

# Wicon Energy Group (WEG)



## Fortsätter leverera på tillväxtplanen

Under det tredje kvartalet år 2023 fortsatte Wicon Energy Group AB ("Wicon" eller "Bolaget") uppvisa en stark tillväxt under god lönsamhet, drivet bl.a. av adderingen av batterilagring, vilket antas driva tillväxt som en stark bruttomarginal. Under de kommande kvartalen väntas en tuffare marknad hämma tillväxten något men givet att Bolaget har breddat erbjudandet och nu adresserar en större marknad anser vi att Wicon står väl rustade för att hantera en vikande marknad och generera starka kassaflöden under prognosperioden. Baserat på en estimerad omsättning om 88,2 MSEK år 2023 och en målmultipel om EV/S 1,5x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 11,7 (13,1) kr i ett Base scenario.

### ▪ Går mot ett rekordår

Under Q3-23 uppgick Wicons omsättning till 20,7 MSEK, vilket innebär att Bolaget har omsatt 74,4 MSEK under årets tre första kvartal, att jämföra med 44,6 MSEK under helåret 2022. Den starka tillväxten antas vara hänförlig till de konkurrensfördelar som Wicons produkter besitter, bl.a. en effektivare panel och ett tidsbesparande montagesystem samt en gynnsam marknad. Dock förväntas stigande räntor samt fallande elpriser under år 2023 minska investeringsviljan i solceller under de kommande kvartalen. Däremot har Wicon breddat Bolagets erbjudande med bl.a. batterilagring, vilket vi estimerar ska växa starkt under kommande år till följd av den goda ROI som för närvarande erbjuds för koppla batterier till stödtjänster för elnätet, vilket även kan driva försäljningen av solpaneler eftersom det krävs för att få s.k. grön teknik-avdrag på batterier. Vi väntar oss också att nuvarande utmaningar är kortsiktiga och på lång sikt kvarstår vår vy om en stark tillväxt för solceller, bl.a. till följd av elektrifieringen.

### ▪ Stark lönsamhet väntas fortsatt trots svagare marknad

EBITA-resultatet uppgick under Q3-23 till 3,5 MSEK, motsvarande en marginal om 17 %. Vidare uppgick bruttomarginalen till 29 %, vilket var högre än i Q2-23 (24,5 %). Ökningen antas bl.a. vara hänförlig till att batterilagring har adderats till Bolagets system, vilka antas ha en högre bruttomarginal. Till följd av detta har vi höjt våra estimat gällande bruttomarginalen under prognosperioden, vilket, i kombination med att Wicon opererar med en låg kostnadsbas, väntas medföra att Bolaget kan upprätthålla en god marginal även i ett sämre marknadsklimat.

### ▪ Uppdaterat värderingsintervall

Till följd av försämrade marknadsutsikter på kort sikt har vi uppdaterat våra finansiella estimat för Wicon, främst gällande omsättning år 2024. Däremot kvarstår vår vy på lång sikt och då vi estimerar en succesivt förbättrad marknad från H2-24 lämnar vi våra estimat för år 2025 och 2026 till stor del oförändrade. Sedan vår senaste uppdatering har en multipelkontraktion skett bland Wicons peers, vilket vittnar om de kortsiktiga försämrade utsikterna på Bolagets marknad. Som ett resultat av detta har vi sänkt vår målmultipel för Wicon, vilket medför ett reviderat värderingsintervall i samtliga scenarion.

### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
4,6 kr

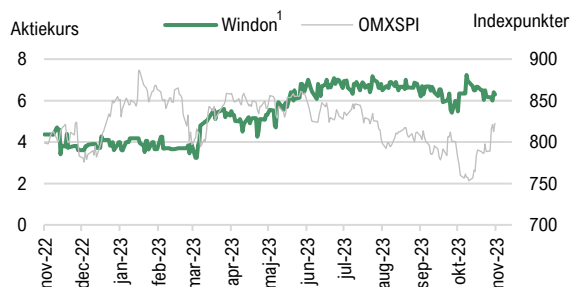
**Base**  
11,7 kr

**Bull**  
14,8 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-11-22)	6,30
Antal Aktier (st.)	12 160 000
Market Cap (MSEK)	76,6
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-5,9
Enterprise Value (MSEK)	70,7
Lista	Spotlight Stock Market
Bokslutskommuniké 2023	2024-02-15

### 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	88,2	84,7	108,4
Bruttokostnader	-32,0	-65,1	-62,2	-80,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>23,1</b>	<b>22,4</b>	<b>28,2</b>
Bruttomarginal	28%	26%	27%	26%
Rörelsekostnader	-2,1	-12,5	-11,5	-13,4
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>14,8</b>
EBITDA-marginal	24%	12%	13%	14%
P/S	1,7	0,9	0,9	0,7
EV/S	1,6	0,8	0,8	0,7
EV/EBITDA	6,7	6,7	6,4	4,8
EV/EBITA	6,9	6,8	6,6	4,9

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

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

## Innehållsförteckning

Kommentar Q3-rapport	3
Investeringsidé	4
Bolagsbeskrivning	5
Marknadsanalys	6-7
Finansiell prognos	8-10
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

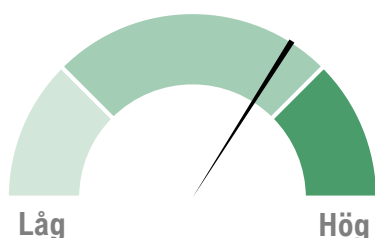
### ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706-554 551

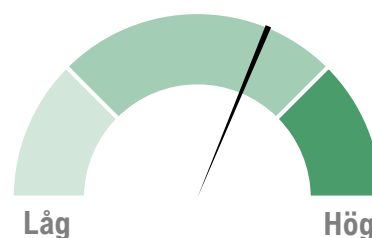
E-mail axel.ljunghammer@hotmail.com

### Värde drivare



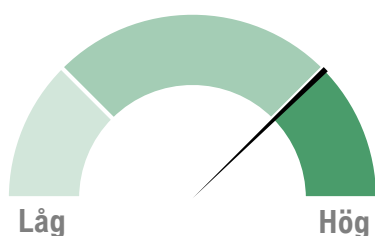
Windon har en tydlig tillväxtplan, vilken bl.a. innefattar att addera nya produktsegment till Bolagets erbjudande, exempelvis batterilagring som adderades under juli år 2023, vilket är något som på så sätt ökar värdet per levererat system. I framtiden väntas fler produkter adderas till erbjudandet, där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



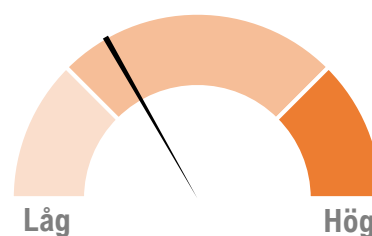
Windon har en stark historik av lönsamhet då Bolaget har uppvisat positivt rörelseresultat under varje år sedan år 2017. Under år 2022 uppgick EBIT-marginalen till 23 % efter ett kraftigt försäljningslyft, vilket påvisar en viss skalbarhet vid högre volymer. Däremot väntas konkurrensen öka, vilket medför en allmän prispress, samt en avkylning av marknaden jämfört med rekordåret år 2022, vilket förväntas pressa Bolagets marginaler 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 uppgick vid utgången av Q3-23 till 6 MSEK, samma som vid utgången av Q2-23. Kassan påverkades av en ökad kapitalbindning i lager till följd av att Windon nu importerar batterisystem och den enklare solpanelen från Kina, vilket leder till längre leveranstider och därmed ökat behov av lagerhållning. Vidare utgör den allmänna investeringsviljan avseende solceller en risk, vilken kan påverkas exempelvis av det allmänna konjunkturläget eller elpriser, vilket förväntas påverka Bolaget under de kommande kvartalen.

Omsättning något  
över våra  
förväntningar

## Fortsatt stark omsättning i en tuffare marknad

Omsättningen för Windon uppgick under Q3-23 till 20,7 MSEK, vilket var något över våra förväntningar. Då motsvarande siffra för jämförelseperioden saknas kan det istället ställas i relation till omsättningen i Q2-23 om 29,2 MSEK, vilket således motsvarar en utveckling om -29 % Q-Q. Det tredje kvartalet är dock säsongsmässigt något svagare än det andra kvartalet, vilket ses som det starkaste på året för Windon, varför vi inte lägger någon större vikt vid utvecklingen Q-Q. Däremot vittnar Bolaget om ett utmanande marknadsläge till följd av högre räntor och fallande elpriser, vilket således påverkar slutkundens investeringsvilja i solpaneler. Däremot har Windons tillväxtplan, vilken innebär att addera nya återförsäljare, sälja montagesystemet separat, nya kundsegment och nya produktsegment, medfört en större adresserbar marknad och att Windon nu står bättre rustade för en vikande marknad. Exempelvis har Bolaget adderat batterilagring till sortimentet, vilket Analyst Group ser positivt på, givet att energilagring väntas bli en viktig faktor för att stabilisera elnätet framgent samt att det breddar Bolagets erbjudande. Däremot väntas något längre ledtider från order till fakturering för batteriaffären. Detta, i kombination med en vikande marknad för solpaneler samt att de säsongsmässigt svagaste kvartalen i form av Q4 och Q1 ligger framför oss, gör att vi estimerar något lägre omsättning under de kommande kvartalen jämfört med de rekordstarka första tre kvartalen år 2023.

## Stark lönsamhet – förväntas fortsätta även i en mer utmanande marknad

Trots en vikande marknad för solpaneler fortsätter Windon leverera en stark lönsamhet med ett EBITA-resultat om 3,5 MSEK, motsvarande en EBITA-marginal om 17 %. Givet att Windon fortsatt opererar med en låg kostnadsbas med totala rörelsekostnader om 3,4 MSEK under Q3-23 och att majoriteten av kostnadsbasen således består av bruttokostnader väntas Windon kunna upprätthålla en god lönsamhet även i en tuffare marknad med lägre försäljning.

17 %  
EBITA-marginal

Gällande kassaflödet från den löpande verksamheten så uppgick detta, efter förändringar av rörelsekapital, till 0 MSEK, där skillnaden jämfört med rörelseresultatet främst är hänförligt till en uppbyggnad av lagret om 2,3 MSEK. Analyst Group anser inte att nuvarande varulagernivå om 9,2 MSEK är ett stort problem och att en viss lageruppbyggnad är väntad givet att Windon har utökat sortimentet med batterier och en enklare standardpanel under kvartalet, vilka båda importerats från Kina, något som medför längre leveranstider och att Bolaget således behöver innehålla dessa produkter på lager i större utsträckning. Däremot ser vi det som viktigt att Windon inte fortsätter binda mycket kapital i lager, vilket i kombination med en vikande försäljning i ett sådant scenario kan komma att pressa Bolagets likviditet. Kassen uppgick vid utgången av Q3-23 till 6 MSEK, vilket indikerar en fortsatt stabil finansiell ställning, speciellt med hänsyn till att Windon är nästintill skuldfria och således har en nettokassa om 5,9 MSEK.

## Expanderar till Norge genom ett joint venture

Under det tredje kvartalet meddelade Windon att Bolaget expanderar till Norge genom ett joint venture tillsammans med norska partners. Windons produkter, innefattande solpaneler, växelriktare, montagesystem och batterilagring, kommer därmed säljas till norska installatörer av solpaneler, fastighetsbolag och andra kommersiella aktörer. Kapaciteten på den norska solenergimarknaden väntas uppgå till 4 943 MW år 2028, att jämföra med 358 MW år 2022, motsvarande en årlig tillväxttakt om 55 % enligt Blackridge Research, vilket är en snabbare förväntad tillväxttakt än exempelvis den svenska marknaden. Detta antas bl.a. vara hänförligt till att den norska solenergimarknaden är något mindre utvecklad än den svenska till följd av den goda tillgången till vatten- samt vindkraft, vilket medfört en långsammare utveckling för solenergi, något som dock väntas förändras framgent i takt med en fortsatt accelererande elektrifiering. Den geografiska expansionen blir nästa steg i Windons tillväxtstrategi, där Bolaget tidigare bl.a. har adderat nya kund- och produktsegment, samtidigt som den finansiella risken begränsas genom att avtalet innebär att varje part ska bära egna kostnader under det första verksamhetsåret, vilket till största del avser produktionskostnader för Windon.

55 %  
Tillväxttakt i  
kapacitet på  
norska solenergi-  
marknaden

**Sammantaget** levererade Windon en omsättning och lönsamhet i nära linje med våra förväntningar, om än något högre. Bolaget vittnar om en vikande efterfrågan på solpaneler givet högre räntor och fallande elpriser, vilket i kombination med svagare säsongsmönster under Q4 och Q1 medför att vi estimerar något lägre försäljning under de kommande kvartalen. Däremot väntas Windon vara väl positionerade för att hantera ett mer utmanande marknadsklimat givet att Bolaget har adderat fler försäljningskanaler, där batterilagring ses som extra intressant under det kommande året. Därtill kvarstår den långsiktigt positiva vyn för solcellsmarknaden med en stark estimerad tillväxt, drivet av en ökad elektrifiering och efterfrågan på förnyelsebara energikällor, något som Windon förväntas kunna kapitalisera på även framgent.

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 mUSD, 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 medför ett breddat erbjudande

Wintons starka tillväxt under de senaste två åren är dels hänförlig till en stark tillväxt på marknaden till följd av en ökad avkastning på solceller givet stigande elpriser, dels ett ökat försäljningsfokus. Under det senaste året har dock stigande räntor och fallande elpriser försämrat investeringsviljan i solceller, varför Analyst Group ser positivt på att Winton har en tydlig tillväxtplan som redan har exekverats på för att bredda verksamheten och hantera en vikande marknad. Det finns goda möjligheter för Winton att fortsatt kunna addera fler installatörer, bl.a. givet den tidsbesparing som Bolagets montagesystem medför. Vidare förväntas Winton kunna addera ytterligare produktsegment till erbjudandet, exempelvis likt batterilagring under år 2023, vilket antas höja intäkten per levererat system, öka konkurrenskraften mot kund samt bidra till förbättrad lönsamhet. Winton har också adderat nya kundsegment genom att adressera företagsmarknaden, där allt fler fastighets- och industribolag idag investerar i solceller samt utvecklat en fristående affär för montagesystemet för att addera ännu ett intäktsben. Slutligen har Winton även expanderat till den norska marknaden genom ett joint venture. Sammantaget anser Analyst Group att detta medför ett breddat erbjudande och en större adresserbar marknad för att hantera ett mer utmanande marknadsklimat.

## En produktionsprocess med flera fördelar

Winton agerar själva som en producent av solcellssystemen till skillnad från flera av Bolagets konkurrenter vilka agerar som importörer, 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 medför att Winton har en god leveransförmåga. Det ska dock sägas att Windons växelriktare, batterilagringssystem samt enklare solpaneler importeras från Kina. 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 Windons produktionsprocess medföra konkurrensfördelar som medför att Bolaget kan fortsätta växa starkt framgent.

8 % bättre effekt genom Windons solpaneler

## Prognos och värdering

Analyst Group estimerar en omsättning om 88,2 MSEK år 2023 för att därefter växa till 121,4 MSEK år 2026, 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. Detta motsvarar en årlig tillväxt om 28 % mellan åren 2022-2026, med en EBITDA-marginal om 14 % år 2026. Baserat på en omsättning om 88,2 MSEK år 2023, en applicerad multipel om EV/S 1,5x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 11,7 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. Därtill har fallande elpriser under år 2023 i kombination med stigande räntor medfört en lägre efterfrågan på solpaneler, vilket väntas påverka Winton under år 2024. Samtidigt väntas Winton lansera nya produkter och intäktsben som antas ha en högre marginal, exempelvis batterilagring, vilket adderades under Q3-23, eller elbilsladdare som väntas adderas framgent, samt separat försäljning av montagesystemet, vilket således till viss del kan motverka denna effekt.

Tuffare marknadsförhållanden utgör en risk på kort sikt

## Windons solcells-system

### Solcellspaneler



Solcellspanelerna består dels av Windons egentillverkade, Windon Effekta, dels av en enklare standardpanel som importerar 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 importerar 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 intäktmodell

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 främst i Sverige till installatörer som i sin tur installerar systemen hos slutkund, vilket till största del utgörs av privatkunder, således är intäktmodellen B2B. Windon har även expanderat till Norge genom ett joint venture med norska partners för att bearbeta den norska marknaden.

## 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 importerar från kinesiska JH Solar. Windons växelriktare, vilka är av märket Deye, importerar 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 som redan har och förväntas fortsätta exekveras på:

- **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 såsom Norge. 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. 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.

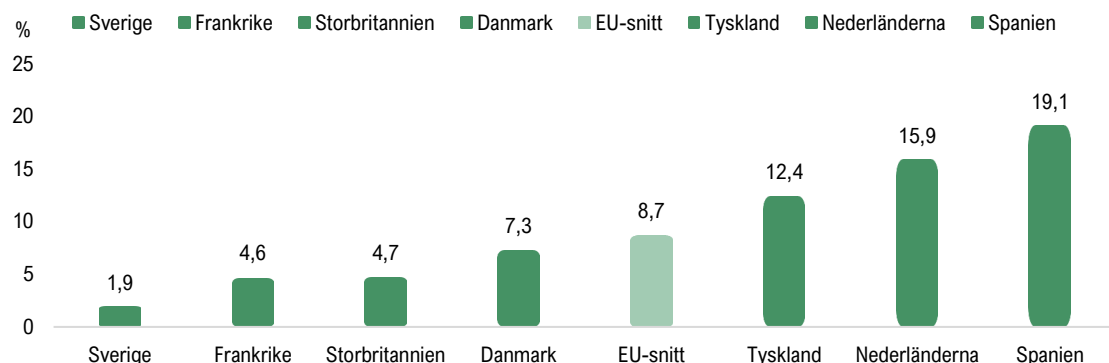
### Omställning mot förnybar energi driver marknaden

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.

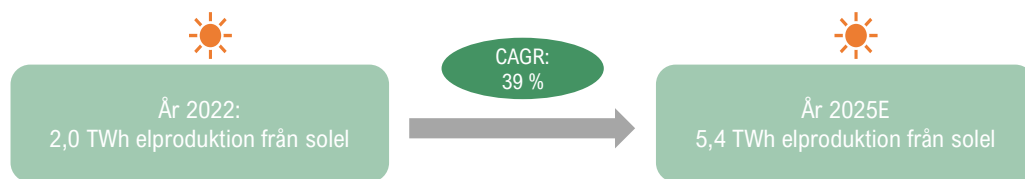
**Kortare ledtider**  
till följd av  
europaisk  
produktion

### 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

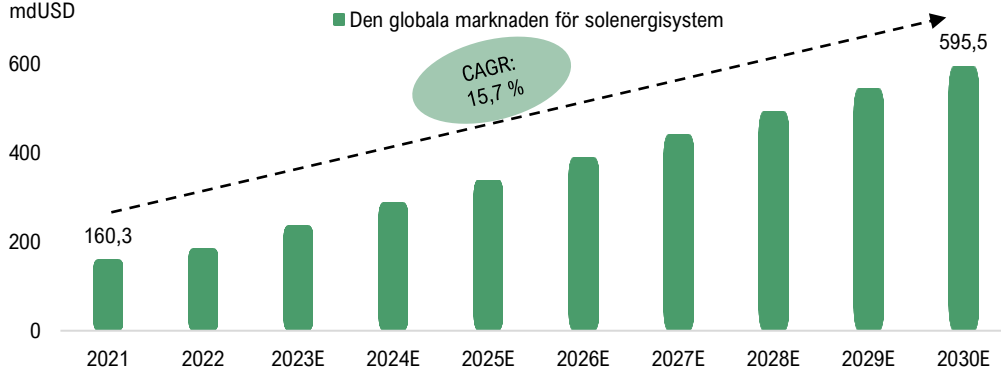


Källa: Energimyndigheten

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) tills år 2030, för att då värderas till ca 596 mdUSD. Winda 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 Winda 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 vädet 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 de tre första kvartalen år 2023 har omsättningen fortsatt att växa starkt och uppgår till ca 74,4 MSEK, vilket således överstiger 2022 års totala omsättning. Detta anses vara hänförligt till ett förbättrat försäljningsfokus i kombination med en stark tillväxt på solcellsmarknaden år 2022, vilket drevs på av höga energipriser. Däremot har de makroekonomiska vindarna vänt under år 2023 med stigande räntor och fallande elpriser med minskad investeringsvilja i solceller som följd, vilket väntas påverka Windons omsättningstillväxt främst under år 2024. Dock har Windons tillväxtplan breddat erbjudandet, ökat intäktsdiversifieringen och ökat den adresserbara marknaden, vilket väntas kunna motverka denna effekt till viss del.

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. 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 inkluderats i systemet. Detta estimeras stärka efterfrågan kraftigt på Windons system under kommande år, speciellt givet den goda ROI som för närvarande råder på att ansluta batterier till stödtjänster till elnätet.

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 har Windon börjat 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. Genom att adressera även företagsmarknaden förväntas Windon, givet de fördelar som Bolagets produkter besitter, kunna vinna marknadsandelar på marknaden för solceller.

Vidare väntas Windon även expandera till Norge genom ett joint venture med norska partners. Den norska solenergimarknaden förväntas uppvisa en tillväxt om 55 % mellan åren 2022-2028, där viktiga tillväxtfaktorer under kommande år är en ökad medvetenhet för klimatfrågor, en ökad vilja att vara självförsörjande av energi, samt fortsatta regleringar från stater och organisationer med avsikt att öka incitament för investeringar i solenergi. Givet nämnda fördelar som Windons solcellssystem besitter väntas Bolaget kunna penetrera den norska marknaden och vinna marknadsandelar samt kapitalisera på den förväntade marknadstillväxten. Den norska verksamheten kommer påbörja sin drift under Q4-23 och Analyst Group estimerar en god finansiell påverkan för Bolaget gällande omsättning från H2-24.

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



#### Addera nya återförsäljare

Givet tillväxten under år 2023 antas Windon ha adderat flertalet nya återförsäljare under året.



#### Nya produktsegment

Windon har 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 montage-system separat

Givet de fördelar som finns med montagesystemet väntas Windon kunna sälja dessa separat.



#### Geografisk expansion

Genom ett joint venture med norska partners har Windon under det tredje kvartalet expanderat till Norge.



Källa: Analyst Group och Bolaget

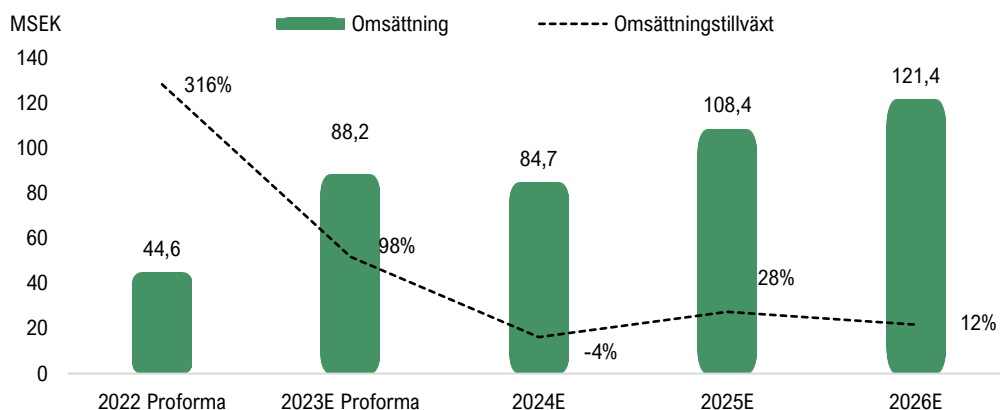


I spåren av år 2022, vilket var ett rekordår både för solceller i allmänhet och Windon i synnerhet, har Bolaget under år 2023 fortsatt påvisa en stark försäljningsutveckling. Till följd av en tuffare marknad samt säsongsmönster estimerar Analyst Group en något svagare försäljning under Q4-23 uppgående till 13,7 MSEK, vilket således medför en helårsomsättning om 88,2 MSEK och en tillväxt om 98 % för året. Den tuffare marknaden förväntas vidare prägla även det första halvåret 2024, vilket påverkar omsättningen. Däremot har Windon under Q3-23 adderat både batterilagring samt en enklare standardpanel till sortimentet, vilket väntas medföra en ökad efterfrågan på Bolagets system, vilket således kan motverka den tuffare marknaden till viss del. Speciellt stor potential ser vi i batterilagringen givet, som tidigare nämnt, en ökad avkastning på att ansluta batterier till stödtjänster för elnätet samt att slutkunder erhåller ett s.k. grön teknik-avdrag om 50 % vid installation av batterier och solceller, vilket således även bidrar till en ökad efterfrågan på Windons solpaneler.

Därtill estimeras Windons expansion till Norge börja bidra med en god omsättning från H2-24, vilket således bidrar ytterligare till tillväxt. Sammantaget estimeras Windon under år 2024 minska omsättningen något, varför en omsättning om 84,7 MSEK estimeras. Under H2-24 förväntas dock lättnader avseende makroekonomiska faktorer med mer normala elpriser, vilket därmed förbättrar investeringskalkylen för solceller och kan driva en fortsatt tillväxt för Windon under år 2025. Detta, i kombination med ökad efterfrågan på systemen genom adderingen av batterilagring, den höga kvaliteten på Windons produkter, de konkurrensfördelar som Bolaget besitter med bl.a. det etsade glaset i solpanelerna och det tidsbesparande montagesystemet, samt en lyckad expansion till Norge, estimeras bidra till en stark tillväxt om 28 % år 2025. Under år 2025 estimeras således en omsättning om 108,4 MSEK som sedan väntas fortsätta växa stabilt under år 2026 med 12 %, varpå omsättningen uppgår till 121,4 MSEK vid slutet av prognosperioden.

#### Omsättningen estimeras sjunka under år 2024 i en tuffare marknad för att ta fart igen år 2025.

Estimerad omsättning och omsättningstillväxt



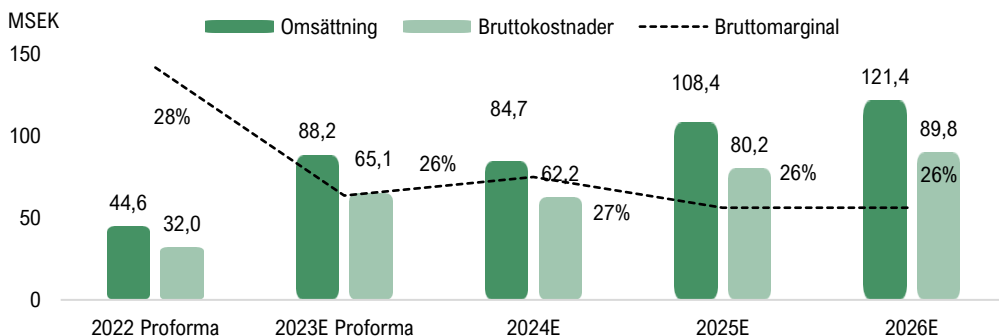
Källa: Analyst Groups prognoser

#### 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. Därtill antas batterilagringssystemen inneha en något högre bruttomarginal. Således estimeras en stabil bruttomarginal under prognosperioden, vilken uppgår till 26,2 % år 2023 för att sedan sjunka till 26 % år 2026.

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

Estimerad omsättning bruttokostnader och bruttomarginal



Källa: Analyst Groups prognoser

**Rörelsekostnader 2023-2026**

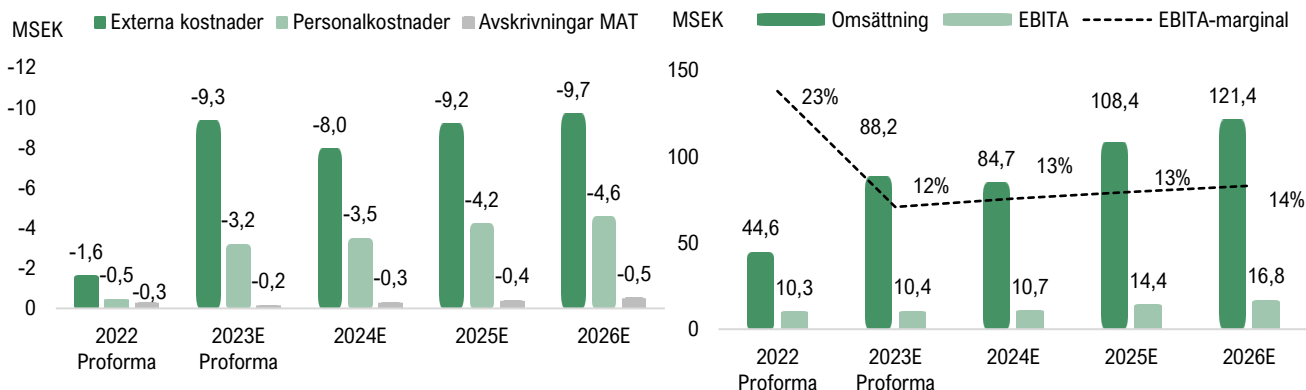
Avseende personalkostnader så har dessa historiskt varit låga, men förväntas växa under år 2023 genom att tidigare konsulter nu anställs i Bolaget, samt att en person till inom försäljning anställs under året. I takt med att Windon under prognosperioden förväntas växa antas Bolaget behöva stärka personalen ytterligare inom försäljning men även lagerpersonal, vilket även förväntas drivas på av att nya produktsegment, såsom batterilagring, har lanserats. Därtill väntas Windon påbörja en expansion till den norska marknaden genom ett joint venture under Q4-23, där Bolaget ska bidra med produktsortiment och teknisk expertis samtidigt som en norsk partner kommer hantera marknadsbearbetning och den dagliga driften av verksamheten på marknaden. Under det första verksamhetsåret kommer varje part stå för sina egna kostnader, vilket för Windon till största del innebär produktionskostnader, något som därmed begränsar den finansiella påverkan och därmed reducerar risken för Bolaget. Däremot estimeras expansionen medföra högre personalkostnader från år 2025, hänförligt till personal inom försäljning men även lagerpersonal. 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 4,6 MSEK år 2026. Avseende avskrivningar så väntas dessa till stor del vara hänförliga till goodwill under prognosperioden, därtill mindre avskrivningar på inventarier.

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, bl.a. på den norska marknaden. Dock estimeras kostnaderna öka i en långsammare takt än omsättningen under prognosperioden.

**Minskade rörelsekostnader i förhållande till omsättningen**

**En stabil EBITA-marginal förväntas framgent, till följd av en stabil bruttomarginal och låg andel fasta kostnader.**

Finansiella prognoser, 2022-2026E



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 elbilsladdare 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.

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 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.

12 %

Omsättningstillväxt

-15 %

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.

-5 %

Omsättningstillväxt

5 %

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 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

7 %

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.

85 %

Omsättningstillväxt

4 %

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.

49 %<sup>1</sup>

Omsättningstillväxt

-2 %

EBITDA-marginal

<sup>1</sup>Organisk 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	3,0	1,4	1,2	1,1	0,4	1,2	1,2	0,9 <sup>2</sup>
EV/S	0,2	3,6	1,8	1,3	1,0	0,5	1,4	1,1	0,8 <sup>2</sup>
EV/EBITDA	-35,7	-23,3	32,9	16,8	22,8	43,0	9,4	19,8	6,0 <sup>2</sup>
Börsvärde	39	202	1 295	1 695	1 397	1 095	954	1 195	77
Omsättning	273	69	901	1 402	1 258	2 884	1 131	1 079	86 <sup>2</sup>
Bruttomarginal	38%	72%	49%	45%	39%	32%	46%	42%	26% <sup>2</sup>
EBITDA-marginal	-1%	-15%	5%	7%	4%	-2%	0%	2%	14% <sup>2</sup>
Omsättningstillväxt Y-Y	113%	12%	-5%	-1%	85%	49% <sup>1</sup>	42%	31%	316% <sup>3</sup>
EBITDA-tillväxt Y-Y	-184%	-173%	-60%	-55%	-19%	-76%	-95%	-68%	989% <sup>3</sup>
Soliditet	26%	51%	49%	50%	67%	43%	47%	49%	82%
Skuldsättningsgrad	2,9	1,0	1,1	1,0	0,5	1,3	1,3	1,0	0,2
Kapitalomsättningshastighet	2,9	0,3	0,6	1,2	1,2	1,1	1,2	1,1	1,3

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

<sup>2</sup>Baserat på LTM-resultat enligt Analyst Groups beräkningar och uppskattningar

<sup>3</sup>Tillväxt 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 1,1x 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, vilket motiverar en värderingspremie. Vidare uppvisar Windon en lägre bruttomarginal än jämförelsebolagen, vilket indikerar en lägre lönsamhetspotential, däremot uppvisar Bolaget en starkare EBITDA-marginal, vilket motiverar en premievärdering. Givet att Windon fortsatt opererar med en låg operativ kostnadsbas anses Bolaget kunna upprätthålla en god marginal även på en vikande marknad. Slutligen har Windon en starkare soliditet och en lägre skuldsättningsgrad än peer-gruppen, vilket indikerar en lägre risk avseende kapitalstrukturen.

Sedan vår senaste analys av Windon har medianmultipeln bland peers sjunkit från 1,9x till 1,1x, vilket indikerar sämre förväntade marknadsförhållanden framgent inom Bolagets bransch. Analyst Group anser dock att Windon står väl rustade för detta genom att Bolaget har breddat erbjudandet med främst batterilagring och således ökat den adresserbara marknaden. Därmed anser vi, till skillnad från vår förra analys-uppdatering, att Windon förtjänar en värderingspremie i jämförelse med peer-gruppen.

Mot bakgrund av ovan resonemang anser Analyst Group att Windon bör värderas till en EV/S-multipel om 1,5x på 2023 års omsättning. Detta ger, givet 2023 års estimerade nettoomsättning om 88,2 MSEK, ett Enterprise Value om ca 136 MSEK. Utifrån tillägget av Windons nettokassa motsvarar det ett potentiellt värde per aktie om 11,7 kr i ett 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 12,1 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.

**11,7 kr**  
Base scenario

### Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Windon kunna växa omsättningen i en än snabbare takt jämfört med ett Base scenario. Även om marknaden för solceller försvagas under år 2024 förväntas Windon kunna växa försäljningen genom att Bolagets montagesystem, vilket sparar installatörerna mycket tid, blir allt mer populärt bland kunder, vilket bidrar till att fler vill använda Windons system, samtidigt som montage-systemen förväntas säljas separat och bidra med ytterligare ett intäktsben. Dessutom medför adderingen av batterilagring och en enklare standardpanel till en ökad konkurrenskraft för Bolagets produkter, vilket estimeras stärka försäljningen från Q4-23. Vidare under prognosperioden förväntas en lyckad expansion till Norge, något som bidrar till ytterligare tillväxt främst från år 2025. I ett Bull scenario estimeras omsättningen växa från 45 MSEK år 2022 till 148 MSEK år 2026, motsvarande en CAGR om 35 %.

I ett Bull scenario estimeras en något högre bruttomarginal under prognosperioden, uppgående till 27 %, hänförligt till att de konkurrensfördelar som Windon 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 14 % år 2023 för att sedan stiga något till 16 % år 2026.

Baserat på en omsättning om 96,8 MSEK år 2023 samt en applicerad målmultipel om EV/S 1,8x, således högre än i ett Base scenario (1,5x) till följd av högre förväntad tillväxt samt marginaler, härleds ett potentiellt värde per aktie om 14,8 kr i ett Bull scenario.

14,8 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 89 % för att totalt uppgå till 84,4 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.

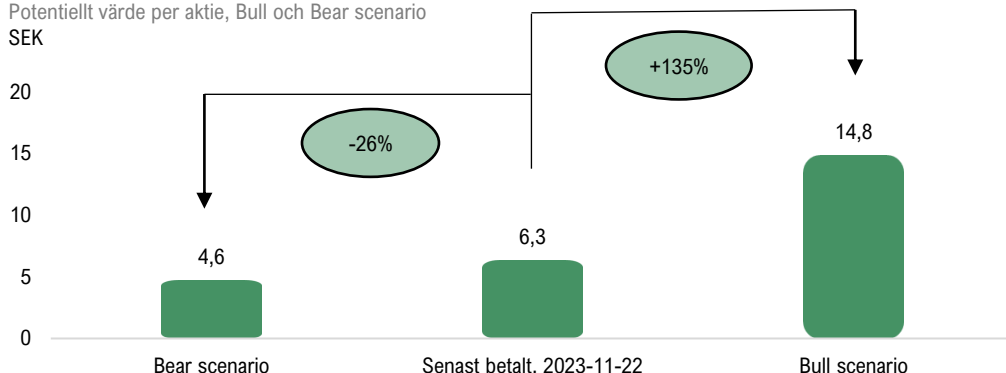
Till följd av en ökad konkurrens estimeras en lägre bruttomarginal då Windon tvingas pressa priserna på Bolagets produkter. Avseende rörelsekostnaderna antas dessa kunna hållas relativt konstanta i förhållande till omsättningen men givet den lägre bruttomarginalen medför det även en lägre EBITDA-marginal än i ett Base scenario. I ett Bear scenario estimeras EBITDA-marginalen sjunka från 24 % år 2022 till 10 % år 2026.

Baserat på en omsättning om 84,4 MSEK år 2023 samt en applicerad målmultipel om EV/S 0,6x, således lägre än i ett Base scenario (1,5x) till följd av lägre förväntad tillväxt samt marginaler, härleds ett potentiellt värde per aktie om 4,6 kr i ett Bear scenario.

4,6 kr  
Bear scenario

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

Potentiellt värde per aktie, Bull och Bear scenario  
SEK

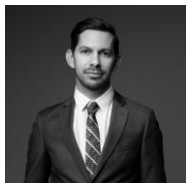


Källa: Analyst Groups värdering



### 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.*



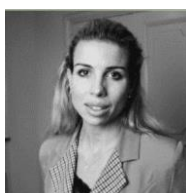
### Christer Nilsson, COO

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 1 073 667 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

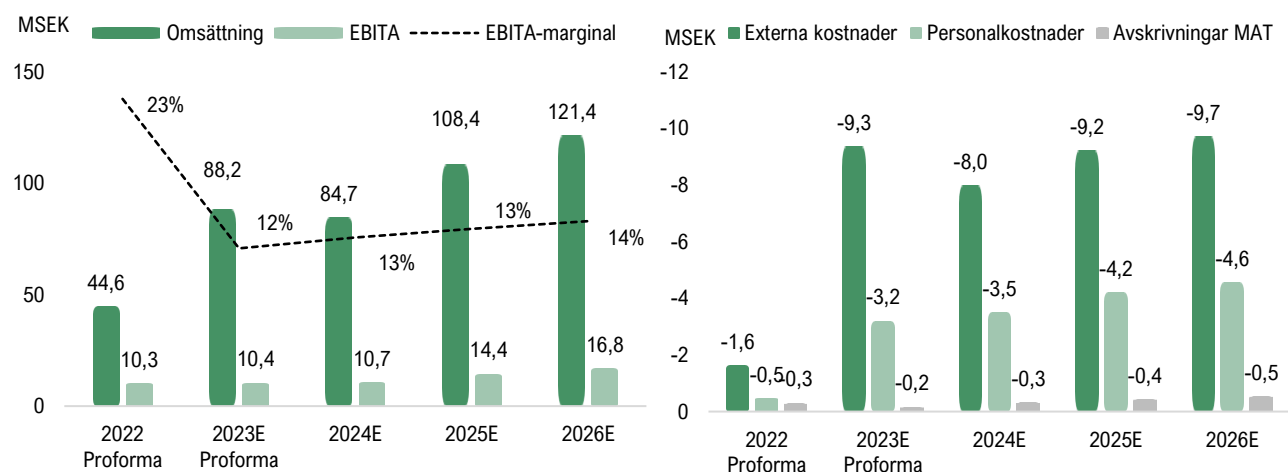
Vahid har startat ett flertal bolag sedan år 2004, vilket inkluderar obemannade butiker, trådlösa hörlurar och energidryck för kvinnor. Han har även utfört studier vid Handelshögskolan i Stockholm. *Vahid innehar 1 073 667 aktier (8,8 %).*



### 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 %).*

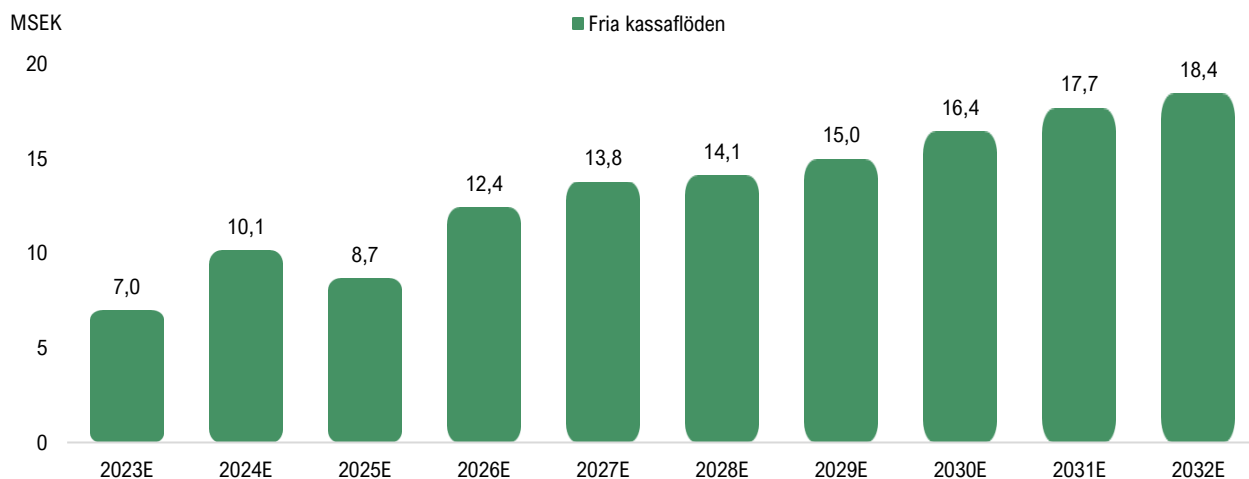
Base scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E proforma	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	88,2	84,7	108,4	121,4
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>44,6</b>	<b>88,2</b>	<b>84,7</b>	<b>108,4</b>	<b>121,4</b>
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-65,1	-62,2	-80,2	-89,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>23,1</b>	<b>22,4</b>	<b>28,2</b>	<b>31,6</b>
Bruttomarginal	28%	26%	27%	26%	26%
Övriga externa kostnader	-1,6	-9,3	-8,0	-9,2	-9,7
Personalkostnader	-0,5	-3,2	-3,5	-4,2	-4,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>10,6</b>	<b>11,0</b>	<b>14,8</b>	<b>17,3</b>
EBITDA-marginal	24%	12%	13%	14%	14%
Avskrivningar MAT	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
<b>EBITA</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,7</b>	<b>14,4</b>	<b>16,8</b>
EBITA-marginal	23%	12%	13%	13%	14%
Avskrivningar Goodwill	0,0	-1,8	-4,8	-4,8	-4,8
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>8,6</b>	<b>6,2</b>	<b>9,9</b>	<b>12,5</b>
EBIT-marginal	23%	10%	7%	9%	10%
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>8,6</b>	<b>6,1</b>	<b>9,9</b>	<b>12,5</b>
Skatt	-2,3	-1,8	-1,3	-2,1	-2,7
<b>Nettoresultat</b>	<b>8,0</b>	<b>6,7</b>	<b>4,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>
Nettomarginal	18%	8%	6%	7%	8%



DCF - Base scenario (MSEK)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Terminal Value
<b>EBIT</b>	<b>8,8</b>	<b>6,2</b>	<b>9,9</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>16,8</b>	<b>21,5</b>	<b>22,9</b>	<b>23,9</b>	<b>24,9</b>	<b>25,1</b>
Skatt	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
<b>EBIT (1-skatt)</b>	<b>6,9</b>	<b>4,8</b>	<b>7,8</b>	<b>9,8</b>	<b>10,5</b>	<b>13,2</b>	<b>16,9</b>	<b>18,0</b>	<b>18,8</b>	<b>19,6</b>	<b>19,8</b>
+ Avskrivningar	1,8	4,8	4,8	4,8	5,3	3,4	0,3	0,2	0,2	0,1	0,4
- Capex	-0,5	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,4
Förändringar i rörelsekapital	-1,2	1,2	-3,4	-1,7	-1,6	-1,8	-1,9	-1,5	-1,1	-1,1	0,5
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>7,0</b>	<b>10,1</b>	<b>8,7</b>	<b>12,4</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>15,0</b>	<b>16,4</b>	<b>17,7</b>	<b>18,4</b>	<b>20,3</b>
WACC	12,4%										
Diskonteringsperiod	0,2	1,2	2,2	3,2	4,2	5,2	6,2	7,2	8,2	9,2	9,2
Diskonteringsfaktor	0,98	0,87	0,77	0,69	0,61	0,55	0,49	0,43	0,38	0,34	0,34
<b>DCF - Värdet av diskonterade kassaflöden</b>	<b>6,8</b>	<b>8,8</b>	<b>6,7</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>	<b>7,7</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>6,8</b>	<b>6,3</b>	<b>66,7</b>

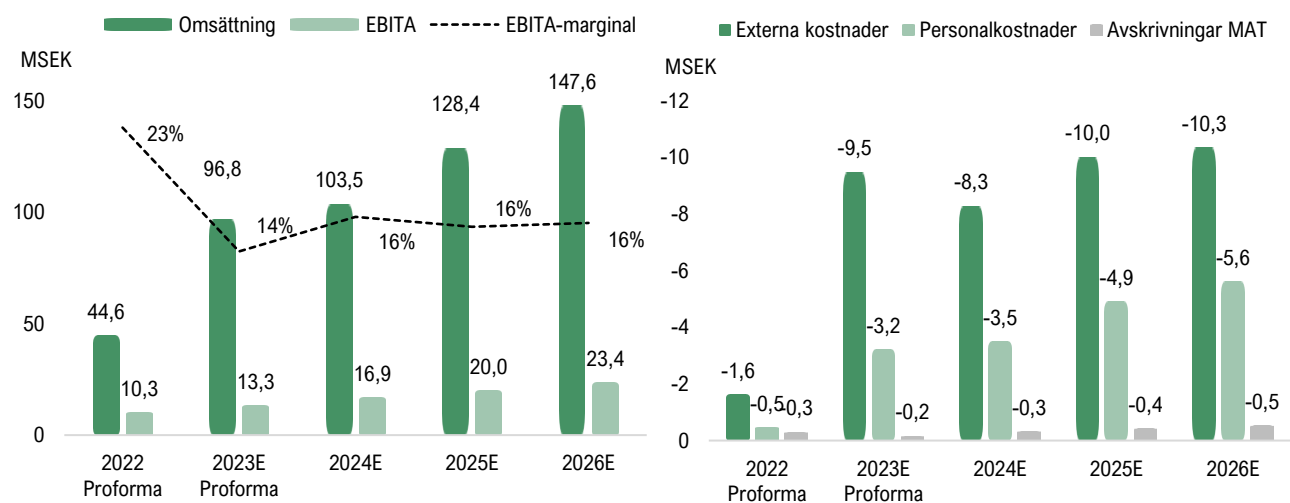
## DCF-värdering

WACC	12,4%
Nuvärde fria kassaflöden	74 472 115
Terminalvärde	66 734 277
<b>Enterprise Value</b>	<b>141 206 392</b>
Nettoskuld	-5 865 000
<b>Börsvärde</b>	<b>147 071 392</b>
Antal aktier	12 160 000
<b>Värde per aktie</b>	<b>12,1</b>

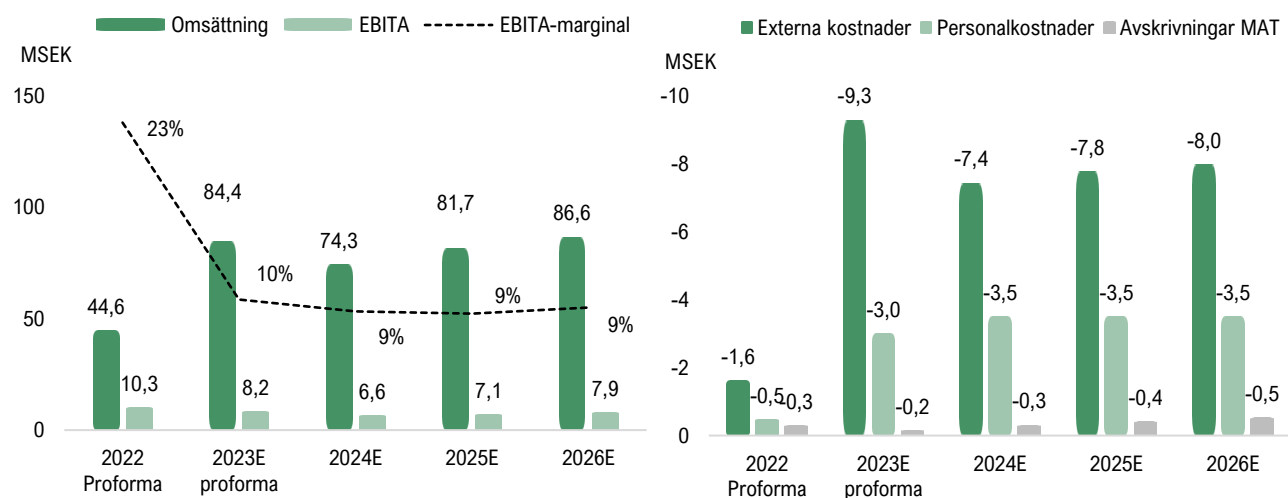




Bull scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E proforma	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	96,8	103,5	128,4	147,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>44,6</b>	<b>96,8</b>	<b>103,5</b>	<b>128,4</b>	<b>147,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-70,6	-74,5	-93,1	-107,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>26,1</b>	<b>29,0</b>	<b>35,3</b>	<b>39,9</b>
Bruttomarginal	28%	27%	28%	28%	27%
Övriga externa kostnader	-1,6	-9,5	-8,3	-10,0	-10,3
Personalkostnader	-0,5	-3,2	-3,5	-4,9	-5,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>13,4</b>	<b>17,2</b>	<b>20,4</b>	<b>23,9</b>
EBITDA-marginal	24%	14%	17%	16%	16%
Avskrivningar MAT	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
<b>EBITA</b>	<b>10,3</b>	<b>13,3</b>	<b>16,9</b>	<b>20,0</b>	<b>23,4</b>
EBITA-marginal	23%	14%	16%	16%	16%
Avskrivningar Goodwill	0,0	-1,8	-4,8	-4,8	-4,8
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>11,6</b>	<b>12,4</b>	<b>15,6</b>	<b>19,1</b>
EBIT-marginal	23%	12%	12%	12%	13%
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>11,6</b>	<b>12,4</b>	<b>15,5</b>	<b>19,1</b>
Skatt	-2,3	-2,5	-2,6	-3,3	-4,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>8,0</b>	<b>9,1</b>	<b>9,7</b>	<b>12,2</b>	<b>15,0</b>
Nettomarginal	18%	9%	9%	10%	10%



Bear scenario (MSEK)	2022 proforma	2023E proforma	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	44,6	84,4	74,3	81,7	86,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>44,6</b>	<b>84,4</b>	<b>74,3</b>	<b>81,7</b>	<b>86,6</b>
Råvaror och förnödenheter	-32,0	-63,7	-56,4	-62,9	-66,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>12,6</b>	<b>20,7</b>	<b>17,8</b>	<b>18,8</b>	<b>19,9</b>
Bruttomarginal	28%	25%	24%	23%	23%
Övriga externa kostnader	-1,6	-9,3	-7,4	-7,8	-8,0
Personalkostnader	-0,5	-3,0	-3,5	-3,5	-3,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>10,5</b>	<b>8,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>
EBITDA-marginal	24%	10%	9%	9%	10%
Avskrivningar MAT	-0,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,5
<b>EBITA</b>	<b>10,3</b>	<b>8,2</b>	<b>6,6</b>	<b>7,1</b>	<b>7,9</b>
EBITA-marginal	23%	10%	9%	9%	9%
Avskrivningar Goodwill	0,0	-2,0	-5,1	-5,2	-5,3
<b>EBIT</b>	<b>10,3</b>	<b>6,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>
EBIT-marginal	23%	8%	2%	3%	4%
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>1,7</b>	<b>2,3</b>	<b>3,1</b>
Skatt	-2,3	-1,4	-0,4	-0,5	-0,7
<b>Nettoresultat</b>	<b>8,0</b>	<b>5,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>
Nettomarginal	18%	6%	2%	2%	3%



# 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.