



Uppdragsanalys 2016-04-04, uppdatering

ANALYSGUIDEN

Savo-Solar

SAVOSOLAR



Savo-Solar letar efter solsken

Kunderna fortsätter att strömma in till Savo-Solar som under 2015 omsatte runt 2 miljoner Euro. Men bolaget kämpar fortfarande för att få lönsamhet i produktionen på den konkurrensutsatta solvärmemarknaden.

Efter vår senaste analys har bolaget lyckats knyta till sig fler viktiga samarbetspartners och kunder, där Danmark fortfarande är bolagets största marknad. Återkopplingen från de befintliga kunderna har varit positiv och vi kan vänta oss en hel del intressant projektdata att strömma in under 2016.

Orderingången fortsätter i rätt riktning för Savo-Solar. För att kunna möta en stegrande orderingång kommer bolaget att behöva investera i den egna produktionen. Som vi påpekat i föregående analyser måste produktionskapaciteten öka och marginalerna förbättras innan de kan stå på egna ben.

Savo-Solars produkter är i yttersta framkant inom det egna segmen-

tet. Med bolagets unika beläggningslinje kan färdiga, kompletta absorbatörer beläggas – i motsats till konkurrenterna som tillverkar absorbatörer med plåtar belagda från rulle till rulle.

Det möjliggör användningen av en profil vars värmeväxlingsförmåga är överlägsen traditionella absorbatörers.

Savo-Solars mål är att omsätta 20 miljoner euro 2019 med ett break-even-resultat första halvåret 2017. Vi ser också en ljus framtid för bolaget, om än något försiktigare.

Vi tror på fortsatt tillväxt men att de positiva marginalerna kommer dröja något längre. Genom en uppdaterad nuvärdesvärdering av framtida kassaflöden finner vi en rättvis riktkurs på 1,0 euro i dagsläget. ■

NYCKELTAL

Tusentals euro	2013	2014	2015	2016p
Omsättning	544	1033	2046	6000
Rörelseresultat	-1670	-2080	-3679	-1000
Årets resultat	-1841	-1193	-3868	-1000
Resultat per aktie (EURO)	n/a	n/a	n/a	n/a
P/E-tal	n/a	n/a	n/a	n/a
Kassaflöde från löpande verksamhet	-1001	-1817	-3192	-2000
Eget kapital	-1710	-1424	3003	1000

Källa: Jarl Securities och Bolaget

Riktkurs: 1,0 euro

Analysförfattare: Erik Hugoson, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Jari Varjotie
Styrelseordförande: Feodor Aminoff
Största ägare: Sitra Fund, 16%
Börsvärde, mnkr: 96
Lista: First North
Aktuell börskurs, euro: 0,68

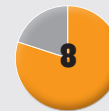
BÖRSTEMPERATUR

Ledning



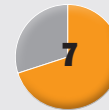
VD Jari Varjotie har över tjugofem års erfarenhet från diverse chefspositioner. Senast arbetade Jari på Winwind Oy som Verkställande Direktör. Vi bedömer Jari och övriga i ledningen som klart kunniga.

Ägare



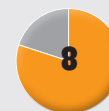
Största ägaren är Sitra som är en statlig finländsk fond. Styrelseordförande representerar investmentbolaget Cleantech Invest som arbetar med tidiga investeringar i cleantech-bolag.

Finansiell ställning



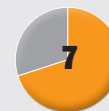
Bolaget fick in färskt kapital i samband med företrädesemissionen i december förra året. Pengar som ska räcka för att täcka de kommande 12 månaders kostnader och investeringar.

Potential



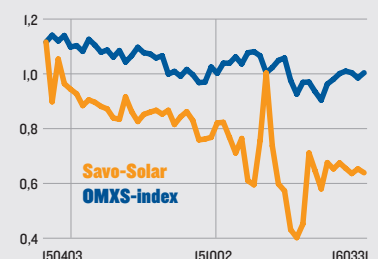
Bolaget har redan fått goda vitsord från befintliga kunder. Samtidigt kämpar de med att få igång en effektiv produktion – som är minst lika viktig som att plocka nya marknadsandelar.

Risk



Som investerare ska man vara införstådd med att cleantech-industrin är en väldigt utsatt bransch. Prispress råder och förutom bolags- och marknadsriskerna finns även påtagliga geopolitiska osäkerheter.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

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 (1-10)

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 och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (1-10)

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 (1-10)

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

Risk (1-10)

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.

Om bolaget

Savo-Solar grundades i december 2009 i Finland av Rosa Aimo, Kaj Pischow och Vesa Sorasahi. Dessförinnan jobbade Kaj Pischow och Rosa Aimo på Savcor, ett bolag som tidigare utvecklade teknologin för metallbeläggningar på mobiltelefoner. Baserat på den erfarenheten utvecklades de centrala delarna i den optiska beläggningstekniken som idag är kärnan i Savo-Solars produkter.

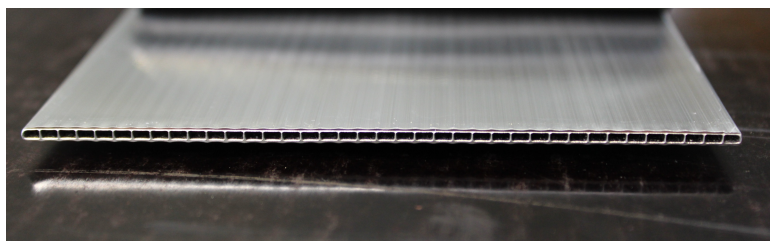
Tidigt uppmärksammades Savo-Solar för sin innovativa förmåga och fick motta innovationspriset Intersolar Awards 2011. Samma år skedde även bolagets första kommersiella leverans av solfångare. 2013 lanserade Savo-Solar en takintegrerad solfångare tillsammans med Ruukki (del av SSAB koncernen). I samband med den affären tog även pengarna slut och bolaget fick ansöka om rekonstruktionsförfarande vilket fick ett positivt utmynnande efter ett godkänt saneringsprogram. Idag ser bolaget Norden och Tyskland som sina huvudmarknader, med EU i stort som handelsområde. Savo-Solars största ägare är den statliga fonden Sitra, en finländsk fond som stödjer bolag som arbetar med hållbarhetsprojekt. Bolagets tillverkning och produktion sker i S:t Michel i Finland.

Produkten

En solfångares uppgift är att ta tillvara på solens energi som värme. När solens strålar träffar solfångaren, överförs energi i form av värme till vätskan som cirkulerar genom absorbatoren. Den uppvärmda vätskan lagras i en behållare och används för att värma bruksvatten genom en värmeväxlare. Principen att få solen att värma vatten, som i sin tur kan värma exempelvis ett hus, är ganska enkel, men Savo-Solar har lyckats lösa uppgiften på ett effektivare sätt än andra. Man kan även producera kyla från solvärmens genom att använda ett kylaggregat istället för en värmeväxlare.



Savo-Solars egna kärna kretsar kring den patenterade teknologin för optisk beläggning av kompletta, färdigbyggda absorbatörer. Beläggningen består av tre lager material med unika funktioner. Den säkerställer att så mycket som möjligt av solens instrålade energi omsätts i värme, oavsett instrålningsvinkel eller solintensitet. Beläggningen påförs i en vakuumkammare, där absorbatörerna i en nanoteknologisk process bestrålas med partiklar som bildar beläggningen på absorbatörernas yta.



Den stora fördelen med tekniken ligger i den höga effektiviteten. Beläggnings-teknologin gör att man kan belägga hela strukturer upp till 18 kvadratmeters storlek (3X6 meter) istället för att tvingas tillverka dem från tidigare belagd plåt på rulle. Det möjliggör att man kan använda profiler med högeffektiv värmeväxlingsförmåga. Vidare har bolaget sökt patent för lösningar som möjliggör att man kan koppla samman solfångarna oerhört tätt vilket innebär en högre produktion på mindre yta. Detta är unikt för Savo-Solars produkter och kommer att ge kunderna möjligheter att installera stora solfångare med hög värmeproduktion. Företagets senaste utveckling, solfångare med dubbla glas, bekräftar deras solfångare som de effektivaste på marknaden.

Savo-Solars termiska solfångare är först och främst avsedda att användas för stor-skalig fjärrvärme, för stora fastigheter, samt inom industriell processvärme vilket är ett kraftigt växande segment inom solfångare. Bolaget säljer sina solfångare separat men systemleveranser (servera kund med ett komplett system) blir ständigt en allt viktigare del av utbudet.

Ledning och styrelse

Verkställande direktör

Jari Varjotie, M.Sc. Production Technology. Jari har varit aktiv inom cleantech-industrin i flera år. Han kommer senast från Winwind Oy där han som verkställande direktör arbetade mot den europeiska marknaden. Jari tillsattes som VD för Savo-Solar direkt efter grundandet 2010.

Styrelseordförande

Feodor Aminoff, M.Sc. Industrial Business. Feodor representerar investment-bolaget Cleantech Invest där han varit VD fram till januari 2015. Cleantech Invest är ett finländskt investmentbolag som aktivt investerar i bolag i tidig fas inom cleantech sektorn. Savo-Solar är ett av deras längst framskridna projekt.

Övriga nyckelpersoner

Kaj Pischow, CTO och medgrundare med över 35 års erfarenhet inom innovations-teknik. Kaj arbetade tidigare som Technical Director på Savcor Face Group Oy. Han var en av de första som var ansvarig för att ha tagit nanoteknologin till Finland.

Rosa Aimo, HR- och inköpschef, medgrundare, 15 års erfarenheter inom forskning och utveckling. Har tidigare arbetat inom telekomindustrin och inom forskning och utveckling på Surfcoat.

Patrick Jansson, Civilingenjör och Ekonomie Magister, försäljningsansvarig och VD för det danska dotterbolaget Savosolar ApS. Med en samlad erfarenhet av affärsutveckling från över 20 länder, samt tekniska och språkliga färdigheter (bl.a. tyska och danska), har han varit i en nyckelposition i de vunna danska projekten och är väl positionerad med hänsyn till den snabbt växande tyska marknaden.

Största ägare	% av aktiekapital
Sitra	16 %
Cleantech Invest	7 %
Avanza Pension	6 %
Suur-Savon Osuuspankki	6 %
Nordnet Pensionförsäkring	4 %
Oy Ingman Finance AB	3 %

Källa: Savo-Solar

Marknad

Savo-Solars kundsegment kan delas in i tre kategorier: (i) fjärrvärme, (ii) industriella system för processuppvärmning, (iii) energirenoveringar av äldre byggnader. På sikt kan det även bli aktuellt att vända sig mot marknaden för solkyla, då efterfrågan på nya kylningslösningar ständigt ökar i de varma länderna. Segmentet uppvärmning står för ca. 50 procent av den totala energimarknaden. Det innebär att solfångare är ett komplement till konventionella el- och värmeproducerande teknologier som till exempel gas-, kol- och kärnkraftverk.



Uppvärmning och konsumtion av elektricitet ökar ständigt, där USA, tätt följt av Kina, är de två största konsumenterna. Det är tydligt att västvärlden är över-representat, i synnerhet länderna på det norra halvklotet där fler människor lever i kyliga klimat. Högst förbrukning per capita har Island på närmare 31,000 kWh per person per år. Detta beror främst på uppvärmningsbehovet under vinterhalvåret. Man kan se liknande mönster i Kanada och i de Skandinaviska länderna¹.

Kol är fortfarande den största producenten av el och värme, och står för närmare 40 procent av den totala produktionen. Nackdelarna med kolkraften är många och välkända, framför allt avger de farliga ämnen i förbränningsprocessen och är en sinande resurs. Det är tydligt att det skapar en ohållbar balans mellan utbud och efterfrågan på värme, där solvärme är en ny och betydande källa till värme-produktion. Många forskare tror att just solens energi är den största och mest långvariga källan för att producera värme för framtiden.

Dagens solvärmesystem utgörs först och främst av mindre så kallade mikroformat-stationer. Deras uppgift är att förse ett hushåll, eller snarare delar av ett hushåll, med värme. För de allra flesta blir solfångare ett tillägg till exempelvis biobränsle på grund av att man ständigt är beroende av soltimmar. I Sverige finns det runt 19,000 solvärmesystem installerade, de flesta kopplade till mindre hushåll.

¹ International Energy Agency

Globalt ligger den installerade kapacitet på 330 GW, vilket gör solvärmelösningar till den globala ledaren av icke-traditionella energikällor. Den europeiska marknaden för termiska solfångare omsatte dryga 2,3 miljarder euro (2013)², med en produktionskapacitet på 1,75 GW. EU, som är en viktig marknad för Savo-Solar, visar en god utveckling sett till antalet installerade solfångare, med Tyskland som den enskilt största användaren.

Nackdelar och risker med solfångare

Som tidigare nämnts är kostnaden en stor värde drivare för kunden. Om man ser på värmemarknaden i stort, konkurrerar Savo-Solar även med elektricitetsproducerande bolag. Faktum är att hela cleantech-industrin påverkas av priset på fossila bränslen, statliga subventioner på förnyelsebar el och värme, samt marknadspriset på el. Trots de uppenbara miljövinster med solfångare, och övriga miljövänliga värmelösningar, kommer tillväxten inom industrin bero på ovanstående faktorer.



Kina är världsledande sett till antalet installerade solfångare med nästan 75 procent av världsmarknaden. I dagsläget är de kinesiska producenterna fortfarande väldigt koncentrerade till sin inhemska marknad. På sikt är det troligt att även de kinesiska bolagen kommer exportera, vilket kan pressa priserna på solfångare och bör alltså ses som ett orosmoln för Savo-Solars långsiktiga tillväxt. Samtidigt kan vi se att cleantech-industrin i stort har vuxit lavinartat det senaste decenniet och är i dag en mycket konkurrensutsatt bransch.

Inom segmentet solfångare kan vi identifiera tre bolag i EU: Arcon-Sunmark, GreenONEtec och Ritter Solar som bör ses som direkta konkurrenter till Savo-Solar. Arcon-Sunmark har över 90 procent av den danska solvärmemarknaden idag. Vi bedömer dock att det är relativt få konkurrenter och anser att det finns mycket outnyttjad potential för Savo-Solar inom det egna segmentet stora installationer.

Det är svårt att precisera en exakt kalkyl för den genomsnittliga solvärmeinvesteringen. Förutom de ovan nämnda faktorerna måste kunden även ta hänsyn till investeringskostnadens storlek, den egna värmekonsumtionen och antal soltimmar på den aktuella ytan. Generellt talar man om en prisbild där en investering i solfångare kan ta allt mellan 5 och 15 år innan investeringen blir lönsam. I Danmark ligger

² ESTIF

kvadratmeterpriset på cirka €150 per kvadratmeter för kunden, men den siffran är inte applicerbar på Savo-Solar då effekten per kvadratmeter skiljer sig från konkurrenterna. Man räknar sedan med att en solfångare har en livstid på ungefär 20 år, oftast längre, men med en avtagande produktionseffekt³. Med en sådan tids-horisont är det mycket svårt att sja om utvecklingen kring energipriser och alternativa värmekällor.

Framtiden

Energi- och värmeförsörjningen är kanske en av de mest utmanande frågorna inför framtiden i de flesta länder. Dagens storproducenter är till stor del beroende av fossila bränslen som har en stor negativ effekt på miljön. Samtidigt går det att med säkerhet säga att tillgången på fossila bränslen kommer att avta med tiden och behovet av nya energi- och värmekällor är därför stort. Förutom solfångare finns det en uppsjö av innovativa uppvärmningsalternativ så som, berg- och jordvärme, biobränsle, hybridlösningar och så vidare. Gemensamt är att de alla strävar mot att ha så liten miljöpåverkan som möjligt,



samtidigt som de ska kunna drivas med så låga kostnader som möjligt gentemot kunden. Detta är två faktorer som vi tidigare nämnt som stora värde drivare för sektorn. Just miljöfaktorn tror vi kommer få en allt större roll i framtiden för branschen och vi prognostiserar god tillväxt för hela cleantech-industrin de kommande åren. Bland annat har EU satt upp väldigt ambitiösa utsläppsmål för det kommande decenniet.

Under den närmaste framtiden kommer Danmark och Tyskland vara två viktiga marknader för Savo-Solars tillväxt. 2014 uppskattades den danska marknaden vara värd omkring 70 miljoner euro⁴ och under de kommande åren ska 350,000-500,000 kvadratmeter solfångare för storskalig produktion installeras där. Bolaget har bland annat inlett ett samarbete med Dansk Energi Service (DES) för totallösningar för fjärrvärmeprojekt. Hämäst kommer Savo-Solar leverera ett solvärmesystem till Jelling Varnevaerk, en order värd 2 miljoner euro, och därefter levereras tillsammans med DES ett system till Søllested fjärrvärmeverk som ägs av Lolland Forsyning A/S. Savo-Solar ska även påbörja ett testprojekt i Österrike som kan resultera i framtida orders från den centraleuropeiska marknaden.

³ Avskrivningstid ungefär samma som en värmepump idag.

⁴ Danish District Heating Association. 2013 var den totala kapaciteten i Danmark cirka 785,000 kvadratmeter (550 MW).

Värdering

Från den senaste årsredovisningen går det att utläsa att Savo-Solars första år som publikt bolag har varit en tuff resa som även kan återspeglas i aktiekursens utveckling. Bolaget stötte bland annat på en del barnsjukdomar med projektet för Løgumkloster Fjernvarme i Danmark. Installationen drog ut på tiden och har kostat mer än tidigare beräknat. Dock har återkopplingen från kunden varit mycket positivt, där det finns intresse från Løgumkloster för eventuella framtida beställningar.

Orderingången är fortsatt mycket god, men för att ett Savo-Solar ska kunna stå på egna ben måste de först lyckas bygga upp en lönsam produktion med hög skalbarhet som på sikt kan ge goda rörelsemarginaler. Kapitalet från den senaste företrädesemissionen uppgick till cirka 3 miljoner euro till bolaget, med en möjlig option på ytterligare 2,6 miljoner euro under fjärde kvartalet 2016. Kapitalet från företrädesemissionen ska enligt bolaget själva täcka investeringarna i produktionskapaciteten för helåret 2016.

Det är även viktigt att fortsätta ta marknadsandelar inom EU, då inträdesbarriären blir allt högre för eftersläntrande bolag. Samtidigt skapar det låga ränteläget incitament för kunderna att genomföra större investeringar det kommande året.

Savo-Solar rider annars på en mycket positiv miljöväg, samtidigt som de har en bra och konkurrenskraftig produkt som befintliga kunder redan gett positiva omdömen om. Kunderna upplever främst en ökad effektivitet i uppvärmningsprocessen som direkt leder till reducerade uppvärmningskostnader. Bolaget har uttryckt att de behöver omsätta cirka 7 miljoner euro för att nå break-even, vilket de hoppas kunna nå redan första delen av 2017. Bolaget har för 2016 nått en omsättning på 0,5 miljoner euro och en orderstock motsvarande 4 miljoner euro. Vi tror att det kommer dröja ytterligare något år innan bolaget kan visa positiva siffror på sista raden.

VÄRDERING, MEURO	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TV
Omsättning	1,0	2,1	6,0	12,0	14,0	20,0	45,0	70,0	
Ebit	-2,0	-3,7	-1,0	0,0	4,0	5,0	6,0	10,0	
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,0	1,2	2,0	
CapEx	0,5	1,3	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	
Avskrivningar	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	
Kapitalbindning (förändring)	1,7	0,3	0,4	0,6	0,2	0,6	2,5	2,5	
FCF	-3,9	-4,7	-2,0	-1,2	2,6	3,0	1,9	5,1	
DCF			-2,0	-1,0	1,9	1,8	1,0	2,2	10,2

UPPDRAGSANALYS Savo-Solar, 2016-04-02

UPPDATERING

Summa DCF	3,8
TV	10,2
Nettokassa	1,7
Bolagsvärde, meuro	15,7
Antal Aktier, miljoner	16
WACC, procent	15%
Motiverat aktiepris (EURO)	1,0

Trots vissa orosmoln ser vi med optimism på bolagets framtid. Cleantech-industrin är riskfylld men Savo-Solar har en stark produkt, en påfylld kassa och en fortsatt god orderingång som får oss att tro på bolaget. Vi har diskonterat möjliga framtida kassaflöden och erhållit ett bolagsvärde som i dagsläget ligger på 1,0 euro per aktie. Summerat ser vi en god potential i bolaget. Det ska bli spännande att följa dess utveckling.

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, 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.

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