

# Wicon Energy Group (WEG)



## Ljusare tider i sikte

Wicon Energy Group AB ("Wicon" eller "Bolaget") första kvartal var tuffare avseende de rapporterade siffrorna, däremot har Bolaget blivit exklusiv distributör av vindturbin RidgeBlade under kvartalet, vilket redan har lett till ett första större partnerskap på den nya norska marknaden. Därtill adresserar Wicon företagsmarknaden i allt högre grad, vilket diversifierar kundbasen och skapar bättre förutsättningar till dess att marknaden förväntas vända. Likväl, med hänsyn till nuvarande marknadsklimat sänker vi vårt motiverade värde för Wicon och baserat på ett estimerat EBITDA-resultat om 12,3 MSEK år 2025, en målmultipel om EV/EBITDA 11x samt en diskonteringsränta om 12,4 %, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 9,5 (11,5) kr i ett Base scenario.

### ▪ Fortsatt tuffare marknad påverkade omsättningen

Omsättningen under Q1-24 uppgick till 4,6 MSEK och då Wicon förvärvades under maj år 2023 saknas jämförelse-siffror från Q1-23. Även om marknaden förväntas fortsätta vara tuff under de kommande kvartalen, speciellt avseende privatmarknaden, estimeras Wicon stärka omsättningen under kommande kvartal jämfört med Q1-24. Detta genom bättre säsongsmässiga kvartal, att Wicon har ökat fokuset mot företagsmarknaden samt expanderat till den norska marknaden.

### ▪ Expanderar till den norska marknaden

Wicon ingick under det första kvartalet ett partnerskap med Østa Elektro, ett norskt installationsbolag inom bl.a. solceller. Samarbetet innebär att Wicon kommer leverera Bolagets hela produktutbud till installatören, inklusive vindturbin RidgeBlade. Avtalet innebär att Wicon expanderar till den norska marknaden och en avgörande detalj kring att avtalet upprättades antas ha varit att Wicon innehar den exklusiva distributörsrätten för RidgeBlade i Sverige och Norge. Således ser vi avtalet som ett första bevis på att Wicon kan expandera hela produktutbudet genom korsförsäljning till installatörer som är intresserade av RidgeBlade.

### ▪ Lanserar de första demoanläggningarna för RidgeBlade

Under inledningen av juni meddelade Wicon att Bolaget har erhållit de första ordererna avseende vindturbin RidgeBlade och de två anläggningarna som förväntas sättas upp under sommaren 2024 förväntas bli de första demoanläggningarna. Givet det stora intresset för RidgeBlade, bl.a. illustrerat genom 1 300 kundförfrågningar, anser Analyst Group att det finns ett stort värde i att ha demoanläggningarna på plats för att på så sätt kunna visa upp tekniken för potentiella kunder.

### ▪ Uppdaterat värderingsintervall

Vi har antagit en ny värderingsmetod för Wicon, vilket gör att Bolagets värderas baserat på resultatet samt att värderingen utgår från 2025 års prognos snarare än år 2024. Sammantaget medför justeringen, i kombination med mindre uppdateringar av prognoserna, ett justerat värderingsintervall för Wicon.

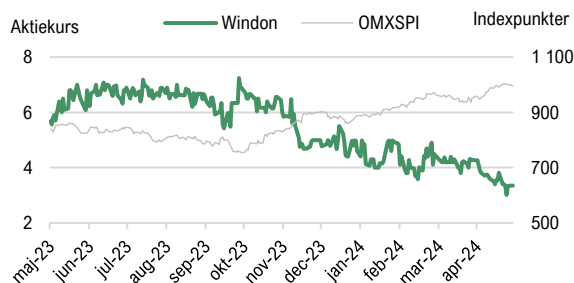
### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear** 2,9 kr      **Base** 9,5 kr      **Bull** 13,4 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-06-04)	3,65
Antal Aktier (st.)	12 160 000
Market Cap (MSEK)	44,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-4,1
Enterprise Value (MSEK)	40,3
Lista	Spotlight Stock Market
Kvartalsrapport 2 2024	2024-08-27

### KURSUUTVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS PER 2024-03-26)

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

Prognoser (MSEK) <sup>1</sup>	2023 <sup>2</sup>	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	82,8	64,6	94,3	107,6
Bruttokostnader	-61,8	-49,8	-69,3	-79,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21,2</b>	<b>14,9</b>	<b>25,0</b>	<b>28,5</b>
Bruttomarginal	26%	23%	27%	27%
Rörelsekostnader	-10,0	-11,4	-12,7	-14,0
<b>EBITA</b>	<b>11,2</b>	<b>3,4</b>	<b>12,3</b>	<b>14,5</b>
EBITA-marginal	13%	5%	13%	13%
P/S	0,5	0,7	0,5	0,4
EV/S	0,5	0,6	0,4	0,4
EV/EBITDA	3,6	11,7	3,3	2,8
EV/EBITA	3,6	11,8	3,3	2,8

<sup>1</sup>Exkl. försäljning av RidgeBlade

<sup>2</sup>Justerat för noteringskostnader om 2,4 MSEK under år 2023

## Innehållsförteckning

Kommentar Q1-rapport	3
Investeringsidé	4
Bolagsbeskrivning	5-6
Marknadsanalys	7-8
RidgeBlade	9
Finansiell prognos	10-12
Värdering	13-14
Bull & Bear	15
Ledning & Styrelse	16
Appendix	17-20
Disclaimer	21

### 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.

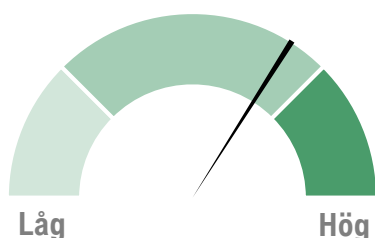
### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Henrik Karstensen
Styrelseordförande	Johan Kjell

### ANALYTIKER

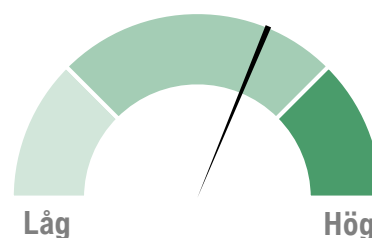
Namn	Axel Ljunghammer
Telefon	+46 706-554 551
E-mail	axel.ljunghammer@hotmail.com

### Värde drivare



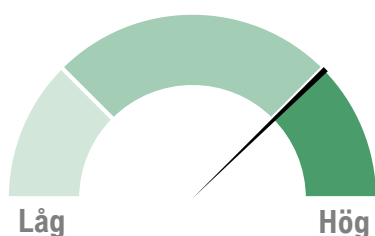
Windon har en tydlig tillväxtplan, vilken bl.a. innefattar att addera nya produktsegment till Bolagets erbjudande, exempelvis batterilagring som adderades under juli år 2023, vilket är något som på så sätt ökar värdet per levererat system. Windon är även exklusiv distributör för RidgeBlade i Sverige 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



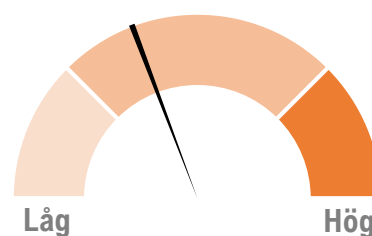
Windon har en stark historik av lönsamhet då Bolaget har uppvisat positivt rörelseresultat under varje år sedan år 2017. Under år 2023 uppgick EBITA-marginalen till 11 % och framgent väntas en stabil lönsamhet även i en tuffare marknad med hänsyn till den låga fasta kostnadsbasen. Betyget utgår från 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 4,1 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.

## Starkare kvartal står runt dörren

Windons omsättning under Q1-24 uppgick till 4,6 MSEK, då Windon förvärvades och börsnoterades i maj år 2023 redovisas inte siffror från jämförelsekvartalet. Windon påverkades under kvartalet av den nya tolkningen från Skatteverket avseende grön teknik-avdrag vid batteriinvestering för att delta i marknaden för stödtjänster, vilket vi har påtalat vid tidigare analysuppdateringar. Den nya tolkningen antas ha påverkat investeringsviljan avseende batterier, vilket även påverkat försäljningen avseende solceller. Den svagare försäljningsutvecklingen för Windon förväntas främst vara hänförlig till en svagare konsumentmarknad, där investeringsviljan har påverkats av, utöver den nya tolkningen från Skatteverket, högre räntor och låga elpriser. Givet att den första räntesänkningen från Riksbanken nu har skett samt att säsongsmässigt starkare kvartal nu står runt dörren förväntar vi oss att Windon kan leverera starkare siffror under de kommande kvartalen jämfört med Q1-24.

Skatteverkets nya tolkning påverkade omsättningen

Fortsätter exekvera på tillväxtstrategin

I ljuset av den tuffa marknaden fortsätter dock Windon exekvera på Bolagets tillväxtstrategi. Under kvartalet har Bolaget fortsatt att addera installatörer till återförsäljarnätverket, bl.a. på den norska marknaden, samt genom nya kundsegment genom att fokusera mer på företagsmarknaden. Detta fokus har medfört att Windon har fått förfrågningar bl.a. avseende solparker samt att den utestående offertstocken är stor.

## Fortsatt låg och stabil kostnadsbas

Sett till kostnadsbasen så var rörelsekostnaderna stabila under det första kvartalet och Windon fortsätter uppvisa en låg kostnadsbas, vilket limiterar förlusterna vid svagare kvartal likt Q1-24. Samtidigt var bruttomarginalen om 12 % något lägre än våra estimat vilket också påverkade resultatet, varpå EBITA-resultatet uppgick till -2,4 MSEK. Den lägre bruttomarginalen antas vara hänförlig till en prispress på marknaden, vilken dock antas ha stabiliserats nu och vi förväntar oss att Windon kan redovisa en högre bruttomarginal under kommande kvartal. Givet att säsongsmässiga starkare kvartal nu står runt dörren, i kombination med den låga kostnadsbasen som förväntas vara stabil, estimeras Windon uppvisa lönsamhet under de kommande kvartalen.

Stabil finansiell position

Kassan minskade under Q1-24 till 4,1 MSEK jämfört med 10,4 MSEK vid utgången av december år 2023. Utöver det negativa rörelseresultatet var kassautvecklingen hänförlig till en negativ utveckling av rörelsekapitalet. Givet att vi förväntar oss att Windon är kassaflödespositiva under kommande kvartal samt att Bolaget är skuldfria anser vi fortsatt att den finansiella ställningen är stabil.

## Geografisk expansion genom partnerskap med norskt installationsbolag

I slutet av det första kvartalet meddelade Windon att Bolaget ingått ett partnerskap i Norge med Østa Elektro, ett installationsbolag inom el, luftkonditionering och ventilation men som även har ett samarbete med, samt delägarskap i, Energi Pluss, vilket är ett solcellsbolag som har en kundbas bestående av ca 1 000 kunder och har monterat solcellsanläggningar till ett värde om ca 150 MNOK, vilka Windon nu kommer leverera Bolagets hela produktutbud till, bestående av ett komplett solcellssystem, batterilagringssystem samt vindturbinen RidgeBlade. Partnerskapet med Østa Elektro verifierar möjligheten att Windon kan bedriva korsförsäljning av solcellssystemen till installatörer som är intresserade av RidgeBlade och således även expandera organiskt på den norska marknaden.

**Sammantaget** levererade Windon en Q1-rapport vars siffror var svaga, vilket dock bör ses i ljuset av ett svagt säsongsmässigt kvartal samt en svag konsumentmarknad. Framgent förväntas starkare kvartal rent säsongsmässigt när sommaren nu står runt dörren samtidigt som Windon i allt större grad adresserar företagsmarknaden, vilken för närvarande utvecklas starkare än privatmarknaden, vilket i kombination med den låga kostnadsbasen förväntas stärka lönsamheten.

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 mUSD, 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 i en tuffare marknad

Windons starka tillväxt under år 2022 och 2023 är dels hänförlig till en stark tillväxt på marknaden, dels ett ökat försäljningsfokus. Under det senaste halvåret har dock stigande räntor och fallande elpriser försämrat investeringsviljan i solceller främst bland konsumenter, 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 elbilsladdare 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 intäktben. 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. Windon har redan upplevt, och förväntas fortsätta uppleva, en hög efterfrågan på produkten med över 1 300 kundförfrågningar och under sommaren år 2024 förväntas de två första demoanläggningarna komma på plats. Givet det höga intresset anses det vara viktigt att genom dessa anläggningar kunna visa upp tekniken för potentiella kunder och således öka förtroendet. RidgeBlade förväntas finnas tillgänglig för kundinstallationer från Q4-24 och förväntas vara en viktig värde drivare för Windon framgent.

Hög efterfrågan på RidgeBlade förväntas

## Prognos och värdering

Analyst Group estimerar en omsättning om 64,6 MSEK år 2024 för att därefter växa till 120,5 MSEK år 2027, drivet av ökning 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 22 % mellan åren 2022-2027, med en EBITA-marginal om 14 % år 2027. Baserat på ett EBITDA-resultat om 12,3 MSEK år 2025, en applicerad multipel om EV/EBITDA 11x samt en diskonteringsränta om 12,4 %, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 9,5 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 importerar från kinesiska JH Solar samt växelriktare från de ledande tillverkarna Deye och Solax. Utöver dessa produkter som tillhör solcellssystemet erbjuder Windon även batterilagringssystem från UZ Energy, ett bolag specialiserat inom premiumsegmentet för energilagringssystem samt den banbrytande vindturbinen RidgeBlade.

## 8 % bättre effekt genom Windons solpaneler

Windons egenproducerade solpaneler, Windon Effekta, tillverkas av OEM-tillverkare i Litauen där panelernas kisel importerar 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.

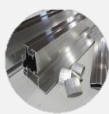
## Windons erbjudande

### Solcellspaneler



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



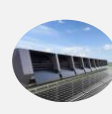
En växelriktare omvandlar den likström som solpanelerna producerar till växelström. Växelriktaren som ingår i Windons solcellssystem är av märket Deye.

### 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 i allt större grad 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. Avseende Bolagets egna solpaneler så köps kisel 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.

### 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. Exempelvis ingick Windon under Q1-24 ett partnerskap med Østa Elektro, vilka bl.a. är en solcellsinstallatör med ca 1 000 kunder, vilka Windon nu kommer leverera Bolagets hela produktutbud till, bestående av ett komplett solcellssystem, batterilagringssystem samt vindturbinen RidgeBlade. 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, vilket kan accelerera tillväxten.

Liten och effektiv organisation

Har exekverat på tillväxtstrategin

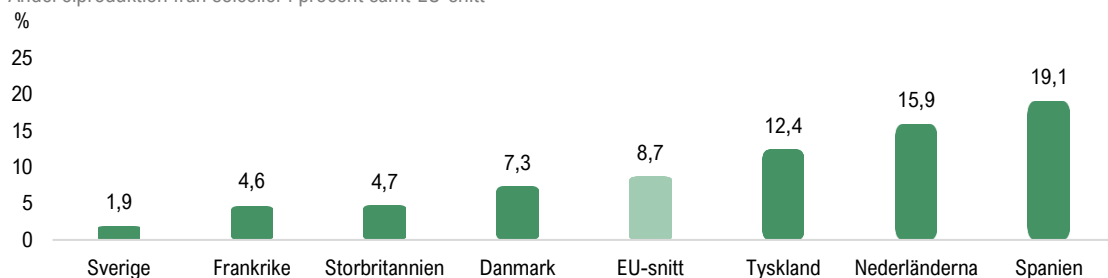
### Omställning mot förnybar energi driver marknaden

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.

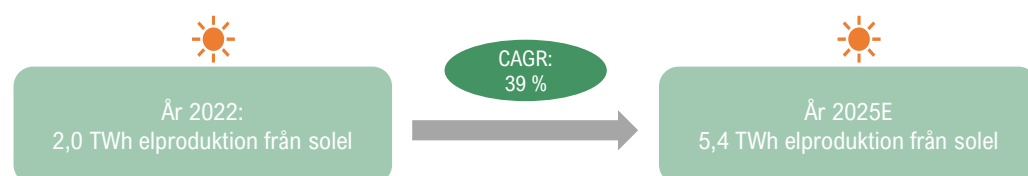
**20 %**  
skattereduktion  
vid installation  
av solceller

### 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

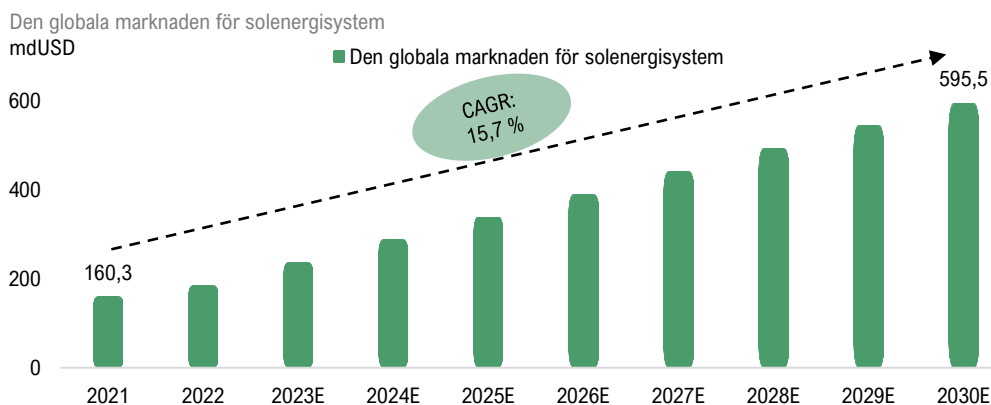


Källa: Energimyndigheten

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

### Omställningen mot förnyelsebar energi väntas driva marknadstillväxten för batterilagring

16,3 %  
CAGR  
marknadstillväxt  
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 skattereduktion om 50 % vid installation av system för lagring av egenproducerad elenergi. Det nya ställningstagandet stipulerar att skattereduktion 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 skattereduktion 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

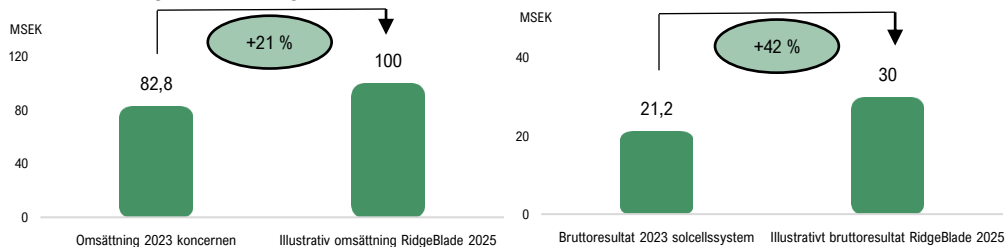
Windon har slutit ett avtal med Badger Energy avseende att bli exklusiv distributör av RidgeBlade, vilket är en banbrytande takmonterad vindturbin som utnyttjar den turbulenta vind som skapas av taket för att generera ren och förnybar energi på plats som kan användas för att driva byggnaden eller matas ut på elnätet. 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. De första demoanläggningarna förväntas installeras under sommaren år 2024 och produkten väntas finnas tillgänglig för kundinstallationer från Q4-24.

Sedan Windon kommunicerade det exklusiva distributörsavtalet under mitten av Q1-24 har Bolaget upplevt ett starkt gensvar från marknaden, bl.a. hade drygt 500 privatpersoner efter bara några veckor hört av sig med intresse för att få offert avseende RidgeBlade, vilket anses illustrera ett starkt intresse. Däremot, med hänsyn till svårigheter att härleda en intäkt per såld installation samt prognostisera 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 försäljnings- 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. 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 som efter några veckor hade hört av sig med intresse för att få en offert på RidgeBlade 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 solcellsaftår 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, då en försäljning till alla 500 personer redan år 2025 kan bli svår att uppnå. 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. Däremot finns det även flera fördelar med det exklusiva distributörsavtalet som kan generera ökade intäkter även för Windons solcellssystem. Windon förväntas kunna bedriva korsförsäljning av solcellssystemen till installatörer som är intresserade av RidgeBlade. Exempelvis har Windon ingått ett partnerskap i Norge med Østa Elektro, vilket stipulerar att Windon nu kommer leverera bolagets hela produktutbud till installationsbolaget. Således kan Windon organiskt expandera till Norge genom att kapitalisera på det stora intresset för RidgeBlade och därmed teckna avtal även för solcellssystemen på marknaden. Givet detta 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 omsättningsestimater om 94,3 MSEK avseende solcellssystemen år 2025 erhålls en omsättning om 194,3 MSEK. Baserat på detta samt en multipel om EV/S 1,2x, 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 19,5 kr på 2025 års omsättning, därmed ca 1,5 år framåtblickande, vilket påvisar en hög värdebidrande potential för RidgeBlade.

Kontaktades av  
 över 500 privat-  
 personer efter  
 lanseringen

### 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 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 på längre sikt.

Den organiska tillväxten väntas även drivas av att Windon fortsatt kan addera nya installatörer som använder Bolagets system. Tillväxten väntas bl.a. vara hänförlig till de fördelar som Windons montage-system 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, vilket bidrar med ytterligare ett intäktsben. Historiskt har Windon främst levererat till installatörer vilka riktar sig mot privatkunder men Bolaget förväntas ha ökat fokuset mot att även sälja till installatörer och grossister med företag som slutkunder, där Windon under Q1-24 upplevde ökade förfrågningar i nya segment såsom solcellsparker. Sett till företagsmarknaden så finns det en ökad efterfrågan på solceller genom fler byggnationer av solcellsparker 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 korsförsäljas till partners som är intresserade av RidgeBlade väntas Bolaget kunna penetrera den norska marknaden, vilket redan har exekverats på genom partnerskapet med Østa Elektro.

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

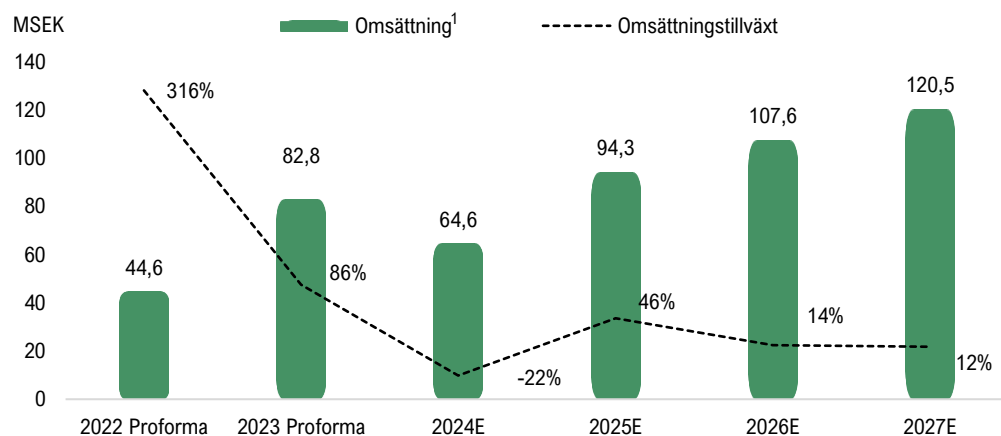
I spåren av år 2022, vilket var ett rekordår både för solceller i allmänhet och Windon i synnerhet, uppvisade Bolaget under år 2023 en fortsatt stark försäljningsutveckling med en tillväxt om 86 %. Under år 2024 förväntas marknaden dock präglas av tuffare förhållanden p.g.a. högre räntor och lägre elpriser, vilket förväntas påverka efterfrågan, speciellt på privatmarknaden, och således Windons omsättning under året. Dessutom förväntas den nya regelutvecklingen från Skatteverket avseende skattereduktion för batterilagring påverka efterfrågan kortsiktigt, något som bäddar för ett mer utmanande år. Däremot har Windon under år 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 har de första räntesänkningarna gjorts i Sverige med fler förväntade under året, vilket åter väntas stärka konsumenters investeringsvilja och därmed efterfrågan på Windons produkter. Sammantaget estimeras Windon dock under år 2024 minska omsättningen med 22 %, hänförligt till nämnd tuffare marknad, varför en omsättning om 64,6 MSEK estimeras.

I spåren av förbättrade marknadsutsikter under H2-24 väntas detta 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 46 % år 2025. Under år 2025 estimeras således en omsättning om 94,3 MSEK som sedan väntas fortsätta växa stabilt under år 2026 och 2027 med 14 % respektive 12 %, varpå omsättningen uppgår till 120,5 MSEK vid slutet av prognosperioden.

~121 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

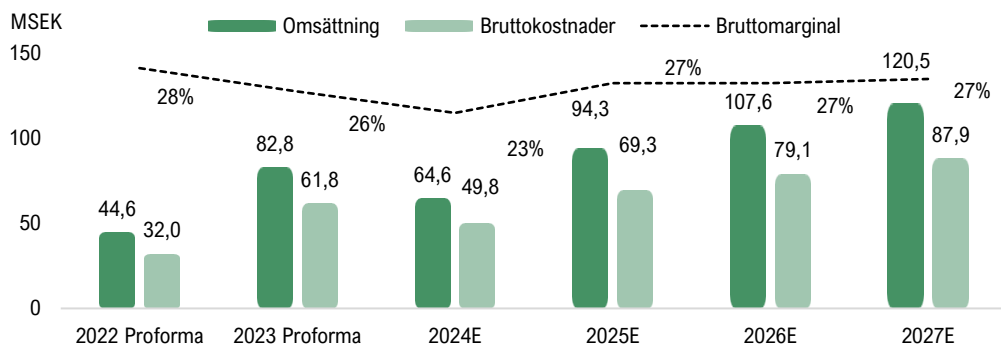
#### Bruttokostnader 2024-2027

Windons bruttokostnader är hänförliga till de produkter som ingår i Bolagets solcellssystem, 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. Under slutet av år 2023 uppstod en prispress på solpaneler till följd av fulla lager och sjunkande efterfrågan, vilket har påverkat Windons bruttomarginal under de senaste kvartalen. Effekten väntas kvarstå till viss del under resterande del av år 2024 och således estimeras en bruttomarginal om 23 %, för att därefter stärkas och uppgå till 27 % år 2027.

<sup>1</sup>Våra 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**

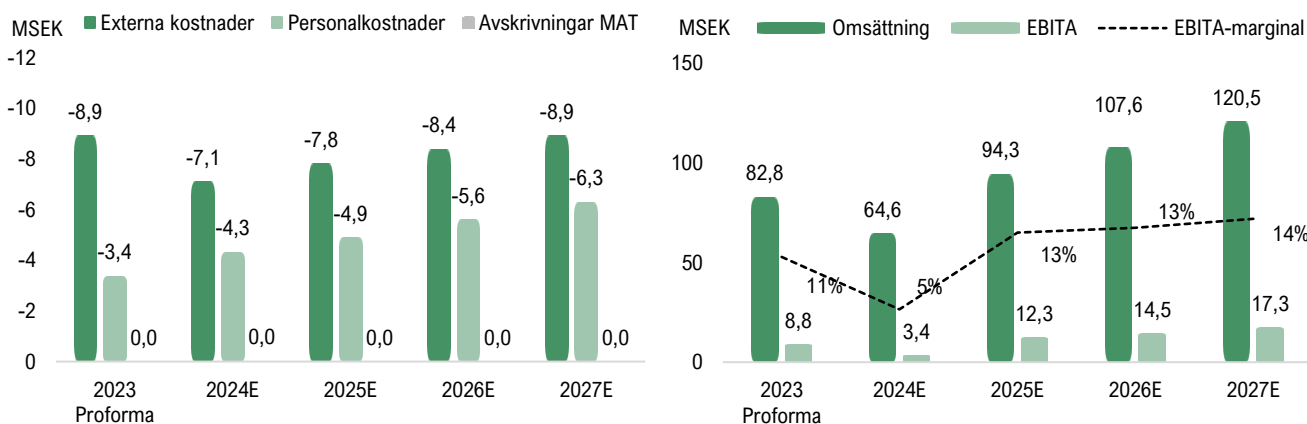
Avseende personalkostnader så har dessa historiskt varit låga, men växte något under år 2023 genom att tidigare konsulter anställdes i Bolaget, samt att en person till inom försäljning anställdes under året. I takt med att Windon under prognosperioden förväntas växa antas Bolaget behöva stärka personalen 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, även om Bolaget redan har tecknat det första partnerskapet i landet, 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 6,3 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 uppkom kostnader av engångskaraktär under år 2023 i samband med att förvärvet av Windon genomfördes, vilket medförde 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)



**Niutech Group** är en företagsgrupp som verkar inom den snabbt växande marknaden för grön digital infrastruktur. Niutech 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. Niutech verkar inom samma bransch som Windon och adresserar därmed samma marknad med liknande förväntad tillväxt, varför bolaget anses vara ett peer-bolag.

46 %

Omsättningstillväxt

-3 %

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.

-6 %

Omsättningstillväxt

-14 %

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.

-13 %

Omsättningstillväxt

9 %

EBITDA-marginal



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

-6 %

Omsättningstillväxt

4 %

EBITDA-marginal



**Zaptec** är verksam 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.

63 %

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.

5 %<sup>1</sup>

Omsättningstillväxt

0 %








EBITDA-marginal

<sup>1</sup>Organisk 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)	Niutech Group	Energeia	CTEK	Garo	Zaptec	Soltech	Medelvärde	Median	Windon
EV/S	0,5	2,6	2,1	1,3	0,8	0,3	1,3	1,0	0,6
EV/EBITDA	-18,5	-18,0	19,2	23,1	17,9	8,6	5,4	13,2	14,2
Börsvärde	139	113	1394	1545	1193	646	838	919	44
Omsättning	331	71	839	1 294	1 461	2 737	1 122	1 066	63
Bruttomarginal	51%	71%	53%	43%	37%	33%	48%	47%	25%
EBITDA-marginal	-3%	-14%	9%	4%	3%	0%	0%	2%	4%
Omsättningstillväxt Y-Y	46%	-6%	-13%	-6%	63%	5% <sup>1</sup>	15%	0%	n.a.
EBITDA-tillväxt Y-Y	-195%	-1556%	6%	-53%	826%	-190%	-194%	-122%	n.a.
Soliditet	35%	47%	52%	52%	51%	40%	46%	49%	93%
Skuldsättningsgrad	1,8	1,1	0,9	0,9	1,0	1,5	1,2	1,0	0,1
Kapitalomsättningshastighet	1,3	0,3	0,5	1,1	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1

Nyckeltal	Enterprise Value	EBITDA-tillväxt	EBITDA-marginal	EV/S	EV/S	EV/EBITDA	EV/EBITDA
Estimat	MSEK	CAGR (2021-2025E)	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
 Niutech Group	160	136%	4%	0,3	0,2	-159,7	5,2
 Energeia	173	60%	0%	2,1	1,7	-45,6	10,5
 CTEK	1 785	-3%	18%	2,1	1,9	14,8	10,8
 Garo	1 618	-4%	15%	1,3	1,1	16,1	7,8
 Zaptec	1 174	24%	9%	0,7	0,6	16,7	6,5
 Soltech	891	2%	8%	0,3	0,2	4,0	3,6
 Windon	40	89%	13%	0,6	0,4	11,7	3,3
<b>Genomsnitt</b>	<b>967</b>	<b>36%</b>	<b>9%</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>-25,6</b>	<b>7,4</b>
<b>Median</b>	<b>1 032</b>	<b>13%</b>	<b>9%</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>9,4</b>	<b>7,2</b>

Då några av jämförelsebolagen inte är lönsamma på EBITDA-nivå såväl LTM som på år 2024 års estimat men där alla jämförelsebolag förväntas vara det år 2025, utgår värderingen från en EV/EBITDA-multiplik som appliceras på år 2025 års estimerade EBITDA-resultat. Sett till värderingen LTM så värderas peer-gruppen till EV/EBITDA 13,2x och gällande 2025 års estimat uppgår medianen till EV/EBITDA 7,2x, men det finns skillnader mellan Windon och jämförelsebolagen som bör tas i beaktning. Windon är ett mindre bolag än jämförelsegruppen både avseende börsvärde och omsättning, vilket medför ett högre avkastningskrav, varför en värderingsrabatt appliceras. Beträffande tillväxten så uppvisar Windon dock en starkare tillväxt Y-Y än jämförelsebolagen i genomsnitt sett till omsättningen. Avseende EBITDA-tillväxten, mätt som en CAGR år 2021-2025E, så uppvisar Windon en högre tillväxt, vilket motiverar en värderingspremie. 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 jämfört med peer-gruppen, varför en EV/EBITDA-multiplik om 11x appliceras på 2025 års estimerade EBITDA-resultat. Detta ger, givet 2025 års estimerade EBITDA-resultat om 12,3 MSEK, ett Enterprise Value om ca 135 MSEK. Givet en tillämpad diskonteringsränta om 12,4 % samt utifrån tillägget av Windons nettokassa motsvarar det ett potentiellt nuvärde per aktie om 9,5 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 10,3 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.<sup>2</sup>

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

<sup>2</sup>Komplett DCF-modell återfinns i appendix s. 19

### Bull scenario

I ett Bull scenario estimeras Winton kunna växa omsättningen i en än snabbare takt jämfört med ett Base scenario. Även om marknaden för solceller försvagas under år 2024 förväntas Winton 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 147 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 27 %.

I ett Bull scenario estimeras en något högre bruttomarginal under prognosperioden, uppgående till 28 % under åren 2025-2027, hänförligt till att de konkurrensfördelar som Winton har medför att Bolaget kan hålla en något högre prissättning. Dessa konkurrensfördelar innefattar ett tidsbesparande montagesystem, en närliggande och pålitlig produktion i Baltikum och Sverige samt att ett etsat glas används i solcellspanelerna, vilket medför en bättre effekt. En högre tillväxt och en starkare bruttomarginal medför även en stark EBITA-marginal, då organisationen antas kunna hållas liten och effektiv även vid en större uppskalning. EBITA-marginalen estimeras till 11 % år 2024 för att sedan stiga till 17 % år 2027.

Baserat på ett EBITDA-resultat om 18 MSEK år 2025, en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 11x, Windons nettokassa samt en diskonteringsränta om 12,4 %, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 13,4 kr i ett Bull scenario.

**13,4 kr**  
Bull scenario

### Bear scenario

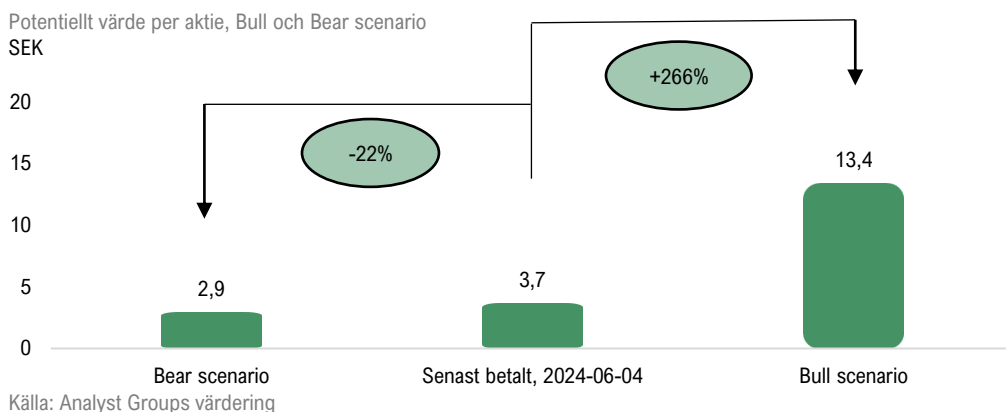
I ett Bear scenario estimeras de tuffare marknadsförhållandena under år 2024 till följd av att den förväntade avkastningen på att installera solceller sjunkit genom lägre energipriser, i kombination med en allmänt försämrad konjunktur, bestå under en längre tid än i ett Base scenario, vilket medför en lägre efterfrågan från främst privatpersoner att investera i solceller och påverkar Windons omsättning. 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 78 MSEK år 2027, motsvarande en CAGR om 12 %, där merparten av tillväxten sker under år 2023.

Till följd av en ökad konkurrens estimeras en lägre bruttomarginal då Winton tvingas pressa priserna på Bolagets produkter. Avseende rörelsekostnaderna antas dessa kunna hållas relativt konstanta i förhållande till omsättningen men givet den lägre bruttomarginalen medför det även en lägre EBITA-marginal än i ett Base scenario. I ett Bear scenario estimeras EBITA-marginalen sjunka från 11 % år 2023 till 8 % år 2027.

Baserat på ett EBITDA-resultat om 4,7 MSEK år 2025, en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 8x, således lägre än i ett Base scenario (11x) till följd av lägre förväntad tillväxt, samt en diskonteringsränta om 12,4 %, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 2,9 kr i ett Bear scenario.

**2,9 kr**  
Bear scenario

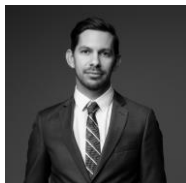
#### Illustration av potentiell värdering i ett Bull respektive Bear scenario.





### Henrik Karstensen, VD

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



### Sebastian Hjorth, CFO

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



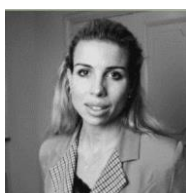
### Christer Nilsson, COO

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



### Johan Kjell, Styrelseordförande

Johan har sedan år 2007 arbetat med rådgivning och investeringar och har tidigare varit Head of M&A på IF Skadeförsäkringar och utöver förvärv arbetade han då även med skuldfinansiering (Debt Capital Markets) och etablering på nya marknader. Tidigare erfarenheter inkluderar därutöver arbete på Alfred Berg ABN AMRO med företagsfinansiering, M&A och börsintroduktioner. Johan har en magisterexamen i företagsekonomi från Ekonomihögskolan i Lund. *Johan innehar 1 073 667 aktier (8,8 %).*



### Michaela Berglund, Styrelseledamot

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



### Vahid Toosi, Styrelseledamot

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

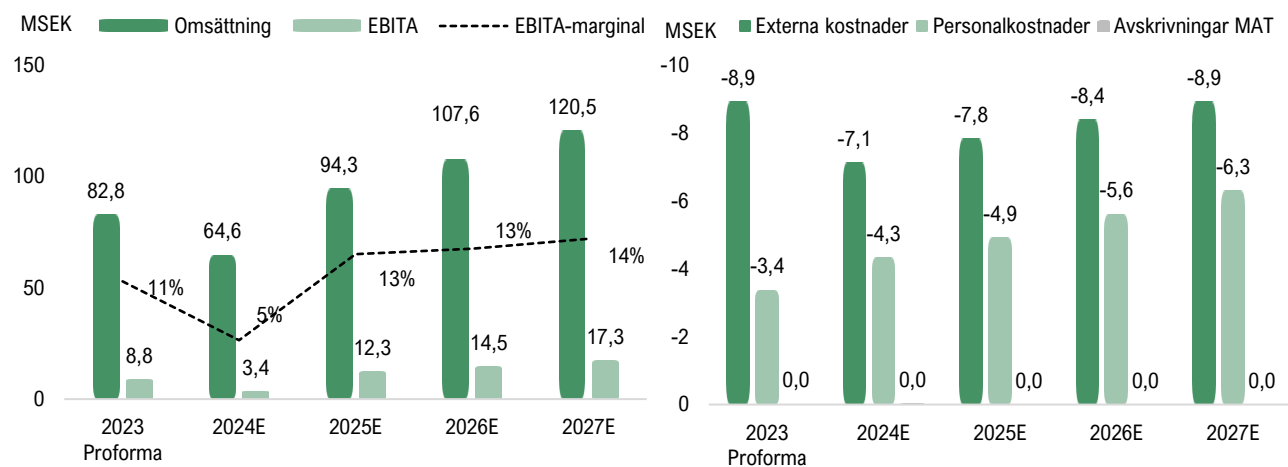


### Christoffer De Geer, Styrelseledamot

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

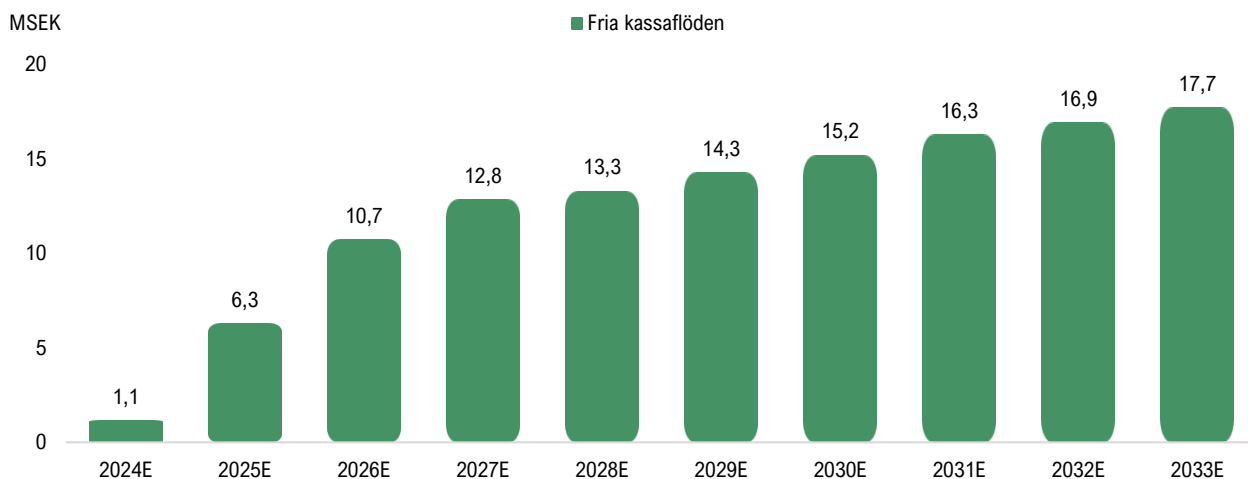


Base scenario (MSEK)	2023 proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	82,8	64,6	94,3	107,6	120,5
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>82,9</b>	<b>64,6</b>	<b>94,3</b>	<b>107,6</b>	<b>120,5</b>
Råvaror och förnödenheter	-61,8	-49,8	-69,3	-79,1	-87,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21,2</b>	<b>14,9</b>	<b>25,0</b>	<b>28,5</b>	<b>32,5</b>
Bruttomarginal	26%	23%	27%	27%	27%
Övriga externa kostnader	-8,9	-7,1	-7,8	-8,4	-8,9
Personalkostnader	-3,4	-4,3	-4,9	-5,6	-6,3
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>8,8</b>	<b>3,4</b>	<b>12,3</b>	<b>14,5</b>	<b>17,3</b>
EBITDA-marginal	11%	5%	13%	13%	14%
Avskrivningar MAT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITA</b>	<b>8,8</b>	<b>3,4</b>	<b>12,3</b>	<b>14,5</b>	<b>17,3</b>
EBITA-marginal	11%	5%	13%	13%	14%
Avskrivningar Goodwill	-2,1	-5,4	-5,4	-5,3	-5,3
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>6,9</b>	<b>9,2</b>	<b>12,0</b>
EBIT-marginal	8%	-3%	7%	9%	10%
Ränteintäkter	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>6,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>12,9</b>
Skatt	-1,6	0,3	-1,6	-2,1	-2,8
<b>Nettoresultat</b>	<b>5,5</b>	<b>-1,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,8</b>	<b>10,1</b>
Nettomarginal	7%	-2%	6%	7%	8%

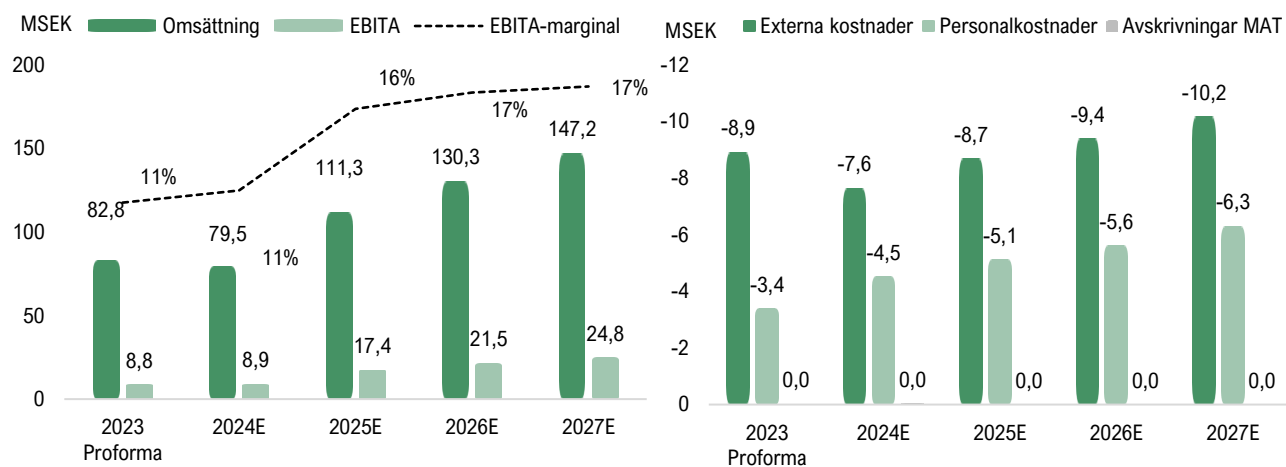


## DCF-värdering

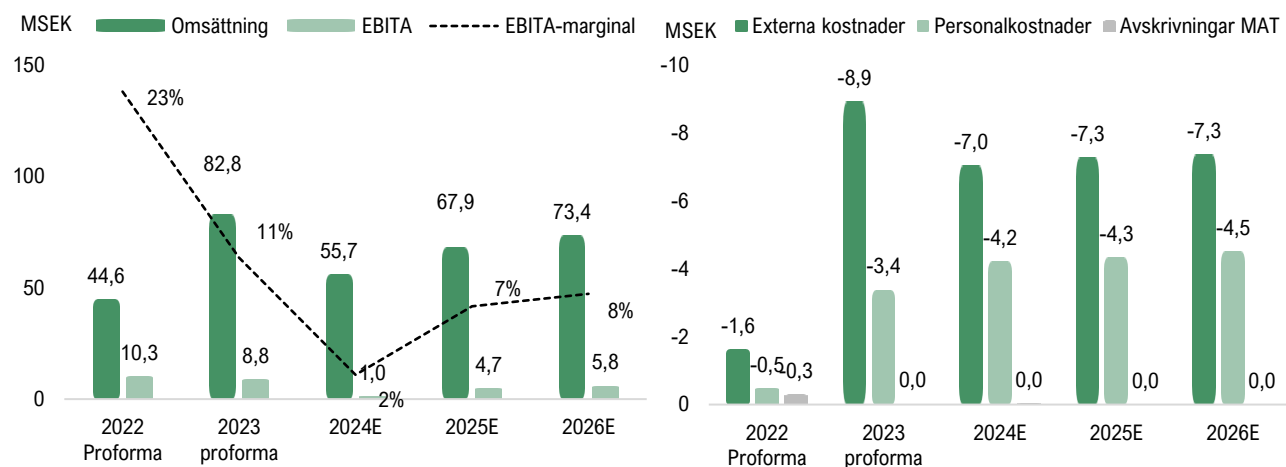
WACC	12,4%
Nuvärde fria kassaflöden	63 182 557
Terminalvärde	57 787 714
<b>Enterprise Value</b>	<b>120 970 271</b>
Nettoskuld	-4 103 000
<b>Börsvärde</b>	<b>125 073 271</b>
Antal aktier	12 160 000
<b>Värde per aktie</b>	<b>10,3</b>



Bull scenario (MSEK)	2023 proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	82,8	79,5	111,3	130,3	147,2
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>82,9</b>	<b>79,5</b>	<b>111,3</b>	<b>130,3</b>	<b>147,2</b>
Råvaror och förnödenheter	-61,8	-58,5	-80,2	-93,8	-106,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21,2</b>	<b>21,1</b>	<b>31,2</b>	<b>36,5</b>	<b>41,2</b>
Bruttomarginal	26%	27%	28%	28%	28%
Övriga externa kostnader	-8,9	-7,6	-8,7	-9,4	-10,2
Personalkostnader	-3,4	-4,5	-5,1	-5,6	-6,3
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>17,4</b>	<b>21,5</b>	<b>24,8</b>
EBITDA-marginal	11%	11%	16%	17%	17%
Avskrivningar MAT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITA</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>17,4</b>	<b>21,5</b>	<b>24,8</b>
EBITA-marginal	11%	11%	16%	17%	17%
Avskrivningar Goodwill	0,0	-5,4	-5,4	-5,3	-5,3
<b>EBIT</b>	<b>8,8</b>	<b>3,6</b>	<b>12,0</b>	<b>16,2</b>	<b>19,4</b>
EBIT-marginal	11%	5%	11%	12%	13%
Ränteintäkter	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>8,9</b>	<b>4,0</b>	<b>12,6</b>	<b>17,0</b>	<b>20,3</b>
Skatt	-2,0	-0,9	-2,7	-3,6	-4,4
<b>Nettoresultat</b>	<b>6,9</b>	<b>3,1</b>	<b>9,9</b>	<b>13,3</b>	<b>16,0</b>
Nettomarginal	8%	4%	9%	10%	11%



Bear scenario (MSEK)	2023 proforma	2024E	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	82,8	55,7	67,9	73,4	77,8
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>82,9</b>	<b>55,7</b>	<b>67,9</b>	<b>73,4</b>	<b>77,8</b>
Råvaror och förnödenheter	-61,8	-43,4	-51,6	-55,8	-59,1
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21,2</b>	<b>12,3</b>	<b>16,3</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>
Bruttomarginal	26%	22%	24%	24%	24%
Övriga externa kostnader	-8,9	-7,0	-7,3	-7,3	-7,8
Personalkostnader	-3,4	-4,2	-4,3	-4,5	-4,7
Övriga rörelsekostnader	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>8,8</b>	<b>1,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>
EBITDA-marginal	11%	2%	7%	8%	8%
Avskrivningar MAT	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITA</b>	<b>8,8</b>	<b>1,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,2</b>
EBITA-marginal	11%	2%	7%	8%	8%
Avskrivningar Goodwill	-2,0	-5,4	-5,4	-5,3	-5,3
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>-4,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>0,9</b>
EBIT-marginal	8%	-8%	-1%	1%	1%
Ränteintäkter	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>6,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>
Skatt	-1,6	0,8	0,0	-0,3	-0,4
<b>Nettoresultat</b>	<b>5,3</b>	<b>-3,1</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>
Nettomarginal	6%	-6%	0%	1%	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.