

Wicon Energy Group (WEG)



Lönsamhet på tillväxtmarknad till låg värdering

Det fjärde kvartalet blev något mer utmanande för Wicon Energy Group AB ("Wicon" eller "Bolaget") till följd av tuffare marknadsförhållanden, vilka förväntas hålla i sig under H1-24. Däremot väntas räntesänkningar ligga i korten till sommaren, vilket förväntas stärka investeringsviljan främst hos konsumenter, något som sedan estimeras bädda för ett starkt år 2025. Wicon värderas för närvarande till EV/EBITA 3,7x på 2023 års resultat justerat för noteringskostnader och sett till våra estimat för år 2025 uppgår värderingen till EV/EBITA 3,2x, varför Analyst Group ser betydande uppsida i aktien. Baserat på en estimerad omsättning om 70,4 MSEK år 2024 och en målmultipel om EV/S 1,8x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 11,5 (11,7) kr i ett Base scenario.

▪ Svårare marknadsförhållanden påverkade omsättningen

Omsättningen under Q4-23 uppgick till 8,4 MSEK, jämfört med vårt estimat om 13,7 MSEK. Stigande räntor och fallande elpriser under år 2023 har påverkat privatpersoners investeringsvilja, vilket också har påverkat Wicons omsättning under avslutningen på året. Det utmanande klimatet förväntas kvarstå under H1-24 och således fortsatt påverka Wicons försäljning. Däremot förväntas de första räntesänkningarna under sommaren, vilket väntas stärka efterfrågan på såväl solceller som batterier under H2-24 och framgent.

▪ Låg kostnadsbas understödde lönsamheten

EBITA-resultatet uppgick till -0,5 MSEK under det fjärde kvartalet, vilket Analyst Group ser som ett bevis att Wicon kan hantera även tuffare kvartal utan större förluster. De totala rörelsekostnaderna exkl. avskrivningar uppgick till -2,4 MSEK, vilket understryker den låga kostnadsbas som Wicon opererar med.

▪ Exklusiv distributör för banbrytande vindturbin

Wicon meddelade efter utgången av det fjärde kvartalet att Bolaget blir exklusiv distributör för RidgeBlade, en banbrytande takmonterad vindturbin som genererar ren och förnybar energi på plats, i Sverige och Norge. De första produkterna väntas levereras under andra halvåret år 2024, varför vi inte någon större finansiell påverkan förväntas under innevarande år, däremot ser vi det exklusiva distributörsavtalet som en stark värde drivare på sikt, givet den höga efterfrågan som väntas och som redan till viss del har påvisats genom att över 50 installatörer har kontaktat Wicon gällande RidgeBlade.

▪ Små justeringar i värderingsintervallet

Resultatet under det fjärde kvartalet var något under våra förväntningar till följd av tuffare marknadsförhållanden. Utmaningarna som väntas fortgå under H1-24 medför att vi har reviderat våra prognoser något för år 2024. Lättnader avseende viktiga makroekonomiska faktorer väntas däremot under H2-24, vilket bäddar för ett starkt år 2025. Likväl medför de uppdaterade prognoserna mindre justeringar i vår härledda värdering i samtliga scenarion.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

4,2 kr

Base

11,5 kr

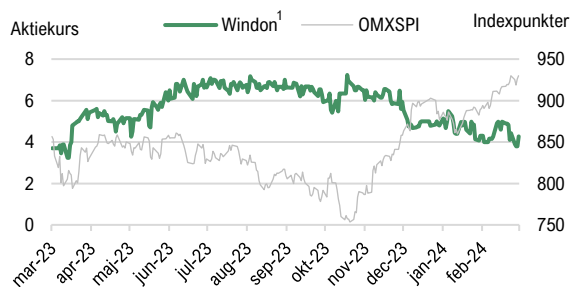
Bull

14,6 kr

NYCKELDATA

| | |
|-------------------------------|------------------------|
| Senast betalt (2024-03-07) | 4,28 |
| Antal Aktier (st.) | 12 160 000 |
| Market Cap (MSEK) | 52,0 |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) | -10,4 |
| Enterprise Value (MSEK) | 41,6 |
| Lista | Spotlight Stock Market |
| Kvartalsrapport 1 2024 | 2024-05-16 |

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) ² | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning | 82,8 | 70,4 | 99,3 | 113,2 |
| Bruttokostnader | -61,8 | -52,8 | -73,0 | -83,2 |
| Bruttoresultat | 21,2 | 17,6 | 26,3 | 30,0 |
| Bruttomarginal | 26% | 25% | 27% | 27% |
| Rörelsekostnader | -12,4 | -11,4 | -13,1 | -14,4 |
| EBITA | 8,8 | 6,2 | 13,2 | 15,6 |
| EBITA-marginal | 11% | 9% | 13% | 14% |
| P/S | 0,6 | 0,7 | 0,5 | 0,5 |
| EV/S | 0,5 | 0,6 | 0,4 | 0,4 |
| EV/EBITDA | 3,7 ³ | 6,7 | 3,2 | 2,7 |
| EV/EBITA | 3,7 ³ | 6,8 | 3,2 | 2,7 |

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

²Exkl. försäljning av RidgeBlade

³Justerat för noteringskostnader om 2,4 MSEK under år 2023

Innehållsförteckning

| | |
|----------------------|-------|
| Kommentar Q4-rapport | 3-4 |
| Investeringssidé | 5 |
| Bolagsbeskrivning | 6-7 |
| Marknadsanalys | 8-9 |
| RidgeBlade | 10 |
| Finansiell prognos | 11-13 |
| Värdering | 14-15 |
| Bull & Bear | 16 |
| Ledning & Styrelse | 17 |
| Appendix | 18-21 |
| Disclaimer | 22 |

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. Därtill är Windon exklusiv distributör av den unika vindturbinen RidgeBlade i Sverige och Norge. Affärsmodellen är B2B där försäljning av solcellsanläggningarna sker till installatörer. Således agerar Windon som en ren producent snarare än en installatör. 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

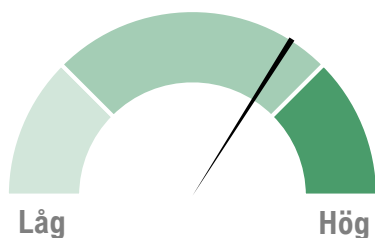
ANALYTIKER

Namn Axel Ljunghammer

Telefon +46 706-554 551

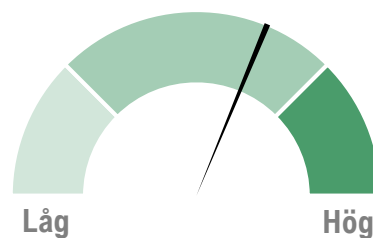
E-mail axel.ljunghammer@hotmail.com

Värde drivare



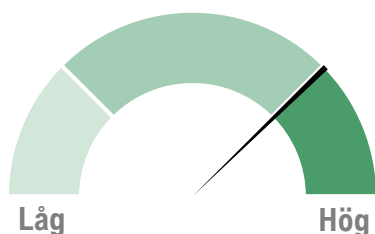
Windon har en tydlig tillväxtplan, vilken bl.a. innefattar att addera nya produktsegment till Bolagets erbjudande, exempelvis batterilagring som adderades under juli år 2023, vilket är något som på så sätt ökar värdet per levererat system. Windon är även exklusiv distributör för RidgeBlade i Sverige och Norge, vilket har skapat ett stort intresse hos flera potentiella kunder, vilket kan driva tillväxten framgent. Slutligen verkar Windon på en marknad med fortsatt stark förväntad tillväxt med flera makrovindar i ryggen.

Lönsamhet



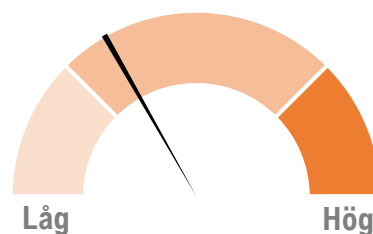
Windon har en stark historik av lönsamhet då Bolaget har uppvisat positivt rörelseresultat under varje år sedan år 2017. Under år 2023 uppgick EBITA-marginalen till 11 % och framgent väntas en stabil lönsamhet även i en tuffare marknad med hänsyn till den låga fasta kostnadsbasen. Betyget utgår dock 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



Windon har en stark finansiell ställning genom att vara skuldfria och inneha en nettokassa om 10,4 MSEK. Däremot utgör den allmänna investeringsviljan avseende solceller en risk, vilken kan påverkas exempelvis av det allmänna konjunkturläget eller elpriser, något som förväntas påverka Bolaget negativt under de kommande kvartalen.

Omsättning något under våra förväntningar

Mer avvaktande marknad bidrog till lägre omsättning än väntat

Windon redovisade under det fjärde kvartalet en omsättning om 8,4 MSEK, jämfört med vårt estimat om 13,7 MSEK. Det fjärde kvartalet präglades av en mer avvaktande marknad jämfört med de tidigare rekordkvartalen under år 2023 dessförinnan. Stigande räntor och fallande elpriser under året har påverkat investeringsviljan i solcellsanläggningar, samtidigt som en tidig vinter medförde ökade svårigheter för installation av solpaneler, vilket antas vara förklaringar bakom skillnaden i omsättning jämfört med vårt estimat. Därtill har Skatteverket antagit en mer restriktiv tolkning gällande skattereduktion för batterilagring efter årsskiftet, vilket väntas påverka efterfrågan på batterier på kort sikt och förväntas tillsammans med en mer avvaktande marknad för solceller medföra några mer utmanande kvartal för Windon avseende försäljning. Däremot väntas räntetoppen vara nådd och sänkningar ligga i korten under H1-24, vilket återigen väntas stärka efterfrågan på såväl solceller som batterier.

Nytt EU-direktiv väntas driva marknaden

Vidare ser vi fortsatt flera starka värde drivare på längre sikt. Marknadstillväxten drivs på genom såväl nationella som internationella mål om att minska de globala utsläppen. Exempelvis kommer det enligt ett nytt EU-direktiv i samtliga EU-länder krävas solcellsinstallationer på alla nya offentliga och kommersiella byggnader senast år 2026, på samtliga nya bostadsbyggnader senast år 2029 och på icke-bostadsbyggnader som genomgår en relevant renovering senast år 2027, vilket väntas utgöra en stark tillväxt drivare på solcellsmarknaden inom Europa på lång sikt. Windon har även kommunicerat att bolaget löpande ser över möjligheterna att växa genom förvärv, där intressanta förvärvsobjekt antas vara inom segmenten energi, energieffektivisering och elektrifiering. Bolaget har en stark finansiell position genom att vara skuldfria och inneha en kassa om 10,4 MSEK, vilket skapar goda förutsättningar för att genomföra förvärv och således accelerera tillväxten.

Blir exklusiv distributör för takmonterad vindturbin

Därtill meddelade Windon efter det fjärde kvartalets utgång att bolaget tecknat ett avtal med Badger Energy för att bli exklusiv distributör för RidgeBlade i Sverige och Norge. RidgeBlade är en banbrytande takmonterad vindturbin som utnyttjar den turbulenta vind som skapas av taket för att generera ren och förnybar energi på plats. Givet RidgeBlades unikheter och att Windon blir exklusiv distributör väntar vi oss en hög efterfrågan på produkten, vilket redan har visat sig två veckor efter att Windon redovisade nyheten. Bolaget har kontaktats av 50 installatörer som är intresserade att bli partners varav ett LOI har ingåtts med fyra av dessa, samtidigt som över 500 privatpersoner har hört av sig med intresse för att få en offert. De första produkterna väntas levereras under slutet av år 2024, varför det inte väntas bidra nämnvärt till försäljningen under innevarande år. Däremot ser vi det exklusiva distributörsavtalet som en stark värde drivare på sikt, givet den höga efterfrågan som väntas och som redan till viss del har påvisats. Därtill väntas distributörsrätten möjliggöra att Windon kan korsförsälja solcellssystem och batterier till de installatörer som vill erbjuda RidgeBlade till slutkunden och således underlätta etableringen för Windon som helhet på den marknaden i Norge.

Stabil kostnadsbas med låga fasta kostnader

De totala rörelsekostnaderna exklusive avskrivningar uppgick under Q4-23 till -2,4 MSEK att jämföra med -2,6 MSEK under föregående kvartal, vilket påvisar att Windon opererar med en stabil kostnadsbas med låga fasta kostnader. Bruttomarginalen sjönk till 23 % under kvartalet jämfört med 29 % under föregående kvartal, vilket antas vara hänförligt till minskad försäljningsvolym och produktmix. Trots den vikande försäljningen och sjunkande bruttomarginalen redovisade Windon ett EBITA-resultat om -0,5 MSEK, vilket påvisar att Windon kan operera även med svårare marknadsförhållanden och svagare säsongsmässiga kvartal utan att redovisa större förluster. I tabellen på nästa sida följer en sammanfattning av våra estimat jämfört med utfallet.

| Utfall vs prognos (MSEK) | Q4-23E | Q4-23A | Diff |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning | 13,7 | 8,4 | -5,4 |
| Övriga rörelseintäkter | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Totala intäkter | 13,7 | 8,4 | -5,3 |
| Råvaror och förnödenheter | -9,8 | -6,5 | 3,3 |
| Bruttoresultat | 3,9 | 1,9 | -2,0 |
| Bruttomarginal | 28,3% | 23,0% | |
| Övriga externa kostnader | -1,8 | -1,6 | 0,2 |
| Personalkostnader | -0,6 | -0,8 | -0,2 |
| Övriga rörelsekostnader | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 1,4 | -0,5 | -1,9 |
| EBITDA-marginal | 10% | -6% | |
| Avskrivningar MAT | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITA | 1,4 | -0,5 | -1,9 |
| EBITA-marginal | 10% | -6% | |
| Avskrivningar Goodwill | -1,2 | -1,3 | -0,1 |
| EBIT | 0,2 | -1,8 | -2,0 |
| EBIT-marginal | 2% | -21% | |
| Finansiella intäkter | 0,0 | 0,1 | 0,1 |
| Finansiella kostnader | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 0,2 | -1,6 | -1,8 |
| Skatt | -0,1 | 0,2 | 0,2 |
| Nettoresultat | 0,2 | -1,4 | -1,6 |
| Nettomarginal | 1% | -17% | |

Ny regeltolkning från Skatteverket påverkar batterimarknaden

Efter årsskiftet 2023/2024 har Skatteverket ändrat tolkningen av skattereduktionen om 50 % som gäller vid installation av system för lagring av egenproducerad elenergi. Den nya tolkningen innebär att skattereduktionen endast tillämpas om de installerade batterierna i huvudsak används för att lagra egenproducerad el, vilket innebär att nyinstallerade batterier anslutna till Svenska kraftnäts tjänst för stödtjänster inte är berättigade till grönt teknik-avdrag från och med 2024. Att investera i ett batteri och ansluta till Svenska kraftnäts stödtjänster var lönsamt under 2023, vilket resulterade i en återbetalningstid på 2-3 år med det gröna teknik-avdraget om 50 % baserat på 2023 års priser och ökade starkt intresset för batteriinvesteringar. Följaktligen förlängs nu återbetalningstiden till cirka 5-6 år utan skattereduktionen, allt annat lika. Däremot gäller alltså skattereduktionen fortsatt vid installation av batterisystem för att lagra egenproducerad el, vilken sedan kan användas då solceller inte producerar någon el och då elpriserna är högre.

Den nya regeltolkningen anses kunna påverka investeringsviljan i batterier på kort sikt. Däremot är avkastningen på en investering i batterilager fortsatt god även utan skattereduktionen, baserat på historiska priser för stödtjänster. Därtill gör omställningen till mindre planerbara energikällor, såsom vind- och solenergi, att energilagring och andra flexibilitetstjänster väntas bli en viktig faktor för att stabilisera elnätet framgent. Således anses batteriaffären fortsatt utgöra en god tillväxt drivare för Windon framgent.

I den positiva regleringsvågskålen ligger dock det tidigare nämnda direktivet från EU som innebär att det i samtliga EU-länder kommer krävas solcellsinstallationer på samtliga nya offentliga och kommersiella byggnader senast år 2026, på samtliga nya bostadsbyggnader senast år 2029 och på icke-bostadsbyggnader som genomgår en relevant renovering senast år 2027. Direktivet väntas utgöra en stark tillväxt drivare på solcellsmarknaden inom unionen på lång sikt.

Sammantaget levererade Windon en rapport som försäljningsmässigt inte riktigt uppnådde våra förväntningar, givet en mer avvaktande marknad och tidig vinter. Den tuffare marknaden väntas fortsätta påverka Windon under H1-24 men där bl.a. räntesänkningar väntas driva upp försäljningen under H2-24. Bolaget fortsätter operera med en låg kostnadsbas och på längre sikt ser vi flera tydliga tillväxt drivare, där vi ser det exklusiva distributörsavtalet avseende försäljning av RidgeBlade som extra intressant.

Fortsatt god avkastning på batterilagring trots ny regeltolkning

Fortsatt stort utrymme för tillväxt för solenergi

Flera makrotrender gynnar Windon

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

Tydlig tillväxtplan medför ett breddat erbjudande

Windons starka tillväxt under de senaste två åren är dels hänförlig till en stark tillväxt på marknaden, 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 Windon har en tydlig tillväxtplan som redan har exekverats på för att bredda verksamheten och hantera en vikande marknad. Det finns goda möjligheter för Windon att fortsatt kunna addera fler installatörer, bl.a. givet den tidsbesparing som Bolagets montagesystem medför. Vidare förväntas Windon 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, där elbilsaddare kan bli nästa tänkbara produkt i erbjudandet. Windon 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. Sammantaget anser Analyst Group att detta medför ett breddat erbjudande och en större adresserbar marknad för att hantera ett mer utmanande marknadsklimat.

Exklusiv distributionsrätt för den innovativa vindturbinen RidgeBlade

Windon har, i hård konkurrens med andra aktörer, tecknat ett avtal med Badger Energy om att bli exklusiv distributör för RidgeBlade i Sverige och Norge – en banbrytande teknik för vindkraftsteknik för takinstallationer. RidgeBlade är en patenterad vindturbin som installeras på tak och genererar el som kan användas för att driva byggnaden eller matas ut på elnätet. Genom att turbinen installeras på lutande tak ökar vindeffekten då den rådande vinden tvingas färdas över takytan upp mot taknocken, där RidgeBlade sitter, vilket påskyndar luftflödet genom turbinen och därmed ökar energiproduktionen jämfört med ett traditionellt vindkraftverk. En fördel med tekniken jämfört med solceller är att den kan producera el under större delen av året, och dygnet, samt ökar därmed förutsägbarheten och avkastningen på investeringen, samtidigt som RidgeBlade med fördel därutöver kan användas i kombination med solceller. Windon förväntas uppleva en hög efterfrågan på produkten givet dess unikheter och goda energiproduktion, däremot förväntas den första produkten levereras under H2-24, varför avtalet utgör en mer långsiktig värde drivare.

Hög efterfrågan på RidgeBlade förväntas

Prognos och värdering

Analyst Group estimerar en omsättning om 70,4 MSEK år 2024 för att därefter växa till 126,8 MSEK år 2027, 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 23 % mellan åren 2022-2027, med en EBITA-marginal om 15 % år 2027. Baserat på en omsättning om 70,4 MSEK år 2024, en applicerad multipel om EV/S 1,8x, härleds ett potentiellt värde per aktie om 11,5 kr i ett Base scenario.

Ny regeltolkning från Skatteverket påverkar batterimarknaden

Skatteverket har ändrat tolkningen av skattereduktionerna om 50 % för installation av system för lagring av egenproducerad elenergi. Den nya tolkningen innebär att skattereduktionerna endast gäller när de installerade batterierna används huvudsakligen för att lagra egenproducerad el och exempelvis inte vid anslutning till Svenska kraftnäts stödtjänster, vilket har varit en stark drivare för en ökad investeringsvilja i batterilagring under år 2023, givet den snabba återbetalningstiden om 2-3 år. Med den nya tolkningen ökar således avbetalningstiden till 5-6 år, allt annat lika, vilket väntas hämma tillväxten för batterilagring på den svenska marknaden något på kort sikt. Däremot anser Analyst Group att avkastningen fortsatt är attraktiv och att batteriaffären kan bidra med god tillväxt under prognosperioden.

Slopad skattereduktion vid koppling till stödtjänster

Egentillverkade solpaneler

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 samt växelriktare från den ledande tillverkaren Deye och Solax. Utöver dessa produkter som tillhör solcellssystemet erbjuder Windon även batterilagringssystem från UZ Energy, ett bolag specialiserat inom premiumsegmentet för energilagringssystem samt vindturbinen RidgeBlade.

8 % bättre effekt genom Windons solpaneler

Windons egenproducerade solpaneler, Windon Effekta, tillverkas av OEM-tillverkare i Litauen där panelernas kisel importerats från Taiwan. 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. Windons montagesystem är egenutvecklat, patenterat och tillverkas i Sverige, vilket medför en god leveransförmåga. Genom montagesystemet kan en betydande tidsbesparing göras jämfört med andra system, vilket medför kostnadsbesparingar för installatörerna. Utöver solcellssystemen ingår även batterilagringssystem i erbjudandet, vilket kan användas för att lagra den energi som inte används omgående för senare bruk, alternativt matas ut på elnätet mot en ersättning. Windon har tecknat ett partneravtal med Checkwatt AB, en ledande aktör inom energilagring och stödtjänster, som innebär att Windon via Bolagets återförsäljare kan erbjuda slutkunderna kompletta batterilösningar som integreras med Checkwatts plattform för optimering och leverans av stödtjänster.

Slutligen väntas Windon även erbjuda den patenterade vindturbinen RidgeBlade, för vilken Bolaget erhållit exklusiv distributörsrätt i Sverige och Norge. RidgeBlade installeras på tak och kan liknas vid ett småskaligt vindkraftverk som genererar el vilken kan användas för att driva byggnaden eller matas ut på elnätet oberoende av solen. Den första leveransen av RidgeBlade förväntas under H2-24.

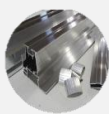
Windons erbjudande

Solcellspaneler



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

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.

Växelriktare



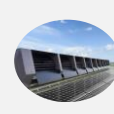
En växelriktare omvandlar den likström som solpanelerna producerar till växelström. Växelriktaren som ingår i Windons solcellssystem är av märket Deye.

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.

RidgeBlade vindturbin



RidgeBlade är en vindkraftsteknik för takinstallationer för vilken Windon har erhållit exklusiv distributörsrätt i Sverige och Norge. Produkten utnyttjar den turbulenta vind som skapas av tak på byggnader för att generera el.

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, samt de kompletterande produkterna batterilagring och från H2-24 vindturbinen RidgeBlade. Försäljningen sker idag främst i Sverige till installatörer (B2B) som i sin tur installerar systemen hos slutkund, vilket till största del utgörs av privatkunder, men även företagskunder. Den största delen av försäljningen är av hela system men montagesystemet säljs även separat.

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 importeras från kinesiska JH Solar. Windons växelriktare, vilka är av märket Deye, importeras 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.

Liten och effektiv organisation

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. Windon antas ha ökat möjligheterna att organiskt bygga upp ett återförsäljningsnätverk i Norge, såväl som att utöka det svenska, genom att ha säkrat den exklusiva distributörsrätten för RidgeBlade där en hög efterfrågan väntas framgent. Därtill antas Bolagets tidsbesparande montagesystem och de hållbara såväl som effektiva solcellspanelerna 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 elbilsladdare kunna bli aktuellt för att stärka Windons erbjudande ytterligare.

Därtill undersöker Windon möjligheten att växa genom förvärv inom segmenten energi, energi-effektivisering och elektrifiering. Bolaget har en stark finansiell position genom att vara skuldfria och inneha en kassa om 10,4 MSEK, vilket skapar goda förutsättningar för att genomföra förvärv och således accelerera tillväxten.

Har exekverat på tillväxtstrategin

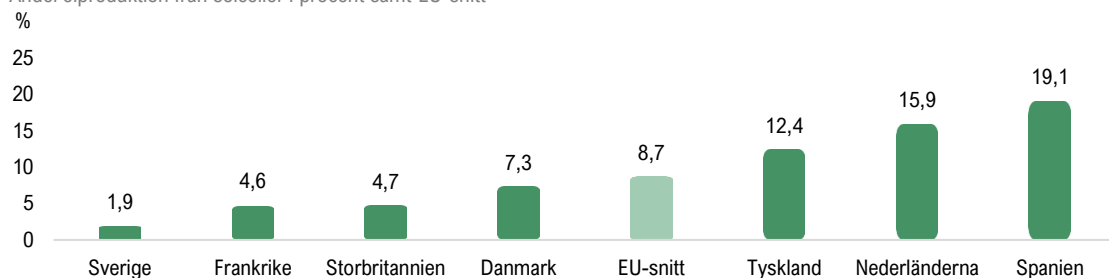
Omställning mot förnybar energi driver marknaden

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 55 % i Sverige under år 2023, men fortsatt kommer enbart cirka 1,9 % av den totala elproduktionen i landet från solceller enligt data från SCB och Svenska kraftnät, vilket kan jämföras med andra länder med liknande klimat som Danmark (7,3 %) och Nederländerna (15,9 %).

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 nätslutet solcellssystem. Därtill ges skattereduktion om 50 % av kostnaden för arbete och material vid installation av system för lagring av egenproducerad elenergi där batterierna uteslutande eller så gott som uteslutande används för att lagra egenproducerad el, vilket därmed är aktuellt för Winton givet inkluderingen av batterilagring i Bolagets erbjudande. Enligt ett nytt EU-direktiv kommer det i samtliga EU-länder krävas solcellsinstallationer på alla nya offentliga och kommersiella byggnader senast år 2026, på samtliga nya bostadsbyggnader senast år 2029 och på icke-bostadsbyggnader som genomgår en relevant renovering senast år 2027, vilket sammantaget förväntas driva på efterfrågan på solceller långsiktigt, något som Winton kan kapitalisera på.

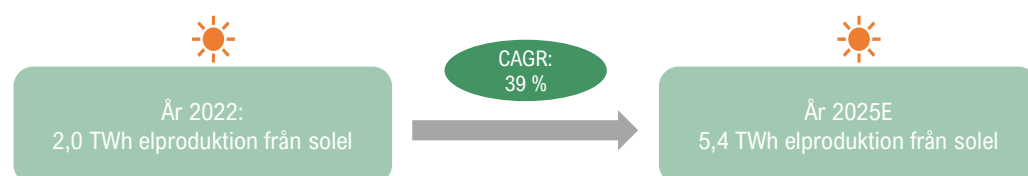
20 %
skattereduktion
vid installation
av solceller

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 2023 producerades totalt 3TWh, vilket således motsvarar en ökning om 55 % och 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

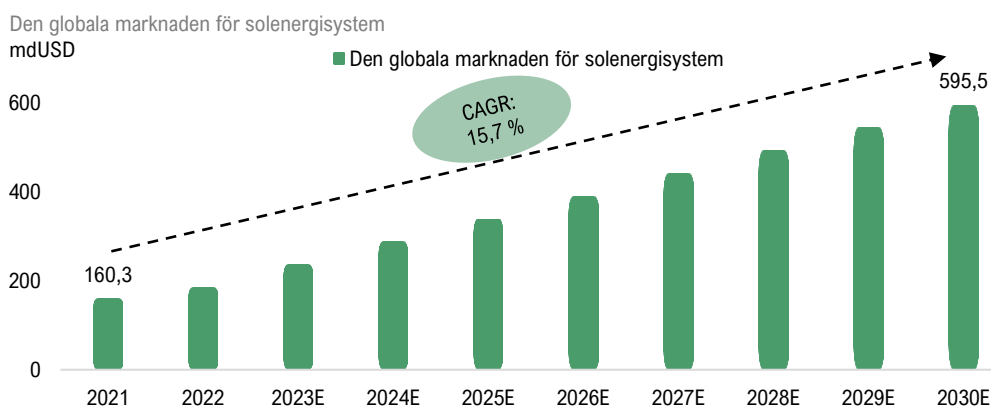


Källa: Energimyndigheten

Politiska initiativ
och tekniska
framsteg skapar
tillväxt

Vidare förväntas politiska initiativ, likt det tidigare nämnda EU-direktivet, 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-direktivet avseende solceller på alla nya offentliga och kommersiella byggnader senast 2026 och på samtliga nya bostadsbyggnader senast 2029, 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. 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 %.



Källa: Grand View Research

16,3 %
CAGR
marknadstillväxt
för batterilagring

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.

Ny regeltolkning påverkar skattereduktion för batterisystem

Efter årsskiftet 2023/2024 har Skatteverket gjort en ny tolkning gällande skattereduktionen om 50 % vid installation av system för lagring av egenproducerad elenergi. Det nya ställningstagandet stipulerar att skattereduktionen om 50 % endast medges i de fall då de installerade batterierna uteslutande eller så gott som uteslutande används för att lagra egenproducerad el. Förändringen medför således att nyinstallerade batterier som kopplas till Svenska kraftnäts tjänst för stödtjänster inte ger rätt till s.k. grön teknik-avdrag fr.o.m. år 2024, däremot påverkar förändringen inte de som har installerat batterier sedan tidigare. Avkastningen för att ansluta ett batteri till svenska kraftnäts stödtjänster har under år 2023 varit mycket god, där en investering har inneburit en återbetalningstid om 2-3 år, givet 2023 års priser och grönt teknik-avdrag om 50 %, vilket har ökat intresset kraftigt för att investera i ett batteri. Således ökar återbetalningstiden nu till ca 5-6 år utan skattereduktionen baserat på historiska priser, vilka också kan komma att både öka och sjunka. Däremot gäller alltså skattereduktionen fortsatt vid installation av batterisystem för att lagra egenproducerad el, vilken sedan kan användas då solceller inte producerar någon el och då elpriserna är högre.

En unik lösning med bevisat stort intresse

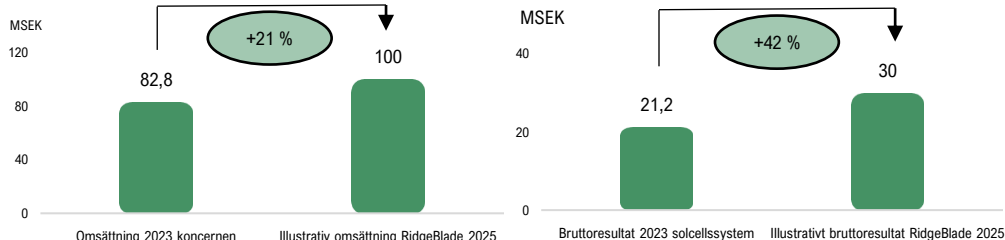
Windon har slutit ett avtal med Badger Energy avseende att bli exklusiv distributör av RidgeBlade, vilket är en banbrytande takmonterad vindturbin som utnyttjar den turbulenta vind som skapas av taket för att generera ren och förnybar energi på plats som kan användas för att driva byggnaden eller matas ut på elnätet oberoende av solen. Turbinkonstruktionen, baserad på en vertikal axel och tre rotorblad, är utformad för att fånga upp vind från alla riktningar, vilket ger effektiv energigenerering även vid låga vindhastigheter. RidgeBlade har vunnit flertalet priser inom grön innovation och dess teknik är unik då det tidigare inte funnits teknik för att producera el genom småskalig vindkraft.

Sedan Windon kommunicerade det exklusiva distributörsavtalet under mitten av Q1-24 har Bolaget upplevt ett starkt gensvar från marknaden och Windon har kontaktats av 50 installatörer som är intresserade av att bli ackrediterade partners, varav LOI har tecknats med fyra stycken. Därtill har drygt 500 privatpersoner hört av sig med intresse för att få offert avseende RidgeBlade, vilket sammantaget anses illustrera ett starkt intresse. Däremot, med hänsyn till svårigheter att härleda en intäkt per såld installation samt prognostisera på antal sålda enheter samt vilka marginaler som försäljning av RidgeBlade förväntas generera så inkluderas inte försäljning av RidgeBlade explicit i gjorda estimat, vilket således lämnar utrymme för upprevidering och utgör en extra option i värderingen. Däremot har Analyst Group gjort en illustrativ visualisering av vad produkten skulle kunna generera försäljning- och vinstmässigt.

Illustrativ bild av potentialen för RidgeBlade

Sett till kostnaden för att installera RidgeBlade så antas denna variera kraftigt mellan olika typer installationer där variabler som väntas påverka bl.a. är storleken på installationen och om den sker på bostäder eller kommersiella fastigheter. Sedan Windon blev exklusiv distributör för RidgeBlade har över 500 privatpersoner kontaktat Bolaget för att få en offert och baserat på de prisuppgifter som finns estimeras den totala kostnaden för en installation av RidgeBlade uppgå till ca 20-40 tUSD inklusive installation. Givet att Windon skulle leverera produkter till alla 500 personer under år 2025 och ett pris i nedre delen av intervallet med hänsyn till att det är installationer till privatpersoner, härleds en total försäljning om ca 100 MSEK. Sett till marginalen antas denna vara liknande den på Bolagets solcellsaffär och givet en bruttomarginal om 30 % på RidgeBlade genereras således ett bruttoreultat om 30 MSEK.

Potentialen för RidgeBlade överstiger det totala resultatet för koncernen år 2023.



Det bör återigen poängteras att detta är en illustrativ bild av försäljningspotentialen och inte Analyst Groups estimat. Därtill finns riskfaktorer att ta hänsyn till som kan hämma försäljningsutvecklingen, där exempelvis produktionen utgör en sådan. RidgeBlade har hittills inte producerats i stor skala och med en förväntad hög global efterfrågan kan det medföra utmaningar för utbudet och att matcha denna, vilket därmed kan hämma försäljningstillväxten. Däremot finns det även flera fördelar med det exklusiva distributörsavtalet som kan generera ökade intäkter även för Windons solcellssystem. Bolaget har som nämnt redan blivit kontaktade av ett 50-tal installatörer avseende RidgeBlade och där förväntas Windon även kunna bedriva korsförsäljning av solcellssystemen till installatörer som är intresserade av RidgeBlade. Exempelvis väntas Windon organiskt expandera till Norge genom att kapitalisera på det stora intresset för RidgeBlade och därmed teckna avtal även för solcellssystemen på marknaden. Givet intresset för produkten och det faktum att Windon är exklusiv distributör, ser Analyst Group det som möjligt att flera större installatörer kan visa intresse för RidgeBlade och om Windon därtill kan korsförsälja solcellssystemen till dessa aktörer kan endast några få partneravtal generera betydande intäkter.

Genom att addera den illustrativa omsättningen av RidgeBlade till vårt omsättningsestimato om 99,3 MSEK avseende solcellssystemen år 2025 erhålls en omsättning om 199,3 MSEK. Baserat på detta samt en multipel om EV/S 1,3x, således i linje med vår värdering av Windon i ett Base scenario på 2025 års omsättning avseende solcellssystemen, härleds ett potentiellt värde per aktie om 22,2 kr på 2025 års omsättning, därmed 24 månader framåtblickande, vilket påvisar en hög värdebidrivande potential för RidgeBlade.

Har kontaktats av
 över 50
 installatörer

Illustrativ beräkning

Uppskattad
 genomsnittlig intäkt
 för en installation:
200 tSEK

x

Antal installationer:
500 st

=

100 MSEK
 Omsättning



Omsättningsprognos 2024-2027

Omsättningen under år 2023 (proforma) uppgick till 82,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 86 % jämfört med år 2022, då omsättningen växte med 316 %. Tillväxten under de senaste två åren anses vara hänförlig till ett förbättrat försäljningsfokus i kombination med en stark tillväxt på solcellsmarknaden. 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. Försäljning av vindturbinen RidgeBlade inkluderar inte explicit i gjorda estimat med hänsyn till svårigheter att idag ge prognoser på försäljningen av denna, vilket således lämnar utrymme för upprevidering och utgör en extra option i värderingen. Slutkunder kan vid installation av batterier som uteslutande eller så gott som uteslutande används för att lagra egenproducerad el erhålla skattereduktion om 50 % av kostnaden för arbete och material. Även om den tidigare nämnda nya tolkningen från Skatteverket som efter årsskiftet medför att skattereduktionen inte gäller vid anslutning till stödtjänster för elnätet väntas hämma efterfrågan på batterier på kort sikt så anses avkastningen på en investering i batterilager fortsatt vara god även utan skattereduktionen, baserat på historiska priser för stödtjänster. Således anses batteriaffären fortsatt utgöra en god tillväxt drivare för Windon framgent.

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 att adressera norska installatörer. 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 samt att systemen kan korsförsälas till partners som är intresserade av RidgeBlade väntas Bolaget kunna penetrera den norska marknaden och vinna marknadsandelar samt kapitalisera på den förväntade marknadstillväxten.

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



Addera nya återförsäljare

Windon har under år 2023 adderat flertalet nya återförsäljare under året.



Nya produktsegment

Windon har adderat både batterilagring och en enklare standardpanel till sortimentet. Framgent antas även elbilsaddare 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 att korsförsälja solcellssystem till norska partners som är intresserade av RidgeBlade väntas Windon kunna penetrera den norska marknaden.



Källa: Analyst Group och Bolaget

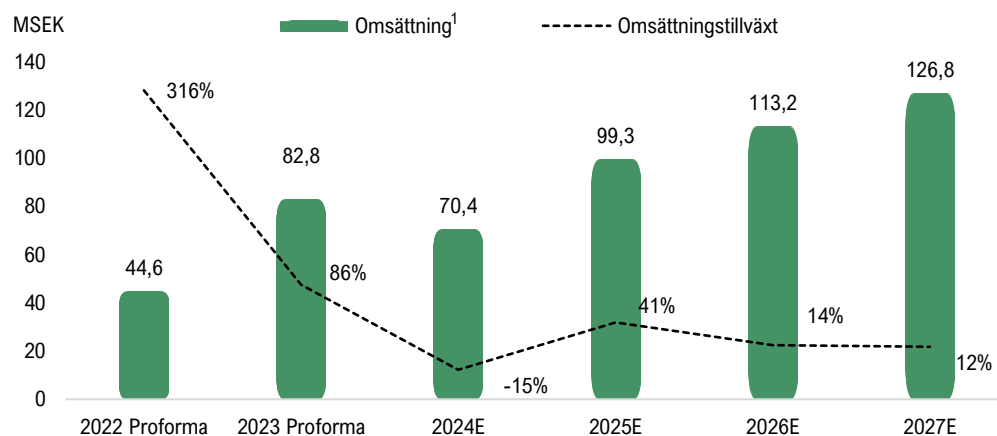
I spåren av år 2022, vilket var ett rekordår både för solceller i allmänhet och Windon i synnerhet, uppvisade Bolaget under år 2023 en fortsatt stark försäljningsutveckling med en tillväxt om 86 %. Den tuffare marknaden med högre räntor och lägre elpriser förväntas prägla även det första halvåret 2024, vilket påverkar omsättningen. Dessutom förväntas den nya regeltolkningen från Skatteverket avseende skatte-reduktion för batterilagring påverka efterfrågan kortsiktigt, något som bäddar för ett mer utmanande H1-24. Däremot har Windon under 2023 adderat både batterilagring samt en enklare standardpanel till sortimentet, vilket väntas medföra en ökad efterfrågan på Bolagets system jämfört med föregående år, vilket således kan motverka den tuffare marknaden till viss del. Vidare anses de första räntesänkningarna ligga i korten under sommaren år 2024, vilket åter väntas stärka konsumenters investeringsvilja och därmed efterfrågan på Windons produkter. Sammantaget estimeras Windon dock under år 2024 minska omsättningen med 15 %, hänförligt till nämnd tuffare marknad, varför en omsättning om 70,4 MSEK estimeras.

I spåren av ett starkare H2-24 väntas bättre marknadsförhållanden kunna 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 genom att korsförsälja solcellssystem till kunder som vill sälja RidgeBlade, estimeras bidra till en stark tillväxt om 41 % år 2025. Under år 2025 estimeras således en omsättning om 99,3 MSEK som sedan väntas fortsätta växa stabilt under år 2026 och 2027 med 14 % respektive 12 %, varpå omsättningen uppgår till 126,8 MSEK vid slutet av prognosperioden.

~127 MSEK
i omsättning år
2027E

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

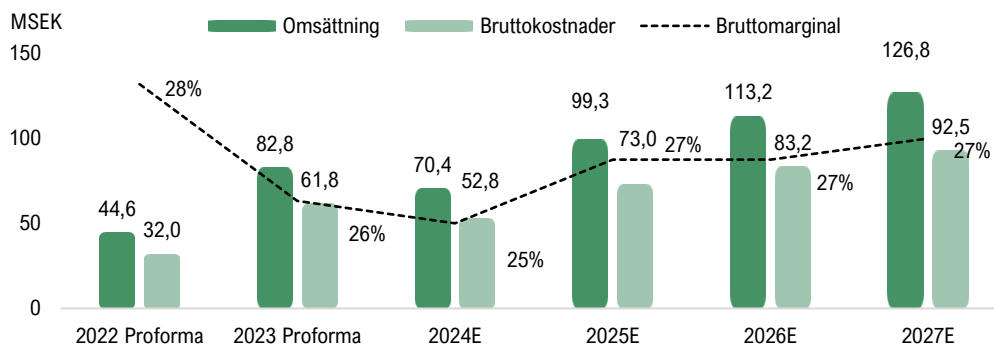
Bruttokostnader 2024-2027

Windons bruttokostnader är hänförliga till de produkter som ingår i Bolagets solcellssystem, solcells-paneler, 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 25 % år 2024 för att sedan stiga till 27 % år 2027.

¹Våra omsättningsprognoser inkluderar inte försäljning av RidgeBlade

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

Estimerad omsättning bruttokostnader och bruttomarginal



Källa: Analyst Groups prognoser

Rörelsekostnader 2024-2027

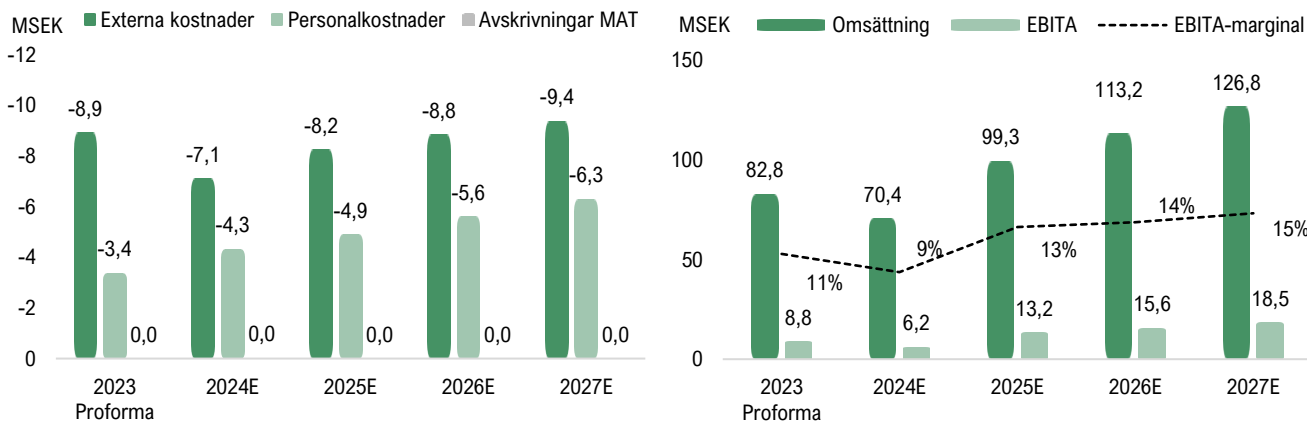
Avseende personalkostnader så har dessa historiskt varit låga, men växte under år 2023 genom att tidigare konsulter anställdes i Bolaget, samt att en person till inom försäljning anställs under året. I takt med att Windon under prognosperioden förväntas växa antas Bolaget behöva stärka personalen ytterligare 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 att adressera installatörer som är intresserade av RidgeBlade och korsförsälja även solcellssystemen. Givet att de första levererade RidgeBlade-produkterna väntas under H2-24 antas expansionen till Norge ta fart först år 2025, således även de ökade personalkostnaderna hänförliga till expansionen. Högre personalkostnader estimeras till följd av expansionen från år 2025, hänförligt till personal inom försäljning men även lagerpersonal. Windon estimeras växa antalet anställda från en (1) år 2022 till nio år 2027, vilket medför att vi estimerar att personalkostnaderna ökar från 0,5 MSEK år 2022 till 5,9 MSEK år 2027. 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, 2023-2027E



Källa: Analyst Groups prognoser

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen, där bolag både inom solenergi såväl som laddningsinfrastruktur, vilka rider på elektrifieringsvågen likt 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 är en företagsgrupp som verkar inom den snabbt växande marknaden för grön digital infrastruktur. Sun4Energy förädlar och förvärvar verksamheter och består idag av tio helägda dotterbolag med verksamheter inom solenergi, batterilagring, energioptimering, mobiltelefoni, fibernät och el. Gruppens bolag levererar design, projektering, installation och serviceuppdrag inom sina respektive verksamheter. Sun4Energy verkar inom samma bransch som Windon och adresserar därmed samma marknad med liknande förväntad tillväxt, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

103 %

Omsättningstillväxt

7 %

EBITDA-marginal



Energeias affärsverksamhet är inriktad mot produktion och distribution av förnybar energi via solkraftverk. Bolaget utvecklar, driver och äger dessa solkraftverk och därtill säljer och installerar Energeia energiutrustning och system för detta. Energeia 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 Energeia 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 Windon på elektrifieringsvågen, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

-7 %

Omsättningstillväxt

7 %

EBITDA-marginal



Garo utvecklar produkter och tillhörande system inom elinstallation. Bolaget erbjuder produkter som mätarskåp, eluttag för bilparkering, CEE-uttag, ställverk, samt tillhörande eftermarknadsservice. Största verksamhet återfinns inom den nordiska marknaden där kunderna består av elgrossister, men även utav slutkunder såsom elinstallatörer, OEM-tillverkare och industribolag. Garo agerar precis som 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

5 %

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.

89 %

Omsättningstillväxt

3 %

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.

25 %¹

Omsättningstillväxt

2 %








EBITDA-marginal

¹Organisk tillväxt enligt Analyst Groups beräkningar

Värdering: Base scenario

För att ge perspektiv på hur Windon står sig mot ovannämnda peers, redogörs samtliga bolagens omsättningstillväxt, lönsamhet, skuldsättningsgrad, kapitalstruktur och multiplar under rullande tolv månader i tabellen nedan, samt tillgängliga estimat på peers i relation till Analyst Groups prognoser för Windon.

| Nyckeltal (LTM) | Sun4Energy | Energeia | CTEK | Garö | Zaptec | Soltech | Medelvärde | Median | Windon |
|-----------------------------|------------|----------|------|-------|--------|---------|------------|--------|--------|
| EV/S | 0,4 | 2,7 | 1,8 | 1,1 | 1,0 | 0,3 | 1,2 | 1,1 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 5,5 | -17,2 | 20,2 | 15,6 | 20,2 | 8,0 | 8,7 | 11,8 | 4,7 |
| Börsvärde | 118 | 140 | 1191 | 1525 | 1496 | 611 | 847 | 901 | 52 |
| Omsättning | 310 | 69 | 884 | 1 372 | 1 403 | 2 892 | 1 155 | 1 128 | 83 |
| Bruttomarginal | 51% | 72% | 50% | 43% | 38% | 32% | 48% | 47% | 25% |
| EBITDA-marginal | 3% | -15% | 7% | 5% | 3% | 2% | 1% | 3% | 10% |
| Omsättningstillväxt Y-Y | 103% | 12% | -7% | -1% | 89% | 25% | 37% | 19% | 86% |
| EBITDA-tillväxt Y-Y | 68% | -173% | -26% | -47% | n.a. | -179% | -71% | -47% | -17% |
| Soliditet | 39% | 51% | 48% | 51% | 57% | 41% | 48% | 50% | 84% |
| Skuldsättningsgrad | 1,5 | 1,0 | 1,1 | 1,0 | 0,7 | 1,5 | 1,1 | 1,0 | 0,2 |
| Kapitalomsättningshastighet | 1,2 | 0,3 | 0,6 | 1,1 | 1,2 | 1,2 | 0,9 | 1,1 | 1,3 |

| | Nyckeltal | Market Cap | Enterprise Value | Omsättningstillväxt | EBITDA-marginal | EV/S | EV/EBITDA |
|--|-------------------|------------|------------------|---------------------|-----------------|------------|-------------|
| | Estimat | MSEK | MSEK | CAGR (2021-2024E) | 2024E | 2024E | 2024E |
|  Sun4Energy | Sun4Energy | 118 | 121 | n.a. | 5% | 0,2 | 3,5 |
|  Energeia | Energeia | 140 | 182 | 49% | 4% | 2,3 | 61,9 |
|  CTEK | CTEK | 1 191 | 1 609 | -3% | 16% | 1,9 | 11,7 |
|  GARÖ | Garö | 1 525 | 1 560 | 1% | 10% | 1,2 | 12,3 |
|  Zaptec | Zaptec | 1 496 | 1 428 | 57% | 10% | 0,8 | 7,8 |
|  Soltech | Soltech | 611 | 937 | 66% | 6% | 0,2 | 3,7 |
|  WINDON ENERGY GROUP | Windon | 52 | 42 | 87% | 9% | 0,6 | 6,7 |
| | Genomsnitt | 847 | 973 | 34% | 8% | 1,1 | 16,8 |
| | Median | 901 | 1 182 | 49% | 8% | 1,0 | 9,8 |

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-multiplier, vilken appliceras på år 2024 års estimerade omsättning. Sett till värderingen LTM så värderas peer-gruppen till EV/S 1,1x och gällande 2024 års estimat uppgår medianen till EV/S 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, både Y-Y samt mätt som en CAGR år 2021-2024E, vilket motiverar en värderingspremie. Vidare uppvisar Windon en lägre bruttomarginal än jämförelsebolagen, vilket indikerar en lägre lönsamhetspotential, däremot uppvisar Bolaget en starkare EBITDA-marginal (LTM) och en liknande på 2024 års estimat, vilket sammantaget anses motivera en premievärdering. 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 förtjänar en värderingspremie, varför en EV/S-multiplier om 1,8x appliceras på 2024 års omsättning. Vi höjer således multiplern jämfört med föregående analysuppdatering (1,5x) vilket är hänförligt till att år 2024 väntas bli ett svagare år och med hänsyn till att tillväxten sedan estimeras vara stark under år 2025 motiveras en högre multiplar. Detta ger, givet 2024 års estimerade nettoomsättning om 70,4 MSEK, ett Enterprise Value om ca 130 MSEK. Utifrån tillägget av Windons nettokassa motsvarar det ett potentiellt värde per aktie om 11,5 kr i ett Base scenario.

11,5 kr
Base scenario

Kompletterande DCF-värdering

För att ge ytterligare bärning till värderingen, och som stöd till relativvärderingen, har Windon även värderats genom en DCF-värdering. DCF-modellen indikerar ett potentiellt nuvärde per aktie om 11 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.²

¹Organisk tillväxt enligt Analyst Groups beräkningar

²Komplett DCF-modell återfinns i appendix s. 19

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 under år 2024. 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 151 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 28 %.

I ett Bull scenario estimeras en något högre bruttomarginal under prognosperioden, uppgående till 28 %, 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 EBITA-marginal, då organisationen antas kunna hållas liten och effektiv även vid en större uppskalning. EBITA-marginalen estimeras till 13 % år 2024 för att sedan stiga något till 17 % år 2027.

Baserat på en omsättning om 87,8 MSEK år 2024 samt en applicerad målmultipel om EV/S 1,9x, således högre än i ett Base scenario (1,8x) till följd av högre förväntad tillväxt samt marginaler, härleds ett potentiellt värde per aktie om 14,6 kr i ett Bull scenario.

14,6 kr
Bull scenario

Bear scenario

I ett Bear scenario estimeras under år 2024 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. Därtill genererar batteriaffären mot privatpersoner en låg försäljning till följd av Skatteverkets nya restriktiva tolkning gällande grönt avdrag för batteriinstallation. Givet detta estimeras omsättningen i ett Bear scenario öka från 45 MSEK år 2022 till 82 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 13 %, där merparten av tillväxten sker under år 2023.

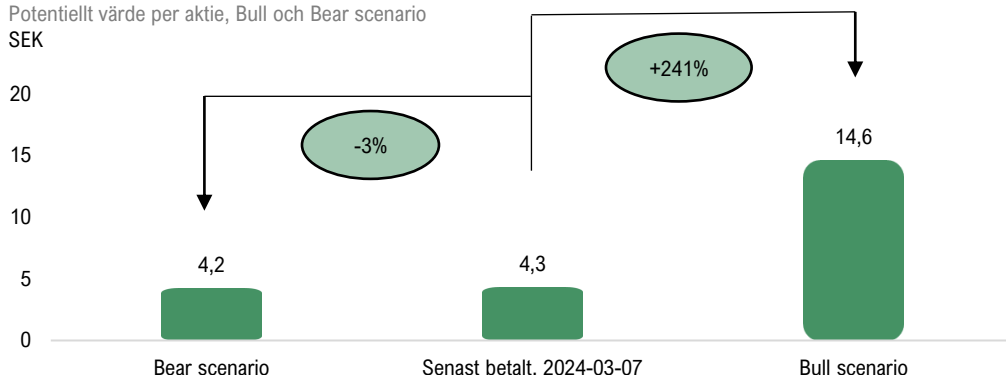
Till följd av en ökad konkurrens estimeras en lägre bruttomarginal då Windon tvingas pressa priserna på Bolagets produkter. Avseende rörelsekostnaderna antas dessa kunna hållas relativt konstanta i förhållande till omsättningen men givet den lägre bruttomarginalen medför det även en lägre EBITA-marginal än i ett Base scenario. I ett Bear scenario estimeras EBITA-marginalen sjunka från 24 % år 2022 till 8 % år 2027.

Baserat på en omsättning om 60,8 MSEK år 2024 samt en applicerad målmultipel om EV/S 0,7x, således lägre än i ett Base scenario (1,8x) till följd av lägre förväntad tillväxt samt marginaler, härleds ett potentiellt värde per aktie om 4,2 kr i ett Bear scenario.

4,2 kr
Bear scenario

Illustration av potentiell värdering i ett Bull respektive Bear scenario.

Potentiellt värde per aktie, Bull och Bear scenario
SEK

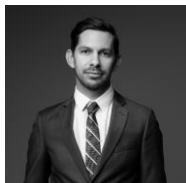


Källa: Analyst Groups värdering



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 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 företags ekonomi 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

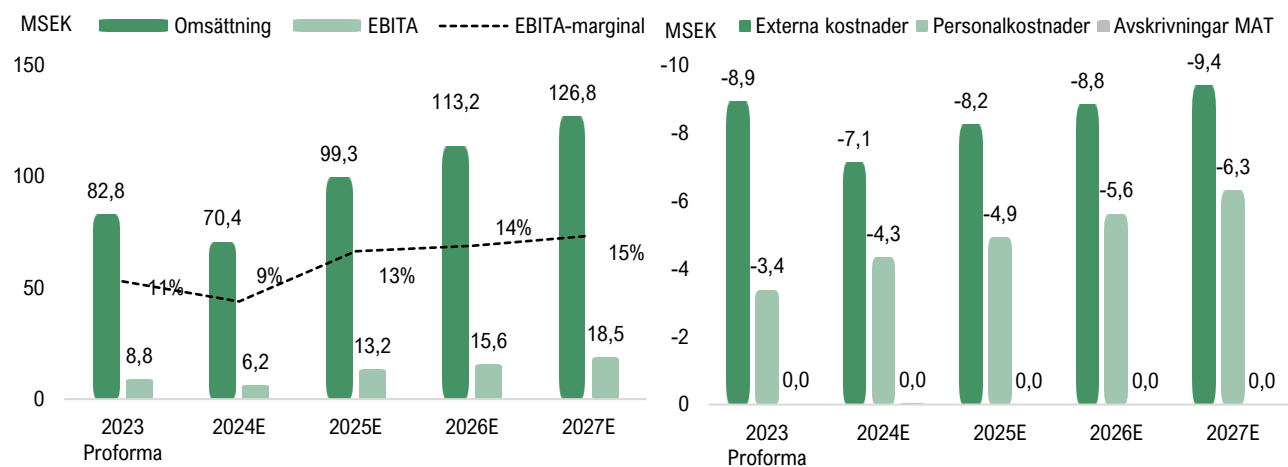
Vahid har startat ett flertal bolag sedan år 2004, vilket inkluderar obemannade butiker, trådlösa hörlurar och energidryck för kvinnor. Han har även utfört studier vid Handelshögskolan i Stockholm. *Vahid innehar 1 073 667 aktier (8,8 %).*



Christoffer De Geer, Styrelseledamot

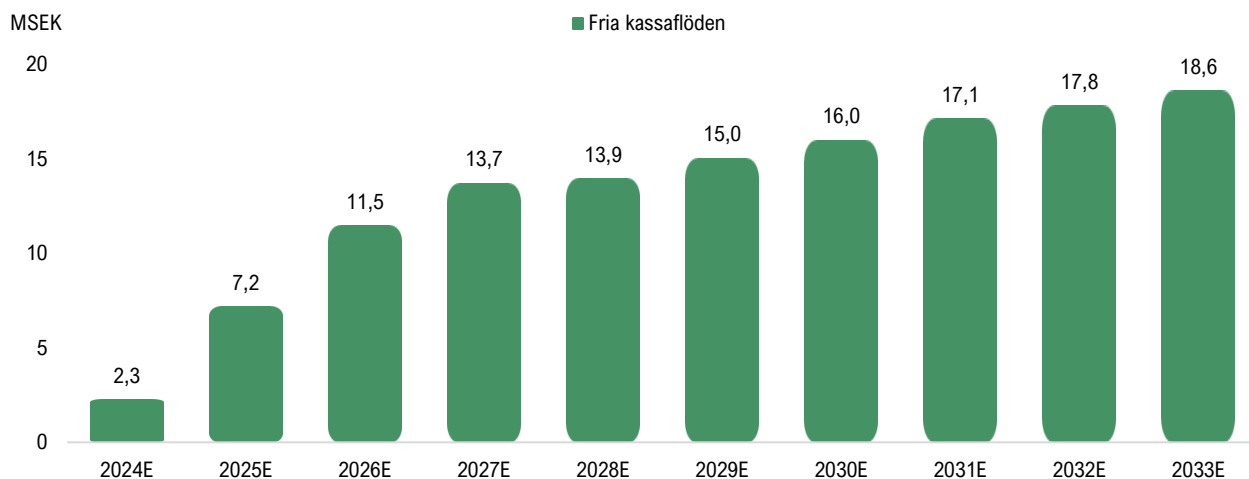
Christoffer driver Blackriver Energy AB, ett energibolag fokuserat på effektiv produktion och användning av grön energi. Vidare innehar han flera års erfarenhet inom blockchainindustrin och sitter som styrelseledamot i bl.a. Various Ventures AB och Vingåker Kraft AB. *Christoffer innehar 300 000 aktier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

| Base scenario (MSEK) | 2023 proforma | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------------|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 82,8 | 70,4 | 99,3 | 113,2 | 126,8 |
| Övriga rörelseintäkter | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Totala intäkter | 82,9 | 70,4 | 99,3 | 113,2 | 126,8 |
| Råvaror och förnödenheter | -61,8 | -52,8 | -73,0 | -83,2 | -92,5 |
| Bruttoresultat | 21,2 | 17,6 | 26,3 | 30,0 | 34,2 |
| Bruttomarginal | 26% | 25% | 27% | 27% | 27% |
| Övriga externa kostnader | -8,9 | -7,1 | -8,2 | -8,8 | -9,4 |
| Personalkostnader | -3,4 | -4,3 | -4,9 | -5,6 | -6,3 |
| Övriga rörelsekostnader | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 8,8 | 6,2 | 13,2 | 15,6 | 18,5 |
| EBITDA-marginal | 11% | 9% | 13% | 14% | 15% |
| Avskrivningar MAT | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITA | 8,8 | 6,2 | 13,2 | 15,6 | 18,5 |
| EBITA-marginal | 11% | 9% | 13% | 14% | 15% |
| Avskrivningar Goodwill | -2,1 | -5,4 | -5,4 | -5,3 | -5,3 |
| EBIT | 6,7 | 0,8 | 7,8 | 10,2 | 13,2 |
| EBIT-marginal | 8% | 1% | 8% | 9% | 10% |
| Ränteintäkter | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 0,9 |
| Räntekostnader | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 6,8 | 1,2 | 8,4 | 11,0 | 14,1 |
| Skatt | -1,6 | -0,3 | -1,8 | -2,4 | -3,0 |
| Nettoresultat | 5,5 | 1,0 | 6,6 | 8,7 | 11,1 |
| Nettomarginal | 7% | 1% | 7% | 8% | 9% |

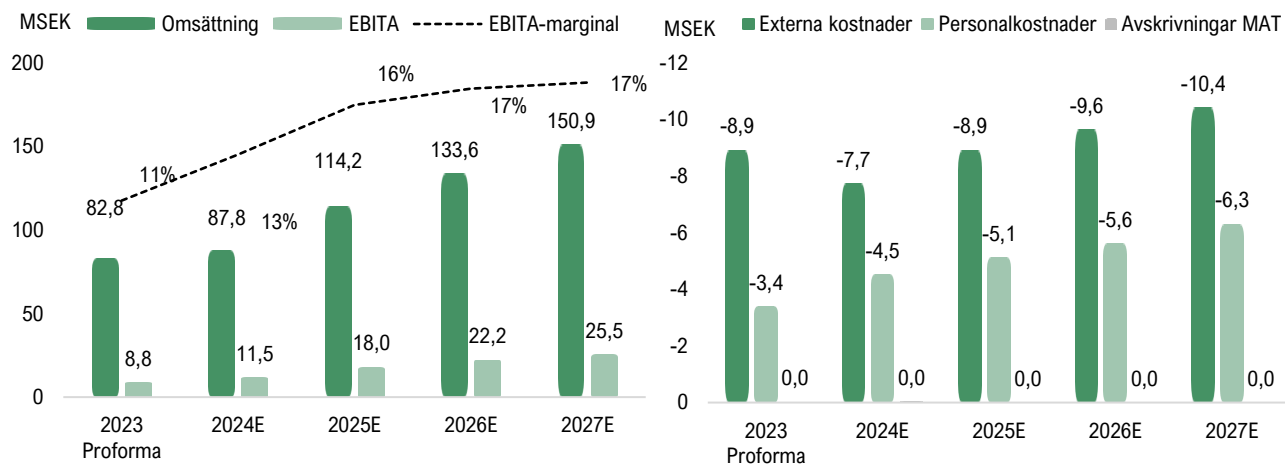


DCF-värdering

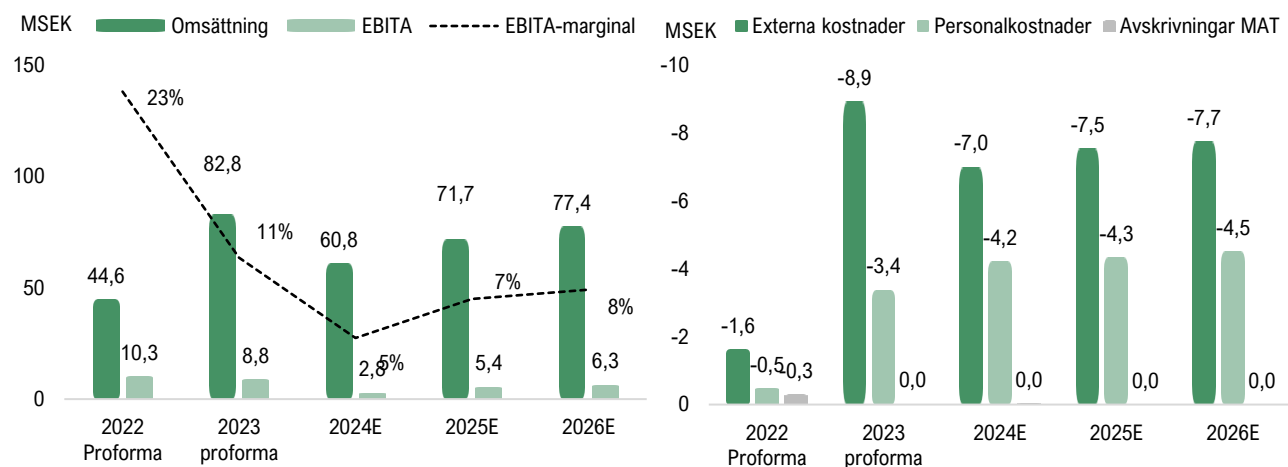
| | |
|--------------------------|--------------------|
| WACC | 12,4% |
| Nuvärde fria kassaflöden | 65 019 771 |
| Terminalvärde | 58 007 942 |
| Enterprise Value | 123 027 713 |
| Nettoskuld | -10 432 000 |
| Börsvärde | 133 459 713 |
| Antal aktier | 12 160 000 |
| Värde per aktie | 11,0 |



| Bull scenario (MSEK) | 2023 proforma | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 82,8 | 87,8 | 114,2 | 133,6 | 150,9 |
| Övriga rörelseintäkter | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Totala intäkter | 82,9 | 87,8 | 114,2 | 133,6 | 150,9 |
| Råvaror och förnödenheter | -61,8 | -64,1 | -82,2 | -96,2 | -108,7 |
| Bruttoresultat | 21,2 | 23,7 | 32,0 | 37,4 | 42,3 |
| Bruttomarginal | 26% | 27% | 28% | 28% | 28% |
| Övriga externa kostnader | -8,9 | -7,7 | -8,9 | -9,6 | -10,4 |
| Personalkostnader | -3,4 | -4,5 | -5,1 | -5,6 | -6,3 |
| Övriga rörelsekostnader | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 8,8 | 11,5 | 18,0 | 22,2 | 25,5 |
| EBITDA-marginal | 11% | 13% | 16% | 17% | 17% |
| Avskrivningar MAT | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITA | 8,8 | 11,5 | 18,0 | 22,2 | 25,5 |
| EBITA-marginal | 11% | 13% | 16% | 17% | 17% |
| Avskrivningar Goodwill | 0,0 | -5,4 | -5,4 | -5,3 | -5,3 |
| EBIT | 8,8 | 6,1 | 12,6 | 16,9 | 20,2 |
| EBIT-marginal | 11% | 7% | 11% | 13% | 13% |
| Ränteintäkter | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 0,9 |
| Räntekostnader | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 8,9 | 6,5 | 13,2 | 17,7 | 21,1 |
| Skatt | -2,0 | -1,4 | -2,8 | -3,8 | -4,5 |
| Nettoresultat | 6,9 | 5,1 | 10,4 | 13,9 | 16,6 |
| Nettomarginal | 8% | 6% | 9% | 10% | 11% |



| Bear scenario (MSEK) | 2023 proforma | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nettoomsättning | 82,8 | 60,8 | 71,7 | 77,4 | 82,1 |
| Övriga rörelseintäkter | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Totala intäkter | 82,9 | 60,8 | 71,7 | 77,4 | 82,1 |
| Råvaror och förnödenheter | -61,8 | -46,8 | -54,5 | -58,8 | -62,4 |
| Bruttoresultat | 21,2 | 14,0 | 17,2 | 18,6 | 19,7 |
| Bruttomarginal | 26% | 23% | 24% | 24% | 24% |
| Övriga externa kostnader | -8,9 | -7,0 | -7,5 | -7,7 | -8,2 |
| Personalkostnader | -3,4 | -4,2 | -4,3 | -4,5 | -4,7 |
| Övriga rörelsekostnader | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITDA | 8,8 | 2,8 | 5,4 | 6,3 | 6,8 |
| EBITDA-marginal | 11% | 5% | 7% | 8% | 8% |
| Avskrivningar MAT | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBITA | 8,8 | 2,8 | 5,4 | 6,3 | 6,8 |
| EBITA-marginal | 11% | 5% | 7% | 8% | 8% |
| Avskrivningar Goodwill | -2,0 | -5,4 | -5,4 | -5,3 | -5,3 |
| EBIT | 6,7 | -2,6 | 0,0 | 1,0 | 1,5 |
| EBIT-marginal | 8% | -4% | 0% | 1% | 2% |
| Ränteintäkter | 0,2 | 0,4 | 0,6 | 0,8 | 0,9 |
| Räntekostnader | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBT | 6,9 | -2,2 | 0,6 | 1,8 | 2,4 |
| Skatt | -1,6 | 0,5 | -0,1 | -0,4 | -0,5 |
| Nettoresultat | 5,3 | -1,7 | 0,5 | 1,4 | 1,9 |
| Nettomarginal | 6% | -3% | 1% | 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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.