

Wicon Energy Group (WEG)



Redan överträffat 2022 års omsättning

Under det första halvåret 2023 har Wicon Energy Group AB ("Wicon" eller "Bolaget") levererat en omsättning om 53,7 MSEK, vilket således överstiger helårsomsättningen år 2022 om 44,7 MSEK. Givet att Wicon har adderat batterilagringssystem, vilket Bolaget redan erhållit en större order om 6,7 MSEK på, samt en enklare standardpanel till sortimentet, anser Analyst Group att Wicon kan fortsätta leverera en stark omsättningsutveckling under resterande del av år 2023, samt med en god lönsamhet, motsvarande en EBITDA-marginal om 15 % år 2023. Baserat på en estimerad omsättning om 86,4 MSEK år 2023 och en målmultipel om EV/S 1,8x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 13,1 kr i ett Base scenario.

▪ Fortsatt starkt momentum

Wicons omsättning under Q2-23 uppgick till 29,2 MSEK (proforma), varpå Bolaget uppvisar en omsättning om 53,7 MSEK under det första halvåret år 2023, vilket således överstiger helårsomsättningen 2022 om 44,7 MSEK och påvisar ett fortsatt starkt momentum gällande försäljning. Tillväxten antas vara hänförlig till ett fortsatt ökat försäljningsfokus samt hög efterfrågan på Bolagets system, givet fördelarna med Wicons produkter avseende effektivitet och tidsbesparing.

▪ Engångskostnader påverkade marginalen

Wicon redovisade ett EBITA-resultat om 2,1 MSEK, motsvarande en marginal om 7 %, vilket påverkades negativt av engångskostnader om 2,4 MSEK, vilket till stor del är hänförliga till förvärvet av Wicon. Justerat för dessa kostnader, vilka inte väntas återkomma under kommande kvartal, uppgick EBITA-resultatet till 4,5 MSEK, motsvarande en marginal om 15 %.

▪ Breddat produktsortiment

Efter kvartalets utgång meddelade Wicon att Bolaget breddar sortimentet med både batterilagringssystem och en enklare solpanel. Analyst Group ser positivt på att Wicon exekverar på en av Bolagets tillväxtstrategier, att addera nya produktsegment. Batterilagringssystemen väntas öka efterfrågan, såväl som intäkten per system och därmed utgöra en viktig tillväxt drivare, samtidigt som den nya enklare standardpanelen medför att Wicon kan erbjuda Bolagets kunder ett bredare sortiment för att möta efterfrågan.

▪ Bibehållet värderingsintervall

Med Q2-rapporten presenterad står det klart att Wicon fortsatt levererar en stark tillväxt samtidigt som kostnaderna var något högre än väntat. Framgent estimeras bl.a. de nya produktsegmenten möta en ökad efterfrågan och således en fortsatt stark försäljningsutveckling, givet att Wicon redan erhållit en större order på ett batterisystem om 6,7 MSEK anses Bolaget redan ha ett starkt momentum inom segmentet, varför vi har uppdaterat våra omsättningsprognoser. Givet de högre kostnaderna än väntat har vi även uppdaterat kostnadsprognoserna, vilket sammantaget medför ett oförändrat värderingsintervall.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
5,1 kr

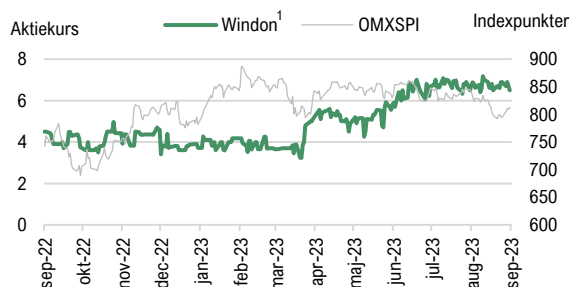
Base
13,1 kr

Bull
16,4 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-09-01)	6,66
Antal Aktier (st.)	12 160 000
Market Cap (MSEK)	81,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-2,2
Enterprise Value (MSEK)	78,8
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-16

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Christer Nilsson	12,1 %
Henrik Karstensen	12,1 %
Johan Kjell	8,8 %
Vahid Toosi	8,8 %
Nordnet Pensionsförsäkring	7,9 %

PROGNOSER (MSEK)

	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	44,6	86,4	97,6	112,3
Bruttokostnader	-32,0	-65,7	-74,2	-85,9
Bruttoresultat	12,6	20,7	23,4	26,4
Bruttomarginal	28%	24%	24%	24%
Rörelsekostnader	-2,1	-7,8	-8,7	-9,9
EBITDA	10,5	12,9	14,8	16,5
EBITDA-marginal	24%	15%	15%	15%
P/S	1,8	0,9	0,8	0,7
EV/S	1,8	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA	7,5	6,1	5,3	4,8
EV/EBIT	7,7	8,6	9,1	7,7

¹Aktiekursen avser HODL SPAC Europe, vilka förvärvade Wicon i maj år 2023

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Innehållsförteckning

Kommentar Q2-rapport	3-4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6
Marknadsanalys	7-8
Finansiell prognos	9-10
Värdering	11-12
Bull & Bear	13
Ledning & Styrelse	14
Appendix	15-18
Disclaimer	19

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, batterilagringssystem och ett patenterat montagesystem. Affärsmodellen är B2B där försäljning av solcellsanläggningarna sker 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

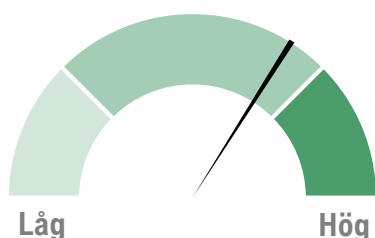
ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706-554 551

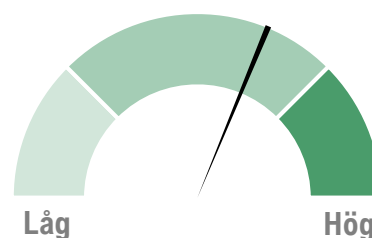
E-mail axel.ljunghammer@hotmail.com

Värde drivare



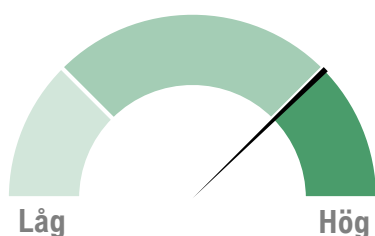
Windon har en tydlig tillväxtplan, vilken bl.a. innefattar att addera nya produktsegment till Bolagets erbjudande, exempelvis batterilagring som adderades under juli år 2023, vilket är något som på så sätt ökar värdet per levererat system. I framtiden väntas fler produkter adderas till erbjudandet, där elbilsaddare anses vara ett naturligt steg. 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



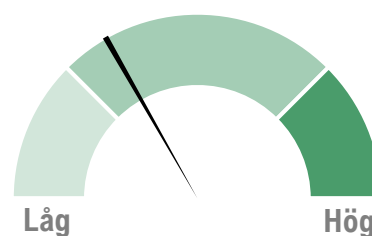
Windon har en stark historik av lönsamhet då Bolaget har uppvisat positivt rörelseresultat under varje år sedan år 2017. Under år 2022 uppgick EBIT-marginalen till 23 % efter ett kraftigt försäljningslyft, vilket påvisar en viss skalbarhet vid högre volymer. Däremot väntas konkurrensen öka, vilket medför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

Ledning & Styrelse



Insynsägandet i Windon uppgår till 47,1 %, 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 stärktes under Q2-23 till 6 MSEK, att jämföra med 2,4 MSEK vid utgången av Q1-23 (proforma), genom ett starkt kassaflöde från den löpande verksamheten under kvartalet, vilket har sänkt den finansiella risken i Windon. Däremot utgör den allmänna investeringsviljan avseende solceller en risk, vilken kan påverkas exempelvis av det allmänna konjunkturläget eller energipriser.

Omsättningen
under H1-23
överstiger helåret
2022

Fortsatt stark omsättningstillväxt

Under det andra kvartalet år 2023 redovisade Windon en nettoomsättning om 15,2 MSEK. Givet att Windon Energy Group (tidigare HODL SPAC Europe) slutförde förvärvet av Windon den 17 maj år 2023, inkluderas Windon AB:s räkenskaper under ungefär halva det andra kvartalet. Således ger nettoomsättningen proforma en mer korrekt bild av bolagets utveckling under kvartalet, vilken uppgick till 29,2 MSEK, vilket innebär att Windons omsättning uppgår till 53,7 MSEK under H1-23, något som kan jämföras med omsättningen för helåret 2022 om 44,6 MSEK vilket således är en stark tillväxt jämfört med föregående år. Tillväxten antas vara hänförlig till ett fortsatt ökat försäljningsfokus samt hög efterfrågan, bl.a. drivet av fördelarna med Windons produkter, exempelvis mer effektiva solpaneler samt kostnadsbesparande montagesystem.

Något svagare lönsamhetsutveckling – engångskostnader påverkade

EBITA-resultatet uppgick under Q2-23 till 2,1 MSEK (proforma), motsvarande en marginal om 7 %. Kvartalet påverkades av engångskostnader om 2,4 MSEK, hänförliga till förvärv, noteringsprocess samt organisationsförändringar i samband med förvärv, vilka vi inte förväntar oss ska uppkomma igen under kommande kvartal. Justerat för dessa kostnader uppgick EBITA-resultatet till 4,5 MSEK, motsvarande en marginal om 15 %. Marginalen är något svagare i jämförelse med helåret 2022 då EBITA-marginalen uppgick till 24 %, något vi hade räknat med till följd av att den kraftiga efterfrågan på solceller som kunde skönjas år 2022 skulle sjunka något, i kombination med en ökad konkurrens på marknaden, vilket oftast medför en generell prispress och sjunkande marginaler.

Beträffande kassaflödet så redovisas inte proforma-siffror men vi noterar att kassan stärktes till 6 MSEK, vilket kan jämföras med 2,4 MSEK vid utgången av Q1-23 (proforma). I vår initieringsanalys av Windon nämndes att kassaflödet under år 2022 var negativt, trots stark lönsamhet, vilket var hänförligt till växande kundfordringar. Vid utgången av Q2-23 uppgick de kortfristiga fordringarna till 18,4 MSEK, jämfört med 19,4 MSEK vid utgången av Q1-23 (proforma), vilket således medförde en positiv utveckling i kassan och är enligt Analyst Group ett bevis på att bolaget kan växa utan att det "kostar" för mycket att växa i termer av rörelsekapital.

Stärker produktportföljen med batterilagringssystem

Efter kvartalets utgång meddelade Windon att bolaget har inlett ett samarbete med UZ Energy för att komplettera det befintliga erbjudandet av solcellssystem med batterilagringssystem. Batterierna är lämpliga för olika typer av kunder – från villaägare till kommersiella fastighetsägare och mer storskaliga lösningar för att bidra till att balansera nätet. Batterilagringssystemen stärker Windons kunderbjudande och medför även en högre intäkt per sålt system och då batterierna adderas till bolagets befintliga erbjudande avseende solcellssystem behöver inget ytterligare försäljningsarbete för att sälja batterisystemen separat genomföras, varför kostnaderna för att integrera batterisystemen väntas vara låga och således bidra positivt till Windons marginal. Effekten av en högre intäkt per sålt system samt bättre marginal estimeras till viss del synliggöras i slutet av år 2023 men främst från år 2024. Därutöver antas batterierna kunna säljas separat för att skapa ytterligare ett intäktsben.

Batterilagring väntas utgöra en stor del i omställningen mot mer förnyelsebara energikällor, givet att några av de mest populära, såsom vind- och solenergi, är att betrakta som mindre planerbara energikällor som påverkas av väder, varför energilagring och andra flexibilitetstjänster blir en viktig faktor för att stabilisera elnätet. Således anser Analyst Group att adderingen av batterilagring stärker Windons position ytterligare för att fortsätta kapitalisera på elektrifieringstrenden och omställningen till mer förnyelsebar energi.

15 %
Justerad EBITA-
marginal

Batterilagring
medför högre
intäkt per system



Breddar sortimentet av solpaneler

I samband med Q2-rapporten meddelade Windon även att bolaget nu breddar sortimentet av solpaneler genom att addera en enklare standardpanel, vilken tillverkas och importeras från kinesiska JH Solar. Den nya panelen kommer vara tillgänglig från september år 2023 och är kompatibel med Windons patenterade montagesystem, vilket medför en minskad installationstid, således kostnader för Windons kunder. Analyst Group ser positivt på att Windon breddar erbjudandet för att möta efterfrågan inom allt från villainstallationer till större solparker, för att således kunna vinna fler upphandlingar. Däremot ser vi fortsatt Windons egen solpanel, Windon Effekta, som bolagets viktigaste produkt och konkurrensfördel, givet att det etsade glaset medför en ökad kapacitet om ca 8 % jämfört med andra solpaneler, vilket anses vara en viktig faktor när slutkunden väljer solpaneler.

Windon kommunicerade i samband med noteringen i maj år 2023 upp en tillväxtplan för kommande år, vilka Bolaget redan till stor del har exekverat på.

Windons presenterade tillväxtstrategier i samband med noteringen och en sammanfattning av utvecklingen sedan dess



Addera nya återförsäljare

Givet tillväxten under H1-23 antas Windon ha adderat flertalet nya återförsäljare under året.



Nya produktsegment

Efter utgången av kvartalet har Windon adderat både batterilagring och en enklare standardpanel till sortimentet. Framgent antas även elbilsladdare kunna bli aktuellt.



Nya kundsegment

Windon har adderat nya kundsegment i form av företag som arbetar med stödtjänster efter att Bolaget adderat batterilagring till sortimentet.



Sälja montagesystem separat

Givet de fördelar som finns med Bolagets montagesystem väntas Windon kunna sälja dessa separat för att bidra med ytterligare ett intäktsben.



Källa: Analyst Group och Bolaget

Sammantaget anser vi att Windon levererade en rapport i nära linje med våra förväntningar både gällande omsättning och lönsamhet, justerat för engångskostnader. Under kommande kvartal väntas något svagare utveckling till följd av säsongvariationer med semestertider under det tredje kvartalet samt det generellt svagare fjärde kvartalet med mörkare och kallare klimat. Likväl ser vi fortsatt goda tillväxtpotentialer för Windon bl.a. givet den breddning som skett av sortimentet, där bolaget redan mottagit en större order om 6,7 MSEK avseende batterilagring, vilket påvisar att Windon redan innehar ett starkt momentum inom segmentet.

Fortsatt stort utrymme för tillväxt för solenergi

Flera makrotrender gynnar Winton

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 Winton 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 Winton kan kapitalisera på marknadstillväxten genom Bolagets solcellssystem.

Tydlig tillväxtplan skapar förutsättningar för att kapitalisera på marknaden

Wintons starka tillväxt under år 2022 samt H1-23 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 Wintons kundbas har ökat, vilket även är en del av tillväxtplanen framgent. Analyst Group ser goda möjligheter för Winton att fortsatt kunna addera fler installatörer, bl.a. givet den tidsbesparing som Bolagets montagesystem medför för kunderna. Vidare förväntas Winton kunna addera ytterligare produktsegment till erbjudandet, exempelvis likt batterilagring som adderades under juli år 2023, vilket antas höja intäkten per levererat system, öka konkurrenskraften mot kund samt bidra till förbättrad lönsamhet. Winton 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 montage-systemet för att addera ännu ett intäktsben. Sammantaget anser Analyst Group att Winton har en tydlig tillväxtplan för att fortsätta växa, vilket anses vara en viktig värde drivare framgent.

En produktionsprocess med flera fördelar

Winton 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. Winton 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 Winton har en god leveransförmåga samtidigt som många importörer har haft problem med långa ledtider. Det ska dock sägas att Wintons växelriktare, batterilagringssystem samt enklare solpaneler importeras från Kina, vilket medför att även delar av Wintons erbjudande innehar hållbarhetsmässiga utmaningar. Slutligen använder Winton 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 Wintons produktionsprocess medföra konkurrensfördelar som medför att Bolaget kan fortsätta växa starkt framgent.

8 % bättre effekt genom Wintons solpaneler

Prognos och värdering

Winton har förutsättningar till en fortsatt stark leveranstakt under år 2023, där Analyst Group estimerar en omsättning om 86,4 MSEK, drivet av fortsatt hög efterfrågan och addering av antalet installatörer till följd av de fördelar Bolagets produkter besitter samt ett breddat sortiment med bl.a. batterilagring. Winton estimeras därefter fortsätta växa omsättningen stabilt med en estimerad omsättning om 123,5 MSEK år 2026, motsvarande en årlig tillväxt om 29 % mellan åren 2022-2026, med en EBITDA-marginal om 14 % år 2026. Baserat på en omsättning om 86,4 MSEK år 2023, en applicerad multipel om EV/S 1,8x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 13,1 kr i ett Base scenario.

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 investeringar inom sektorn. På en marknad i kraftig tillväxt tenderar konkurrensen att öka vilket oftast medför en generell prispress och sjunkande marginaler. Samtidigt väntas Winton lansera nya produkter och intäktsben som antas ha en högre marginal, exempelvis batterilagring, vilket adderades efter utgången av Q2-23, eller elbilsaddare som väntas adderas framgent, samt separat försäljning av montage-systemet, vilket således till viss del kan motverka denna effekt.

Windons solcells-system

Solcellspaneler



Solcellspanelerna består dels av Windons egentillverkade, Windon Effekta, dels av en enklare standardpanel som importerats från JH Solar.

Växelriktare



En växelriktare omvandlar den likström som solpanelerna producerar till växelström. Växelriktaren som ingår i Windons solcellssystem är av märket Deye.

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.

Batterilagring



Windons batterilagringssystem är av märket UZ Energy. Batterierna ansluts till solsystemet och lagrar den energi som inte används omgående, vilken sedan kan användas då solcellerna inte producerar någon energi.

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 solcellsverksamhet, vilken han utvecklade tillsammans 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 dels av solcellspaneler som tillverkas av OEM-tillverkare i Litauen, dels solcellspaneler av något enklare karaktär, således billigare, som importerats från kinesiska JH Solar, en växelriktare från Deye, som är en ledande tillverkare samt batterilagringssystem från UZ Energy, ett bolag specialiserat inom premiumsegmentet för energilagringssystem. 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 intäktsmodell

Windons affärsmodell är att leverera nämnda solcellssystem, vilket inkluderar allt material som behövs för en komplett installation för installatörerna, solcellspaneler, växelriktare och montagesystem, därtill har batterilagringssystem adderats till erbjudandet. 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 intäktsben 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 Bolagets egna paneler, medan den enklare standardpanelen importerats från kinesiska JH Solar. Windons växelriktare, vilka är av märket Deye, importerats som en färdig produkt, varpå kostnaden är en ren inköpskostnad för produkten, likaså batterilagringssystemen som köps in från UZ Energy. 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 intäktsben 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. Exempelvis har Windon adderat nya kundsegment i form av företag som arbetar med stödtjänster efter att Bolaget adderat batterilagring till sortimentet.
- **Nya produktsegment.** Genom att bredda erbjudandet med fler produkter inkluderade i systemet kan intäkten per sålt system öka. Ett exempel på detta är batterilagring som adderades under juli år 2023, vilket möjliggör för kund att lagra den energi som genereras från solcellerna för att användas vid ett senare tillfälle. Framgent väntas även elbilsaddare kunna bli aktuellt för att stärka Windons erbjudande ytterligare.

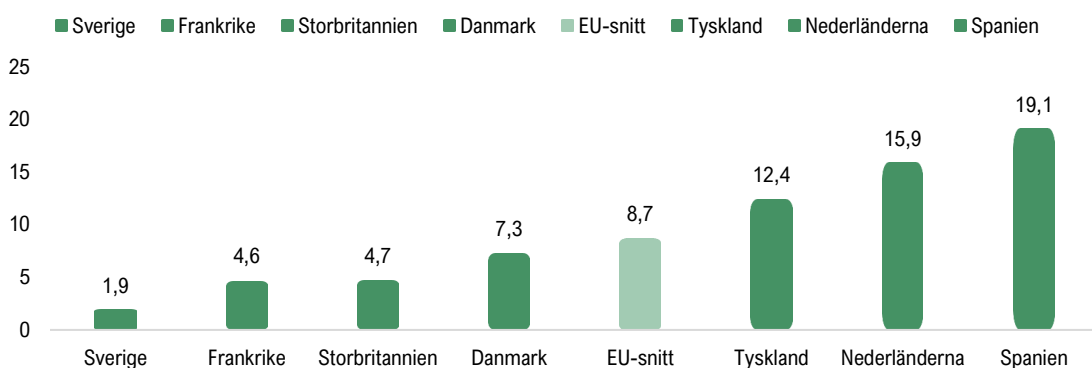
Omställning mot förnybar energi driver marknaden

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 är aktuellt för Windon givet inkluderingen 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 kiset till Bolagets egna solcellspaneler 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, de egna solcellspanelerna produceras i Litauen och montagesystemen tillverkas i Sverige, anses Bolaget ha en konkurrensfördel avseende hållbarhet i produktionsprocessen. Däremot importeras andra delar av Windons erbjudande, växelriktare, batterier och standardpanelerna, från Kina, vilket således till viss del medför sämre hållbarhet i Windons tillverkningsprocess. Vidare har Windon genom att vara producent av de egna solpanelerna, 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.

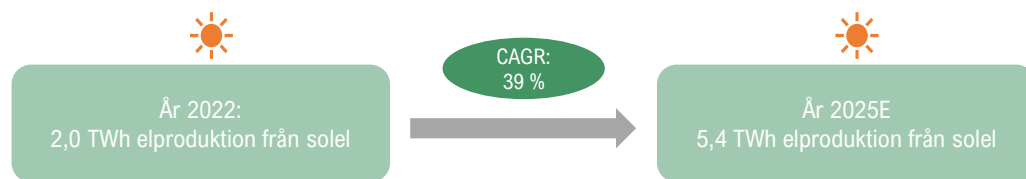
Kortare ledtider till följd av europeisk produktion

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 %. Under H1-23 producerades mer el från solceller än under helåret 2022 och vid slutet av året prognostiseras totalt 3TWh ha tillverkats, vilket således antyder att energimyndighetens prognos fortsatt anses vara klart uppnåelig. 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

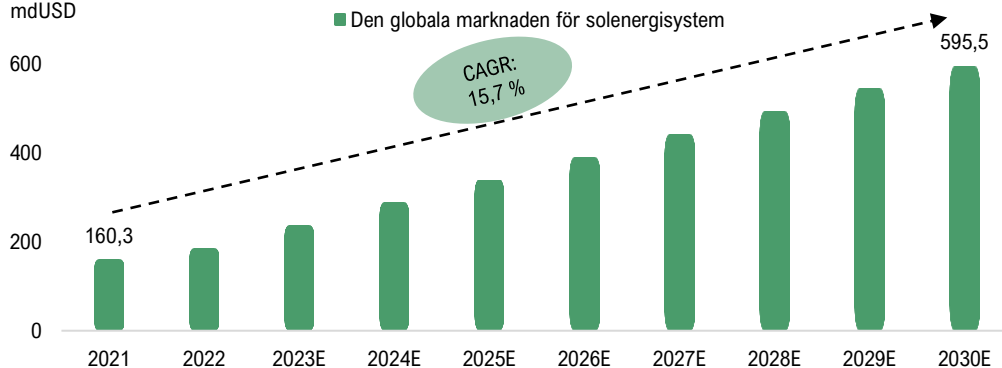


Källa: Energimyndigheten

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

Omställningen mot förnyelsebar energi väntas driva marknadstillväxten för batterilagring

Sett till marknaden för batterilagring, vilken Winton adresserar genom Bolagets batterilagringssystem, förväntas den enligt Fortune Business Insights växa med en CAGR om 16,3 % under perioden 2022-2029, för att vid slutet av prognosperioden värderas till 31,2 mdUSD. Viktiga faktorer för att driva tillväxten väntas vara ett skifte mot mer förnyelsebara energikällor, såsom vind och sol, vilka är mer väderberoende och som därmed skapar ett ökat behov av att lagra den energi som produceras för att användas då vädret är mindre fördelaktigt för energiproduktion. Därtill väntas den växande befolkningen, således den högre energiefterfrågan, och politiska initiativ rörande en elektrifiering genom exempelvis subventioner, driva marknadstillväxten.

Politiska initiativ och tekniska framsteg skapar tillväxt

16,3 %
CAGR
marknadstillväxt
för batterilagring

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 H1-23 fortsatte omsättningen växa starkt för att då uppgå till ca 53,7 MSEK, vilket således överstiger 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, montagesystem och batterilagringssystem, till installatörer. Våra finansiella estimat utgår därför från antal sålda system där inkluderingen av batterilagringssystem antas höja intäkten per sålt solcellssystem, vilket främst antas ge en effekt från år 2024 och framåt. 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.

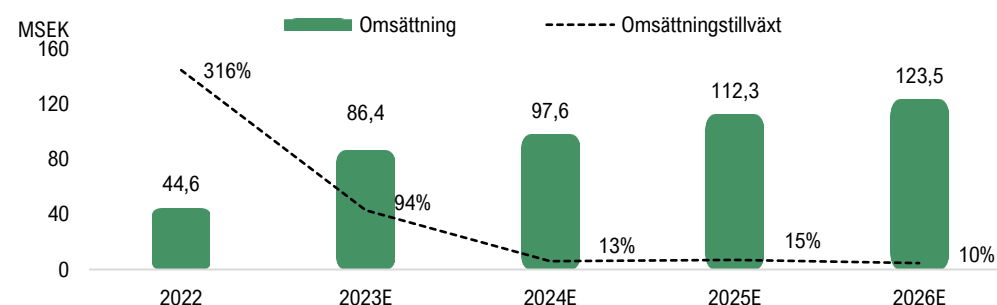
Skattereduktion
om 50 % på
batterilagring

Den organiska tillväxten väntas även drivas av att Windon fortsatt 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 under H1-23 påvisat en stark försäljningsutveckling. En fortsatt stark tillväxt förväntas under resterande del av år 2023, om än något svagare än under första halvåret till följd av säsongsmönster, genom 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 92 %, motsvarande en omsättning om 86,4 MSEK för helåret 2023. Efter utgången av Q2-23 har Windon adderat både batterilagring samt en enklare standard-panel till sortimentet, vilket väntas medföra en ökad efterfrågan på Bolagets system och således en högre omsättning under H2-23 men främst under år 2024. 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 13 % estimeras, vilket medför en omsättning om 97,6 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 123,5 MSEK vid slutet av prognosperioden.

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

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt



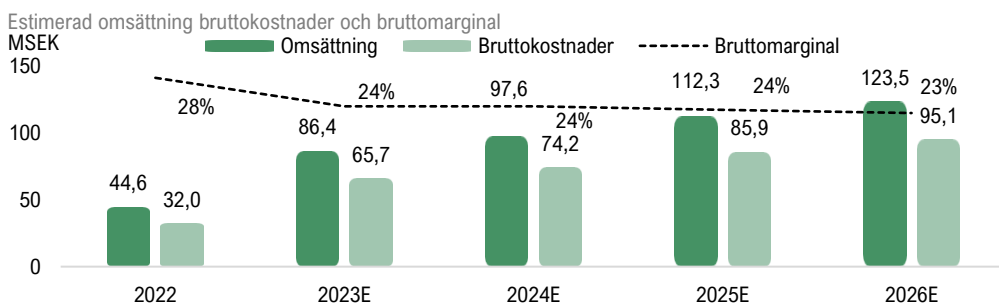
Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Bruttokostnader 2023-2026

Windons bruttokostnader är hänförliga till de produkter som ingår i Bolagets solcellssystem, solcellspaneler, växelriktare, montagesystem och batterilagring. Gällande solcellspanelerna så produceras de egna panelerna 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. Däremot importerar Windon en enklare standardpanel från kinesiska JH Solar, vilket till viss del antas motverka denna effekt. I takt med att konkurrensen väntas öka framgent medför det en prispress och därmed något lägre bruttomarginal, samtidigt antas montagesystemen 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.



Källa: Analyst Groups prognoser

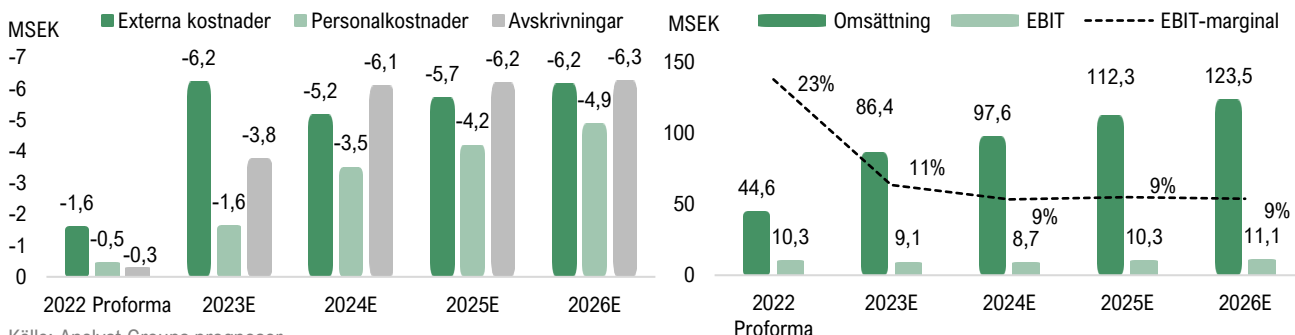
Rörelsekostnader 2023-2026

De externa kostnaderna väntas minska efter noteringen genom att 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. Däremot har kostnader av engångskaraktär uppkommit under år 2023 i samband med att förvärvet av Windon genomfördes, vilket medför högre externa kostnader under året. Därav estimeras lägre externa kostnader under år 2024, för att sedan stiga i en stabil takt genom att exempelvis lokalkostnader estimeras öka i samband med att verksamheten skalas upp. Dock estimeras kostnaderna öka i en långsammare takt än omsättningen under prognosperioden. Avseende personalkostnader så har dessa historiskt 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 Windon 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, har lanserats. Windon 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 4,9 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, 2022-2027



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 Windon, har inkluderats. Anledningen till att bolag inom laddningsinfrastruktur har inkluderats är att dessa anses ha en liknande affärsmodell som Windon 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 Windon med en liknande förväntad tillväxt. Sammantaget, även om produkt och industri till viss del skiljer sig mellan peer-bolagen och Windon, 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 Windon och adresserar därmed samma marknad med liknande förväntad tillväxt, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

161 %

Omsättningstillväxt

2 %

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 Windon 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 Windon på elektrifieringsvågen, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

-2 %

Omsättningstillväxt

6 %

EBITDA-marginal



Garo utvecklar produkter och tillhörande system inom elinstallation. Bolaget erbjuder produkter som mätarskåp, eluttag för bilparkering, CEE-uttag, ställverk, samt tillhörande eftermarknads-service. 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 Windon producent, varför affärsmodellerna liknar varandra, samt rider på elektrifieringsvågen precis som Windon. Dessutom är Garo, likt Windon, lönsamma, varför Garo sammantaget anses vara ett peer-bolag.

1 %

Omsättningstillväxt

9 %

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 Windon en producent med en liknande affärsmodell som dessutom rider på elektrifieringsvågen likt Windon, varför Zaptec anses utgöra ett peer-bolag.

81 %

Omsättningstillväxt

2 %

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 Windon solcellsmarknaden med en liknande förväntad tillväxt, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

52 %¹

Omsättningstillväxt

-5 %

EBITDA-marginal

¹Organisk tillväxt enligt Analyst Groups beräkningar

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	0,1	2,7	1,5	1,8	2,4	0,5	1,5	1,7	1,1 ²
EV/S	0,2	3,3	1,9	1,9	2,2	0,6	1,7	1,9	1,1 ²
EV/EBITDA	6,6	50,1	27,4	20,1	128,7	-30,1	33,8	23,8	6,5 ²
EV/EBIT	13,6	-835,8	-104,5	29,2	-571,3	-9,8	-246,4	-57,2	6,6 ²
Börsvärde	38	195	1 394	2 608	2 694	1 206	1 356	1 300	83
Omsättning	259	73	923	1415	1135	2623	1 071	1 029	76 ²
Bruttomarginal	38%	80%	49%	45%	38%	32%	47%	42%	26% ²
EBITDA-marginal	2%	7%	6%	9%	2%	-5%	3%	4%	16% ²
Omsättningstillväxt Y-Y	161%	193%	-2%	1%	81%	52% ¹	81%	67%	316% ³
EBITDA-tillväxt Y-Y	-131%	85%	-45%	-46%	-74%	-124%	-56%	-60%	989% ³
Soliditet	31%	54%	54%	49%	68%	43%	50%	52%	77%
Skuldsättningsgrad	2,2	0,9	0,9	1,0	0,5	1,3	1,1	0,9	0,3
Kapitalomsättningshastighet	2,7	0,3	0,5	1,1	1,1	1,0	1,1	1,0	1,1

¹Organisk tillväxt enligt Analyst Groups beräkningar

²Baserat på LTM-resultat enligt Analyst Groups beräkningar och uppskattningar

³Tillväxt Y-Y mellan helåret 2022 och helåret 2021

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 1,9x 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 under H1-23 uppvisat en fortsatt stark 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 14 % 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 1,8x har applicerats. Detta ger, givet 2023 års estimerade nettoomsättning om 86,4 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 12,4 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. 16.

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 medför adderingen av batterilagring och en enklare standardpanel till en ökad konkurrenskraft för Bolagets produkter, vilket estimeras stärka försäljningen från H2-23. Vidare under prognosperioden förväntas Windons montagesystem, 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 151 MSEK år 2026, motsvarande en CAGR om 36 %.

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 18 % år 2023 för att sedan sjunka något till 17 % år 2026, hänförligt till en ökad konkurrens.

Baserat på en omsättning om 95,4 MSEK år 2023 samt en applicerad målmultiplikator om EV/S 2,1x, således högre än i ett Base scenario (1,8x) 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

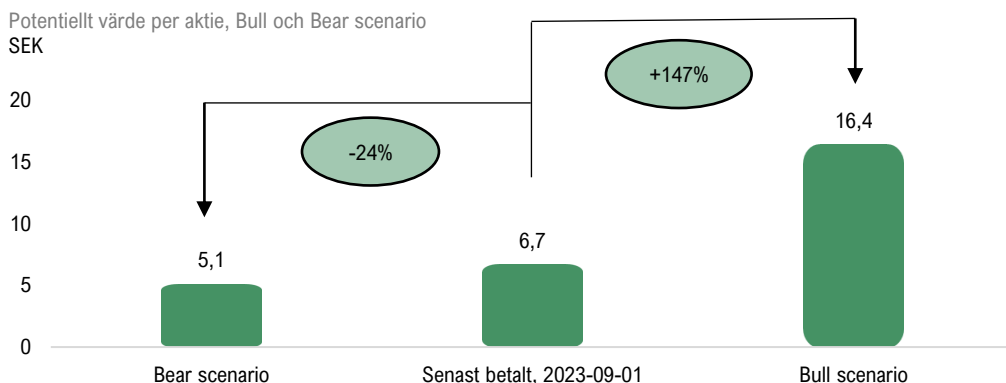
I ett Bear scenario estimeras en fortsatt god tillväxt under år 2023 till följd av fler adderade installatörer som kunder, vilket medför en omsättningstillväxt om 68 % för att totalt uppgå till 75,6 MSEK. Från år 2024 förväntas konkurrensen öka till följd av den heta solcellsmarknaden under år 2022, 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 87 MSEK år 2026, motsvarande en CAGR om 18 %, 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 9 % år 2026.

Baserat på en omsättning om 75,6 MSEK år 2023 samt en applicerad målmultiplikator om EV/S 0,8x, således lägre än i ett Base scenario (1,8x) 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.

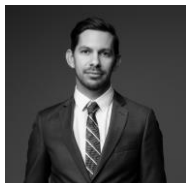


Källa: Analyst Groups värdering



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 Widon 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 1 073 667 aktier (8,8 %).*



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

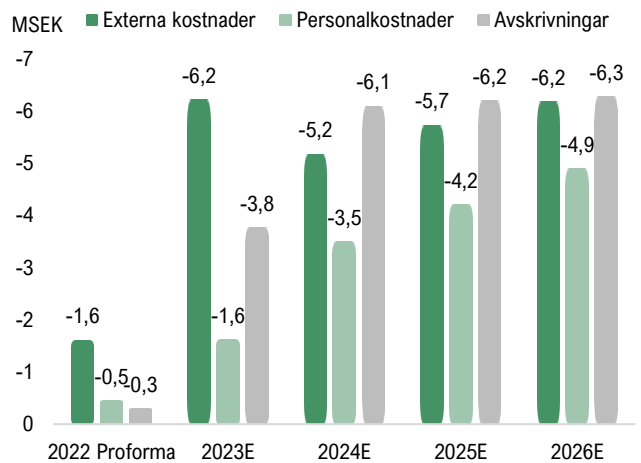
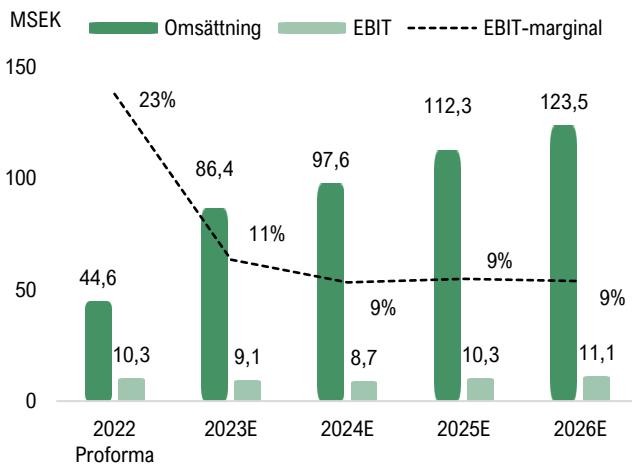
Vahid har startat ett flertal bolag sedan år 2004, vilket inkluderar obemannade butiker, trådlösa hörlurar och energidryck för kvinnor. Han har även utfört studier vid Handelshögskolan i Stockholm. *Vahid innehar 1 073 667 aktier (8,8 %).*



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 %).*

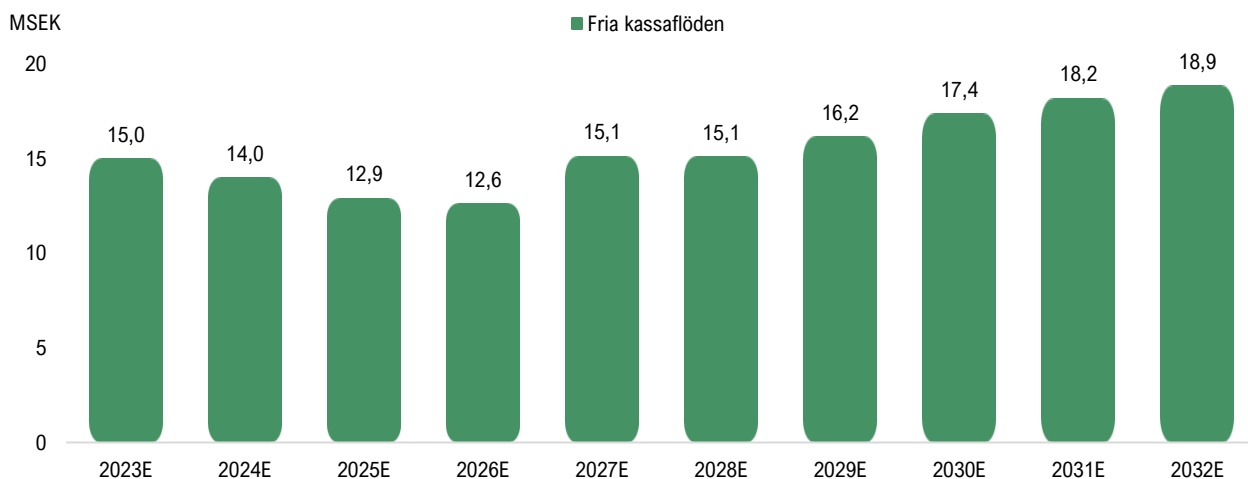
Base scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	86,4	97,6	112,3	123,5
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	44,6	86,4	97,6	112,3	123,5
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-65,7	-74,2	-85,9	-95,1
Bruttoresultat	12,6	20,7	23,4	26,4	28,4
Bruttomarginal	28%	24%	24%	24%	23%
Övriga externa kostnader	-1,6	-6,2	-5,2	-5,7	-6,2
Personalkostnader	-0,5	-1,6	-3,5	-4,2	-4,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,5	12,9	14,8	16,5	17,3
EBITDA-marginal	24%	15%	15%	15%	14%
Avskrivningar	-0,3	-3,8	-6,1	-6,2	-6,3
EBIT	10,3	9,1	8,7	10,3	11,1
EBIT-marginal	23%	11%	9%	9%	9%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	10,2	9,1	8,6	10,2	11,0
Skatt	-2,3	-1,9	-1,8	-2,2	-2,4
Nettoresultat	8,0	7,1	6,8	8,0	8,7
Nettomarginal	18%	8%	7%	7%	7%



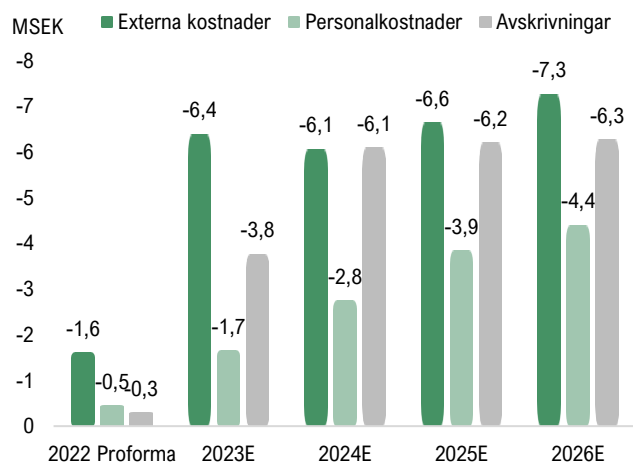
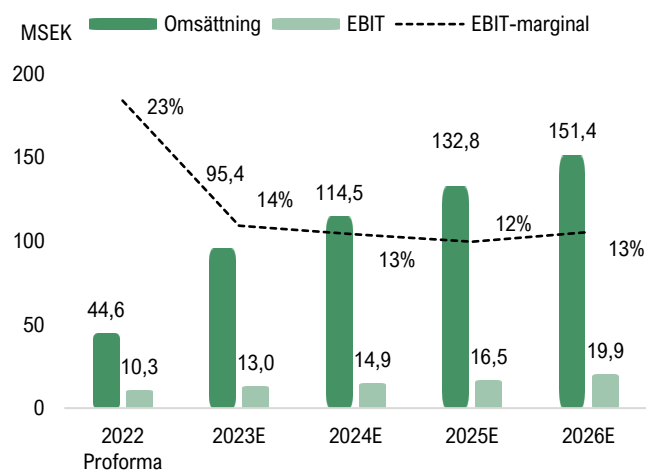
DCF - Base scenario (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminal Value
EBIT	9,1	8,7	10,3	11,1	13,8	18,8	22,4	23,4	24,2	24,7	25,0
Skatt	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
EBIT (1-skatt)	7,2	6,8	8,1	8,7	10,8	14,8	17,6	18,4	19,0	19,4	19,6
+ Avskrivningar	3,8	6,1	6,2	6,3	6,2	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	4,6	1,8	-0,7	-1,8	-1,5	-1,5	-1,4	-1,0	-0,8	-0,5	0,5
Fritt kassaflöde	15,0	14,0	12,9	12,6	15,1	15,1	16,2	17,4	18,2	18,9	20,1
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
DCF - Värdet av diskonterade kassaflöden	13,7	11,4	9,4	8,1	8,7	7,7	7,4	7,0	6,6	6,1	62,2

DCF-värdering

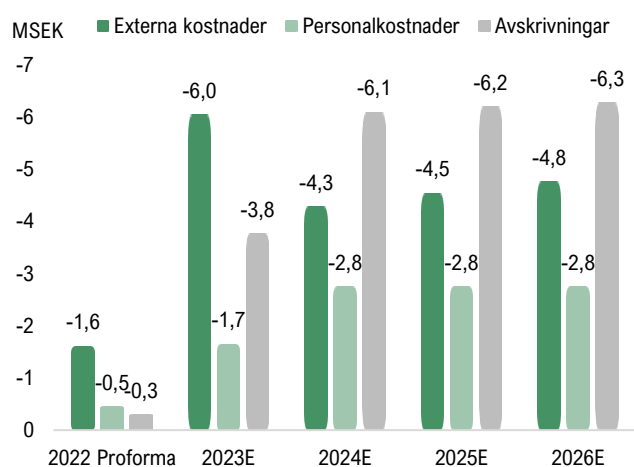
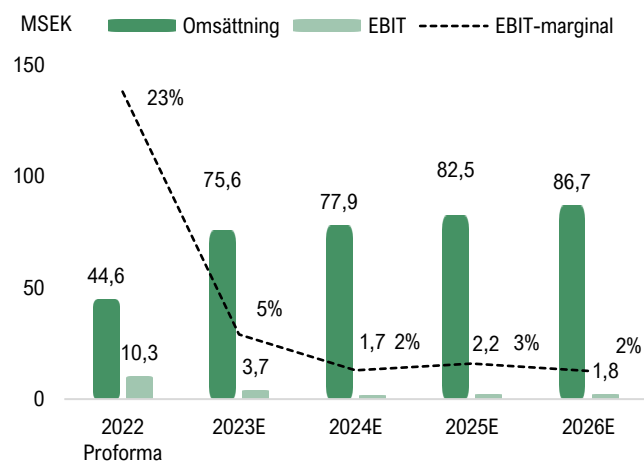
WACC	12,4%
Nuvärde fria kassaflöden	86 140 912
Terminalvärde	62 240 142
Enterprise Value	148 381 055
Nettoskuld	-2 156 000
Börsvärde	150 537 055
Antal aktier	12 160 000
Värde per aktie	12,4



Bull scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	95,4	114,5	132,8	151,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	44,6	95,4	114,5	132,8	151,4
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-70,6	-84,7	-99,6	-113,5
Bruttoresultat	12,6	24,8	29,8	33,2	37,8
Bruttomarginal	28%	26%	26%	25%	25%
Övriga externa kostnader	-1,6	-6,4	-6,1	-6,6	-7,3
Personalkostnader	-0,5	-1,7	-2,8	-3,9	-4,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,5	16,8	20,9	22,7	26,2
EBITDA-marginal	24%	18%	18%	17%	17%
Avskrivningar	-0,3	-3,8	-6,1	-6,2	-6,3
EBIT	10,3	13,0	14,9	16,5	19,9
EBIT-marginal	23%	14%	13%	12%	13%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	10,2	13,0	14,8	16,5	19,9
Skatt	-2,3	-2,8	-3,2	-3,5	-4,3
Nettoresultat	8,0	10,2	11,7	13,0	15,6
Nettomarginal	18%	11%	10%	10%	10%



Bear scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	75,6	77,9	82,5	86,7
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	44,6	75,6	77,9	82,5	86,7
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-60,5	-63,1	-66,9	-71,1
Bruttoresultat	12,6	15,1	14,8	15,7	15,6
Bruttomarginal	28%	20%	19%	19%	18%
Övriga externa kostnader	-1,6	-6,0	-4,3	-4,5	-4,8
Personalkostnader	-0,5	-1,7	-2,8	-2,8	-2,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,5	7,4	7,8	8,4	8,1
EBITDA-marginal	24%	10%	10%	10%	9%
Avskrivningar	-0,3	-3,8	-6,1	-6,2	-6,3
EBIT	10,3	3,7	1,7	2,2	1,8
EBIT-marginal	23%	5%	2%	3%	2%
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	10,2	3,6	1,6	2,2	1,8
Skatt	-2,3	-0,8	-0,4	-0,5	-0,4
Nettoresultat	8,0	2,8	1,3	1,7	1,4
Nettomarginal	18%	4%	2%	2%	2%



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.