



Uppdragsanalys, 2017-06-14

ANALYSGUIDEN

Savosolar



Nya pengar för fortsatt tillväxt

Savosolar har haft stark tillväxt från låga nivåer. Med en marknadsledande teknik finns potential för orderboken att snabbt fyllas. För att finansiera verksamheten genomförs en emission. Risk liksom potentiell uppsida är stor.

Savosolar utvecklar, producerar och säljer solfångare anpassade för större system som genererar fjärrvärme eller processvärme till industrin. Bolagets teknologi har i oberoende tester påvisats effektivast bland jämförbara produkter i Europa. Teknologin bygger kring en patenterad beläggningsprocess vilken tillsammans med en effektiv absorptor möjliggör för solfångarna att ta tillvara på upp till 96 procent av solvärmen. Genomsnittet som ligger runt 90 procent. Effektiviteten har nu även bevisats i praktiken vid bolagets två större system om 15 300 kvadratmeter vardera. Fokus ligger nu på tillväxt och målet är att nästan fyrdubbla intäkterna till år 2019. Sedan 2013 har tillväxten varit stark men från låga nivåer. Med långdragna investeringsprocesser är intäkterna volatila mellan kvartalen.

Globalt investerades nästan totalt 242 miljarder USD i förnybar energi under 2016. Installationen av ny solvärmekapacitet har backat sedan 2008, främst orsakat av fallande intresse för småskaliga

system. Dock är bolagets nisch; marknaden för större system anpassade för fjärrvärme eller industrin fortfarande stigande. Därtill flyttas fokus nu mot än större hybridanläggningar som kombinerar flera gröna energikällor, exempelvis termisk solenergi, vind och biomassa. Kostnaden för att utöka kapaciteten genom hybridprojekt är lägre än att bygga små lokala anläggningar, vilket skapar möjligheter för fortsatt tillväxt för Savosolar

Framöver ser vi potential för solen att skina över Savosolar. Det med hänsyn tagen till den effektiva teknologin, referensobjekten som finns på plats och att marknaden utvecklas i en fördelaktig riktning. Bolaget har sedan tidigare tagit investeringar i produktionsledet och nu behövs rörelsekapitalet stärkas upp för att kunna realisera på potentialen. Därför genomförs en emission. Teckningskurs är under det motiverade värdet per aktie efter utspädning. Vi rekommenderar således att teckna. Konkurrens och volatila intäkter utgör risker. ■

NYCKELTAL

mnEUR	2015	2016	2017P	2018P	2019P
Nettoomsättning	2,0	5,4	8,4	13,8	19,7
Tillväxt		164%	55%	65%	43%
Rörelseresultat	-3,7	-4,3	-2,7	-1,7	-0,6
Rörelseresultat före av- och nedskrivningar	-3,2	-3,7	-1,9	-0,8	0,5
Implicit P/S	50,5x	19,1x	12,3x	7,5x	5,2x

Källa: Reuters och Jarl Securities

Riktkurs: 0,9 kronor efter utspädning, TECKNA

Analytiker: Markus Augustsson, Jarl Securities

KORTA FAKTA

Vd: Jari Varjotie

Styrelseordförande: Feodor Aminoff

Största ägare: SITRA The Finnish Innovation Fund

Börsvärde, mnkr: 98

Lista: Nasdaq OMX First North

Aktuell börskurs, kr: 0,92

BÖRSTEMPERATUR



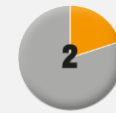
Ledning

Vd Jari Varjotie har över tjugofem års erfarenhet från diverse chefspositioner, däribland på vindkraftstillverkaren Winwind. Vi bedömer Jari och övriga i ledningen som klart kunniga.



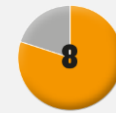
Ägare

Största ägaren är Sitra som är en statlig finländsk fond. Investmentbolaget Cleantech Invest är bolagets femte största ägare.



Finansiell ställning

Även antaget en fulltecknad nyemission är den finansiella ställningen pressad. Försäljningsinsatser och verksamheten kostar och intäkterna är ännu inte på tillräckligt höga nivåer. Vi räknar med negativt kassaflöde de kommande två åren.



Potential

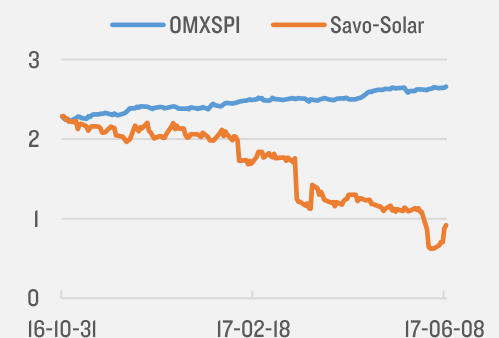
Med investeringar gjorda i produktionsledet finns möjlighet till bra lönsamhet på sikt. Savosolar har en påvisad effektiv produkt och marknaden utvecklas i rätt riktning. Bolagets mål om 20 miljoner euro i intäkter 2019 är rimligt.



Risk

Bolaget har historiskt gått med förlust men framöver finns goda möjligheter till lönsamhet. Lönsamhet är villkorad till en fortsatt stark tillväxt under de kommande åren. Långa beslutprocesser skapar volatilitet i intäkterna. Konkurrensen är hård och kan tillta.

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.

Investment case

Savo-Solar Oyj (Savosolar, Savo eller bolaget) har utvecklat en marknadsledande solfångare anpassade för stora system med applikationsområden som fjärrvärme och industriell processvärme. Savo producerar och säljer även sina solfångare men sitter också på kunskap för att leverera nyckelfärdiga solvärmesystem. Bolagets solfångare har i oberoende tester påvisats vara de mest effektiva på marknaden i Europa. Därtill har Savo nu två större referenssystem i Danmark där den höga effektiviteten även bevisats i praktiken. De två tillsammans är rimligtvis goda försäljningsargument.

I Europa har den årliga installationen av ny solvärmekapacitet backat från toppen 2008. Detta beroende främst på att intresset för mindre system har svalnat. För bolagets nisch; större system (> 350 KW = 500 kvadratmeter) för produktion till fjärrvärmenätverk eller industrin, är intresset tilltagande. Vidar börjar en ny trend etablera sig, vilken kan få ytterligare fart på tillväxten. Trenden går från att bygga mindre anläggningar baserade på en förnybar energikälla... mot större hybridsystem som kombinerar flera olika källor, exempelvis sol, vind och biomassa. Hybridsystem reducerar de initiala investeringskostnaderna, vilket talar för att trenden kan fortsätta. Detta gynnar givetvis Savosolar, liksom dess konkurrenter.

Konkurrensen är hård och utgörs av finansiellt starka spelare med en stark hemmamarknad. Konkurrensen kan under de kommande åren tillta allteftersom företag med fokus på mindre solfångare lägger resurser på större system.

Bolaget fokuserar nu på försäljning och tillväxt. Målet är att år 2019 ha en försäljning om 20 miljoner euro. 2016 låg försäljningen på 5,4 miljoner euro och tillväxttakten har historiskt varit starkt positiv. Med en konkurrenskraftig produkt på en marknad som utvecklas i en fördelaktig riktning är vår bedömning att målet mycket väl kan nås.

Resultatet har dock historiskt varit negativt. Savo har tagit mestadels av de investeringar som krävs, både i utveckling och i produktionsledet. Lönsamhet kan således skapas med tilltagande försäljning. På sikt är bolagets mål att nå ett rörelseresultat före av- och nedskrivningar runt 18 procent.

I slutet av april 2017 fanns cirka fyra miljoner i kassan. För att stärka upp kapitalbasen och finansiera försäljningsarbetet genomförs en nyemission, inkluderat teckningsoptioner. Teckningskursen för emissionen är under det motiverade värdet per aktie efter utspädning. Vi rekommenderar således att teckna.

En investering i Savosolar är riskfylld då bolaget i dag saknar intäkter som täcker de löpande kostnaderna. Försäljningsprocesserna är långa och konkurrensen är hård. Med våra prognoser tar kassan (efter antagen fulltecknad emission och sannolikhetsjusterad teckning av teckningsoptioner) slut under andra halvan av 2018. Således är det inte orimligt att ytterligare emissioner kan bli aktuella.

Vår värdering bygger kring antagandet om att emissionen fulltecknas. Värderingsmodellen är baktung då bolagets värde skapas först bortom den prognostiserade perioden (2017 till 2022).

Nyemission

Vid full teckning stärker nyemissionen kassan med cirka 4,3 miljoner euro (cirka 41,1 miljoner kronor) före kostnader. Emissionen sker till ett pris per nyemitterad aktie om 0,06 euro eller 0,58 kronor. Teckningsperioden börjar 14 juni och avslutas 28 juni i Finland och 30 juni i Sverige.

Emissionen är garanterad till 0,5 procent genom tecknings-förbindelser och ett garantkonsortium garanterar ytterligare 59,5 procent. För den som vill sälja eller köpa emissionsrätter finns möjlighet att göra det under perioden den 14 juni till den 26 juni.

Med emissionen tillkommer en serie teckningsoptioner. För varje tredje nytecknad aktie erhålls en teckningsoption. Optionerna går att lösa mot aktier under perioden den 20 november till den 1 december 2017. Varje teckningsoption ger rätten att teckning en ny aktie men teckningskursen är ännu inte fastställd. Dock kommer teckningskursen ligga inom intervallet 0,06 till 0,09 euro. Vid full teckning av teckningsoptionerna stärks kassan i december med drygt 17 miljoner kronor före kostnader.

Om Savosolar

Finländska Savosolar grundades 2010 av en grupp specialister inom ytbehandling/beläggning som med sina samlade kunskaper avsåg utveckla produkter inom solenergi. Sedan dess har en rad olika produkter utvecklats och i dag ligger fokus på stora plana solfångare och stora solvärmesystem med tillämpningsområden som fjärrvärme och industriell processvärme. Konkurrensen inom nischen är tuff men begränsad, relativt den för mindre solfångare.

År 2011 genomförde Savosolar sin första kommersiella leverans. Två år därefter lanserade bolaget en takintegrerad solfångare tillsammans med finländska Ruukki. Med projektet kom finansieringsproblem och bolaget tvingades till rekonstruktion i form av en skuldsanering. Sedan dess, år 2013, har bolaget återhämtat sig väl och i genomsnitt har försäljningen mer än dubblats varje enskilt år. Mellan 2015 och 2016 ökade försäljningsintäkterna med 164 procent samtidigt som förlusten också ökade.

Savosolar-aktien handlas sedan april 2015 i Sverige på Nasdaq OMX First North. Bolagets största ägare är den statliga fonden Sitra, en finländsk fond som stödjer bolag som arbetar med hållbarhetsprojekt.

Solfångare

En solfångares uppgift är att samla in och ta tillvara på solens energi i form av värme. Solfångare används för att producera värme eller kyla. Detta till skillnad från solceller som ämnar omvandla solens energi till el.

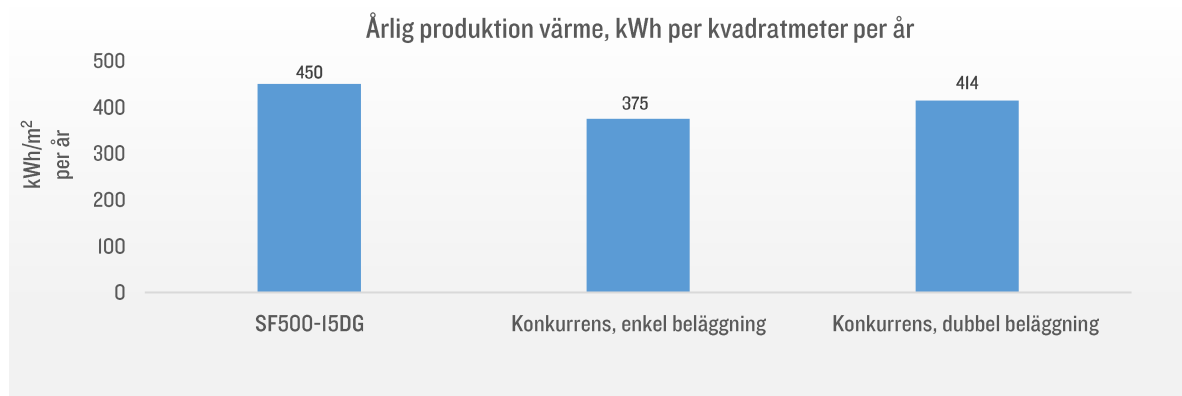
När solens strålar träffar solfångarens yta överförs värmen till en vätska som cirkulerar genom den så kallade absorbatoren. Den uppvärmda vätskan bär sedan med sig värmen in i en ackumulatortank där vatten värms upp med hjälp av en värmeväxlare. Det varma vattnet kan i sin tur värma exempelvis hus eller större anläggningar. Även kyla kan produceras från solvärme genom att använda ett kylaggregat istället för en värmeväxlare.

En solfångare i standardutförande består av en metallplåt, ofta i aluminium, som ytbehandlas med en beläggning för att absorbera maximal mängd värme från solen till en så låg värmeförlust som möjligt. Till metallplåten fästes sedan parallellt löpande rör/kanaler där tidigare nämnda värmebärande vätska cirkulerar. Savosolars produkter särskiljer sig från standard och har som tidigare nämnts i oberoende tester (Solar Keymark certifiering, ESTIF) påvisas mer effektiva än konkurrensen.

Bäst i test

Fraunhofer ISE är med cirka 1 100 anställda Europas största forskningsinstitut inom solenergi. Institutet tillhandahåller en tredjepartscertifiering, Solar Keymark, för solenergiprodukter. Savosolar har 10 certifierade produkter, varav två stora solfångare.

I samband med certifieringen genomgår produkterna ett antal tester för att säkerställa att branschmässiga standarder upplevs. Testerna genomförs av certifierade organisationer på ett antal utvalda laboratorier runt om i Europa. Enligt bolaget med referens till dessa tester har Savos stora solfångare påvisats upp till 20 procent mer effektiva än konkurrensen. (20 procent bättre än fångare ytbehandlade med ett lager beläggning och nio procent mer effektiva än fångare belagda med dubbelbeläggning).



Marknadsledande teknologi

Den stora fördelen med bolagets produkter ligger alltså i den höga effektiviteten. Savos stora solfångare har en absorberingsförmåga om cirka 96 procent av inkommande solvärme. En normal absorberingsgrad ligger kring 90 procent. Med en hög absorberingsförmåga kan också fler enheter av slutprodukten produceras.

Den höga effektiviteten möjliggörs genom ett samspel mellan optimerade absorbatörer och bolagets patenterade beläggningsteknologi.

Absorbatörerna bygger på en MPE-profil anpassad för solfångare med tätt lagda kanaler där bärarvätskan cirkulerar. Se bild nedan. Beläggningsteknologin bygger på en nanoteknologisk process och innebär att beläggningen kan beläggas direkt på färdiga absorbatörer. Draget till sin spets leder de samlade teknologierna till att värmens transportsträcka till bärarvätskan kortas, vilket också reducerar värmeförlusten. År 2011 tilldelades Savosolar Intersolar Award för utvecklingsarbetet med solfångarna.

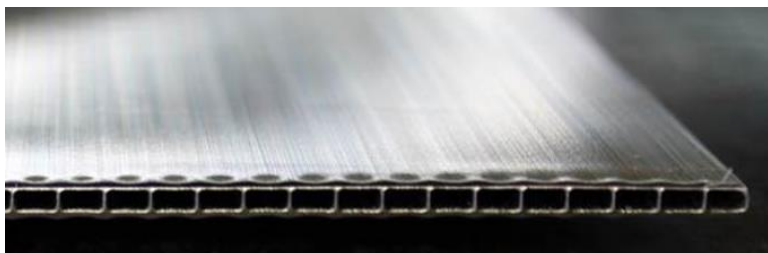


Bild: Savosolar, solfångare med direktflödesteknologi

Referensanläggningar

Bolaget har ett antal referensinstallationer. De två största är av en storlek om 15 300 kvadratmeter vardera, som båda ingår i två större hybridanläggningar. Anläggningarna finns i Danmark, Løgumkloster och Jelling. Väl värt att notera är att Savo är det första utländska bolaget som kommit in på den danska marknaden.

Systemet i Løgumkloster är en hybridanläggning som producerar totalt 35 000 MWh fjärrvärme per år. Installationen av Savosolars bidrag till anläggningen pågick under två etapper (två separata ordrar) och påbörjades 2015. Systemet stod klar under 2016.

Hybridanläggningen i Jelling producerar värme för det lokala fjärrvärmenätet. Installationen påbörjades under 2016 och stod färdigt samma år. Bolagets solfångare producerar cirka 8 500 MWh värme per år.



Bild från fjärrvärmeverket i Løgumkloster med solfångarpark om 15 300 m²

Under 2016 levererade och installerade Savo 4 700 kvadratmeter solfångare till som försörjer fjärrvärmenätet i Søllested, Danmark. Samma år levererades ytterligare 9 200 kvadratmeter till en hybridanläggning i Jyderup, Danmark.

Affärsmodell och typiska intäktsflöden

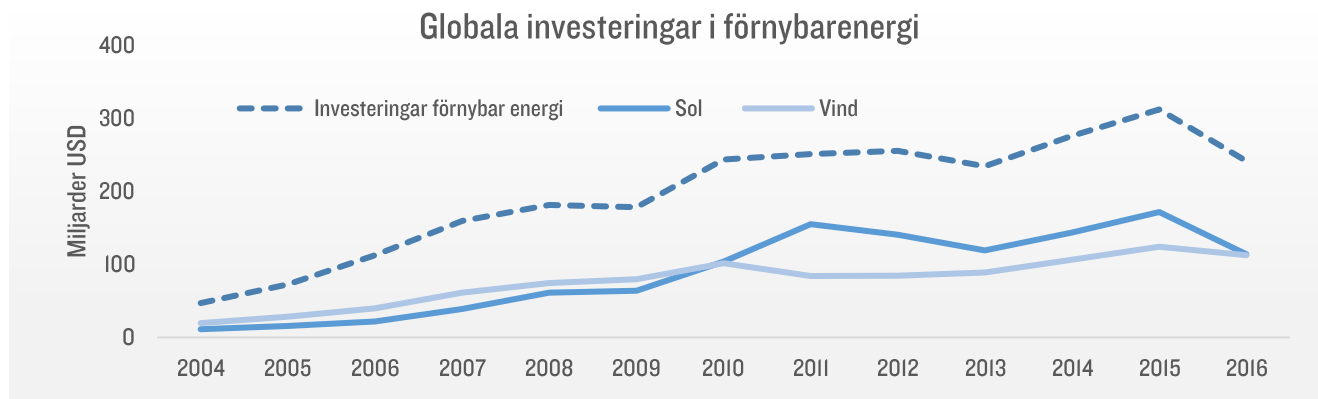
Bolaget avser tjäna pengar genom försäljning av solfångare eller nyckelfärdiga system. Savo kan även genom underleverantörer bistå vid installationsprocessen.

En vanligt förekommande betalningsstruktur är att bolaget erhåller cirka en tredjedel av köpeskillingen då avtalet signeras. En andra tredjedel efter det att det att solfångarna har producerats och den sista tredjedelen efter det att installationen är på plats.

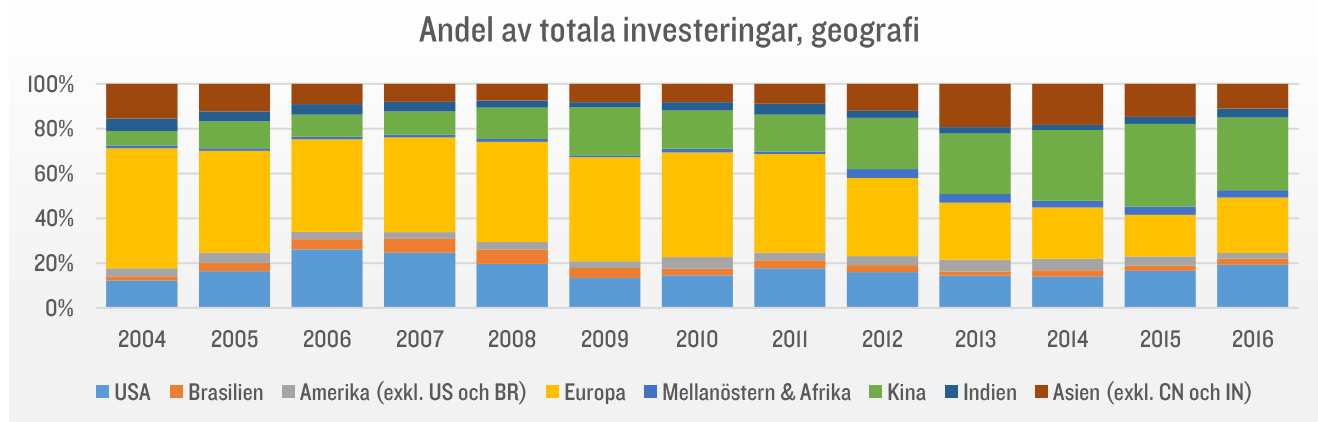
Marknad för förnybar energi

Marknaden, eller mer specifikt årliga investeringar i förnybar energi har för perioden 2004 till 2016 haft en genomsnittlig tillväxt per år om 15 procent. 2015 var ett rekordår då totalt drygt 312 miljarder USD

investerades globalt. Under 2016 backade investeringsviljan med 23 procent. Nedan visas en graf över totala investeringar i förnybar energi tillsammans med investeringar i solenergi och vindkraft. Solenergi är den källa som procentuellt i genomsnitt per år växt snabbast av alla energikällor sedan 2004.



Trots fallande investeringar är Kina fortfarande det enskilt största landet för investeringar i förnybar energi. Av totala investeringar stod Kina för cirka 25 procent under föregående år. Europa är det andra största geografiska området i termer av investeringar i förnybar energi. USA kommer på en tredjeplats.



Mellan 2004 och 2016 har Kina följt av Mellanöstern samt Afrika haft den högsta genomsnittliga tillväxten per år. Europa har under samma period haft den lägsta tillväxten. Europa har varit en föregångare vilket rimligtvis förklarar tillväxttalen.

Vad driver marknad

Marknaden drivs av flera faktorer, däribland det faktum att utsläppen måste minska och att de allra flesta länder arbetar med just detta. Innan USA:s avhopp hade 197 länder signerat klimatavtalet från Paris. Avtalet börjar gälla senast 2020 med målsättningen att hålla temperaturökningen under två grader.

Många länder har redan infört åtgärder, främst genom statligt arrangerade stödprogram för förnybarenergi. I flertalet länder finns så kallade inmatningstariffer för förnybar energi, främst el. Det innebär att staten går in och garanterar ett pris på den producerade energin, ofta i 20 år, vilket gör en investeringskalkyl lättare att räkna hem.

Marknaden påverkas även av energibehovet. Detta har dock bland OECD-länderna legat relativt stabilt, kring 10 400 TWh sedan år 2010.

Marknaden för solvärme i Europa

I rapporten "Solar Thermal Markets in Europe, Trends and Market Statistics 2015" publicerad i november 2016 uppskattas att 1,9 miljarder euro investerades i solvärme i Europa under 2015. Tyskland utgör det land i Europa med störst installerad solvärmekapacitet. Därefter följer länder som Grekland, Italien och Spanien. Men även Polen och Österrike liksom Danmark placerar sig högt på listan.

Investeringar i ny kapacitet har fallit sedan 2008. Under 2015 var Danmark och Grekland de enda länderna som gick mot strömmen och utökade kapaciteten i en takt över föregående år. Under 2016 dubblades nästan kapaciteten i Danmark som nu har världens största solvärmeanläggning för fjärrvärme.

Savosolar nisch går fortsatt starkt

I rapporten "Solar Heat Worldwide" framgår att det är främst fallande intresse för småskaliga system för enskilda byggnader som tynger investeringar i ny kapacitet.

Intresset för större solvärmesystem för industrin eller fjärrvärme, som Savosolar huvudsakligen fokuserar på, är fortfarande stort och 2016 var ett starkt år. Under 2016 ökade antalet aktiva stora solvärmesystem (> 350 KW = 500 m²) från 20 till 36 stycken, globalt. Marknaden för stora solvärmesystem är fortfarande mycket liten och utgör endast 0,3 procent av den globala totala kapaciteten. Således är potentialen mycket stor.

Hybridsystem, den nya trenden

Under de senaste 10 åren har stora system för lokal försörjning av förnybar energi från en förnybar källa varit trenden. Den nya trenden går inte bara mot större system utan även mot att kombinera flera olika källor av förnybar energi, så som exempelvis vind, sol och biomassa.

Anledningen till trendsiftet är många. Dels har den tekniska utvecklingen gått framåt som möjliggör det hela, dels finns det kostnadsbesparingar att göra. Besparingar kan göras då kostnaden för bland annat anslutningen till nätverket delas, produktionen kan effektiviseras såsom det administrativa arbetet. Därtill är det även förhållandevis enkelt och logiskt att komplettera redan befintliga system med nya energikällor. Exempelvis vind med sol, vice versa, då det finns ett naturligt samspel mellan de två väderförhållanden.

Just nu pågår flest hybridprojekt i Kina (nästan 2 000 stycken). Marocko kommer på en andra plats med cirka 1 400 hybridprojekt. De i Marocko är även längre gångna än de i Kina. I Europa ligger Storbritannien i framkant med cirka 60 pågående projekt.

Vår bedömning är att Savosolars solfångare har god potential av att dra nytta av den nya trenden, främst på grund av effektiviteten som erbjuds i de stora solfångarna. Sol är även enkelt att kombinera med både vind, vatten liksom biomassa och andra liknande gröna energikällor. Samtidigt skall nämnas att hybridsystemen är relativt nya och resultaten har varierat. I vissa fall har kombinationen orsakat exempelvis driftstörningar.

Konsten att räkna på en investering är inte heller lika utvecklad, vilket kan ge tröghet i utvecklingen.

Konkurrens

I skrivande stund har en överlägsen majoritet av bolagets intäkter generats i Danmark. Som tidigare nämnt ligger världens största solvärmeanläggning i Silkeborg, Danmark. Kapaciteten ligger på 110 MW och täcker en yta om cirka 157 000 kvadratmeter. Arcon Sunmark (Arcon) är företaget bakom anläggningen är en av flera konkurrenten till Savosolar.

Danska Arcon Sunmark grundades 2015 genom sammanslagningen av solfångare-tillverkaren Arcon Solar och systemtillverkaren Sunmark Solutions. Arcon har referensinstallationer i Danmark men även i Mexiko och Chile. Installationen i Chile är världens största processvärmeanläggning och brukas av kopparindustrin. Arcon ägs av VKR Holdings A/S som per den sista december 2016 hade cirka en miljard DKK (cirka 1,3 miljarder SEK) i likvida medel.

Österrikiska Greenonetec säljer, liksom Savosolar och Arcon, solfångare och nyckelfärdiga solvärmesystem. Greenonetec var per den sista december 2016 världens största producent av solfångare med flera större installerade system. En av anläggningarna ligger i Saudi Arabia och är med en total area om 36 300 kvadratmeter världens fjärde största solvärmesystem för fjärrvärme.

Bland övriga konkurrenter med ett mer spretigt erbjudande finns bland annat tyska Viessmann och Bosch Thermotechnik liksom kinesiska Fivestar och Sunrain samt polska Hewalex.

Värt att notera är att de konkurrerande bolag som växt sig starka också har en inhemsk marknad som är stark ock satsar på solvärme. Se tabell nedan.

KONKURRENS			
Land	Kapacitet 2015, GW	Bolag	Ranking efter producerad yta, 2015
Österrike	2,9	Greentecone	1
Kina	30,5	Favestar	2
		Sunrain	5
		Bosch	
Tyskland	12,8	Thermotechnik	4
		Viessmann	8
Danmark	0,8	Arcon Sunmark	7
Polen	1,4	Hewalex	9
Finland	0,03	Savosolar	?
Sverige	0,2		

Rimligtvis har Savosolar klättrat på rankinglistan under 2016 efter de båda installationerna i Danmark. Det kan rimligtvis tolkas som om att teknologins effektivitet är ett starkt försäljningsargument.

Risker

Ökad konkurrens i en nisch som växer

Konkurrensen är hård redan i dag och Savosolar slåss mot kapitalstarka spelare som dominanta danska Arcon. Savosolars nisch mot stora system för fjärrvärme eller industrin växer samtidigt som intresset för små lokala system faller. Det är därför inte orimligt att konkurrensen kommer öka inom nischen de kommande åren.

Långa beslutsprocesser hos de potentiella köparna

Innan bolaget erhåller en order måste investeringskalkyler göras, finansiering säkras, ansökning om tillstånd beviljas liksom offerter från leverantörer tas in. Med andra ord är processerna långa hos de potentiella köparna innan en eventuell order kan bli aktuell. Det skapar volatilitet i intäktsflödena.

Priset på system och priser på fossila bränslen

Savosolar konkurrerar med andra tillverkare vars produkter är billigare i inköp om än inte lika effektiva. Utvecklingen går framåt vilket pressar priser även i toppsegmentet. Detta kan på sikt reducera intäkterna.

Låga priser för fossila bränslen gör att efterfrågan på alternativ faller. Statlig subventionering hjälper till att driva marknaden för förnybar energi. Reducerade subventioner kan hämma tillväxten.

Direkta kostnader och ränterisk

Stigande kostnader för material och insatsvaror kan reducera marginalerna

Stigande räntor kan få förmågan att investera i nya projekt att sjunka. Det gör även att investeringskalkylerna blir svårare att räkna hem för nya projekt.

Ansats, värdering

Metod

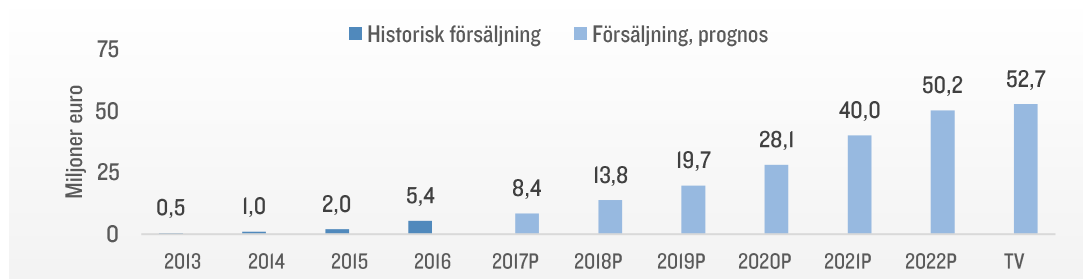
För att beräkna ett motiverat värde per Savosolar-aktie efter utspädning från pågående emission med tillhörande teckningsoption har vi utgått från ett antaget scenario där emissionen tecknas till fullo. Händelsen om att optionerna förfaller in-the-money är sannolikhetsjusterade och teckningsgraden för dessa är antagen till 85 procent.

Försäljningsprognoser

Under perioden 2013 till 2016 har Savosolar i genomsnitt mer än dubblat sin försäljning varje år. Som nämnts ligger köpare i Danmark bakom stora delar av de historiska intäkterna.

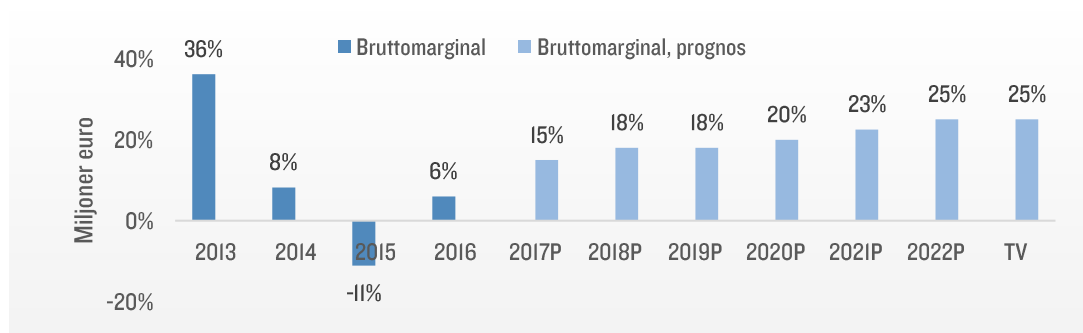
Med en produkt som i tester påvisats ligga i toppen vad gäller effektivitet och med två större referensinstallationer på plats som i praktiken bekräftar detta är vår bedömning att det finns goda förutsättningar för fortsatt stark tillväxt. Därtill utvecklas marknaden i en riktning som är fördelaktig för bolaget. I vårt scenario fortsätter den starka tillväxten under den prognostiserade perioden.

Nedan visas den antagna försäljningskurvan. Den genomsnittliga tillväxttakten per år är cirka 45 procent. Den långsiktiga tillväxttakten är satt till fem procent.

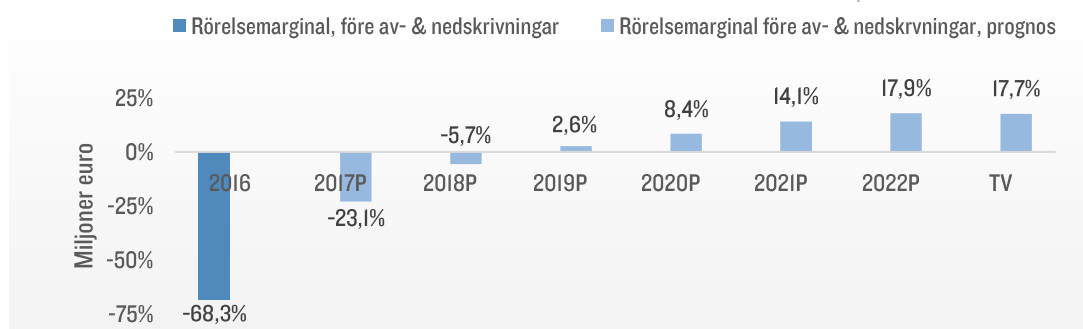


Prognoser, marginaler

Med investeringar redan gjorda i produktionsledet modellerar vi med stigande marginaler. Bruttomarginalerna antas stabiliseras runt 25 procent, vilket är i linje med liknande fast mer mogna bolag.



För att växa i den antagna takten kan möjligen personalstyrkan utökas aningen. Dock är vår bedömning att övriga externa kostnader kan komma ner då de flesta kostnader relaterade till produkten och produktion redan är tagna. Utökad produktionskapacitet kan möjligen på sikt bli aktuellt. Nedan visas den prognostiserade lönsamheten i termer av rörelseresultat före av- och nedskrivningar.



Vi modellerar med långsiktiga rörelsemarginaler om 17 procent. Detta är i linje med liknande bolag liksom ledningens målsättning.

Nettokassa

Som nämnts ovan har vi antagit att emissionen tecknas till fullo. I detta fall stärks kassan med cirka 41 miljoner kronor före kostnader. Vi har antagit att emissionsinstitutens avgift ligger på fem procent av emissionsbeloppet. Emissionen är garanterad till 60 procent av ett konsortium garanter. Vi har antagit att dessa tar betalt en avgift om 10 procent av den garanterade andelen. Efter kostnader uppskattar vi således att kassan stärks med cirka 36,6 miljoner kronor.

För att inkludera teckningsoptionen i vår modell har vi uppskattat sannolikheten för att teckningsoptionerna faller in-the-money och löses med optionens delta om 57 procent (beräknat med hjälp av Black and Scholes och antaget lösenpris om 0,725 euro). Vidare har vi antagit en teckningsgrad om 85 procent. I scenariot tillförs bolaget ett sannolikhetsjusterat och nuvärdesberäknat belopp om cirka 6,4 miljoner kronor från teckningsoptionerna.

Per den 30 april hade bolaget cirka fyra miljoner kronor i kassan och cirka 18,3 miljoner i utestående lån. Vi modellerar således med en nettokassa om cirka 28,8 miljoner kronor.

Antaget antal aktier

Vid full teckning av emissionen ökar antalet utestående aktier med cirka 70,9 miljoner stycken. Efter sannolikhetsjusterat lösenförfarandet av emissionens tillhörande teckningsoptioner adderas ytterligare cirka 10 miljoner aktier. Bolagets utestående personaloptioner har ett delta om noll och är därför inte inkluderade i våra beräkningar. Savo har sedan tidigare cirka 35,5 miljoner aktier. Vi räknar således på totalt cirka 116,5 miljoner utestående aktier.

Motiverat värde per aktie

Genom att nuvärdesberäkna framtida prognostiserade kassaflöden med en diskonteringsränta om 15 procent beräknar vi det motiverade priset per aktie till 0,9 kronor efter emission och sannolikhetsjusterad optionslösen.

DCF, EFTER EMISSION OCH SANNOLIKHETSJUSTERAD LÖSENFÖRFARANDE							
mnEUR	2017P	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P	TV
Nettoomsättning	8,4	13,8	19,7	28,1	40,0	50,2	
Bruttoresultat	1,3	2,5	3,5	5,6	9,0	12,5	
Rörelseresultat före av- och nedskrivningar	-1,9	-0,8	0,5	2,4	5,7	9,0	
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Delta, rörelsekapital	-2,1	-1,7	-2,4	-3,4	-4,0	-5,0	
Investeringar	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	
Fritt kassaflöde (FKF)	-2,4	-2,8	-2,1	-1,3	1,3	6,3	
Nuvärde, FKF	-2,2	-2,2	-1,5	-0,8	0,7	2,9	10,9
Summa nuvärde, FKF inkl. evighetsvärde, mnEUR	7,7						
Summa nuvärde, FKF inkl. evighetsvärde, mnkr	74,6						
Kassa efter emission, mnkr	47,1						
Skulder, mnkr	-18,3						
Utstående aktier efter emission	116,5						
Motiverat värde per aktie efter emission, kronor	0,9						

Nedan följer en känslighetsanalys med diskonteringsränta på x-axeln och långsiktig tillväxttakt på y-axeln. Inte helt oväntat stiger det motiverade värdet med en högre tillväxttakt och en lägre diskonteringsränta.

KÄNSLIGHETSANALYS				
	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%
2,0%	1,37	0,93	0,66	0,49
3,0%	1,58	1,04	0,73	0,53
4,0%	1,85	1,17	0,80	0,57
5,0%	2,24	1,33	0,89	0,63
6,0%	2,81	1,55	1,00	0,69
7,0%	3,77	1,84	1,13	0,76

Under huven på Savosolar

Vd

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

Styrelseordförande

Feodor Aminoff, M.Sc. Industrial Business. Feodor tillträdde styrelseordförandeposten 2013. Dessförinnan representerade han Cleantech Invest i styrelsen där han satt som 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.

Ägarstruktur

Se tabell nedan för bolagets tio största ägare per 28 april 2017.

10 STÖRSTA ÄGARE, 2017-04-28	
	%, Aktiekapital
The Finnish Innovation Fund Sitra	12,3
Försäkringsaktiebolaget Avanza Pension	3,4
Suur-Savon Osuuspankki	2,8
Nordnet Pensionsförsäkring AB	2,8
Cleantech Invest Oyj	1,9
Wiman Susanna	1,4
JPMel – Stockholm Branch	1,1
Oy Ingman Finance Ab	1,1
Wiman Henric	1,0
Geust Johan Niklas Erik	1,0

Källa: www.savosolar.com

Disclaimer

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

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Jarl Securities. Jarl Securities ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

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

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.