

Finansieringslösning skapar flexibilitet

Avyttringar kan förväntas efter viktiga milstolpar

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 etc. Analysguiden bedömer att avyttringarna inleds första halvåret 2024 och ger ett positivt kassaflöde från och med då.

Tuffare makroklimat

Högre långa räntor samt störningar och ökade kostnader i produktionsledet, har försämrat kalkylerna i bland andra havsbaserade vindkraftsprojekt. Exempel på detta kommer från stora aktörer som Ørsted och Vattenfall. Ørsted som är världens största aktör inom området föll kraftigt på börsen efter nedskrivningar i USA men även tydliga signaler om risker för en kraftig inbromsning i Europa. Vattenfall meddelade att de kommer lägga ner en planerad havsvindpark i Storbritannien med en resultatsmäll på 5,5 miljarder SEK. Hexicon noterar att utbudet ökat av projekt på marknaden men att avsluten drar ut på tiden. I andra vågskålen finns att det politiska intresset tenderar att öka hela tiden, både i Sverige och globalt. Och den strukturella megatrenden där behovet av elförsörjning ökar kraftigt.

Sydkorea, Sverige och Italien fortsatt viktigast

Projektportföljen har sina största värden i tre länder. MunmuBaram-projektet i Syd Korea på 1100 MW fortskrider med nätanslutningsavtal som nästa milstolpe. I Sverige har ansökan lämnats in för två projekt på totalt 4500 MW och två ytterligare kan följa senare under året. I Italien, där bruttokapaciteten är 7100 MW, väntas ny lagstiftning under hösten som i sig blir startskottet för dels mer intensiva diskussioner runt avyttringar, dels ökat tempo i projekten.

Riktkursen justeras i denna uppdatering till 2,50 kr (3,10) och indikerar således fortsatt en mycket stor potential från nuvarande nivå. Riktkursen är högre än det indikativa bud som lämnades i somras (1,50 kr) vilket styrelsen inte valde att rekommendera. Den sänkta riktkursen ska ses i ljuset av svag kursutveckling för bolag med koppling till havsbaserad vindkraft, högre ränteläge och ökad skuldsättning i väntan på avyttringar.

Avyttringar har förutsättningar att synliggöra de värden som finns i portföljen och således bidra positivt till kursen. En annan viktig signal blir partnerfinansieringen av Twinhub, det första projektet med den egna tekniken.

Hexicon

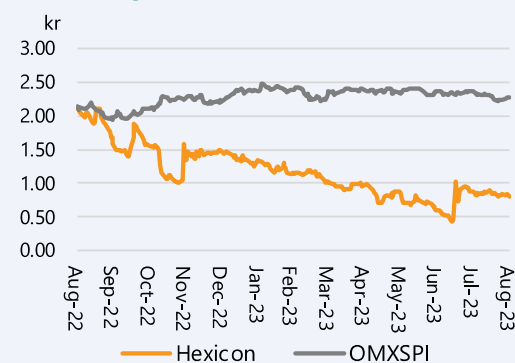
Uppdatering

Datum 14 september 2023
Analytiker Magnus Lindell

Basfakta

Bransch Vindkraft
Styrelseordförande Hans von Uthmann
Vd Marcus Thor
Noteringsår 2021
Listning Nasdaq First North
Ticker HEXI
Aktiekurs 0,80kr
Antal aktier, milj. 363,8
Börsvärde, Mkr 291
Nettoskuld 33
Företagsvärde (EV), Mkr 355
Webbplats www.hexicongroup.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Börsdata 230831

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	-	-	-2	10
EV/ebit	-	-	-1	5
EV/omsättning		30.6	17.8	1.0

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Två affärsben på framväxande marknad

Hexicons strategi bygger på att skapa värde genom att utveckla teknikberoende projekt för flytande vindkraft samt parallellt utveckla den patenterade och nydanande tekniken ”TwinWind”. Projektutvecklingen genererar redan intäkter vilka bör kunna öka markant 2024 - 2025. Teknislösningen är potentiellt den långsiktiga värde drivaren 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 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 ha löpande intäkter från såväl Europa, Asien som USA 2025.

Tekniken ännu oprövad

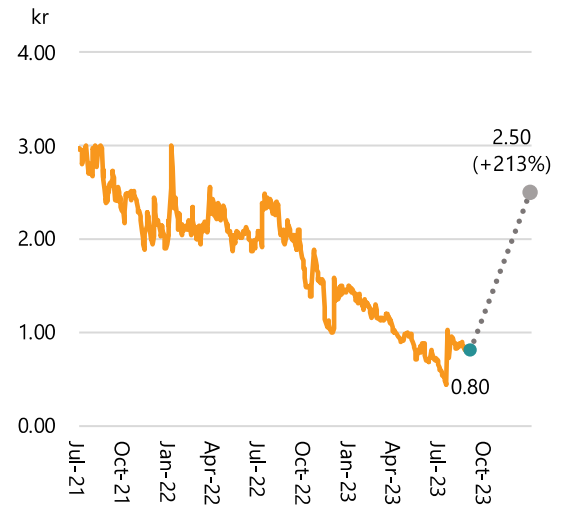
Med en marknad som förväntas växa snabbt och där kapitalstarka aktörer redan gjort åtaganden som styrker detta, kommer bra tekniska lösningar ha stora möjligheter. Hexicon ligger längst framme med sin två-turbinslösning men samtidigt några år efter andra lösningar. Tekniken ska bevisas i det engelska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

Stor potential

Riktkurs att uppnås inom 12 månader



Källa: Börsdata 230831 & Analysguiden

MunmuBaram på väg mot 1000 Mkr

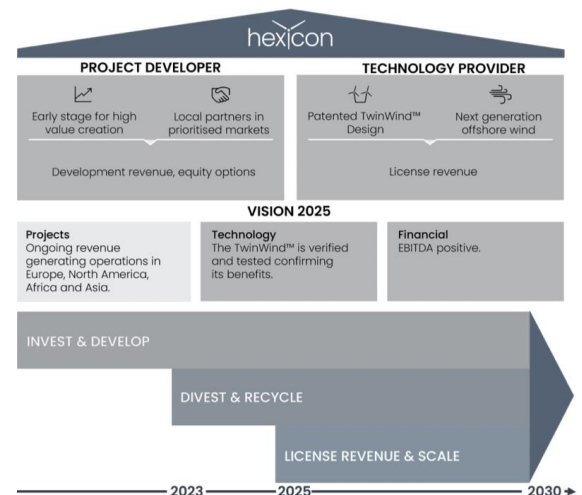
Möjligt högt värde om projektet utvecklas planenligt

MunmuBaram Floating Offshore Project

- Location : 65 km away from Ulsan City, Korea
- Project Area : ~ 240 km²
- Water Depth : 120 ~ 150m
- High Load Factor : ~ 40%
- Total Capacity : 1.2GW

Källa: MunmuBaram.com, MunmuBaram Co., Ltd.

Bolagets strategi & målbild



Källa: Bolaget, Q4 rapport 2022.

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 kommer fattas 2024. Driftstarten bedöms ske 2025 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.

Två ansökningar i Sverige

Det hälftenägda Freja Offshore har lämnat in två 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.

Ansökningarna lämnades in till regeringen då den planerade vindkraftsparken ligger utanför territorialgränsen. Regeringen skickar som ett första steg underlaget vidare till bland annat berörd Länsstyrelse och kommun för utvärdering. Freja Offshore har ytterligare två projekt i Sverige där ansökan planeras senare under året. Det är osäkert hur länge det dröjer innan besked kan komma men Hexicon har en förväntansbild på 12-18 månader.

Projektet i Sverige är liksom samtliga övriga Hexicons projekt exklusive TwinHub, teknikberoende. Det innebär att värdet i projektet kan realiserats 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 september förväntas ny lagstiftning beslutas som anger vad som gäller för havsbaserad vindkraft. Därefter kan Hexicon dels förväntas intensifiera försäljningsprocesser av delar av projektstillgångarna, dels öka tempot i projektet.

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. EUs 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 vindkraftsparker 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 investering bedöms ligga runt 50 miljarder. Hexicon kommer troligen avyttra sin del innan hårdvaruinvesteringar behöver göras medan strategin för projektets huvudägare Shell är långsiktig.

Principer för prissättning och produktionslicenser finns på plats för MunmuBaram. Nätanslutningsavtal har försenats ytterligare ett kvartal något och förväntas nu under andra halvåret. 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. På medellång sikt fram till 2030 väntas årlig takt ligga runt 50% enligt prognos i GWEC "Global Offshore Wind Report 2022.

Stor och diversifierad projektportfölj

PROJEKT						
Projektinfo	Sydkorea	Sydkorea	Skottland	Sverige	England	Italien
Namn	MunmuBaram	Pohang	Pentland Floating Wind Farm	Freja Offshore	TwinHub	AvenHexicon
Plats	Ulsan	Östkusten	Dounreay	Flertal	Cornwall	Flertal
Förväntad brutto-kapacitet	1 100+ MW	900 MW	100 MW	4 500 MW	32 MW	7 100 MW
Hexicons andel	20%	29%	10%	50%	100%	50%
Områden	Säkrad	Säkrad	Säkrad	Identifierad	Säkrad	Säkrad
Partner(s)	Shell Overseas Investments B.V	Hexicon Korea	CIP	Mainstream Renewable Power	-	Avapa Energy
Mål för FID¹/COD²	2025/2027	Ej fastställt	2024/2026	2027/2029	2024/2025	Ej fastställt
					Projekt (brutto): 13 700+ MW Projekt (netto) ³ : 6 300+ MW	

PROSPEKT				
Projektinfo	Sydafrika	Irland	Italien	Sverige
Namn	GenesisHexicon	TBA	AvenHexicon	Freja Offshore
Plats	Richards Bay	Västra Irland	Flertal	Flertal
Förväntad brutto-kapacitet	~800 MW	~2 000 MW	2 150 MW	2 000+ MW
Hexicons andel	50%	100%	50%	50%
Områden	Identifierad	Identifierad	Identifierad	Identifierad
Partner(s)	Genesis Eco-Energy	Killybegs Fishermen's Org.	Avapa Energy	Mainstream Renewable Power
			Prospekt (brutto): 6 900+ MW Prospekt (netto) ³ : 4 400+ MW	

¹ FID – Final investment Decision

² COD – Commercial Operational Date

³ Netto projekt/prospekt = Hexicons ägarandel

Källa: Bolaget. Q2-rapport 2023

Finansiell ställning & kassaflöde

Hexicon redovisar fortsatt förluster i väntan på avyttringar från projekten. Att förlusterna är höga (-76 mkr rörelseresultat under Q2) förklaras delvis av att "investeringar" i att utveckla projekten till stor del kostnadsförs. Detta trots att värdet av projekten ökar via denna löpande utveckling. Portföljen har nära fördubblats senaste året samtidigt som förädlingen sker löpande.

Hexicons kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital var 17 Mkr under Q2 (-28 Mkr) medan investeringarna var relativt höga 55 Mkr (22 Mkr). Likvida medel uppgick till 12 Mkr vid periodens slut. Kassaflödet kommer vara fortsatt negativt i väntan på avyttringar i projekten. Därför har det varit mycket viktigt att etablera lämpliga finansieringslösningar för att möjliggöra högt tempo i linje med affärsplanen.

Den nya långsiktiga finansieringslösningen säkerställer tillgång till 45 MEUR. Det skapar långsiktig stabilitet. De första cirka 90 Mkr av detta har under Q3 använts till förtida återbetalning av konvertibellånet. I juli ingick dessutom Hexicon avtal om en kreditfacilitet på upp till 75 MSEK, som kan utnyttjas vid behov, med utbetalningar om 10 MSEK åt gången. Kreditfaciliteten är avsedd att täcka Hexicons rörelsekostnader. Faciliteten bedöms av bolaget säkra likviditeten fram till sommaren 2024.

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.

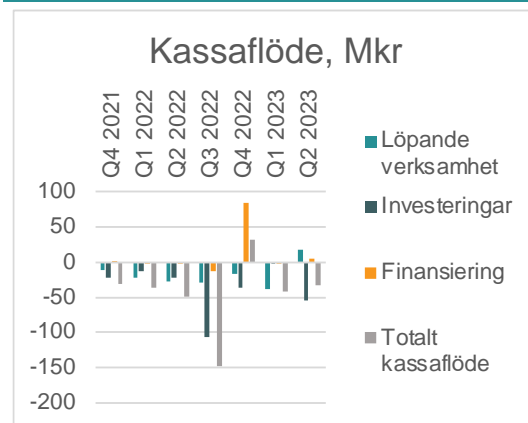
Aktiens utveckling

Aktien noterades i juni 2021 efter en övertecknad emission till teckningskursen 3 kr. Aktien har därefter i huvudsak handlats under 3 kr med 43 öre som lägsta stängningskurs. Den svaga kursutvecklingen förklaras främst av att "förhoppningsbolag" utvecklats svagt. Bolaget har haft en hög investeringstakt och byggt upp en stor projektportfölj vilket inte belönats i väntan på att dessa värden börjar synliggöras. Att bolagets största ägare Ilija Batljan Invest (10,1% av kapitalet) gör avyttringar i sin övriga aktieportfölj har nog även det bidragit till den svaga kursutvecklingen under våren.

Hexicon är vid kursen 80 öre ner 46% i år och 63% senaste 12 månaderna. Av jämförbara branschkollegor har norska BW Ideol gått upp 31% i år men ner 44% på 12 månader.

Negativt kassaflöde

Ny tryggad finansiering överbryggas i väntan på avyttringar



Källa: Bolaget

Värdering

Den nya långsiktiga finansieringslösningen möjliggör att Hexicon kan invänta rätt tidpunkt för att genomföra avyttringar från projektportföljen. Analysguiden gör bedömningen att avyttringarna därmed blir mindre omfattande än tidigare prognos för 2023. Antaganden ger en resultatutveckling enligt tabellen och ett kvarvarande projektvärde på 2,2 miljarder i slutet av 2025 med nettokapacitet runt 1000 MW. Projektvärderingen inkluderar enbart de som förväntas ha kommit till fas "Mid" eller "Late" men förutsätter en planerad framfart i dessa projekt. Teknikdelen tas med till 250 Mkr (P/S 10 på förväntade licensintäkter 2026). Diskonterat till nuvärde och med viss nettoskuld motsvarar detta en kurs på 4 kr.

För riktkursen utgår Analysguiden från en bedömning av vad projektportföljen bedöms vara värd idag. Projekt tas med till värden per MW som ligger i den lägre delen av de prisintervall som kommer av tidigare transaktioner. 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 2,50 kr. Skillnaden upp till 4 kr visar på den stora effekt som en lyckosam värdeuppbbyggnad av projekten kan åstadkomma.

Riktkursen är lägre än tidigare (3,10 kr) men indikerar en mycket stor potential från nuvarande nivå. Den lägre riktkursen ska ses i ljuset av en värderingsnedgång av sektorn i stort, högre ränteläge samt att avyttringarna troligtvis kommer lite senare än väntat. Avyttringar har förutsättningar att synliggöra de värden som finns i portföljen och således bidra positivt till kursen.

Dagens projektportfölj

Projekt juni 2023	Land	Status	Kapacitet (MW)	Hexicons andel	Nettokapacitet (MW)	Värde låg (Mkr)*	Värde hög (Mkr)*
Munmu Baram	Sydkorea	Mid	1100	20%	220	480	1417
Pentland	Skottland	Mid	100	10%	10	22	55
Twinhub	England	Mid	32	100%	32	70	174
Freja Offshore	Sweden	Early	4500	50%	2250	441	3270
Pohang	Sydkorea	Early	900	29%	261	51	589
Flera	Italien	Early	7100	50%	3550	697	7739
Prospekt	Flera	Prospekt	5300+		3500+	?	?
Total "Mid-Late"						571	1646
Total "Early"						1189	

* 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.

Spännande avyttringar fr o m 2024

Initialt intäkter från projekt – tekniktäkter 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

Risker

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.

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. Marknadsrisken kan anses globalt sett ha minskat en del senaste året. Ett exempel är det stora intresset för den skotska auktionen avseende rättigheter till vattenområden där kapitalstarka aktörer till slut delade på 15 GW potentiell kapacitet flytande vindkraft till ett pris runt fem miljarder kronor. Ett annat är tydliga signaler från Biden-regimen i USA som lyfter fram havsbaserad vindkraft. I Sverige har havsbaserad vindkraft många förespråkare och det börjar komma mer positiva signaler från regeringen. En annan marknadsrisk är att lokalt motstånd ibland sätter stopp för projekt även om risken långt ut till havs är lägre än för bottenfixerad och landbaserad vindkraft.

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.

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.

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

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 riktningen väsentligt.

Tidigare analyser

[Initieringsanalys 21 mars, 2022](#)

[Uppdatering 23 maj, 2022](#)

[Uppdatering 26 augusti 2022](#)

[Uppdatering 13 december](#)

[Uppdatering 13 mars](#)

[Uppdatering 30 juni](#)

Är marknadsprognoserna för ljusa?

Prisnivån i områden avsedda för flytande vindkraft är fortfarande osäker.

TwinWind befinner sig i en tidig fas

Ytterligare kapitalbehov?

MunmuBaram viktig för värderingen

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 Magnus Lindell äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Magnus Lindell