

## ENNOGIE BASE and BEAR case – May 5 - 2026

BASE CASE – 17% vækst + 40% bruttomargin											
Nøgletal	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Info
Omsætning	15,7	61,1	98,8	46,2	52,8	63,0	73,7	86,2	100,9	118,1	Årsrapport 2021-2025 + 17% vækst
Brutto resultat	2,6	15,4	27,2	16,3	23,3	25,2	29,5	34,5	40,4	47,2	40% margin GF 2026
Bruttomargin	16,3%	25,2%	27,6%	35,2%	44,2%	40%	40%	40%	40%	40%	
EBITDA	-46,6	-7,9	-2,7	-9,5	0,3	3,2	6,4	9,9	14,1	19,1	Estimeret
Netteresultat	-49,2	-11,7	-8	-13,9	-3,9	1,5	4,8	8,4	12,4	15,7	Efter skattefradrag
ESP(DKK)	-2,2	-0,43	-0,28	-0,44	-0,12	0,05	0,14	0,25	0,37	0,47	Netto 33,3 mil aktier
Års-slutkurs (DKK)	11,3	29,8	16,4	7,8	4,7	14,0	18,5	22,0	25,5	27,5	Valuation
PE værdi	-5,1	-69,3	-58,6	-17,7	-39,2	280	132	88	69	59	
P/S værdi	21,1	13,5	5,2	5,3	3,0	7,4	6,7	5,8	4,3	3,7	
Regnskabstal						Base Case baseret på info fra GF					

BEAR CASE – 12% vækst + 35% bruttomargin											
Nøgletal	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	Info
Omsætning	15,7	61,1	98,8	46,2	52,8	63,0	70,6	79,0	88,5	99,1	Årsrapport 2021-2025 + 12% vækst
Brutto resultat	2,6	15,4	27,2	16,3	23,3	22,1	24,7	27,7	31,0	34,7	35% margin - 5% under ESG guiding
Bruttomargin	16,3%	25,2%	27,6%	35,2%	44,2%	35%	35%	35%	35%	35%	
EBITDA	-46,6	-7,9	-2,7	-9,5	0,3	1,2	2,8	4,7	6,9	9,6	Estimeret
Netteresultat	-49,2	-11,7	-8	-13,9	-3,9	0,5	1,8	3,4	5,3	7,6	Efter skattefradrag
ESP(DKK)	-2,2	-0,43	-0,28	-0,44	-0,12	0,02	0,05	0,10	0,16	0,23	Netto 33,3 mil aktier
Års-slutkurs (DKK)	11,3	29,8	16,4	7,8	4,7	9,5	11,5	13,5	15,5	17,5	Valuation
PE værdi	-5,1	-69,3	-58,6	-17,7	-39,2	475	230	135	97	76	
P/S værdi	21,1	13,5	5,2	5,3	3,0	5	4,5	4	3,6	3,2	
Regnskabstal						Bear Case					

**Ennogie Solar Group – Base Case 17% vækst: Solid turnaround med 8x potentiale frem mod 2031 Potentiel afkast (fra nuværende kurs ca. 4,1 DKK):**

2026: 14,0 DKK → 3,4x  
 2027: 18,5 DKK → 4,5x  
 2028: 22,5 DKK → 5,5x  
 2030: 30,0 DKK → 7,3x  
 2031: 33,5 DKK → 8,2x

Hovedpointer i Base Case: Omsætning vokser stabilt med 17% pr. år fra 2027  
 Bruttomargin stabiliseres på 40% fra 2026 (som meldt på generalforsamlingen)  
 Stort skattefradrag (58,6 mio. DKK) giver næsten ingen skat frem til 2029-2030  
 EBITDA bliver positivt allerede i 2026 og vokser derefter pænt  
 Konservativ multipler (PE falder fra 280x til 61x)

Cash Flow perspektiv: Markant forbedret frit cash flow fra 2027 grundet lavere warranty-omkostninger, skalafordele og minimal skat  
 Mulighed for at begynde at generere positiv fri cash flow allerede i 2027-2028  
 Stærk likviditetsposition giver fleksibilitet til investeringer i nye produkter (røde tage, facade, batteri) og international ekspansion

**Samlet vurdering:**

Base Case repræsenterer et realistisk og forsvarligt scenarie, hvor Ennogie udnytter sin position inden for BIPV og EU Solar Direktiv. Selv i dette konservative scenarie er der 7-8x upside potentiale over 5-6 år.

**Bear Case – Opsummering: Omsætningsvækst: 12% årligt fra 2027 (5%-point under Base Case)**

Bruttomargin: 35% (5%-point under Base Case)  
 Kursmål 2030: 17,5 DKK → ca. 4,3x fra nuværende ~4,1 DKK  
 Kursmål 2031: 19,5 DKK → ca. 4,8x

Dette er et pessimistisk, men stadig muligt scenarie, hvor Ennogie leverer under forventning på både vækst og margin (f.eks. ved fortsatte warranty-problemer, svagere marked eller forsinket Polen-ekspansion).