också miljövänliga alternativ för resor och transport och prioriterar digitala möten när det är möjligt. De påverkar aktivt sina leverantörer att främja hållbar utveckling och sätter gemensamma hållbarhetsmål med dem. Företaget har tydliga miljökrav både för sin egen verksamhet och för upphandling av varor och tjänster.

I företaget finns en tydlig strävan efter att uppnå ett inkluderande och inspirerande arbetsklimat. Jämställdhet och likabehandling är centrala principer som följs noggrant både inom företaget och i leverantörsledet. Företaget samarbetar inte med företag som använder sig av barnarbete, inte stöder jämställdhet och likabehandling eller tillåter diskriminering och trakasserier. För att säkerställa hög kvalitet och säkerhet har alla anställda de nödvändiga utbildningar och certifieringar som krävs och erbjuds utbildningar och chanser att utvecklas inom koncernen. Detta är en viktig del av företagets åtagande för att säkerställa att arbetsmiljön är trygg och att alla uppfyller de nödvändiga kraven inom sina områden.

Företaget arbetar aktivt med mångfalds- och jämställdhetsfrågor och stödjer FN-initiativet Global Compact samt följer SS ISO 26000:2010 standarden för socialt ansvarstagande. För att främja god styrning ur ett hållbarhetsperspektiv, har Sun4Energy en transparent ersättningsstruktur för alla anställda i ledande befattningar, som offentliggörs på koncernens hemsida. Vidare erbjuds incitamentsprogram till säljare och ledande befattningshavare för att främja en samordning av incitamenten inom koncernen. Styrelsen består av 33% kvinnor och ledningen består av 12,5% kvinnor.

Styrelse och ledning

Ägarbild

Största ägare i Sun4Energy sett till kapital och röster är styrelseledamot och affärsutvecklingschef Mattias Leijon med 16,39%. Därefter följer styrelseledamot och operativ chef Mattias Thorsén med 16,22%, säljchef Johan Laurin med 6,04% och styrelseledamot och VD Per Norrthon med 5,28%.

Styrelse

Sun4Energy styrelse består av 6 ordinarie stämмоvalda ledamöter, inklusive styrelseordföranden.

Camilla Sundström – Styrelseordförande

Styrelseordförande sedan 2021. Grundare och styrelseordförande Simplicata AB. Tidigare extern VD Veidekke Nära AB, VD Empower AB, Affärsområdeschef Telecom Empower OY (Group) och Styrelseledamot Cellip AB.

Therese Grahn – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2021. Nuvarande VD NV Strömstad AB och Styrelseledamot i bland annat Strömstad Skee 2:1 AB, NV Strömstad AB och Aktiebolaget Strömstadslokaler. Styrelsesuppleant G-Invest AB och Käglerholms Säteri Aktiebolag.

Per Norrthon – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2021. Nuvarande styrelseledamot i Opti Consulting AB. Tidigare VD på Senecta Security AB, Regionansvarig IP-Only AB.

Mattias Leijon – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2020. Medgrundare av Sun4Energy. Nuvarande styrelseordförande samt ägare i Leijon Förvaltning AB, Venan Fastigheter AB, Proudly Made AB och Levande Förvaltning i Örebro AB. Tidigare VD på Transtema Datelab AB (tidigare Datel AB).

Mattias Thorsén – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2022. Medgrundare av Sun4Energy. Mattias Thorsén har en lång bakgrund inom försäljning. Sedan 90-talet har Mattias verkat både inom mindre och större bolag med försäljningsansvar och utvecklat försäljningsorganisationer.

Fredrik Lagergren – Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan 2022. Nuvarande VD och partner i konsultföretaget SAM. Teknologie Doktor och civilingenjör från KTH. Har forskat inom energisystem och management. Under tio år var han VD för KTH Executive School.

Ledning

Per Norrthon – Koncern VD

Se beskrivning under "Styrelse".

Mattias Leijon – Teknik och Affärsutvecklingschef

Se beskrivning under "Styrelse".

Mattias Thorsén – Operativ Chef

Se beskrivning under "Styrelse".

Anders Holst – Ekonomichef

Tidigare CFO på Mackmyra Svensk Whisky och Lensway Group, redovisningschef på Adidas Nordic och ekonomichef på Diesel Sweden.

Christian Lee – Säljchef Privat

Johan Laurin – Säljchef Kommersiellt

Jonathan Cehlin – Installationschef

Carina Rudberg – Personalchef

Resultaträkning

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| Nettoomsättning | 47 | 176 | 326 | 440 | 594 |
| Övriga rörelseintäkter | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Totala intäkter | 48 | 177 | 327 | 441 | 595 |
| Kostnad sålda varor | -31 | -117 | -194 | -264 | -356 |
| Bruttoresultat | 17 | 60 | 133 | 177 | 239 |
| Övriga rörelsekostnader | -17 | -60 | -129 | -170 | -224 |
| EBITDA | 0 | 0 | 4 | 7 | 14 |
| EBITDA, justerad | 0 | 0 | 4 | 7 | 14 |
| Avskrivningar | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| EBITA, justerad | -1 | 0 | 3 | 5 | 13 |
| Amortering | 0 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| EBIT | -1 | -2 | 1 | 3 | 11 |
| EBIT, justerad | -1 | -2 | 1 | 3 | 11 |
| Finansnetto | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| Resultat före skatt | -1 | -2 | 1 | 3 | 11 |
| Resultat före skatt, justerad | -1 | -2 | 1 | 3 | 11 |
| Total skatt | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Minoritetsintressen | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 |
| Nettoresultat | -1 | -4 | -1 | 3 | 11 |
| Nettoresultat, justerad | -1 | -4 | -1 | 3 | 11 |
| Intäkstillväxt | - | >100% | 85% | 35% | 35% |
| Bruttomarginal | 36,1% | 34,1% | 40,8% | 40,3% | 40,2% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | 0,3% | 0,8% | 1,9% |
| EPS, justerad | -0,35 | -0,73 | -0,17 | 0,49 | 1,79 |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | >100% |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Kassaflödesanalys

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---|------------|------------|-----------|-----------|-----------|
| EBIT | -1 | -2 | 1 | 3 | 11 |
| Övriga kassaflödesposter | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Förändringar i rörelsekapital | -5 | -13 | -5 | -3 | -5 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -5 | -13 | -2 | 3 | 8 |
| Investeringar i anläggningstillgångar | 0 | -2 | -1 | -2 | -2 |
| Investeringar i immateriella anläggningstillgångar | -6 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | 1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -5 | -6 | -1 | -2 | -2 |
| Fritt kassaflöde | -10 | -19 | -3 | 2 | 7 |
| Nyemission / återköp | 19 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| Förändring av skulder | 0 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 19 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 8 | -3 | -3 | 2 | 7 |
| Nettoskuld | -10 | -1 | 2 | 1 | -6 |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Balansräkning

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | |
| Goodwill | 3 | 9 | 7 | 5 | 4 |
| Materiella anläggningstillgångar | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Övriga anläggningstillgångar | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| Summa anläggningstillgångar | 4 | 12 | 10 | 9 | 8 |
| Varulager | 3 | 13 | 21 | 33 | 48 |
| Kundfordringar | 4 | 12 | 23 | 31 | 42 |
| Övriga omsättningstillgångar | 7 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 10 | 7 | 4 | 6 | 12 |
| Summa omsättningstillgångar | 25 | 60 | 75 | 97 | 129 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 29 | 72 | 86 | 106 | 136 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | |
| Eget kapital | 17 | 28 | 27 | 30 | 40 |
| Minoritetsintressen | 0 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| Summa eget kapital | 17 | 29 | 29 | 32 | 42 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 0 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| Summa långfristiga skulder | 0 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| Leverantörsskulder | 4 | 14 | 36 | 42 | 54 |
| Övriga kortfristiga skulder | 7 | 22 | 14 | 25 | 34 |
| Summa kortfristiga skulder | 12 | 36 | 50 | 67 | 87 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 29 | 72 | 86 | 106 | 136 |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Intäktstillväxt | - | >100% | 85% | 35% | 35% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | - | N.m. | >100% | 55% | >100% |
| EBIT-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | >100% | >100% |
| EPS-tillväxt, justerad | - | N.m. | N.m. | N.m. | >100% |
| Bruttomarginal | 36,1% | 34,1% | 40,8% | 40,3% | 40,2% |
| EBITDA-marginal | Neg. | 0,2% | 1,3% | 1,5% | 2,4% |
| EBITDA-marginal, justerad | Neg. | 0,2% | 1,3% | 1,5% | 2,4% |
| EBIT-marginal | Neg. | Neg. | 0,3% | 0,8% | 1,9% |
| EBIT-marginal, justerad | Neg. | Neg. | 0,3% | 0,8% | 1,9% |
| Vinst-marginal, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 0,7% | 1,8% |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Avkastning

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 10% | 29% |
| ROCE, justerad | Neg. | Neg. | 3% | 9% | 26% |
| ROIC, justerad | Neg. | Neg. | 4% | 11% | 32% |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Kapitaleffektivitet

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|------|------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter | 7% | 7% | 7% | 8% | 8% |
| Kundfordringar / totala intäkter | 9% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| Leverantörsskulder / KSV | 15% | 12% | 19% | 16% | 15% |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | 24% | 21% | 15% | 15% | 15% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | 6% | 9% | 7% | 5% | 5% |
| Kapitalomsättningshastighet | 2,8x | 5,1x | 9,2x | 11,5x | 12,2x |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Finansiell ställning

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | -10 | -1 | 2 | 1 | -6 |
| Soliditet | 59% | 40% | 34% | 30% | 31% |
| Nettoskuldsättningsgrad | -0,6x | 0,0x | 0,1x | 0,0x | -0,1x |
| Nettoskuld / EBITDA | 21,5x | -3,5x | 0,5x | 0,1x | -0,4x |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Aktiedata

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | -0,35 | -0,73 | -0,17 | 0,49 | 1,79 |
| EPS, justerad | -0,35 | -0,73 | -0,17 | 0,49 | 1,79 |
| FCF per aktie | -4,04 | -3,88 | -0,55 | 0,26 | 1,14 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eget kapital per aktie | 4,01 | 4,93 | 4,90 | 5,39 | 7,18 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 4,26 | 5,79 | 5,92 | 5,92 | 5,92 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 2,59 | 5,00 | 5,86 | 5,92 | 5,92 |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

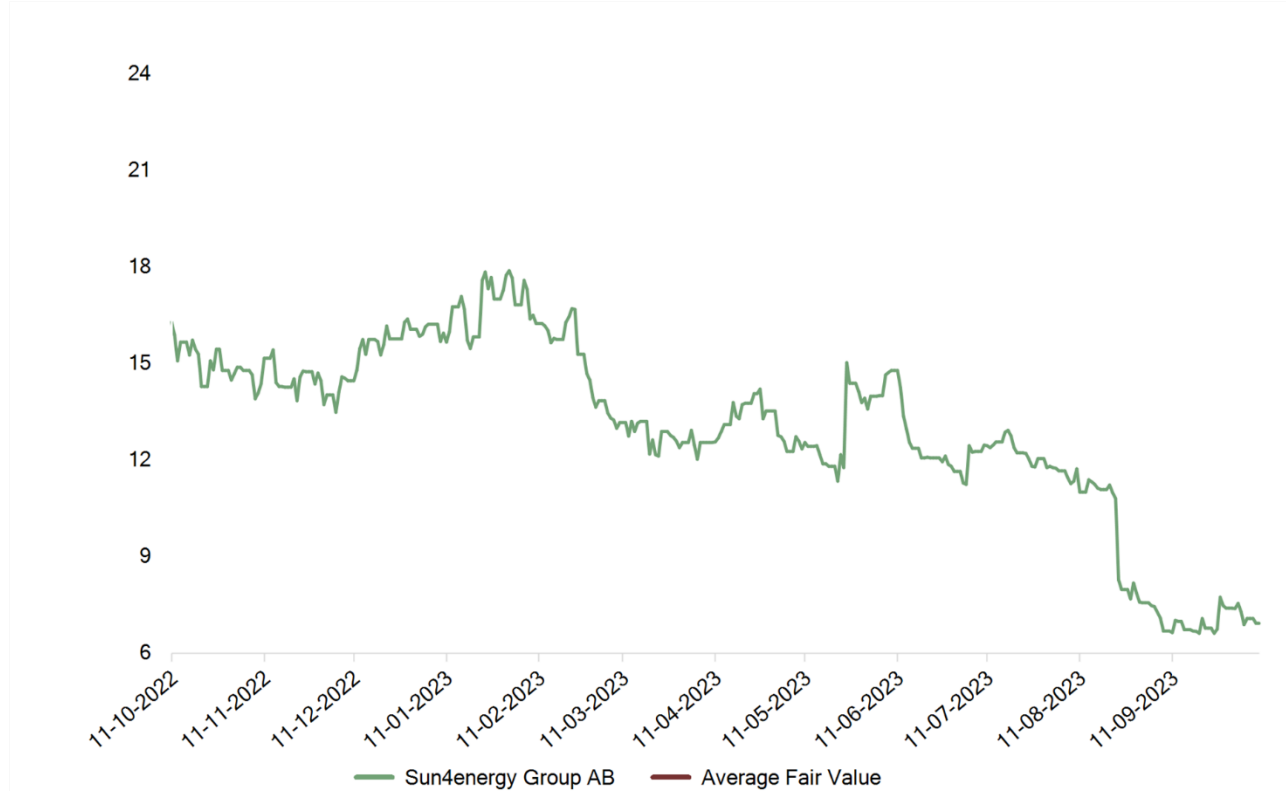
Värdering

| | 2021 | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|---------------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | Neg. | Neg. | Neg. | 13,6x | 3,7x |
| P/EK | 4,8x | 3,2x | 1,4x | 1,2x | 0,9x |
| P/FCF | Neg. | Neg. | Neg. | 25,9x | 5,8x |
| FCF-yield | Neg. | Neg. | Neg. | 4% | 17% |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| EV/Sales | 1,5x | 0,5x | 0,1x | 0,1x | 0,1x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | 309,7x | 9,0x | 5,8x | 2,7x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | Neg. | 36,3x | 11,3x | 3,5x |
| EV | 72 | 82 | 39 | 39 | 39 |
| Aktiekurs | 19,4 | 15,8 | 6,6 | 6,6 | 6,6 |

Källa: Sun4energy Group AB, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Sun4energy Group AB (SUN4 SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka på <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se