



2009-03-16

## Uppdragsanalys

### Glasklart eller hur?

- Comfort Windows med på **amerikanska ambassadörens lista över *clean tech* bolag**
- Första nyheten på fönstermarknaden sedan det 30 år gamla H-beslaget
- 115 miljoner fönster säljs i Europa – varje år!
- Comfort Windows har inlett samarbete med en av Europas största tillverkare av beslag
- Energibesparingen är upp till 100 kWh/m<sup>2</sup> glasyta och är enligt professor från Lunds Universitet
- Pratar och samarbetar med de största glastillverkarna

### Sammanfattning

Med en nytt patenterat fönsterbeslag skall Comfort Windows etablera en helt ny fönsterstandard. Det metodpatent bolaget tagit fram erbjuder ett förbättrat inomhusklimat samtidigt som det reducerar kostnader för uppvärmning och kylning. Dessutom minskar risken för inbrott och ökar säkerheten vid rengöring.

Genom det unika fönsterbeslag som Comfort Windows arbetat fram sedan 90-talet, erbjuds slutkunderna en energibesparande produkt som betalar sig snabbare än traditionella fönster. Redan i dag, innan kommersialiseringen har inletts, står bolaget inför avtal med såväl tyska som brittiska företag. Den allra största marknaden, den amerikanska visar dessutom ett stort intresse. Under hösten valde USA:s Stockholmsambassadör Michael Wood att utöka sin lista med ett antal *clean tech* företag. Bland de företag som denne presenterade var Comfort Window System AB.

Ledningen för Comfort Windows tror sig ha goda möjligheter att med sitt unika metodpatent ta en stor del av fönstermarknaden. Enbart i Europa säljs det upp till 115 miljoner fönster varje år. Tillsammans med beslagstillverkaren Siegenia-Aubi skall Comfort Windows påbörja kommersialiseringen. I samband med detta genomför bolaget en nyemission med påföljande notering på Aktietorget. Samtliga handlingar finns att tillgå på [http://www.axier.se/?action=comfort\\_window](http://www.axier.se/?action=comfort_window)

Antal aktier (före emissionen)	5 533 000
Notering	Aktietorget
VD	Hans Öhman
Största ägare (%)	Hans Öhman
Webb	<a href="http://www.comfortwindow.se">http://www.comfortwindow.se</a>
Market Cap	27 Mkr
Axiers rekommendation	Teckna
Risk	Mycket hög
Potential	Mycket hög

## Beskrivning av verksamheten

Vid första anblicken ser Comfort Windows ut att vara en underleverantör till byggindustrin. Efter en noggrann genomläsning av memorandumet visar sig bolaget i stället vara ett internationellt uppmärksammat *clean-tech* företag. Såväl den amerikanska ambassadören i Sverige som brittiska och tyska företag har redan visat stort intresse för vad bolaget erbjuder marknaden. Det unika fönsterbeslag som Comfort Windows har utvecklat omfattar en teknik som medför kraftiga energibesparingar för alla typer av fastigheter.

*Internationellt  
uppmärksammat  
clean tech  
företag*

Det patenterade fönsterbeslaget gör att fönstret kan vändas 180/360 grader. Genom att använda sig av detta kan fönster stängas helt med utsida inåt och tvärtom beroende på årstid och klimat. Ingen av de konkurrerande beslag som i dag finns på marknaden klarar av att svänga 180/360 grader vilket gör produkten unik. Samtidigt finns det stora energibesparingar att hämta för den som utnyttjar fönster med detta beslag.

Fördelen med att ett fönster kan svängas på detta sätt är flera. Dels optimeras effekten av solskyddsglas så att de kylvärmer på sommaren och värmer på vintern, dels underlättar det vid rengöringen. Genom att fönstret kan vändas 360 grader går det alltid tvätta fönstret från insidan. Utsidan blir insida och det går ha fönstret helt stängt. För en villa är detta ett mindre problem men fastighetsägare som har större kontorshus ser genast vilken fördel systemet erbjuder.

Fönsterputsning i all ära, men det är på energisidan som de stora besparingarna gör Comfort Windows beslag intressant. Studier visar att fönster som utrustats med det patenterade beslaget har en betydligt kortare *pay-off* tid än fönster med traditionella beslag.

- Ett vändbart fönster med belagda glas kan spara upp till 175 kWh/m<sup>2</sup> fönsteryta per år av kyla och värme i jämförelse med ett konventionellt 3-glasfönster.
- Det vändbara fönstret beräknas spara omkring 80 kWh/m<sup>2</sup> fönsteryta och år i värmebehov i jämförelse med ett solskyddsfönster.
- Det vändbara fönstret beräknas spara omkring 100 kWh/m<sup>2</sup> fönsteryta och år i kylbehov i jämförelse med ett energifönster.

Siffrorna ovan har bekräftats av Professor Björn Karlsson, energiexpert vid Lunds Tekniska Högskola. LTH har genomfört en oberoende studie av de energivinster som kan uppnås genom att använda vändbara fönster utifrån Comfort Windows teknik.

*Lunds Tekniska  
Högskola  
bekräftar  
energibesparing*

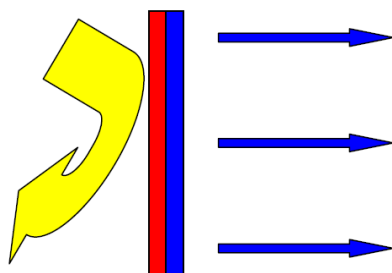
Den tekniska ledningen hos glastillverkaren Pilkington bekräftar att det finns potential för en ännu större energivinst för vändfönstertekniken vid en målinriktad utveckling. Redan i ett tidigt skede kontaktade ledningen för Comfort Windows en av världens största fönstertillverkare som omedelbart såg fördelarna som produkten erbjuder.

Projektet anses ha en så stor potential att Comfort Window har tagits upp på listan av svenska alternativ-energi företag, som den amerikanska ambassadören Michael M. Wood presenterade på New York Green Summit i september 2008. Från amerikanskt håll finns ett stort intresse för företag som tagit fram energibesparande produkter, och

att tas upp på denna lista är ett stort erkännande för Comfort Windows. Att finnas med där är ingen garanti för att de aktuella företagen verkligen kommer att lyckas, men det går uppenbarligen lättare. Under rubriken *Marknad* har Axier listat ett antal av de övriga företag som finns på denna lista.

Andra företag har tidigare försökt sig på lösningen som Comfort nu funnit svaret på men dessa har undantagslöst varit för tekniska. Detta har resulterat i stora icke motiverade kostnader för framställningen av fönster på kommersiell basis. Med tanke på att de beslag och den fönsterkonstruktion som Comfort Windows teknik bygger på inte är dyrare att tillverka än traditionella beslag och fönster är det företagsledningens bedömning att det endast är en tidsfråga innan företaget står inför det stora kommersiella genombrottet.

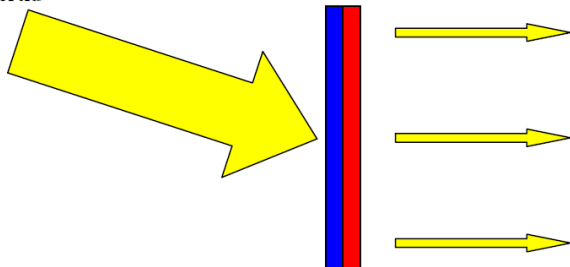
Sommartid



*Unik konstruktion  
förhindrar att  
värmnen tränger  
in – under  
sommaren*

På sommaren är det solskyddande glaset vänt utåt. Glaset reflekterar och absorberar värmen från solen och hindrar den att komma in i rummet. Värmefflödet stoppas från utsidan.

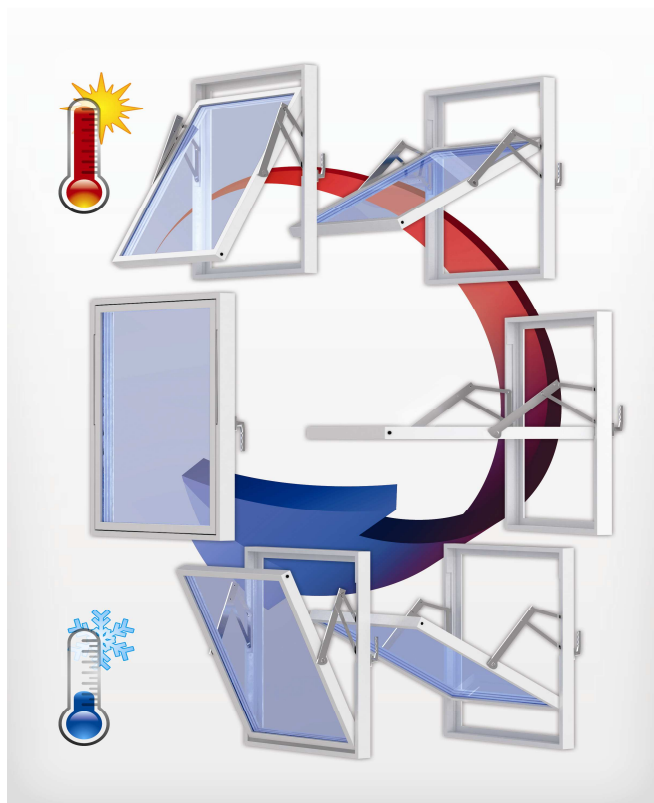
Vintertid



På vintern vänds fönstret så att den solskyddande sidan drar till sig vintersolen så att komma in i rummet. Samtidigt hindrar den solskyddande sidan, som nu har blivit innanfönster, rumsvärmen från att läcka ut genom fönstret. Värmen från utsidans solstrålning utvinns och tillförs rummet. På detta sätt skapas en markiseffekt på sommaren och radiatoreffekt under vintern.

*Vintersolen  
kommer in –  
värmnen stannar  
kvar*

Comfort Window ska inte själva tillverka fönstren utan vänder sig till beslags- och profiltillverkare som köper rätten till bolagets teknik. Dessa i sin tur säljer till de stora fönstertillverkarna. Redan i dag finns samarbeten med världsledande glastillverkare men också tyska Siegenia-Aubi. Comfort Window har även ett långt framskridet samarbete med en svensk beslagstillverkare, Thor Ahlgren AB.



Det patent som Comfort Window utvecklat innebär att fönster kan vändas 180/360 grader. Med sommarsidan utåt slår man ut solenergin och med vintersidan utåt tar man istället till sig solenergin. Enligt bolagets grundare och VD Hans Öhman, finns det inget annat fönster som klarar av detta.

## Marknad

I Europa uppgår den totala marknaden till mellan 100 och 115 miljoner fönster årligen. Sverige utgör en liten del av denna marknad, omkring 1,5 miljoner fönster säljs här årligen. Det är istället exportmarknaden, i första hand den europeiska och nordamerikanska, som kommer vara av intresse för Comfort Windows. Bolagets egen bedömning är att det är i första hand Tyskland, Storbritannien, Spanien, Frankrike, Turkiet och Italien som är de intressantaste marknaderna. Dessa länder är de största i Europa så är det spontant sett inte så pass konstigt att det är dessa som är att betrakta som intressantast.

Upp till 115 miljoner fönster säljs i Europa varje år

Emellertid, det finns flera orsaker till att dessa marknader är intressanta. Det är främst klimatet i dessa länder som gör att det finns skäl att anta att den *turn-key* lösning som Comfort Windows kan erbjuda i samarbete med Siegenia-Aubi kan attrahera intresse.

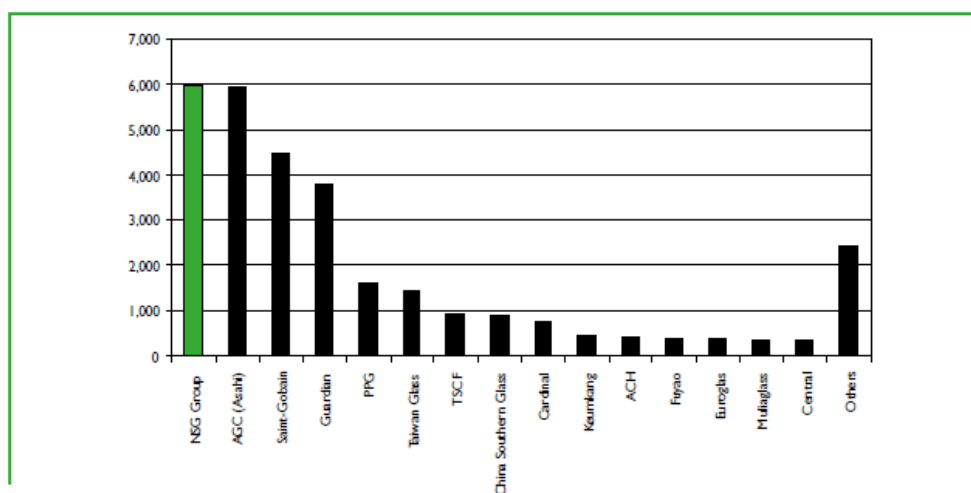
De största vinsterna ger Comfort Window fönstret i byggnader utrustade med både värme- och kylanläggning samt där klimatet är solrikt och temperaturskillnaderna är stora mellan vinter och sommar. Utvecklingsarbetet är fokuserat på optimering av beslag och fönsterbågar för bästa energibesparing, beslags-/fönsterbåge utveckling och i ett senare skede utveckling av motoriserat fjärrstyrd styrfunktion för öppning och vädning.

Fönstermarknaden	Sålda fönster/år
Sverige	1,3 – 1,5 milj
Europa	~115 milj
Nordamerika	~70 milj
Kina	~150 milj

Under utvecklingen av beslaget har Comfort Windows samarbetat med en av världens största tillverkare av glas och glasprodukter samt en ledande europeisk beslagstillverkare samt en av norra Europas ledande profiltillverkare. Diskussioner pågår med ett antal övriga glastillverkare. Den årliga produktionen hos detta bolag uppgår till 6,4 miljoner ton floatglas per år.

*Samarbete med  
innovativa  
Pilkington*

Bolaget som grundades redan 1826 har i dag tillverkning i 29 länder på fem olika kontinenter. Pilkington är kända för att vara tidiga med att ta till sig nya produkter, endera i egen regi eller tillsammans med andra. Det mest kända exemplet på detta är floatglasprocessen, som utvecklades av Sir Alastair Pilkington 1952. Numera är denna världsstandard vid tillverkning av högkvalitativt planglas. Företaget har även utvecklat världens första självrengörande glas med dubbelverkan – *Pilkington Activ™*.



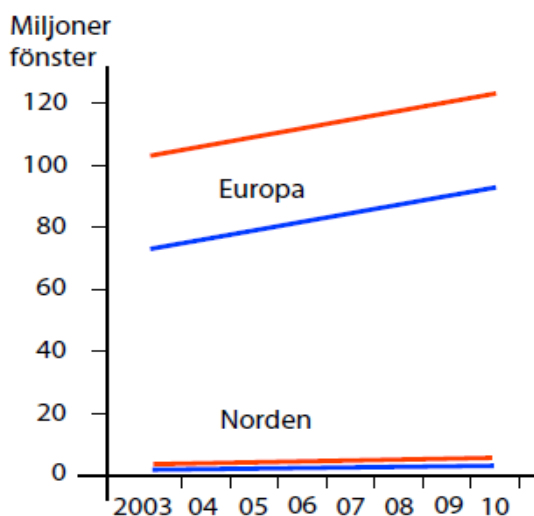
NSG Group är moderföretaget i den koncern som äger Pilkingtons och har en andel om 19,5 procent av fönstermarknaden. Efter köpet av Pilkingtons uppgår 87 procent av koncernens omsättning av glasrelaterade produkter. Den närmaste konkurrenten, japanska Asahi Glas Company, har endast halva omsättningen kopplad till glas. Det samarbete som Comfort Windows har med Pilkingtons innebär därför stora fördelar eftersom det stöds av marknadens ledande aktör.

Den globala fönstermarknaden uppgick 2006 till 44 miljoner ton, vilket på producentnivå motsvarar 23 miljarder USD. Av denna produktionen var omkring 70 procent hänförlig till fönsterglas. Under de senaste tjugo åren har världens totala glasproduktion ökar med mer än den globala tillväxten. Den genomsnittliga tillväxten

har under denna period uppgått till fyra procent per år.

Marknaderna i Europa, Kina och Nordamerika svarar för mer än 75 procent av den globala efterfrågan av glas. Europa har den högsta andelen förädlade produkter. Detta betyder att de europeiska köparna redan är vana vid att köpa mer avancerade fönster. Till detta kommer statistik som visar att en stor del av fönster av lägre kvalitet byts ut och uppgraderas.

Efterfrågan av fönsterglas styrs inte bara av den ekonomiska tillväxten, men också av lagar. Bland annat har frågor som säkerhet, ljudnivåer och ökat energiutnyttjande haft stor betydelse för tillväxten.



*Blå linje: Historisk och beräknad marknad för fönster i aluminium- och plastprofiler för Norden respektive Europa.*

*Röd linje: Historisk och beräknad totalmarknad för fönster i Norden respektive Europa.*

Orsaken till skillnaderna mellan siffrorna ligger i att vissa tillverkare producerar profiler i andra material, till exempel trä. Det beslag som Comfort Windows utvecklat lämpar sig emellertid bäst för aluminium och plast – den stora marknaden. Fönsterbågar av trä kan emellertid också användas i kombination med det unika systemet Comfort Windows utvecklat för stor-/skyltfönster.

I september 2008 presenterade USA:s Stockholmsambassadör Michael Wood ett antal företag för svensk miljö- och energiteknik för representanter för amerikanskt riskkapital vid ett seminarium i New York. I samband med detta valde han att presentera en uppdaterad lista över unga svenska "clean-techföretag" vars teknik han bedömer bör ha en chans att slå i USA.

Den ursprungliga listan bestod av 30 företag och presenterades för amerikanska riskkapitalister i Stanford i april 2007. I augusti samma år hade listan vuxit till 38 företag, i april till 48 företag och nu i september till 52. Under resans gång har ett tiotal företag ramlat ur. För många av de företag som finns på listan har placeringen redan

*Sedan 2008 med*

gett utdelning i form av affärer och finansiering vilket nedanstående exempel visar. Redan nu har Comfort Windows fått ett antal propåer från USA. Ännu så länge har det inte lett till några affärer vilket beror på att ledningen valt att fokusera på ytterligare utveckling och den pågående emissionen.

*på den  
"ambassadörens"  
lista över  
intressanta  
svenska företag*

*Chemrec* i Piteå gör redan affärer i USA med sin förgasningsteknik. *Swedish Biogas International* i Linköping tog under hösten det första spadtaget till en biogasanläggning i ambassadör Woods hemstad Flint i Michigan.

Bränsleforskaren Angelica Hull, som äger företaget *Swedish Biofuels* i Stockholm, har fått forskningspengar från det amerikanska försvarsdepartementet. Under hösten fick hon dessutom ta emot en check på 75.000 dollar från *Svensk-Amerikanska handelskammaren SACC* i New York samt utmärkelsen *SACC Deloitte Green Award 2008*. Axier konstaterar att det finns en stor efterfrågan på företag i denna sektor, till och med trots den rådande finansiella krisen.

## Konkurrenter

I dagsläget finns ingen tillverkare av beslag, av den typ som Comfort Window har patenterat. Inget annan teknik erbjuder en lösning som erbjuder en möjlighet att tillsluta och låsa fönstret i omvänd position. Huvudargumentet för Comfort Window beslaget bygger på en hundra procentig vändbarhet, varför bolaget upplever inte att det finns något annat beslag som kan betraktas som en konkurrent.

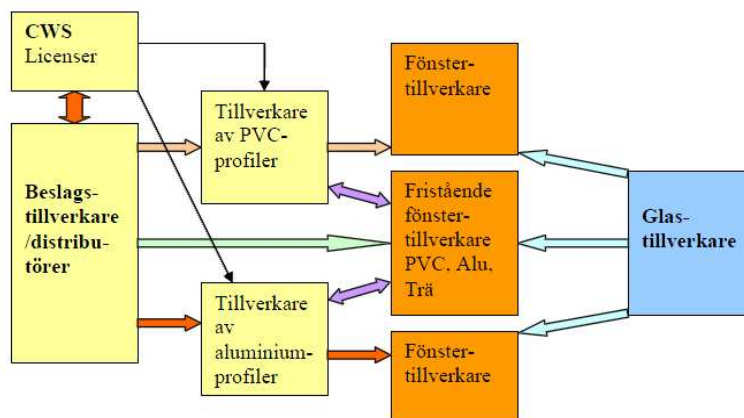
*Ingen annan  
tillverkare  
erbjuder liknande  
produkter*

I kombinationen med de världsledande tillverkarnas specialanpassade glas finns ingen konkurrerande teknologi som ger de stora energibesparingarna Comfort Window erbjuder. Axier anser emellertid att dagens traditionella fönsterbeslag i nuläget bör betraktas som konkurrenter. Orsaken till detta är att det kan ta tid att få acceptans för en ny produkt från slutanvändarna. Vi tror att det kan vara svårt att få alla köpare att acceptera en ny produkt, oavsett vilket stöd som finns i vetenskapliga rapporter. Byggbranschen är relativt konservativ vilket kan leda till längre perioder av införsäljning.

Comfort Windows har som målsättning att skapa en allians med någon av de större beslagstillverkarna. Siktet är först och främst inställt på den tyska marknaden. Genomgående för de tre största beslagstillverkarna i Tyskland är att de är stora globala tillverkare med en omsättning på € 500 miljoner eller mer. De levererar till en mängd olika profilsystemtillverkare och fönstertillverkare.

Målet är således att beslagstillverkare, bland annat Siegenia-Aubi, skall sälja beslagen till nästa led i kedjan mot att dessa kan erbjuda en annan produkt än gängse.

## Affärsmodell



*Samarbete med marknadsledaren Siegenia-Aubi underlättar försäljningen*

Istället för att Comfort Windows tar på sig säljansvaret har företaget därigenom från dag ett en organisation *worldwide* med fler än 3,000 medarbetare som gör detta arbete. I och med att Siegenia-Aubi är ett erkänt namn som dessutom tillverkar egna beslag gör Comfort Windows konkurrenterna till kunder.

## Ledning, styrelse och ägare

Axier anser att styrelsen borde ha kompletterats redan innan noteringen. Styrelsens ordförande, Christer Gåhltopp, har visserligen suttit i styrelsen för det på Aktietorget noterade *B & M Impex*. En av förklaringarna skulle kunna vara att denne valde att fokusera mer på sitt uppdrag i Comfort Windows.

Axier konstaterade att Comfort Windows har en riktigt bra ordförande i Christer Gåhltopp. Under 25 år har denne arbetat internationellt med försäljning och avtal, bland annat Facit, Husqvarna och Electrolux. Under sina år har han arbetat med licenser, avtal och försäljning. Bland annat har han varit ansvarig för uppbyggnaden av försäljningen i Ryssland (det forna Sovjet) inte mindre än tre gånger, men han har också varit verksam i Frankrike och ansvarig för verksamheter i bl a Nordamerika.

Hans Öhman hade tidigare en fabrik för fasader och glastak i Bollebygd utanför Göteborg där han också tillverkade fönster. Georg Ernst har sin bakgrund i Volvo Penta i Göteborg. Båda dessa herrar har således erfarenhet av relevanta branscher. Med sin kunskap kan de förutsäga vilka problem som licenstagarna ställs inför samtidigt som de har bra kännedom om de företag som Comfort Windows skall samarbeta med.

*Ledning med erfarenhet av branschen men också från produktionssidan*

Som det ser ut just nu så är styrelsen dels liten, dels relativt oerfaren. Det kan visserligen framhållas att det är en fördel med en liten styrelse eftersom det gör att det arbete denna utför underlättas. Vidare minskar kostnaderna i form av styrelsearvoden ju färre externa personer denna omfattar. Å andra sidan, en styrelseledamot som inte tillför bolaget ett värde som är minst i paritet med dennes kostnad, skall inte ingå i en



styrelse.

Under våren 2007 genomförde bolaget en nyemission till kursen 9,00 SEK. I samband med denna emission tillfördes Comfort Windows ungefär 150 nya aktieägare. Axier ser dessa som en potentiell risk i och med att dessa kan komma att vilja sälja av sina aktier. I gengäld är dessa utöver att vara en risk också en möjlighet. Dessa var tidigare intresserade av den produkt som Comfort Window utvecklar. Det är inte omöjligt att anta att dessa kan komma att öka innehavet nu, till en billigare kurs.

### Aktieägare efter emissionen

	Antal aktier	Antal röster	Andel röster
Hans Öhman	3 431 274	3 431 274	52,5 %
Per Tidman	1 045 500	1 045 500	16,0 %
Georg Ernst	307 500	307 500	4,7 %
Cisab	184 500	184 500	2,8 %
Christer Gåhltorp	172 700	172 700	2,6 %
Per-Gunnar Lundh	69 526	69 526	1,1 %
Övriga aktieägare	322 000	322 000	4,9 %
<i>Föreliggande nyemission</i>	<i>1 000 000</i>	<i>1 000 000</i>	<i>15,4 %</i>
Totalt	6 533 000	6 533 000	100,0 %

Innan den pågående emissionen värderas Comfort Windows till 27 Mkr. Emissionen är relativt liten, den uppgår endast till 4,9 Mkr. Emissionen är villkorad av att aktier för minst 2 Mkr tecknas. Sista dagen att teckna sig för aktier är den 8 april. Beräknad första handelsdag på Aktietorget är den 15 maj.

### Resultat och prognoser

Comfort Window skall fortfarande ses som ett utvecklingsföretag. Ännu har inte bolaget någon produkt som har börjat säljas på marknaden. Det är tidigast om ett år som bolagets försäljning förväntas att ge de första större intäkterna till företaget.

Styrelsen har satt som mål att Comfort Window under 2010 skall nå *break-even*. Inom fem år är det tänkt att bolaget skall omsätta 175 Mkr med en rörelsemarginal på 75 procent. Siffrorna låter höga men motsvarar en försäljning om cirka 2 miljoner beslag per år. Det motsvarar en marknadsandel i Europa om cirka 1,75 procent. Däremot är Axier en smula undrande över hur det kommer sig att marginalen skall komma att uppgå till sjuttiofem procent. I och med att detta är licenspengar är det inte orimligt att anta att bolaget inte kommer att ha så stora kostnader. Axier tror emellertid att

*CWS har som mål att sälja 2 miljoner beslag i Europa årligen*

ledningen planerar att satsa kraftfullt på forskning och produktutveckling vilket gynnar bolaget på längre sikt. Av denna anledning kan siffran komma att sjunka under enstaka år.

### Resultaträkning

	jul-08 12 mån	jun-07 12 mån	maj-06 12 mån
Nettoomsättning, tkr	257	0	110
Rörelsens kostnader	1381	624	171
Rörelseresultat, tkr	-1124	-624	-61
Resultat före skatt, tkr	-1124	-624	-61
Resultat efter skatt, tkr	-858	-449	-61

Vid en genomläsning av de historiska resultaträkningarna ser det inte särskilt ljust ut. Vad en potentiell investerare skall ha i åtanke är att Comfort Windows inte haft någon försäljning att tala om. Bolaget har under de senaste åren ägnat all energi åt att utveckla sin produkt och det är först nu som bolagets försäljning inleds.

Bland annat har bolaget valt att satsa på en vidareutveckling av det befintliga upphängningsbeslaget. Därmed kan bolaget istället för att utveckla ett separat beslag för varje storlek istället minimera antalet till fem stycken. Dessa storlekar är fullt tillräckliga för att passa till samtliga fönsterbågar på mellan 0,4 och 1,8 meter.

*Fem beslag  
passar samtliga  
fönster*

Ledningen har själv ställt upp nedanstående omsättningsprognoser, och tror att bolaget 2013 kan komma att redovisa ett positivt resultat efter skatt om 100 Mkr. Initialt hänför sig omsättningen till beslags- och profillicenser.

<i>Framtidsprognoser omsättning</i>				
<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>
1	5	15	50	175

### Möjligheter och risker

En av de stora riskerna som Axier ser med att investera i mindre bolag på Aktietorget är att de sällan uppmärksammas i den omfattningen de förtjänar. Många av de bolagen som finns noterade på de mindre listorna beläggs därför med en riskpremie på grund av avsaknaden av information.

Axier förespråkar att de företag som noteras på de mindre listorna ägnar tid åt sina aktieägare och den finansiella kommunikationen gentemot dessa. Görs detta på ett korrekt sätt så kommer antalet aktieägare att öka, men framförallt kommer handeln att bli mer genomlyst. Bolag med alltför få aktiva ägare drabbas ofta av såväl en låg likviditet som en stor *spread*. En av riskerna med att investera i ett bolag som noteras på en av de mindre listorna är således att det kan vara svårt att sälja alltför stora poster vid ett tillfälle som en ägare önskar.

En annan risk vi ser är att bolagets prognoser varit alltför förhoppningsfulla. Axiers erfarenhet säger att det aldrig går som planerat med en ny produkt, det uppstår alltid problem under resans gång. Hur pass stora problem dessa för med sig det är olika, och det är en styrka om ledningen kan vända dessa till sin fördel.

Genom sitt samarbete med tyska Siegenia-Aubi når Comfort Windows snabbare ut på marknaden. Framförallt täcker dessa 3,000 anställda en bredare marknad än vad det lilla utvecklingsbolaget mäktar med. Marknadspenetrationen blir högre precis som acceptansnivån hos köparna eftersom produkten presenteras av en välrenommerad och känd aktör. Axier anser att förmågan att få detta samarbete till stånd tyder på att det finns mer i Comfort Windows än vad memorandumet ger sken av.

*Samarbetar med ledande Siegenia-Aubi world wide*

I memorandumet framgår att Comfort Windows har långt gångna förhandlingar med en större beslagstillverkare. Denna producerar varje år 28 miljoner fönsterbeslag. Axier tror knappast att denna tillverkare kommer att gå över helt och hållet till de beslag som Comfort Windows tagit fram men vi ser detta som en stor möjlighet. Ledningen räknar med att de skall kunna erhålla en royalty om cirka 100 SEK per beslag. Skulle Comfort Windows andel bli en procent av dessa 28 miljoner fönster ger detta intäkter om 28 Mkr varje år.

*Förhandlar med en större beslagstillverkare*

Det i december återinförda *ROT-avdraget* kan komma att ge Comfort Windows ytterligare fördelar. Nyligen sänktes skatterna för bostadsrättsföreningar, samtidigt som fastighetsskatten begränsades. I kombination med kraftigt sänkta räntor har många bostadsrättsföreningar märkt att deras ekonomi förbättrats. En stor del av dessa har valt att använda det ökade kassaflödet för att se över energikostnader och ökat underhåll. Det beslag som Comfort Window utvecklat innebär ingen ökad merkostnad jämfört med ett ordinärt fönster. Däremot leder det till att energikostnaderna minskar vilket på sikt är bra för bostadsrättsföreningarnas ekonomi.

*ROT-avdrag och sänkta skatter talar för förbättringar av fastigheter*

Den beslagskonstruktion som Comfort Windows utvecklat är tillsammans med sina beståndsdelar patentskyddade i 18 EU länder. Utöver det tillkommer patent i såväl USA som i Kanada. De patentingenjörer som Axier varit i kontakt med säger att Comfort Windows patent är ett mycket starkt sådant eftersom det rör sig om ett så kallat metodpatent.

Ett mycket starkt skydd som ger ensamrätt till 180<sup>o</sup> respektive 360<sup>o</sup> fullständig vändbarhet fram till år 2016. CWS innehar samtliga patenträttigheter.



### Axiers bedömning

Att göra en bedömning av Comfort Windows är otroligt svårt. En fundamental analys bygger på att summera och nuvärdesberäkna de framtida beräknade kassaflödena. Problemet med ett förhoppningsbolag, vars produkter ännu inte finns tillgängliga på marknaden, är att det är ytterst svårt att göra en bedömning av de framtida intäkterna. I Comfort Windows fall är det dessutom ännu svårare, eftersom bolaget är beroende av att det licensierar ut sitt patent. Bolaget styr alltså inte själva försäljningsprocessen, det gör licenstagare och partners.

Axier ser emellertid att det finns en stor marknad för fönster, det säljs över 100 miljoner nya fönster i Europa varje år. Vi ser också hur den produkt som Comfort Windows tagit fram täcker upp till 95 procent av totalmarknaden för aluminium- och PVC-fönster. Den stora frågan är, hur pass stor del av denna kaka kan Comfort Windows komma att ta? Mer korrekt, hur pass stor marknadsandel kan de företag som Comfort Windows licensierar sitt patent till ta? Detta är den springande punkten, och det är här som det framtida värdet av aktien avgörs.

Vi konstaterar att det kommer vara synnerligen svårt att sätta en riktkurs i kronor på detta företag. Vi ser redan nu att aktiens framtida kursutveckling kommer att vara synnerligen nyhetsdriven. Det kommer att räcka med att bolaget kommunicerar ett avtal varvid kursen raskt **kan komma** att dubblas. För den placeraren som är beredd att acceptera en hög risk kan således en investering i Comfort Window vara en mycket bra placering.

Den första *triggern* som Axier ser är de förhandlingar som bolaget redan nu bedriver med en större beslagstillverkare. Denne har enligt memorandumet en årlig produktion om 28 miljoner fönsterbeslag, vilket skulle kunna leda till ett antal nya affärer. Går dessa förhandlingar i lås erhåller bolaget en så kallad *lump sum*, en första initial

*Avtal ger direkta intäkter i form av lump sum*

betalning som sker i anslutning till att avtalet tecknas. Vi ser dels denna förskottsbetalning som en *value driver*. Framförallt skulle detta kunna innebära acceptans från övriga tillverkare, vilket skulle kunna snabba upp processen för Comfort Window.

Utöver detta har Comfort Windows ansökt om att erhålla medel från Vinnova. För bolaget det stödet som sökts finns ytterligare en *trigger* som kan komma att få kursen att utvecklas positivt. Vi upprepar emellertid att risken är mycket hög i denna aktie.

### **Ansvarsbegränsning**

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

### **Disclaimer**

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

### **Intressekonflikter**

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- annonsering via banners och utskick
- sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

### **Axier Equities lämnar inte investeringsråd**

Analyser och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

### **Källor**

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.