# God risk/reward i prospektportföljen

## Avyttringar viktiga för att visa på värde

De finansieringslösningar som offentliggjorts under sommaren ger Hexicon möjlighet att fortsätta verksamhetsutvecklingen enligt plan samt inleda avyttringar efter det att viktiga milstolpar i projekten har passerats. Det är viktigt då en stor del av bolagsvärdet består av projekten och där värdet ökar väsentligt när avgörande tillstånd erhållits. Analysguiden bedömer att avyttringarna inleds första halvåret 2024 och ger ett positivt kassaflöde från och med då.

## Fortsatt tuff omvärldsmiljö påverkar värderingar negativt – vi tror för mycket är diskonterat

Även om många projekt lider av högre räntekostnader och hög inflation som drivit upp kostnader genom hela värdekedjan. För att färdigställa projekt finns en tydlig politisk vilja bl a inom EU att investeringar skall göras inom havsbaserad vindkraft. Till exempel har EU ett mål om 60 GW havsbaserad vindkraft innan år 2030. Man har i samband med detta lanserat ett initiativ (European Wind Power Action Plan) som skall underlätta finansering via EU:s innovationsfond. Utöver detta skall tydliga ramverk och stödsystem införas vilket gynnar bolag inom branschen.

## Projektportföljen överstiger börsvärde

Vi bedömer att bolagets projektportfölj har ett värde klart överstigande dagens börsvärde och bland de mest värdefulla projekten hittar vi MunmuBaram-projektet i Sydkorea på 1 100 MW. Det svenska Freja Offshore uppgår till 4 500 MW i projektfas och ytterligare >2 000 MW i prospektfas. Italien har en bruttokapacitet på 7 100 MW i projektfas och ytterligare >2 000 MW i prospektfas. Av dessa ligger bedömer vi att det sydkoreanska projektet kan bli föremål för avyttring.

Riktkursen justeras ned något som en konsekvens av omvärldsfaktorer såsom ökad ränta, hög inflation vilket påverkar marknaden för projekt negativt. Vi bedömer att projektportföljen inklusive bolagets teknikdel har ett indikerat värde om SEK 1,9 per aktie. En tydlig trigger skulle vara att bolaget avyttrar hela eller delar av något projekt till ett intressant värde. En annan viktig signal blir partnerfinansieringen av Twinhub, det första projektet med den egna tekniken.

## Hexicon

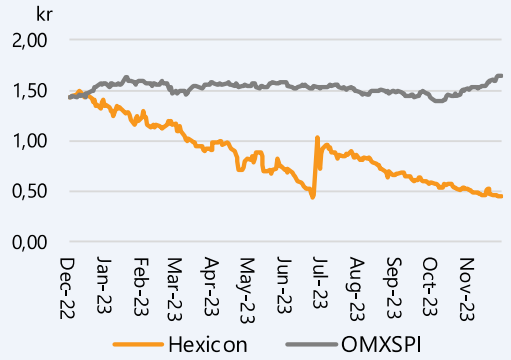
**Uppdatering Q3-23**

| | |
|---|---|
| Datum | 19 december 2023 |
| Analytiker | Joakim Kindahl |

**Basfakta**

| | |
|---|---|
| Bransch | Energi |
| Styrelseordförande | Hans von Uthmann |
| Vd | Marcus Thor |
| Noteringsår | 2021 |
| Listning | Nasdaq First North |
| Ticker | HEXI |
| Aktiekurs | 0,45kr |
| Antal aktier, milj. | 363,8 |
| Börsvärde, Mkr | 164 |
| Nettoskuld | 151 |
| Företagsvärde (EV), Mkr | 315 |
| Webbplats | www.hexicongroup.com |

**Kursutveckling senaste året**




Källa: NasdaqOMX, Analysguiden

**Prognoser & Nyckeltal, Mkr**

| | 2021 | 2022 | 2023p | 2024p |
|---|---|---|---|---|
| Omsättning | 23 | 12 | 20 | 350 |
| Rörelseres. f avskr | -46 | -126 | -240 | 105 |
| Rörelseres. (ebit) | -50 | -161 | -260 | 70 |
| Resultat f. skatt | -51 | -171 | -236 | 45 |
| Kassafl. eft. Invest. | -101 | -274 | -160 | 10 |
| Finansiering | 283 | 81 | 113 | 0 |
| Likvida medel | 290 | 87 | 40 | 50 |
| Vinst per aktie | neg | neg | -0,42 kr | 0,08 kr |
| Utd. per aktie | - | - | - | - |
| Omsättningstillväxt | | -50% | 72% | 1650% |
| Rörelsemarginal | neg | neg | -1300% | neg |
| Nettoskuld | -288 | -8 | 130 | 80 |
| P/e-tal | - | - | -1 | 6 |
| EV/ebit | - | - | -1 | 4 |
| EV/omsättning | | 27,1 | 15,7 | 0,9 |

Källa: Bolaget, Analysguiden

# Investeringstes

## Två affärsben på framväxande marknad

Hexicons strategi bygger på att skapa värde genom att utveckla teknikoberoende projekt för flytande vindkraft samt parallellt utveckla den patenterade och nydanande tekniken ”TwinWind”. Projektutvecklingen genererar redan intäkter vilka bör kunna öka markant 2024 - 2025. Tekniklösningen är potentiellt den långsiktiga värdedrivaren med återkommande licensintäkter från partners som tillverkar plattformen TwinWind. Hexicon arbetar med en utpräglad partnerstrategi både inom projekt och teknik. Detta och inriktningen på tidiga projektfaser, begränsar kapitalbehovet.

## Intressant och diversifierad projektportfölj

Hexicon har ett projekt i Sydkorea, MunmuBaram, som passerat den inledande fasen. Hexicons andel 2025–26 kan då vara värd över en miljard kronor. Bolaget har även stora projekt både i Sverige och Italien. Lägger vi till projekt i England, Skottland, Sydkorea och prospekt i Sydafrika, Spanien, Portugal, Grekland, Irland med flera så har vi en bild av en intressant och väldiversifierad portfölj. Bolagets etablering med en lokal organisation i USA öppnar upp möjligheter både på projektsidan men framför allt långsiktigt för TwinWind. Målet är att uppnå löpande intäkter från såväl Europa, Asien som USA 2025.

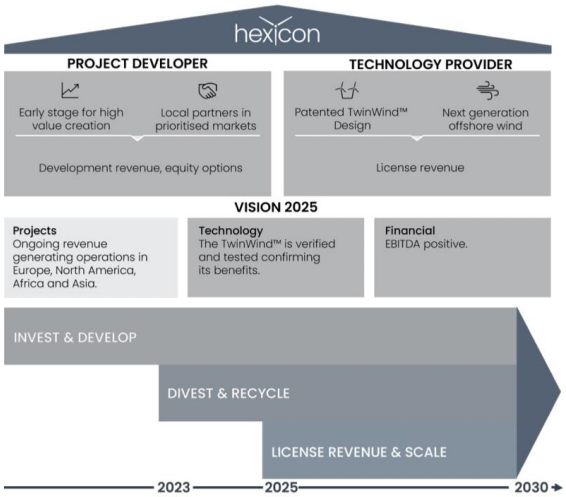
## Tekniken ännu oprövad

Med en marknad som förväntas växa snabbt och där kapitalstarka aktörer redan gjort åtaganden som styrker detta, kommer bra tekniska lösningar skapa stora möjligheter. Hexicon ligger längst fram med sin två-turbinslösning men samtidigt några år efter andra lösningar. Tekniken ska bevisas i det engelska Twinhub-projektet. Det 32 MW kommersiella projektet planeras vara i drift 2025 men kan försenas då finansiering ännu inte är på plats.

## Hög potential men även hög risk

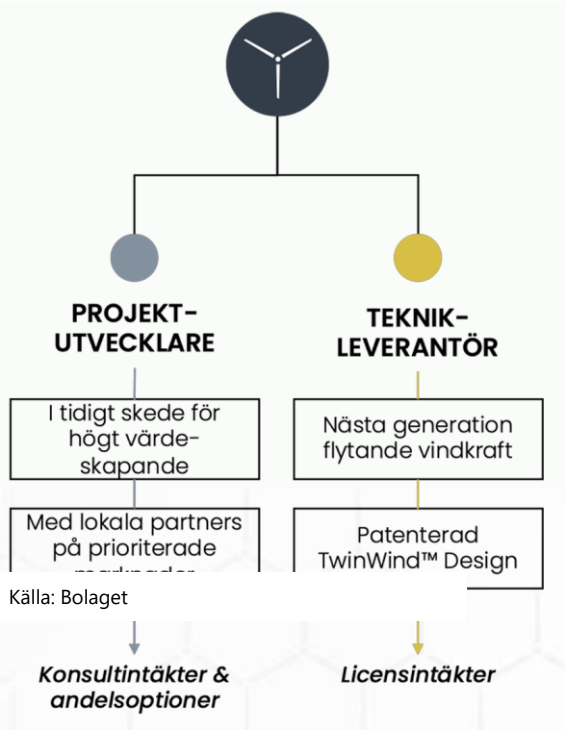
Strategin med en väl spridd projektportfölj som ofta delägs tillsammans med lokala och kapitalstarka partners har goda chanser att skapa värden. Alla kommer inte utvecklas enligt plan men de som gör det lär växa i värde. Projektverksamheten öppnar upp för snabbare kommersialisering när tekniken är bevisad. Tillsammans skapar detta stora möjligheter för Hexicon samtidigt som risken får anses som hög.

## Bolagets strategi & målbild




Källa: Bolaget, Q4 rapport 2022.

## Två affärsben




Källa: Bolaget

## Twinhub

Projektet Twinhub blir det första fullskaliga testet på att den patenterade tekniken TwinWind håller. Bolaget förhandlar med flera möjliga finansieringspartners och ett avtal om medfinansiering skulle utgöra en viktig milstolpe. Bedömningen är att detta avtal ligger drygt ett halvår bort. Investeringsbehovet i detta projekt är i storleksordningen 2 miljarder kronor och allt eller huvuddelen är tänkt att tas av en partner. Hexicon planerar för att ett slutligt investeringsbeslut akommer fattas 2024. Driftstarten bedöms ske 2026 även om det finns risk för försening med tanke på att man ligger efter mot tidsplanen. Kommande halvår slutförs bland annat de exakta kostnadskalkylerna. Utvecklingen fram till investeringsbeslutet är finansierad inom ramen för Glenmont-programmet.

Teknologin optimerar energiproduktionen på ett givet havsområde genom att två vindturbiner monteras på ett flytande fundament. Teknologin är patenterad på många marknader.

## Tre ansökningar i Sverige

Det hälftenägda Freja Offshore har lämnat in totalt tre tillståndsansökningar om havsbaserad vindkraft. Den flytande parken vid namn Mareld på Västkusten i Sverige har med kapaciteten 2500 MW potential att leverera 9–12 TWh årligen, vilket motsvarar över hälften av hela Västra Götalandsregionens elförbrukning. Majoriteten av Västkustregionen importerar sin el och regionen planerar att möta den förväntade ökningen av elförbrukningen genom att etablera ny vind- och solkraft. Cirrus på sydostkusten har en kapacitet på 2000 MW. I oktober lämnade bolaget in den tredje ansökan, Dyning, som avses placeras utanför östkusten har en potential om 10 TWh / år.

Ansökningarna lämnades in till regeringen då den planerade vindkraftsparken ligger utanför territorialgränsen. Regeringen skickar som ett första steg underlaget vidare till bland andra berörd Länsstyrelse och kommun för utvärdering.

Projekten i Sverige är liksom samtliga övriga av Hexicons projekt, exklusive TwinHub, teknikoberoende. Det innebär att värdet i projekten kan realiseras även om Hexicons egen teknik skulle bli försenad eller inte visa sig konkurrenskraftig.

## Ny lagstiftning förväntas i Italien

Hexicon är verksamt i Italien i ett joint-venture bolag med en lokal partner. Bolaget har säkrat rätt till vattenområden för möjlig kapacitet på 7100 MW. Under våren 2024 förväntas ny lagstiftning beslutas som anger vad som gäller för havsbaserad vindkraft. Därefter kan Hexicon dels förväntas intensifiera försäljningsprocesser av delar av projekttillgångarna, dels öka tempot i projekten.

Flytande vindkraft lämpar sig väl i Italien, som har lång kust och djupa vatten samt stort behov av förnybar energi. Landet siktar på att 2030 generera 55 % av sin totala elproduktion från förnybar energi. EU:s Green Deal-program bidrar till att framfarten på området just nu är hög. Hexicon är med sina totala projekt och prospekt på 9 GW den största aktören.

## TwinWind

Patenterad flytande plattform med två turbiner

Källa: Bolaget

## 4 projekt i Sverige

Alla ansökningar planeras 2023

Källa: Frejaoffshore.se

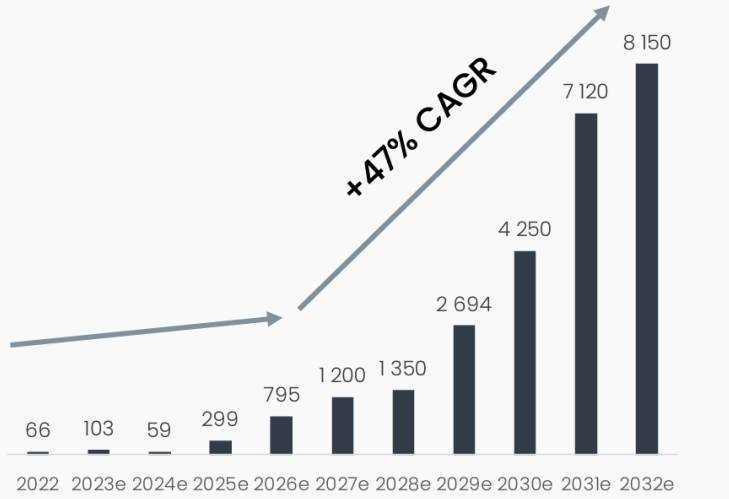
## MunmuBaram

MunmuBaram är tänkt att bli en av världens största flytande vindskraftsparker med en kapacitet på 1,1 GW som kan försörja runt en miljon hushåll med el. Från 2018 drivs det som ett allt större projekt, i nuläget med ett 60-tal medarbetare huvudsakligen från Shell. Total investeringskostnad bedöms ligga runt 50 miljarder. Hexicon kommer troligen avyttra sin del innan hårdvaruinvesteringar behöver göras medan strategin för projektets huvudägare Shell är av mer långsiktig karaktär.

Principer för prissättning och produktionslicenser finns på plats för MunmuBaram. Nätanslutningsavtal har försenats ytterligare och förväntas nu ske under första halvåret 2024. Där finns redan ett samförståndsavtal på plats med aktuell myndighet. Kommande steg efter nätanslutningsavtal är att säkra upp nyckeldelen av leverantörskedjan samt slutföra miljökonsekvensanalysen. Slutgiltigt investeringsbeslut förväntas 2025 med produktionsstart 2027.

## Generell marknadsutveckling

Totalt sett väntas installationer för flytande vindkraft växa kraftigt och stabilt under lång tid framöver. Mellan år 2027 till 2032 väntas årlig takt ligga runt 47% enligt prognos i GWEC ”Global Offshore Wind Report 2023.




**NEW FLOATING WIND INSTALLATIONS, GLOBALLY (MW)**

Source: GWEC | GLOBAL OFFSHORE WIND REPORT (2023)

# Stor och diversifierad projektportfölj

| PROJEKT | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Projektinfo | Sydkorea | Sydkorea | Skottland | Sverige | England | Italien | Sydafrika |
| Namn | MunmuBaram | Pohang | Pentland Floating Wind Farm | Freja Offshore | TwinHub | AvenHexicon | GenesisHexicon |
| Förväntad brutto-kapacitet | 1 100+ MW | 900 MW | 100 MW | 4 500 MW | 32 MW | 7 100 MW | ~800 MW |
| Hexicons andel | 20% | 29% | 10% | 50% | 100% | 50% | 50% |
| Partner(s) | Shell | Hexicon Korea | CIP | Mainstream Renewable Power | - | Avapa Energy | Genesis Eco-Energy |
| Mål för FID[1]/COD[2] | 2025/2027 | Ej fastställt | 2024/2026 | 2027/2029 | 2024/2026 | Ej fastställt | TBA |

| PROSPEKT | | | |
|---|---|---|---|
| Projektinfo | Irland | Italien | Sverige |
| Namn | TBA | AvenHexicon | Freja Offshore |
| Förväntad brutto-kapacitet | ~2 000 MW | 2 150 MW | 2 000+ MW |
| Hexicons andel | 100% | 50% | 50% |
| Partner(s) | Killybegs Fishermen's Org. | Avapa Energy | Mainstream Renewable Power |

Källa: Bolaget

1 FID – Final Investment Decision

2 COD – Commercial Operational Date

## Finansiell ställning & kassaflöde

Hexicon har en kassa om 42,8 MSEK per sista september och ett negativt kassaflöde från den löpande verksamheten på 44,9 MSEK. Under juli månad ingick bolaget i ett kreditfacilitetsavtal uppgående till 75 MSEK. Hexicon uppger att detta skall säkerställa likviditeten till sommaren 2024.

Utöver detta har man ett projektutvecklingslån uppgående till 45 MEUR från Glennmont som skall finansiera projekten framöver. Lånet från Glennmont har säkerhet i dotterbolaget Hexicon Holding AB som i sin tur äger projektbolagen MunmuBaram, Freja Offshore, TwinHub samt AvenHexicon. För kreditfaciliteten på 75 MSEK har man ställt patenten som ägs av Freia Offshore AB som säkerhet.

De viktigaste posterna för kassaflödet de närmaste åren är hur bolaget löser finansieringen av de första kompletta TwinWind, intäkter från avyttring av projekträttigheter samt kapitalbehovet för anskaffning av nya projekt och vidareutveckling av befintliga projekt.

# Värdering

Den nya långsiktiga finansieringslösningen möjliggör att Hexicon kan invänta rätt tidpunkt för att genomföra avyttringar från projektportföljen. Projektvärderingen inkluderar enbart de som förväntas ha kommit till fas ”Mid” eller ”Late” och förutsätter en fortsatt utveckling i dessa projekt. Teknikdelen tas med till 250 Mkr (P/S 10 på förväntade licensintäkter 2026).

Vi har justerat vårt värderingsintervall som en konsekvens av yttre faktorer som inflation och räntenivå. Detta har påverkat affärsaktiviteten och tiden till avslut.

För riktkursen utgår Analysguiden från en bedömning av vad projektportföljen bedöms vara värd idag. Vår bedömning givet de faser projekten ligger i är att de för närvarande skall värderas i den undre delen av vårt värderingsintervall. Endast 20% av projektvärdet i fas ”Early ” tas med för att beakta den osäkerhet som finns i tidiga faser. Prospekt inkluderas inte av försiktighetsskäl. Teknikdelen diskonteras till nuvärde enligt ovan. Med slutlig justering för nettoskuld landar vi då på riktkursen 1,9 kr per aktie. Som synes i diagrammet till höger ökar värdet ju längre man kan ta projekten. Detta sker dock till en ökad risk samt i vissa fall relativt stora investeringskostnader.

Vårt indikerade värde sänks, främst som en konsekvens av yttre faktorer som gjort att vi dragit ned värderingen i intervallet. Uppsidan från dagens nivå är dock mycket stor. Avyttringar anser vi är av stor vikt för att synliggöra de värden som finns i portföljen och således bidra positivt till kursen. Skulle man teoretiskt avyttra Munmu Baram och Pentland till ett värde i vårt undre intervall skulle det innebära (347 + 16 = 362 MSEK) ca 90 öre per aktie jmf med dagens kurs på 45 öre.

## Spännande avyttringar fr o m 2024

Initialt intäkter från projekt – teknikintäkter längre fram

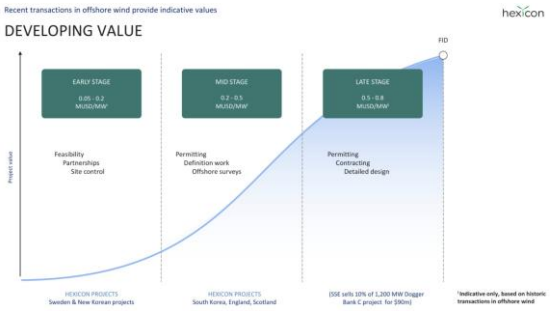
**Prognoser & Nyckeltal, Mkr**

| | 2021 | 2022 | 2023p | 2024p |
|---|---|---|---|---|
| Omsättning | 23 | 12 | 20 | 350 |
| Rörelseres. f avskr | -46 | -126 | -240 | 105 |
| Rörelseres. (ebit) | -50 | -161 | -260 | 70 |
| Resultat f. skatt | -51 | -171 | -236 | 45 |
| Kassafl. eft. Invest. | -101 | -274 | -160 | 10 |

Källa: Analysguiden

## Möjlig värdeutveckling i projekt

MunmuBaram inne i intressant fas




Källa: Hexicon Q3-rapport 2021

## Dagens projektportfölj

| Projekt december 2023 | Land | Status | Kapacitet (MW) | Hexicons andel | Nettokapacitet (MW) | Värde låg (Mkr)* | Värde hög (Mkr)* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Munmu Baram | Sydkorea | Mid | 1 100 | 20% | 220 | 347 | 866 |
| Pentland | Skottland | Mid | 100 | 10% | 10 | 16 | 39 |
| Twinhub | England | Mid | 32 | 100% | 32 | 50 | 126 |
| Freja Offshore | Sweden | Early | 4 500 | 50% | 2 250 | 319 | 3 544 |
| Pohang | Sydkorea | Early | 900 | 29% | 261 | 37 | 411 |
| Flera | Italien | Early | 7 100 | 50% | 3 550 | 503 | 5 591 |
| GenesisHexicon | Sydafrika | Early | 800 | 50% | 400 | 57 | 630 |
| Prospekt | Flera | Prospekt | 6 000+ | | 4 000+ | ? | ? |
| **Total "Mid-Late"** | | | | | | **413** | **1 032** |
| **Total "Early"** | | | | | | **916** | **10 176** |
| ***Totalt värde "mid-late" + 20% "early"*** | | | | | | **596** | **3 067** |
| ***SEK per aktie justerad för nettoskuld Q323 samt "teknikdel"*** | | | | | | ***1,9*** | |

* Värde låg avser den lägsta nivån i det prisintervall som finns baserat på tidigare transaktioner. Det prisintervall som Analysguiden använder är av försiktighetsskäl lägre än det Hexicon presenterade i samband med Q3-rapporten 2021.

## Risker (ej uttömmande)

Hexicon är en högriskinvestering med stor potential. Bolagets två verksamhetsben minskar risken jämfört med om det exempelvis hade varit ett rent teknikbolag. Projekten har ett värde oavsett om tekniken lyckas och vice versa. Exempel på stora risker är emellertid marknad, priser, teknik och finansiering.

**Är marknadsprognoserna för ljusa?**

Marknaden för flytande havsbaserad vindkraft har ljusa prognoser men är i ett tidigt skede. Det är fortfarande inte givet att denna energikälla blir tillräckligt konkurrenskraftig. En annan marknadsrisk är att lokalt motstånd ibland sätter stopp för projekt även om risken långt ute till havs är lägre än för bottenfixerad och landbaserad vindkraft.

**Prisnivån i områden avsedda för flytande vindkraft är fortfarande osäker.**

Prisnivån för projektens olika stadier är fortsatt osäker med få referenser för liknande projekt. Prisnivån kommer påverkas av många faktorer inklusive ränteläge samt subventionssystemen och kan visa sig lägre än den Analysguiden antagit.

**TwinWind befinner sig i en tidig fas**

Bolagets tekniska lösning TwinWind är med sina turbiner en annan lösning än de redan sjösatta lösningarna. Hexicon är övertygat om att lösningen är mycket konkurrenskraftig. Den är patenterad, teoretiskt testad ur många perspektiv och med genomförbarheten verifierad av DNV. Det återstår emellertid mycket innan den kan anses bevisad. Dessutom finns det en risk i att patentet fortsätter utmanas.

**Ytterligare kapitalbehov?**

Bolagets nya finansieringslösning ger finansiell stabilitet och flexibilitet. Det kan emellertid inte uteslutas att ytterligare kapitalanskaffning kan bli aktuell. Timing i avyttringar och kapitalmarknadens intresse av att finansiera ännu ej lönsamma bolag är emellertid en osäkerhetsfaktor.

**MunmuBaram viktig för värderingen**

Hexicons stora ägande i det som är tänkt att bli en av världens största parker med flytande vindkraft, MunmuBaram, står i nuläget för en betydande del av Analysguidens värdering. Vid oväntade stopp eller förseningar skulle detta påverka riktkursen väsentligt.

## Tidigare analyser

Initieringsanalys 21 mars, 2022

Uppdatering 23 maj, 2022

Uppdatering 26 augusti 2022

Uppdatering 13 december

Uppdatering 13 mars

Uppdatering 30 juni

# Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Joakim Kindahl äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

**Ansvarig analytiker:**

Joakim Kindahl