

# Winda Energy Group

## Snabbväxande solcellstillverkare



Winda Energy Group AB ("Winda" eller "Bolaget") levererade en omsättningstillväxt om 316 % år 2022 med en omsättning uppgående till 45 MSEK och en EBITDA-marginal om 24 %. Nu står Winda redo att fortsätta kapitalisera på den snabbt växande solcellsmarknaden genom Bolagets solcellssystem, vilket innefattar solpaneler, växelriktare och montagesystem, samt exekvera på en tydlig tillväxtplan, vilken bl.a. innefattar nya produktsegment såsom batterilagring. Baserat på en estimerad nettoomsättning om 80 MSEK år 2023 och en målmultipel om EV/S 2x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 13,1 kr i ett Base scenario.

### Utrymme för fortsatt tillväxt på marknaden

Solenergi har en stor potential att bli en viktig del i omställningen till förnyelsebar energi, och i takt med att tekniska framsteg medför en bättre effekt samt en lägre kostnad förbättras avkastningen på investeringar i solceller. I Sverige finns fortsatt ett stort utrymme för solenergi att växa då endast cirka 1,9 % av den totala elproduktionen i landet härstammar ur solceller och på den globala marknaden för solceller estimeras en tillväxt om 15,7 % årligen, vilket Winda kan kapitalisera på genom Bolagets solcellssystem.

### Nya intäktsben kan skapa ytterligare tillväxt framgent

Som en del av Windas tillväxtstrategi förväntas Bolaget addera nya produktsegment till erbjudandet, där exempelvis batterilagring är en sådan, vilket estimeras adderas under år 2024. Genom att addera fler produkter kan intäkten per system öka samtidigt som efterfrågan väntas bli än högre. Vidare kan även Windas montagesystem, vilka medför omfattande tidsbesparing hos installatörer, säljas separat vilket därmed skapar ytterligare ett intäktsben att växa från.

### Produktionsprocessen medför fördelar

Winda köper kisel från Taiwan och tillverkar solpanelerna i Litauen, medan merparten av konkurrenterna importerar produkter från Kina, där det finns frågetecken avseende den långsiktiga hållbarheten då arbetsförhållandena generellt anses vara dåliga samt att olja och kol används som energikällor i fabriken. Förutom hållbarhetsaspekten medför den mer lokala produktionen kortare ledtider och bättre förutsägbarhet gällande leveranser, vilket skapar konkurrensfördelar.

### Heta marknader medför konkurrens

Intresset för investeringar i solceller ökade under år 2022 bl.a. till följd av höga energipriser, vilket medförde en bättre förväntad avkastning på investeringen. På en marknad i kraftig tillväxt tenderar konkurrensen att öka vilket oftast medför en generell prispress och sjunkande marginaler. Samtidigt väntas Winda lansera nya produkter och intäktsben som antas ha en högre marginal, exempelvis batterilagring och separat försäljning av montagesystemet, vilket således till viss del kan motverka denna effekt.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
5,1 kr

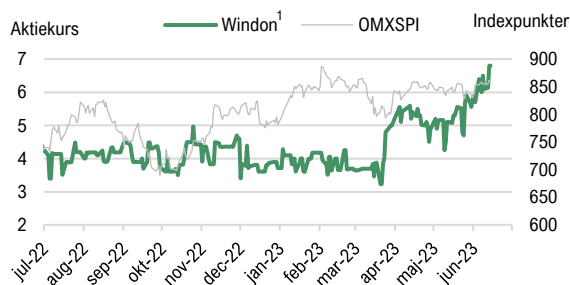
**Base**  
13,1 kr

**Bull**  
16,4 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-06-14)	6,80
Antal Aktier (st.)	12 160 000
Market Cap (MSEK)	82,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-2,2
Enterprise Value (MSEK)	80,5
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 2 2023	2023-08-18

### KURSENTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Christer Nilsson	12,1 %
Henrik Karstensen	12,1 %
Johan Kjell	9,0 %
Vahid Toosi	8,8 %
Peter Sigfrid	7,5 %

Prognoser (MSEK)	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	44,6	80,1	93,7	107,8
Bruttokostnader	-32,0	-60,9	-71,7	-83,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>19,2</b>	<b>22,0</b>	<b>24,8</b>
Bruttomarginal	28%	24%	24%	23%
Rörelsekostnader	-2,1	-4,7	-6,5	-7,5
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>	<b>17,3</b>
EBITDA-marginal	24%	18%	17%	16%
P/S	1,9	1,0	0,9	0,8
EV/S	1,8	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA	7,6	5,5	5,2	4,7
EV/EBIT	7,9	7,5	8,5	7,3

<sup>1</sup>Aktiekursen avser HODL SPAC Europe, vilka förvärvade Winda i maj år 2023

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

## Innehållsförteckning

Investeringsidé	3
Bolagsbeskrivning	4
Marknadsanalys	5-6
Finansiell prognos	7-8
Värdering	9-10
Bull & Bear	11
Ledning & Styrelse	12
Appendix	13-16

### OM BOLAGET

Windon är en systemleverantör av hela solcellssystem, vilket innefattar ett helt system med allt som behövs för en komplett installation av en solcellsanläggning. Produktportföljen består av solcellspaneler, växelriktare och ett patenterat montagesystem. Affärsmodellen är B2B där försäljning av solcellsanläggningarna sker direkt till installatörer. Således agerar Windon som en ren producent snarare än en installatör, och då Bolaget outsourcar en stor del av produktionen medför det att organisationen kan behållas liten och effektiv vid en fortsatt uppskalning. Windon förvärvades i maj år 2023 av HODL SPAC Europe, vilka har varit noterade på Spotlight Stock Market sedan år 2022.

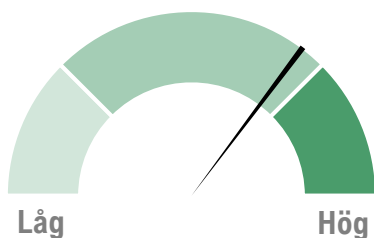
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Henrik Karstensen
Styrelseordförande	Johan Kjell

### ANALYTIKER

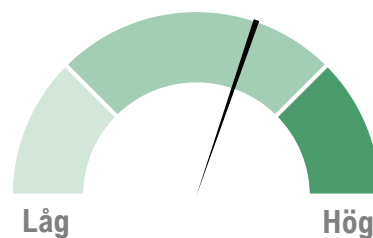
Namn	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706-554 551
E-mail	axel.ljunghammer@hotmail.com

### Värde drivare



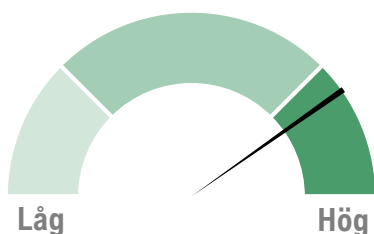
Windon har en tydlig tillväxtplan framgent, vilken bl.a. innefattar att addera nya produktsegment till Bolagets erbjudande. En sådan väntas bli batterilagring, vilket kan inkluderas i nuvarande erbjudande till befintliga kunder och på så sätt öka värdet per levererat system. Vidare verkar Windon på en marknad med fortsatt stark förväntad tillväxt med flera makrovindar i ryggen, vilket utgör en mer långsiktig värde drivare för Bolaget.

### Lönsamhet



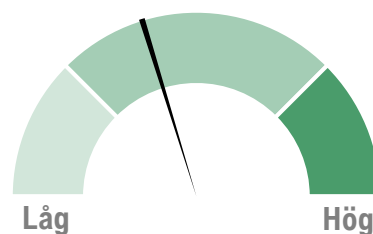
Windon har en stark historik av lönsamhet då Bolaget har uppvisat positivt rörelseresultat under varje år sedan år 2017. Under år 2022 uppgick EBIT-marginalen till 23 % efter ett kraftigt försäljningslyft, vilket påvisar en viss skalbarhet vid högre volymer. Däremot väntas konkurrensen öka, vilket medför en allmän prispress, samt en mindre avkyllning av marknaden jämfört med rekordåret år 2022, vilket förväntas pressa Bolagets marginaler något framgent.

### Ledning & Styrelse



Insynsägandet i Windon uppgår till 47,3 %, vilket ingjuter förtroende att skapa aktieägarvärde. Beträffande ledningen finns en gedigen erfarenhet från solcellsmarknaden, främst genom COO Christer Nilsson och VD Henrik Karstensen, vilka tillsammans har cirka 30 års erfarenhet från branschen. Vidare finns i styrelsen en god erfarenhet av bolagsbyggande, där bl.a. styrelseordförande Johan Kjell har arbetat med rådgivning och investeringar sedan år 2007.

### Risk



Kassan för Windon uppgick vid utgången av Q1-23 till 2,4 MSEK (proforma). Bolaget är lönsamma men däremot har det "kostat" mycket att växa i termer av rörelsekapital då växande kundfordringar påverkade kassaflödet negativt under tillväxåret 2022. Därmed blir det nu viktigt för Windon att konvertera kundfordringarna till likvida medel för att kunna fortsätta tillväxtresan utan ytterligare kapitalinjektioner.

Fortsatt stort utrymme för tillväxt för solenergi

## Flera makrotrender gynnar Windon

Världen står inför en stor omställning mot mer förnyelsebara energikällor, där solenergi förväntas spela en avgörande roll för att lyckas med detta. Flertalet internationella såväl som nationella avtal och mål har antagits för att driva omställningen, vilket har medfört att stater och organisationer har infört regleringar med avsikt att öka incitamenten för investeringar i solenergi. Samtidigt finns ett stort utrymme för solenergi att växa, speciellt på den svenska marknaden, vilken Windon adresserar, då endast cirka 1,9 % av den totala elproduktionen i landet härstammar från solceller, vilket kan jämföras med andra länder med liknande klimat som Danmark (7,3 %) och Nederländerna (15,9 %). Den globala marknaden för solcellssystem estimeras växa med 15,7 % årligen tills år 2030 för att då värderas till ca 596 mdUSD, där viktiga marknadsdrivare blir fortsatta politiska initiativ samt tekniska framsteg som ökar effekten och minskar kostnaden på solceller, där Windon kan kapitalisera på marknadstillväxten genom Bolagets solcellssystem.

## Tydlig tillväxtplan skapar förutsättningar för att kapitalisera på marknaden

Windons starka tillväxt under år 2022 samt Q1-23 är dels hänförlig till en stark tillväxt på marknaden till följd av en ökad avkastning på solceller givet stigande energipriser, dels ett ökat försäljningsfokus. Omställningen har medfört att Windons kundbas har ökat, vilket även är en del av tillväxtplanen framgent. Analyst Group ser goda möjligheter för Windon att fortsatt kunna addera fler installatörer, bl.a. givet den tidsbesparing som Bolagets montagesystem medför för kunderna. Vidare förväntas Windon kunna addera ytterligare produktsegment till erbjudandet, vilket bl.a. innefattar batterilagring, något som estimeras adderas under år 2024, vilket antas höja Windons intäkt per levererat system, tillika öka efterfrågan från slutkund på systemen. Windon kan också addera nya kundsegment genom att adressera företagsmarknaden, där allt fler fastighets- och industribolag idag investerar i solceller samt utveckla en fristående affär för montagesystemet för att addera ännu ett intäktsben. Sammantaget anser Analyst Group att Windon har en tydlig tillväxtplan för att fortsätta växa, vilket anses vara en viktig värde drivare framgent.

## En produktionsprocess med flera fördelar

Windon agerar själva som en producent av solcellssystemen till skillnad från flera av Bolagets konkurrenter vilka agerar som importörer av hela system, vilket ofta sker från Kina. Windon importerar kisel från Taiwan och tillverkar solpanelerna hos en OEM-tillverkare i Litauen, vilket skapar fördelar avseende social såväl som miljömässig hållbarhet, då arbetsförhållandena i Kina vid solpanelstillverkning är kritiserade, samtidigt som kol och olja ofta används vid tillverkningen. Montagesystemen tillverkas i Sverige, vilket, i kombination med solpanelstillverkningen i Litauen, medför att Windon har en god leveransförmåga samtidigt som många importörer har haft problem med långa ledtider. Det ska dock sägas att Windons växelriktare importeras från Kina. Slutligen använder Windon ett etsat glas på Bolagets solpaneler, vilket enligt egna mätningar medför en ökad kapacitet om ca 8 % jämfört med andra solpaneler. Just kapaciteten anses vara en viktig faktor då avkastningen för slutkunden är en viktig faktor vid val av solceller, vilken ökar vid högre kapacitet. Sammantaget förväntas Windons produktionsprocess medföra konkurrensfördelar som medför att Bolaget kan fortsätta växa starkt framgent.

8 % bättre effekt genom Windons solpaneler

## Prognos och värdering

Windon har förutsättningar för en fortsatt stark leveranstakt under år 2023, där Analyst Group estimerar en omsättning om 80 MSEK, drivet av fortsatt hög efterfrågan och addering av antalet installatörer till följd av de fördelar Bolagets produkter besitter. Windon estimeras därefter fortsätta växa omsättningen stabilt med en estimerad omsättning om 119 MSEK år 2026, motsvarande en årlig tillväxt om 28 % mellan åren 2022-2026, med en EBITDA-marginal om 16 % år 2026. Baserat på en omsättning om 80 MSEK år 2023, en applicerad multipel om EV/S 2x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 13,1 kr i ett Base scenario.

## Kassakonvertering blir viktigt framgent

Trots den starka tillväxten och en EBITDA-marginal uppgående till ca 24 % år 2022 uppvisade Windon ett kassaflöde från den löpande verksamheten om -0,8 MSEK till följd av ökade kundfordringar. Givet att kassan vid utgången av Q1-23 (proforma) uppgick till ca 2,4 MSEK ser Analyst Group det som viktigt att Windon kan förbättra kassakonverteringen framgent för att kunna finansiera framtida tillväxt med ett organiskt kassaflöde. Under Q1-23 gick en viss förbättring att skönja då kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till ca 1,6 MSEK, att jämföra med ett EBITDA-resultat om ca 5,1 MSEK. Vidare förväntas konkurrensen på marknaden öka i spåren av en stark marknadstillväxt år 2022 då många installatörer var överbokade och det var brist på solcellssystem. Windon förväntas dock kunna växa stabilt under prognosperioden till följd av nämnda konkurrensfördelar, om än med något sjunkande marginal.

Ökade kundfordringar binder kapital

## Windons solcells-system

### Solcellspaneler



Windons solcellspaneler är tillverkade i Europa med Kisel från Taiwan. Genom att använda ett etsat glas kan panelerna generera cirka 8 % bättre effekt samtidigt som mindre underhåll krävs.

Windon har en historia präglad av utveckling och försäljning av mindre vindkraftverk, främst till italienska kunder. År 2009 påbörjade grundaren Lennart Carlsen utvecklingen av det som idag är Windons solcells-verksamhet, vilken han tillsammans utvecklade med nuvarande COO, Christer Nilsson. I takt med att Bolaget monterade fler och fler solcellspaneler började Lennart utveckla ett montagesystem, vilket ledde fram till det patenterade montagesystem som idag ingår i Windons solcellssystem och som avsevärt förkortar installationstiden för installatörer. Därtill består Windons solcellssystem av solcellspaneler som tillverkas av OEM-tillverkare i Litauen och en växelriktare från Deye som är en ledande tillverkare. Under år 2022 anlätades nuvarande VD Henrik Karstensen och påbörjade ett mer aktivt arbete att rekrytera kunder, vilket ökade försäljningen väsentligt under året.

### Affärs- och intäktmodell

Windons affärsmodell är att leverera nämnda solcellssystem, vilket inkluderar allt material som behövs för en komplett installation för installatörerna, solcellspaneler, växelriktare och montagesystem. Försäljningen sker idag endast i Sverige främst till installatörer som i sin tur installerar systemen hos slutkund, vilket till största del utgörs av privatkunder, således är intäktmodellen B2B. En av tillväxtstrategierna framgent är att sälja Bolagets montagesystem separat till installatörer som säljer andra solcellspaneler, vilket skulle bidra med ytterligare ett intäktben till intäktmodellen framgent.

### Kostnadsdrivare

Den största kostnadsdrivaren i Windon är bruttokostnaderna, vilka utgör den största delen av kostnadsbasen och för solcellspanelerna består bruttokostnaderna av inköps- såväl som tillverkningskostnader. Bolagets kisel köps in från Taiwan och panelerna tillverkas sedan av en OEM-tillverkare i Litauen, vilket tillsammans bidrar med kostnaderna för panelerna. Windons växelriktare, vilka är av märket Deye, importeras som en färdig produkt, varpå kostnaden är en ren inköpskostnad för produkten. Beträffande montagesystemen så tillverkas de i Sverige och givet de fördelar som montagesystemet har genom en kortare installationstid, i kombination med att systemen innehåller mycket kringprodukter såsom skruvar m.m. med högre marginaler, antas montagesystemen bidra med en högre bruttomarginal. Genom att Windon inte utför någon egen tillverkning kan organisationen hållas liten och effektiv, vilket medför låga externa kostnader såväl som personalkostnader.

### Strategisk utsikt

Windon har implementerat en tillväxtstrategi för att kunna fortsätta växa under kommande år, vilken utgår från fyra punkter:

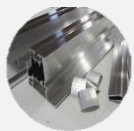
- **Addera nya återförsäljare.** Windon har goda möjligheter att fortsätta utveckla den befintliga affären genom att utöka nätverket av installatörer, både inom Sverige men också genom geografisk expansion till andra marknader. Bolagets tidsbesparande montagesystem och de hållbara såväl som effektiva solcellspanelerna antas vara faktorer som kan medföra att installatörer väljer Windons produkter.
- **Sälja montagesystem separat.** För att skapa ytterligare ett intäktben kan Windon sälja Bolagets patenterade montagesystem separat till installatörer som använder andra solcellspaneler. Givet tidsbesparingen som montagesystemen medför förväntas en god efterfrågan finnas.
- **Nya kundsegment.** Då slutkunderna till stor del idag består av privatpersoner, finns en stor potential i att även adressera företagskunder, vilket bl.a. kan innefatta fastighets- och industribolag som önskar installera solceller.
- **Nya produktsegment.** Genom att bredda erbjudandet med fler produkter inkluderade i systemet kan intäkten per sålt system öka. Ett exempel på en produkt som kan adderas är batterilagring, vilket möjliggör för kunden att lagra den energi som genereras från solcellerna för att användas vid ett senare tillfälle.

### Växelriktare



En växelriktare omvandlar den likström som solpanelerna producerar till växelström. Växelriktaren som ingår i Windons solcellssystem är av märket Deye och är bl.a. en av de mest sålda växelriktarna på den amerikanska marknaden.

### Montagesystem



Windons montagesystem, vilket är egenutvecklat och patenterat, är utformat för att underlätta installationen. Genom systemet kan installationstiden minska avsevärt, vilket sparar kostnader för installatören.

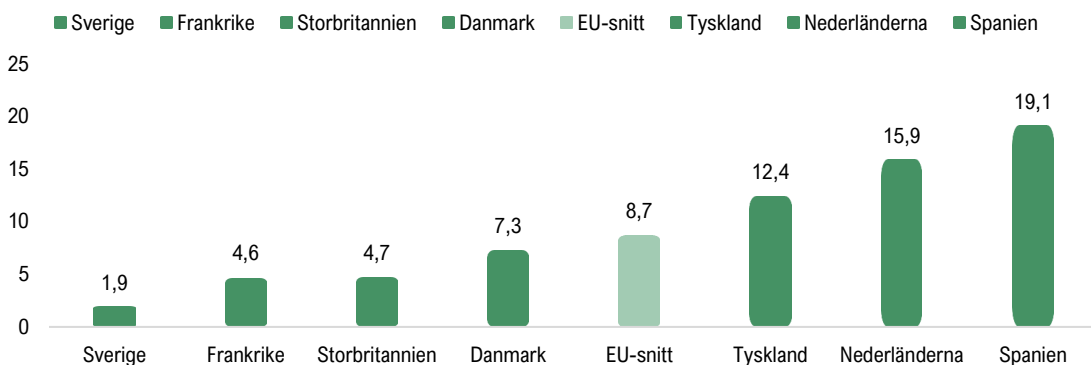
### Omställning mot förnybar energi driver marknaden

Omställningen till mer förnybar energi förväntas driva efterfrågan på förnyelsebara energikällor, såsom solceller, under kommande år bl.a. till följd av internationella såväl som nationella avtal och mål för att minska de globala utsläppen. Parisavtalet, vilket tecknades år 2015, syftar till att hålla nere den globala temperaturökningen och inom EU har klimatmål i form av European Green Deal och Climate Target Plan 2030 fastställts, vilket bl.a. innefattar en minskning av växthusgasutsläppen om minst 55 % jämfört med 1990 års nivåer. Beträffande Sverige så finns den svenska energiöverenskommelsen från år 2016, vilken stipulerar att Sverige ska ha 100 % förnybar elproduktion år 2040. Den totala produktionen av solenergi ökade med 75 % i Sverige under år 2022, men enligt International Energy Agency (IEA) kommer enbart cirka 1,9 % av den totala elproduktionen i landet från solceller, vilket kan jämföras med andra länder med liknande klimat som Danmark (7,3 %) och Nederländerna (15,9 %), något som förväntas öka framgent.

1,9 % av Sveriges elproduktion kommer från solenergi

#### Sverige har en låg andel elproduktion från solceller i jämförelse med andra länder i Europa.

Andel elproduktion från solceller i procent samt EU-snitt



Källa: International Energy Agency

En viktig del i att ställa om från användandet av fossila bränslen är en ökad elektrifiering i samhället och solenergi förväntas fortsätta vara en viktig del i omställningen under kommande år. För att nå de avtal och mål som är satta dels på global nivå, dels inom EU och Sverige, har stater och organisationer infört regleringar med avsikt att öka incitamenten för investeringar i solenergi. På den svenska marknaden finns exempelvis ett avdrag för grön teknik, vilket ger en skattereduktion om 20 % av kostnaden för arbete och material vid installation av ett nätanslutet solcellssystem. Därtill ges skattereduktion om 50 % av kostnaden för arbete och material vid installation av system för lagring av egenproducerad elenergi, vilket därmed kan bli aktuellt för Windon vid en potentiell inkludering av batterilagring i Bolagets erbjudande. Gällande EU så har unionen under år 2023 röstat fram en förordning som innebär att alla nya byggnader, med teknisk och ekonomisk förutsättning, ska vara utrustat med solceller från år 2028. Därtill gäller detsamma för bostadshus som genomgår en större renovering från år 2032, vilket sammantaget förväntas driva på efterfrågan på solceller långsiktigt, något som Windon kan kapitalisera på.

### Windons produktionsprocess skapar konkurrensfördelar

Windon importerar Bolagets kisel till solcellspanelerna från Taiwan, medan större delen av marknads solpaneler hos konkurrenter importeras från Kina, enligt IEA. Produktionsprocesser för solceller i Kina är kritiserat, dels då arbetsförhållandena anses dåliga, dels då både kol och olja används som energikälla under processen, vilket skapar frågetecken kring solceller som förnybar energikälla. Då som nämnt tidigare Windons kisel kommer från Taiwan, solcellspanelerna produceras i Litauen och montagesystemen tillverkas i Sverige, anses Bolaget ha en konkurrensfördel avseende hållbarhet i produktionsprocessen. Vidare har Windon genom att vara producenter snarare än rena importörer en bättre kontroll över produktionen och därmed en bättre leveransförmåga än övriga aktörer på marknaden, vilka har haft problem med långa ledtider speciellt under de senaste åren. Slutligen har Windons solcellspaneler ett s.k. etsat glas, vilket medför att en större del av solenergin kan nå kiset och därmed ökar effekten från panelerna med ca 8 % jämfört med *coating*, vilket merparten av övriga marknads aktörer använder. Panelerna har dessutom en självrengörande funktion, vilket underlättar för slutkunden genom ett minskat underhållsbehov samt bibehållen hög prestanda under en längre tid.

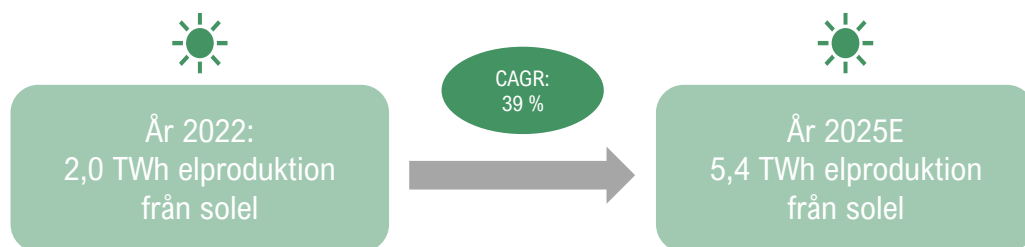
Kortare ledtider till följd av europeisk produktion

### Marknaden för solenergi förväntas växa starkt

Energimyndigheten förutspår att energiproduktionen i Sverige från sol ska öka från 2,0 TWh år 2022 till 5,4 TWh år 2025, vilket motsvarar en årlig ökning om 39 %. En av de huvudsakliga faktorerna för tillväxt på marknaden förväntas vara fortsatta tekniska framsteg, vilka medför en bättre effekt på, samt en lägre kostnad för, solceller. Genom bättre effekt och lägre kostnad ökar avkastningen för den som investerar i solceller, vilket ökar incitamenten och därmed efterfrågan på en investering.

**Energimyndigheten estimerar att energiproduktionen från sol kommer växa 40 % årligen tills år 2025.**

Estimerad tillväxt energiproduktion från sol



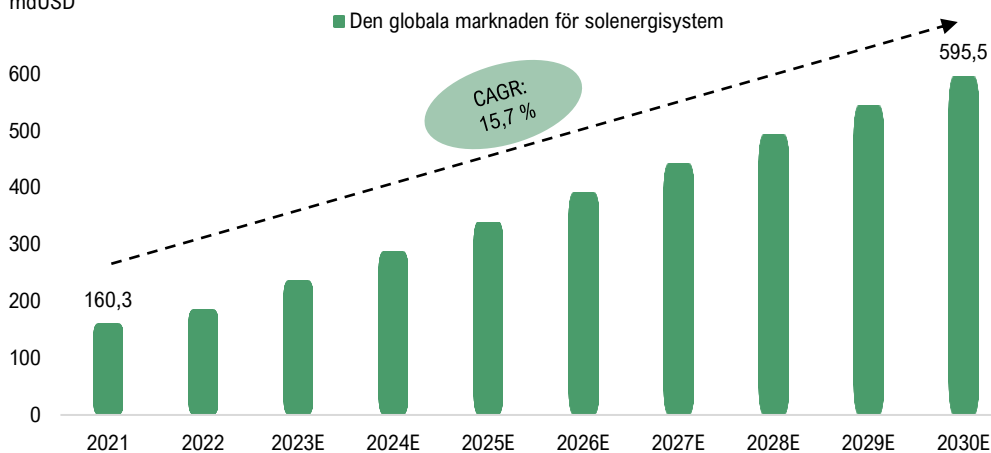
Källa: Energimyndigheten

Politiska initiativ och tekniska framsteg skapar tillväxt

Vidare förväntas politiska initiativ, likt det från EU under år 2023 avseende solceller på alla nya byggnader från år 2028, fortsätta driva efterfrågan. Sett till den globala marknaden för solceller uppgick den totala kapaciteten till ca 1 000 TWh år 2021 och enligt IEA:s Net Zero Scenario, vilket utgår från de åtgärder som anses vara nödvändiga för att nå nettonollutsläpp år 2050 globalt, anses kapaciteten behöva uppgå till ca 7 400 TWh år 2030, vilket skulle motsvara en tillväxt om 25 % årligen (CAGR). IEA anser dock att mer investeringar krävs för att nå målet, där viktiga faktorer blir fortsatta politiska initiativ, likt EU-förordningen under år 2023 avseende solceller på alla nya byggnader från år 2028, och fortsatta tekniska framsteg för att förbättra kapaciteten per panel. Grand View Research värderar den globala marknaden för solenergisystem till ca 160 mdUSD år 2021 och estimerar en tillväxt om 15,7 % årligen (CAGR) för att då värderas till ca 596 mdUSD. Winton förväntas kunna kapitalisera på marknadstillväxten genom en ökad efterfrågan på Bolagets konkurrenskraftiga solcellssystem framgent.

**Den globala marknaden för solenergisystem väntas växa med en CAGR om 15,7 %.**

Den globala marknaden för solenergisystem mdUSD



Källa: Grand View Research



## Omsättningsprognos 2023-2026

Windon har historiskt drivits som ett familjeföretag med mindre fokus på försäljning. År 2022 anställdes Henrik Karstensen som VD med erfarenhet från såväl solcellsbranschen som försäljningsarbete, varpå en kraftig omsättningstillväxt om 316 % uppvisades då omsättningen uppgick till ca 45 MSEK. Under Q1-23 fortsatte omsättningen växa starkt för att då uppgå till ca 24,6 MSEK, vilket således överstiger hälften av 2022 års totala omsättning, varför Windon anses ha fortsatt starkt momentum gällande omsättningstillväxt. Detta anses vara hänförligt till ett förbättrat försäljningsfokus i kombination med en stark tillväxt på solcellsmarknaden år 2022, vilket drevs på av höga energipriser.

Windons intäktsmodell innebär försäljning av hela solcellssystem, vilket inkluderar solpaneler, växelriktare och montagesystem, till installatörer. Våra finansiella estimat utgår därför från antal sålda system där Windon i framtiden förväntas lansera nya produktsegment, vilket exempelvis kan inkludera batterilagring, något som då antas ingå i systemen och höja intäkten per sålt solcellssystem. Dessutom kan slutkunder vid installation av system för lagring av egenproducerad elenergi, exempelvis batterilagring, erhålla skattereduktion om 50 % av kostnaden för arbete och material, vilket väntas stärka efterfrågan ytterligare på Windons solcellssystem då batterilagring inkluderas i systemet.

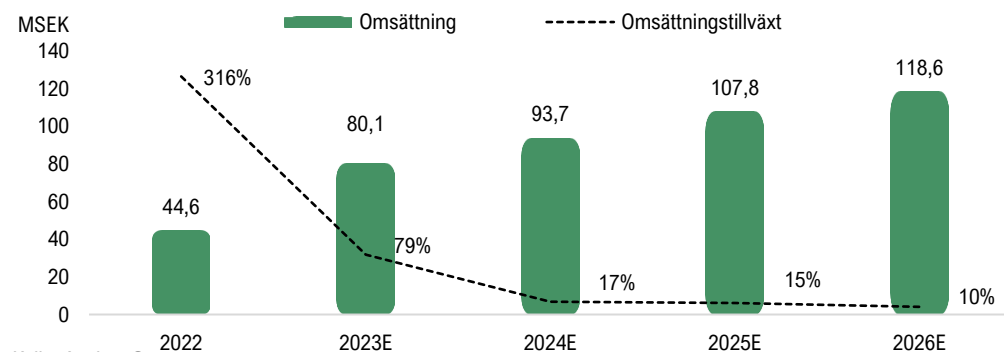
Skattereduktion  
om 50 % på  
batterilagring

Vidare väntas den organiska tillväxten drivas av att Windon kan addera nya återförsäljare och därmed antalet installatörer vilka använder Bolagets system. Tillväxten väntas bl.a. vara hänförlig till de fördelar som Windons montagesystem besitter, vilket främst innebär att en snabbare installation kan genomföras och att stora tidsbesparingar därmed kan göras gentemot andra system. Dessutom förväntas Windon börja sälja montagesystemen separat till de installatörer som använder andra solpaneler och växelriktare än Windons, vilket bidrar med ytterligare ett intäktsben. Historiskt har Windon främst levererat till installatörer vilka riktar sig mot privatkunder men framgent förväntas Bolaget öka fokuset mot att även sälja till installatörer och grossister med företag som slutkunder. Utöver tillväxten på privatmarknaden finns också en ökad efterfrågan på solceller genom fler byggnationer av solcellsparkar samt en ökad investeringsvilja i solceller inom fastighets- och industrisektorn, givet den förbättrade avkastningen som nu finns på solceller. Genom att adressera även företagsmarknaden förväntas Windon, givet de fördelar som Bolagets produkter besitter, kunna vinna marknadsandelar på marknaden för solceller, vilken visar på stark tillväxt.

I spåren av år 2022, vilket var ett rekordår både för solceller i allmänhet och Windon i synnerhet, har Bolaget inlett även år 2023 starkt. En fortsatt stark tillväxt förväntas under resterande del av år 2023 till följd av ett fortsatt ökat försäljningsfokus, vilket, givet de fördelar som Windons produkter besitter främst avseende den tidsbesparing som möjliggörs med Bolagets montagesystem, estimeras medföra en omsättningstillväxt om 79 %, motsvarande en omsättning om 80,1 MSEK för helåret 2023. Under år 2024 förväntas Windon lansera batterilagring till Bolagets system, vilket stärker och utökar erbjudandet och estimeras bidra till ytterligare tillväxt. Samtidigt väntas en ökad konkurrens på marknaden till följd av de positiva utsikterna på solcellsmarknaden, vilket förväntas minska tillväxten jämfört med föregående år, varpå en omsättningstillväxt om 17 % estimeras, vilket medför en omsättning om 93,7 MSEK år 2024. Under resterande del av prognosperioden förväntas en fortsatt ökande konkurrens, vilket håller tillbaka tillväxten något, däremot väntas den höga kvaliteten på Windons produkter och de konkurrensfördelar som Bolaget besitter, bl.a. det etsade glaset i solpanelerna och det tidsbesparande montagesystemet, bidra till en fortsatt stabil tillväxt. Under år 2025 estimeras en tillväxt om 15 % följt av 10 % år 2026, varpå omsättningen förväntas uppgå till 118,6 MSEK vid slutet av prognosperioden.

**Omsättningen estimeras växa i en avtagande takt under prognosperioden, om än i en stabil takt.**

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt



Källa: Analyst Groups prognoser

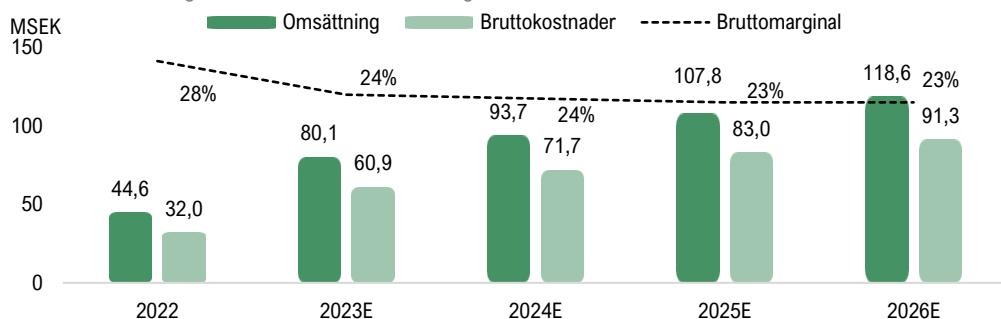
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

### Bruttokostnader 2023-2026

Winda's bruttokostnader är hänförliga till de produkter som ingår i Bolagets solcellssystem, solcellspaneler, växelriktare och montagesystem. Gällande solcellspanelerna så produceras dessa av en OEM-tillverkare i Litauen och kisel köps in från Taiwan, vilket är en skillnad mot en stor del av övriga branschen som importerar kisel från Kina, vilket väntas medföra konkurrensfördelar genom att inneha en mer etisk produkt, samtidigt som det medför en något lägre bruttomarginal. I takt med att konkurrensen väntas öka framgent medför det en prispress och därmed något lägre bruttomarginal, samtidigt antas montage-systemen ha en högre bruttomarginal och i takt med att dessa börjar säljas separat estimeras det ha en motverkande effekt. Således estimeras en stabil, om än något sjunkande, bruttomarginal under prognosperioden, vilken uppgår till 24 % år 2023 för att sedan sjunka till 23 % år 2026.

**Bruttomarginalen väntas vara stabil under prognosperioden, om än något sjunkande.**

Estimerad omsättning bruttokostnader och bruttomarginal



Källa: Analyst Groups prognoser

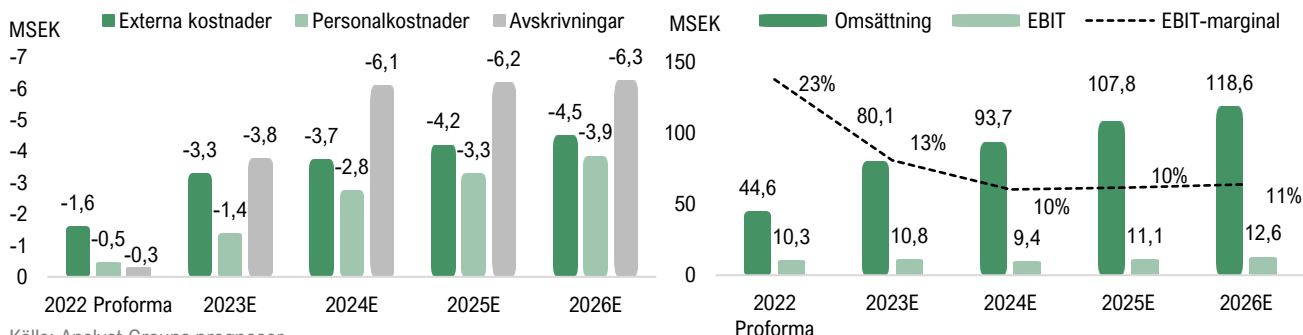
### Rörelsekostnader 2023-2026

De externa kostnaderna har historiskt primärt bestått av konsultkostnader då tidigare VD och grundaren Lennart Carlsen varit ensam anställd i Bolaget. Detta kommer nu förändras då Lennart övergår till att arbeta för Winda på konsultbasis, samtidigt som nyckelpersoner som tidigare arbetat i Bolaget som konsulter, exempelvis VD Henrik Karstensen och COO Christer Nilsson, nu blir anställda, vilket totalt sett väntas minska de externa kostnaderna. Samtidigt estimeras exempelvis noteringskostnader tillkomma i samband med noteringen samt att andra kostnader, exempelvis lokalkostnader, estimeras öka i samband med att verksamheten skalas upp. Däremot estimeras kostnaderna öka i en långsammare takt än omsättningen under prognosperioden. Avseende personalkostnader så har dessa historiskt som tidigare nämnt varit låga, men förväntas växa under år 2023 genom att tidigare konsulter nu anställs i Bolaget, samt att en person till inom försäljning anställs under året. I takt med att Winda under prognosperioden förväntas växa antas Bolaget behöva stärka personalen ytterligare inom försäljning men även lagerpersonal, vilket även förväntas drivas på av att nya produktsegment, såsom batterilagring, lanseras. Winda estimeras växa antalet anställda från en (1) år 2022 till sju år 2026, vilket medför att vi estimerar att personalkostnaderna ökar från 0,5 MSEK år 2022 till 3,9 MSEK år 2026. Avseende avskrivningar så väntas dessa till stor del vara hänförliga till goodwill under prognosperioden, därtill mindre avskrivningar på inventarier.

Minskade rörelsekostnader i förhållande till omsättningen

**EBIT-marginal förväntas sjunka under prognosperioden, främst till följd av ökade goodwill-avskrivningar.**

Finansiella prognoser, 2023E-2027E



Källa: Analyst Groups prognoser



För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen, där bolag både inom solenergi såväl som laddningsinfrastruktur, vilka rider på elektrifieringsvågen likt Winton, har inkluderats. Anledningen till att bolag inom laddningsinfrastruktur har inkluderats är att dessa anses ha en liknande affärsmodell som Winton i termer av att bolagen agerar producenter snarare än installatörer samt att en stabil lönsamhet har uppnåtts. Likväl har även bolag inom solenergi inkluderats, då de verkar på samma marknad som Winton med en liknande förväntad tillväxt. Sammantaget, även om produkt och industri till viss del skiljer sig mellan peer-bolagen och Winton, så finns likheter avseende affärsmodell, tillväxt, adresserbar marknad och lönsamhet.

Peers i siffror (senast rapporterat)



**Sun4Energy** designar, installerar och driftsätter solcellsanläggningar och elbilsaddare för privatpersoner, företag och kommuner. Bolaget sköter samtliga affärsmoment såsom design, sälj, installation, montering och driftsättning med interna resurser. Sun4Energy verkar inom samma bransch som Winton och adresserar därmed samma marknad med liknande förväntad tillväxt, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

266 %

Omsättningstillväxt

4 %

EBITDA-marginal



**Energieias** affärsverksamhet är inriktad mot produktion och distribution av förnybar energi via solkraftverk. Bolaget utvecklar, driver och äger dessa solkraftverk och därtill säljer och installerar Energieia energiutrustning och system för detta. Energieia adresserar precis som Winton solenergimarknaden samt är en producent av produkter inom solenergi snarare än att vara installatör, något som medför likheter i affärsmodellen, varför Energieia anses vara ett peer-bolag.

193 %

Omsättningstillväxt

7 %

EBITDA-marginal



**CTEK** erbjuder lösningar inom batteriladdningsinfrastruktur, vilket bl.a. innefattar elfordonsladdare och tillbehör för elfordonsladdning. Kunderna består utav fordonstillverkare, fordonsverkstäder, distributörer, återförsäljare, parkeringsplatser, laddoperatörer, fastighetsägare och privatpersoner. CTEK är lönsamma på EBITDA-nivå, är en producent med liknande affärsmodell och rider likt Winton på elektrifieringsvågen, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

4 %

Omsättningstillväxt

9 %

EBITDA-marginal



**Garo** utvecklar produkter och tillhörande system inom elinstallation. Bolaget erbjuder produkter som mätarskåp, eluttag för bilparkering, CEE-uttag, ställverk, samt tillhörande eftermarknadsservice. Största verksamhet återfinns inom den nordiska marknaden där kunderna består av elgrossister, men även utav slutkunder såsom elinstallatörer, OEM-tillverkare och industribolag. Garo agerar precis som Winton producent, varför affärsmodellerna liknar varandra, samt rider på elektrifieringsvågen precis som Winton. Dessutom är Garo, likt Winton, lönsamma, varför Garo sammantaget anses vara ett peer-bolag.

-1 %

Omsättningstillväxt

10 %

EBITDA-marginal



**Zaptec** är verksamma inom fordonsindustrin och är specialiserade inom teknisk utveckling av laddningsstationer för eldrivna fordon, vilka används av privat- såväl som företagskunder. Försäljningen sker främst via återförsäljare och distributionspartners på den nordiska marknaden. Bolaget utvecklar nämnda laddningssystem själva och är därmed precis som Winton en producent med en liknande affärsmodell som dessutom rider på elektrifieringsvågen likt Winton, varför Zaptec anses utgöra ett peer-bolag.

64 %

Omsättningstillväxt

1 %

EBITDA-marginal



**Soltech** är en helhetsleverantör av energi- och solcellslösningar, vilket innebär att bolaget både utvecklar, säljer och installerar solenergilösningar för både företag och privatpersoner. Bolaget har en förvärvsstrategi vilken innebär att Soltech förvärvar bolag inom sol- tak- elteknik- och fasadbranschen. Soltech adresserar likt Winton solcellsmarknaden med en liknande förväntad tillväxt, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

118 %

Omsättningstillväxt

-9 %

EBITDA-marginal

## Värdering: Base scenario

För att ge perspektiv till hur Windon står sig mot peer-gruppen, redogörs samtliga bolagens multiplar, storlek, lönsamhet, tillväxt och kapitalstruktur i tabellen nedan.

Nyckeltal (LTM)	Sun4Energy	Energeia	CTEK	Garö	Zaptec	Soltech	Medelvärde	Median	Windon
P/S	0,3	2,9	1,6	2,4	3,4	0,6	1,9	2,0	1,9
EV/S	0,3	3,8	1,9	2,5	3,2	0,6	2,0	2,2	1,8
EV/EBITDA	7,5	57,6	20,9	22,4	399,7	-11,4	82,8	21,7	7,6
EV/EBIT	10,9	-960,9	149,2	29,7	-167,0	-5,6	-157,3	2,6	7,9
Börsvärde	66	206	1 497	3 300	3 081	1 434	1 598	1 466	83
Omsättning	226	71	959	1379	907	2318	977	933	45
Bruttomarginal	37%	80%	49%	46%	40%	30%	47%	43%	28%
EBITDA-marginal	4%	7%	9%	10%	1%	-9%	3%	5%	24%
Omsättningstillväxt Y-Y	266%	193%	4%	-1%	64%	57% <sup>1</sup>	97%	60%	316%
EBITDA-tillväxt Y-Y	-116%	85%	-21%	-43%	-90%	-143%	-55%	-66%	989%
Soliditet	35%	58%	53%	51%	72%	46%	52%	52%	78%
Skuldsättningsgrad	1,9	0,7	0,9	1,0	0,4	1,2	1,0	0,9	0,3
Kapitalomsättningshastighet	2,4	0,3	0,5	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	1,9

<sup>1</sup>Organisk tillväxt enligt Analyst Groups beräkningar

Då några av jämförelsebolagen inte är lönsamma på EBITDA-nivå, alternativt just har blivit lönsamma och således har låga marginaler, utgår värderingen från en EV/S-multipel, vilken appliceras på år 2023 års estimerade omsättning. Sett till värderingen LTM så värderas peer-gruppen till EV/S 2,2x men det finns skillnader mellan Windon och jämförelsebolagen som bör tas i beaktning. Windon är ett mindre bolag än jämförelsegruppen både avseende börsvärde och omsättning, vilket medför ett högre avkastningskrav varför en värderingsrabatt appliceras. Beträffande tillväxten så uppvisar Windon dock en starkare tillväxt än jämförelsebolagen i genomsnitt, samtidigt som det går att observera stora skillnader peer-bolagen emellan avseende vilken bransch de befinner sig i. De bolag som verkar inom solenergi uppvisar en stark tillväxt medan bolagen inom el- och laddningsinfrastruktur uppvisade en mer medioker tillväxt i genomsnitt under det senaste året, vilket dels är hänförligt till att solenergimarknaden växte kraftigt under år 2022 till följd av ökade energipriser. Således är det rimligt att anta en något lägre tillväxt för dessa bolag framgent, vilket också speglar sig i dessa bolags värdering i termer av EV/S-multipel som generellt är lägre än övriga jämförelsebolag. Därmed är det inte givet att Windon ska belönas med en värderingspremie för den starka tillväxten då en inbromsning på marknaden kan medföra en avtagande tillväxttakt. Samtidigt har Bolaget inlett år 2023 starkt med en god omsättningstillväxt, varför en premie ändå anses vara befogad.

Vidare uppvisar Windon en lägre bruttomarginal än jämförelsebolagen, vilket indikerar en lägre lönsamhetspotential, däremot uppvisar Bolaget en starkare EBITDA-marginal, vilket motiverar en premievärdering, trots att EBITDA-marginalen estimeras sjunka från 24 % år 2022 till 16 % år 2026. Slutligen har Windon en starkare soliditet och en lägre skuldsättningsgrad än peer-gruppen, vilket indikerar en lägre risk avseende kapitalstrukturen.

Mot bakgrund av ovan resonemang anser Analyst Group att Windon bör värderas till en EV/S-multipel som är något lägre än peer-gruppen, varför en EV/S-multipel om 2x har applicerats. Detta ger, givet 2023 års estimerade nettoomsättning om 80 MSEK, ett Enterprise Value om ca 157 MSEK. Utifrån tillägget av Windons nettokassa motsvarar det ett potentiellt värde per aktie om 13,1 kr i ett Base scenario.

**13,1 kr**  
Base scenario

## Kompletterande DCF-värdering

För att ge ytterligare bäring till värderingen, och som stöd till relativvärderingen, har Windon även värderats genom en DCF-värdering. DCF-modellen indikerar ett potentiellt nuvärde per aktie om 12,6 kr, vilket därmed är i nära linje med relativvärderingen. Även om DCF-värderingen inte indikerar exakt samma värde som relativvärderingen, ser vi den ändå som ett relevant stöd. Vår kompletta DCF-modell återfinns i appendix på s. 14.

### Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Winton kunna växa omsättningen i en än snabbare takt jämfört med ett Base scenario. Marknaden för solcellsinstallationer är fortsatt stark under år 2023 till följd av en förbättrad avkastning på solceller givet fortsatt höga energipriser. Dessutom estimeras Winton addera batterilagring till Bolagets erbjudande redan under år 2023, vilket ökar intäkten per installerat system samt förväntas öka efterfrågan på Windons system ytterligare. Vidare under prognosperioden förväntas Windons montage-system, vilket sparar installatörerna mycket tid, bli allt mer populärt bland kunder, vilket bidrar till att fler vill använda Windons system, samtidigt som montagesystemen förväntas säljas separat och bidra med ytterligare ett intäktsben. I ett Bull scenario förväntas även en expansion till nya geografiska marknader, vilket först väntas ske i Norden under år 2025. I ett Bull scenario estimeras omsättningen växa från 45 MSEK år 2022 till 145 MSEK år 2026, motsvarande en CAGR om 34 %.

I ett Bull scenario estimeras en något högre bruttomarginal, uppgående till 26 % år 2023 för att sedan sjunka till 25 % år 2026, hänförligt till att de konkurrensfördelar som Winton har medför att Bolaget kan hålla en något högre prissättning. Dessa konkurrensfördelar innefattar ett tidsbesparande montagesystem, en närliggande och pålitlig produktion i Baltikum och Sverige samt att ett etsat glas används i solcellspanelerna, vilket medför en bättre effekt. En högre tillväxt och en starkare bruttomarginal medför även en stark EBITDA-marginal, då organisationen antas kunna hållas liten och effektiv även vid en större uppskalning. EBITDA-marginalen estimeras till 20 % år 2023 för att sedan sjunka något till 18 % år 2026, hänförligt till en ökad konkurrens.

Baserat på en omsättning om 89 MSEK år 2023 samt en applicerad målmultipel om EV/S 2,2x, således högre än i ett Base scenario (2x) till följd av högre förväntad tillväxt samt marginaler, härleds ett potentiellt värde per aktie om 16,4 kr i ett Bull scenario.

**16,4 kr**  
 Bull scenario

### Bear scenario

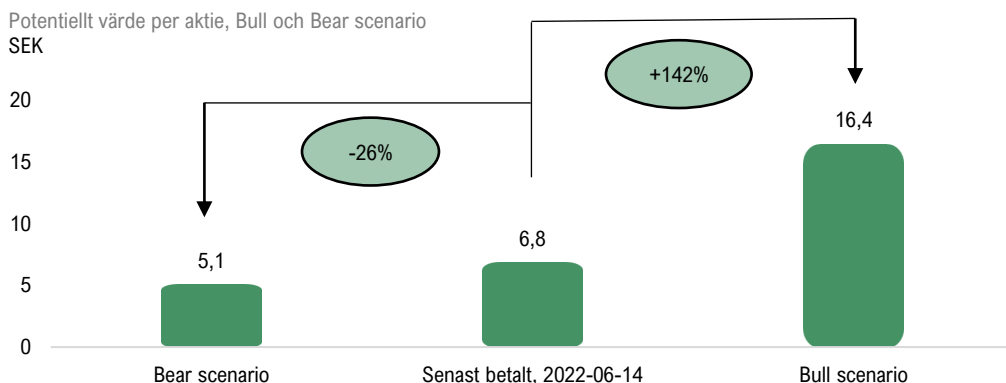
I ett Bear scenario estimeras en fortsatt god tillväxt under år 2023 till följd av fler adderade installatörer som kunder, vilket medför en omsättningstillväxt om 51 % för att totalt uppgå till 67,5 MSEK. Från år 2024 förväntas konkurrensen öka till följd av den heta solcellsmarknaden under år 2022, samtidigt som den förväntade avkastningen på att installera solceller sjunker genom lägre energipriser vilket i kombination med en allmänt försämrad konjunktur medför en lägre efterfrågan från främst privatpersoner att investera i solceller. Givet detta estimeras omsättningen i ett Bear scenario öka från 45 MSEK år 2022 till 79 MSEK år 2026, motsvarande en CAGR om 15 %, där merparten av tillväxten sker under år 2023.

Till följd av en ökad konkurrens estimeras en lägre bruttomarginal då Winton tvingas pressa priserna på Bolagets produkter. Avseende rörelsekostnaderna antas dessa kunna hållas relativt konstanta i förhållande till omsättningen men givet den lägre bruttomarginalen medför det även en lägre EBITDA-marginal än i ett Base scenario. I ett Bear scenario estimeras EBITDA-marginalen sjunka från 24 % år 2022 till 13 % år 2026.

Baserat på en omsättning om 68 MSEK år 2023 samt en applicerad målmultipel om EV/S 0,9x, således lägre än i ett Base scenario (2x) till följd av lägre förväntad tillväxt samt marginaler, härleds ett potentiellt värde per aktie om 5,1 kr i ett Bear scenario.

**5,1 kr**  
 Bear scenario

#### Illustration av potentiell värdering i ett Bull respektive Bear scenario.

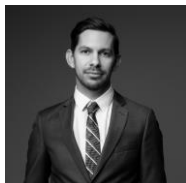


Källa: Analyst Groups värdering



### Henrik Karstensen, VD

Henrik har varit VD sedan år 2022 och har över åtta års erfarenhet från solcellsbranschen från hela processen från sälj till installation. Henrik är grundare av svensk takenergi, vilka har installerat ca 1 000 solcellssystem i Sverige, samtliga med Windons produkter, varför Henrik anses ha haft en god kännedom om produkterna även innan han tillträdde som VD. Tidigare erfarenheter innefattar även sales manager på Inwido. *Henrik innehar 1 474 615 aktier (12,1 %).*



### Sebastian Hjorth, CFO

Sebastian är konsult inom ekonomi och ekonomistyrning och arbetar som CFO på Wicon på konsultbasis genom sin egna konsultbyrå Ace of Spades. Han har sedan år 2005 arbetat med redovisningsfrågor, controlling och finansiell styrning. *Sebastian innehar inga aktier.*



### Christer Nilsson, COO

Christer har över 20 års erfarenhet i solcellsbranschen där han främst har arbetat med process, material och tillverkning av paneler. Tidigare erfarenheter innefattar produktionschef på REC ScanModule med cirka 250 medarbetare. *Christer innehar 1 474 616 aktier (12,1 %).*



### Johan Kjell, Styrelseordförande

Johan har sedan år 2007 arbetat med rådgivning och investeringar och har tidigare varit Head of M&A på IF Skadeförsäkringar och utöver förvärv arbetade han då även med skuldfinansiering (Debt Capital Markets) och etablering på nya marknader. Tidigare erfarenheter inkluderar därutöver arbete på Alfred Berg ABN AMRO med företagsfinansiering, M&A och börsintroduktioner. Johan har en magisterexamen i företagsekonomi från Ekonomihögskolan i Lund. *Johan innehar 1 093 667 aktier (9,0 %).*



### Michaela Berglund, Styrelseledamot

Michaela har en bakgrund som aktiv investerare, styrelseledamot och företagsledare med en lång erfarenhet från olika industrier och marknader. Hon är bl.a. VD för Feminvest och har tidigare haft ledande positioner inom kommunikation och IR för flertalet företag i tillväxtfas. *Michaela innehar 130 000 aktier (1,1 %).*



### Vahid Toosi, Styrelseledamot

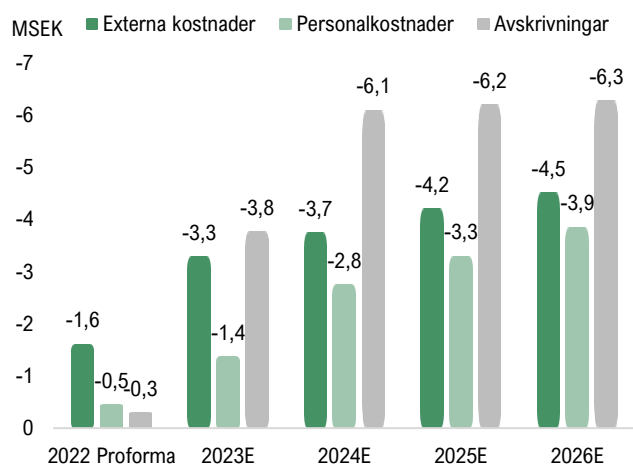
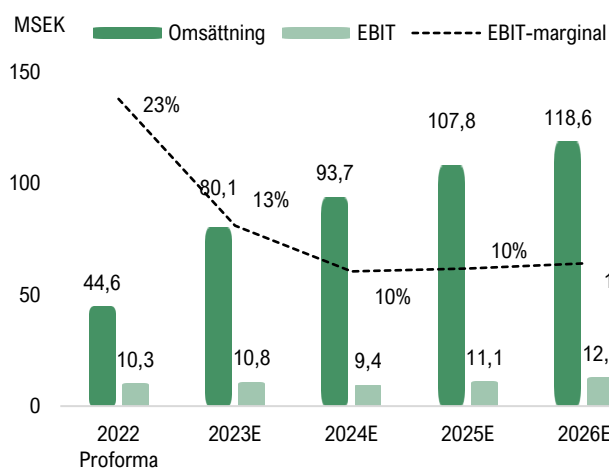
Vahid har startat ett flertal bolag sedan år 2004, vilket inkluderar obemannade butiker, trådlösa hörlurar och energidryck för kvinnor. Han har även utfört studier vid Handelshögskolan i Stockholm. *Vahid innehar 1 073 667 aktier (8,8 %).*



### Christoffer De Geer, Styrelseledamot

Christoffer driver Blackriver Energy AB, ett energibolag fokuserat på effektiv produktion och användning av grön energi. Vidare innehar han flera års erfarenhet inom blockchainindustrin och sitter som styrelseledamot i bl.a. Various Ventures AB och Vingåker Kraft AB. *Christoffer innehar 300 000 aktier (2,5 %).*

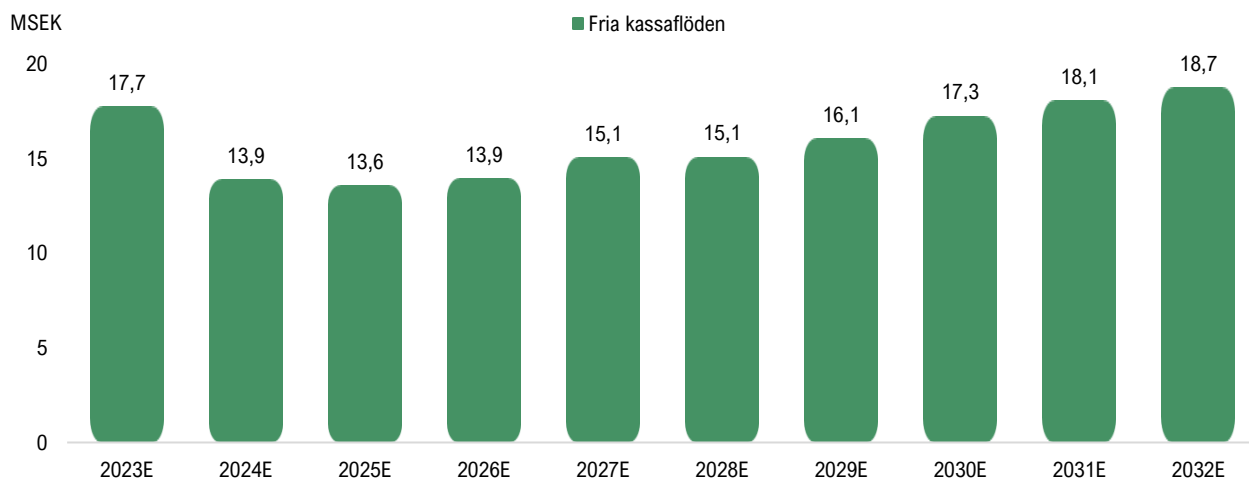
Base scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	80,1	93,7	107,8	118,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>44,6</b>	<b>80,1</b>	<b>93,7</b>	<b>107,8</b>	<b>118,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-60,9	-71,7	-83,0	-91,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>19,2</b>	<b>22,0</b>	<b>24,8</b>	<b>27,3</b>
Bruttomarginal	28%	24%	24%	23%	23%
Övriga externa kostnader	-1,6	-3,3	-3,7	-4,2	-4,5
Personalkostnader	-0,5	-1,4	-2,8	-3,3	-3,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>14,6</b>	<b>15,5</b>	<b>17,3</b>	<b>18,9</b>
EBITDA-marginal	24%	18%	17%	16%	16%
Avskrivningar	-0,3	-3,8	-6,1	-6,2	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>11,1</b>	<b>12,6</b>
EBIT-marginal	23%	13%	10%	10%	11%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>10,2</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>11,1</b>	<b>12,6</b>
Skatt	-2,3	-2,3	-2,0	-2,4	-2,7
<b>Nettoresultat</b>	<b>8,0</b>	<b>8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>
Nettomarginal	18%	11%	8%	8%	8%



DCF - Base scenario (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminal Value
<b>EBIT</b>	<b>10,8</b>	<b>9,4</b>	<b>11,1</b>	<b>12,6</b>	<b>13,6</b>	<b>18,7</b>	<b>22,2</b>	<b>23,2</b>	<b>24,0</b>	<b>24,5</b>	<b>24,8</b>
Skatt	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
<b>EBIT (1-skatt)</b>	<b>8,5</b>	<b>7,4</b>	<b>8,7</b>	<b>9,9</b>	<b>10,7</b>	<b>14,7</b>	<b>17,4</b>	<b>18,2</b>	<b>18,8</b>	<b>19,3</b>	<b>19,5</b>
+ Avskrivningar	3,8	6,1	6,2	6,3	6,2	2,6	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3
- Capex	-0,5	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3
Förändringar i rörelsekapital	6,0	1,1	-0,7	-1,8	-1,5	-1,5	-1,4	-1,0	-0,7	-0,5	0,5
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>17,7</b>	<b>13,9</b>	<b>13,6</b>	<b>13,9</b>	<b>15,1</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>	<b>17,3</b>	<b>18,1</b>	<b>18,7</b>	<b>20,0</b>
WACC	12,4%										
Diskonteringsperiod	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	10
Diskonteringsfaktor	0,92	0,82	0,73	0,65	0,57	0,51	0,46	0,41	0,36	0,32	0,32
<b>DCF - Värdet av diskonterade kassaflöden</b>	<b>16,3</b>	<b>11,3</b>	<b>9,9</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>6,0</b>	<b>61,8</b>

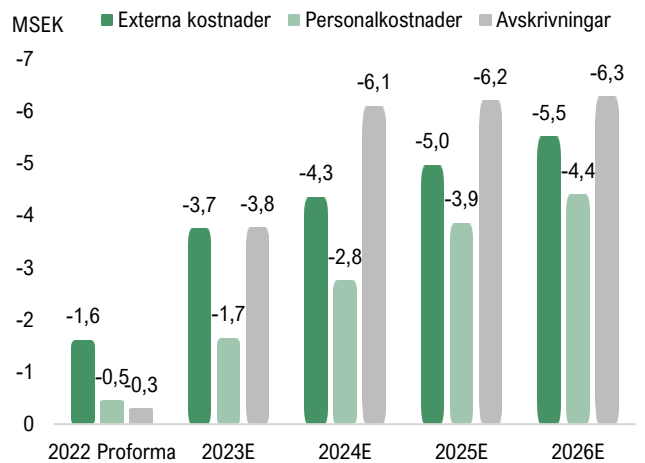
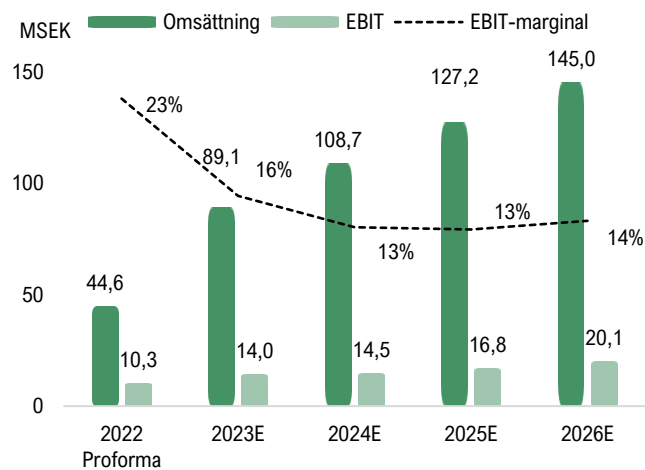
## DCF-värdering

WACC	12,4%
Nuvärde fria kassaflöden	89 672 673
Terminalvärde	61 774 598
<b>Enterprise Value</b>	<b>151 447 271</b>
Nettoskuld	-2 156 000
<b>Börsvärde</b>	<b>153 603 271</b>
Antal aktier	12 160 000
<b>Värde per aktie</b>	<b>12,6</b>

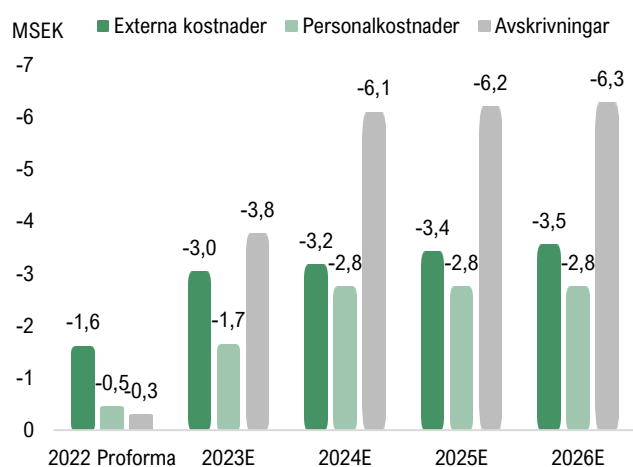
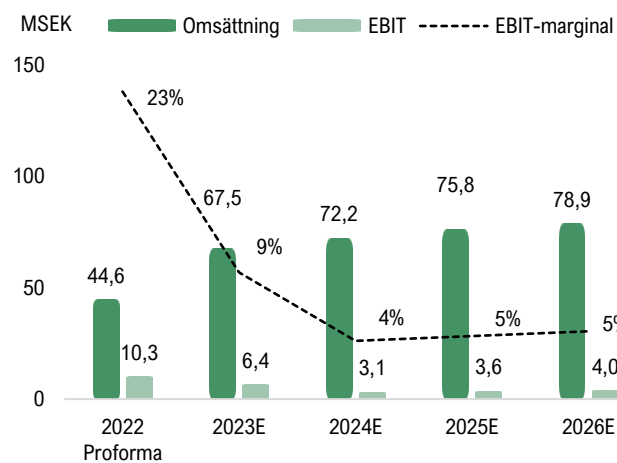




Bull scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	89,1	108,7	127,2	145,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>44,6</b>	<b>89,1</b>	<b>108,7</b>	<b>127,2</b>	<b>145,0</b>
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-65,9	-81,0	-95,4	-108,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>23,2</b>	<b>27,7</b>	<b>31,8</b>	<b>36,2</b>
Bruttomarginal	28%	26%	26%	25%	25%
Övriga externa kostnader	-1,6	-3,7	-4,3	-5,0	-5,5
Personalkostnader	-0,5	-1,7	-2,8	-3,9	-4,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>17,8</b>	<b>20,6</b>	<b>23,0</b>	<b>26,3</b>
EBITDA-marginal	24%	20%	19%	18%	18%
Avskrivningar	-0,3	-3,8	-6,1	-6,2	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>14,0</b>	<b>14,5</b>	<b>16,8</b>	<b>20,1</b>
EBIT-marginal	23%	16%	13%	13%	14%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>10,2</b>	<b>14,0</b>	<b>14,5</b>	<b>16,8</b>	<b>20,0</b>
Skatt	-2,3	-3,0	-3,1	-3,6	-4,3
<b>Nettoresultat</b>	<b>8,0</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>	<b>13,2</b>	<b>15,8</b>
Nettomarginal	18%	12%	10%	10%	11%



Bear scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	67,5	72,2	75,8	78,9
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>44,6</b>	<b>67,5</b>	<b>72,2</b>	<b>75,8</b>	<b>78,9</b>
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-52,7	-57,1	-59,9	-62,3
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>14,9</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>16,6</b>
Bruttomarginal	28%	22%	21%	21%	21%
Övriga externa kostnader	-1,6	-3,0	-3,2	-3,4	-3,5
Personalkostnader	-0,5	-1,7	-2,8	-2,8	-2,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,8</b>	<b>10,3</b>
EBITDA-marginal	24%	15%	13%	13%	13%
Avskrivningar	-0,3	-3,8	-6,1	-6,2	-6,3
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>6,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,0</b>
EBIT-marginal	23%	9%	4%	5%	5%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>10,2</b>	<b>6,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>
Skatt	-2,3	-1,4	-0,7	-0,8	-0,8
<b>Nettoresultat</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>
Nettomarginal	18%	7%	3%	4%	4%



# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Wicon Energy Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i Bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.