



## Eolus Vind

### Tilltagande dis 2022

Nyttäckning  
 Rapport  
 Viktig händelse

#### Risk och avkastningspotential

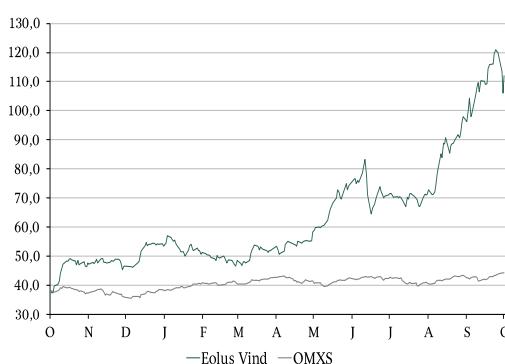
Kurspotential	Medel
Risknivå	Medel
Kurs	112,00
Högsta/Lägsta (12M)	121,00/37,35
Antal aktier (m)	24,9
Börsvärde (SEKm)	2 790
Nettoskuld (SEKm)	-800
Enterprise Value (SEKm)	1 990
Reuters/Bloomberg	EOLUB.ST/EOLUB SS
Listning	Nasdaq OMX Small Cap

#### Estimat och värdering (SEK)

	18/19	19/20E	20/21E	21/22E
Försäljning	2 032	1 695	662	336
EBITDA	123	255	394	220
EBIT	118	247	386	212
Vinst f. skatt	116	213	352	178
EPS, just.	5,33	5,31	11,23	5,68
EK/A	35,65	39,46	49,19	52,87
Utdelning	1,50	1,50	2,00	2,00
V/A Tillv.	-31,7	-0,4	111,6	-49,5
EBIT Marg.	5,8	14,6	58,4	63,1
ROE	15,6	14,1	25,3	11,1
ROCE	44,3	272,2	416,4	223,8
Nettoskuld/EK	-0,90	-0,91	-0,93	-0,93
EV/Fsg.	0,57	1,17	3,01	5,91
EV/EBITDA	9,4	7,8	5,0	9,0
EV/EBIT	9,8	8,0	5,1	9,4
P/E, just.	14,8	21,1	10,0	19,7
P/EK	2,21	2,84	2,28	2,12
Direktavg.	1,9	1,3	1,8	1,8

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

#### Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
23/01/2020	Q1-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

#### Svagt rörelseresultat, stark kassauppbryggning

Även om nettoomsättningen i Eolus fjärde kvartal (jun-aug) var något högre än vi räknat med så var EBIT på 72 mkr betydligt lägre än de 113 mkr vi räknat med framförallt på grund av att projektmarginen för Kråktorpet belastats av problem med entreprenadarbeten uppgående till ett ospecifierat tiotal miljoner kronor. Samtidigt har parkerna Söterfällan och Nylandsbergen överlämnats till kund med en betydande rörelsekapitalavveckling som följd, vilket lyfte nettokassan till 800 mkr på balansdagen (som dock borde minskat en hel del snart därefter med kortfristiga skulder på 229 mkr). Med sänkta vinstdväntningar på Kråktorpet och en förskjutning av vårt förväntade färdigställande av Öyfjellet in i 2021/22e så har vi nu sänkt vår EBIT-prognos med 12% för '19/2020e och 18% för '20/21.

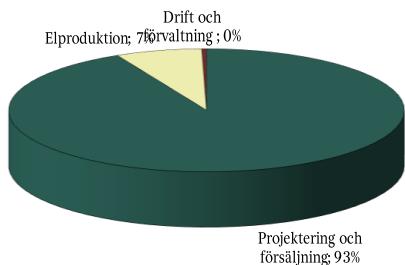
#### Trefaldig besvikelse

Den initiala reaktionen på rapporten var en nedgång på 10%. Även om aktien återhämtade sig under dagen tolkar vi det som en besvikelse över a) att resultatet var något svagare än väntat, b) att utdelningen inte blev högre än förra årets 1,50 kr per aktie, och c) att Eolus underlät att presentera någon förlängning av den prioriterade projektportföljen bortanför Öyfjellet 2021. Efter en uppgång i aktien på över 250% de senaste 18 månaderna är det riskfritt att säga att det skett en betydande omvärvärdering av marknadens syn på Eolus verksamhet. Medan utdelning och kvartalsresultat har stor betydelse för aktien på kort sikt så bedömer vi att visibiliteten i den prioriterade projektportföljen kommer vara det avgörande för utålligheten i värderingen i ett lite längre perspektiv.

#### Dålig visibilitet bortom 2021

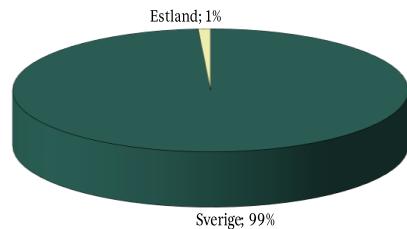
Baserat på ledningens kommentarer kommer den uppdaterade prioriterade projektportföljen vara mindre tydlig om detaljer än den nuvarande och sannolikt innehålla fler mindre projekt med större turbiner. Vd menar dock att en långsiktig produktionsnivå under 25 turbiner per år vore att betrakta som en besvikelse. Med ett grovt antagande om 5 MW per turbin och ett resultatbidrag på 1,5 mkr per MW så översätter det till ett resultatbidrag på 188 mkr före skatt. Det motsvarar ett långsiktigt framtida P/E på 19x bortom 2021. Justerat för kassan faller det till P/E 15x vilket inte är billigt för en osäker intäkt med dålig visibilitet. Vi tror att en extrautdelning är aktuell först efter Öyfjellet rests 2021 på grund av det osäkra rörelsekapitalbehovet. I väntan på en uppdatering av projektportföljen ser vi en medelhög potential i aktien, till en medelhög risk.

### Eolus Wind – Försäljning per segment



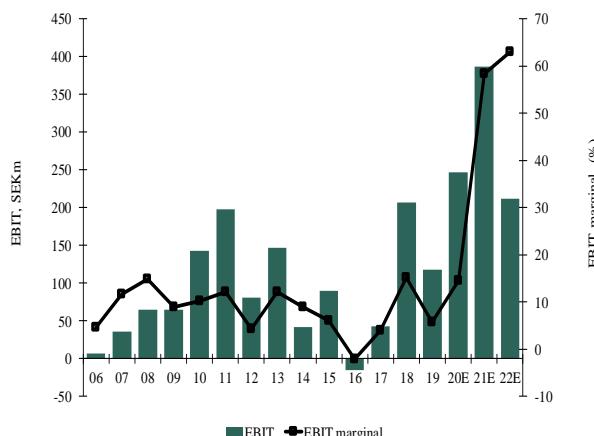
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Försäljning per marknad



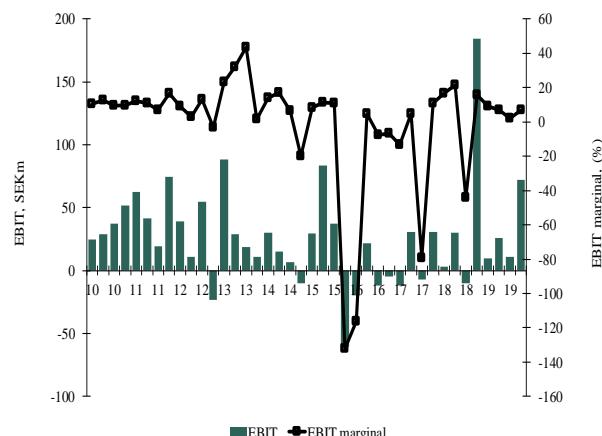
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Resultatutveckling, helår



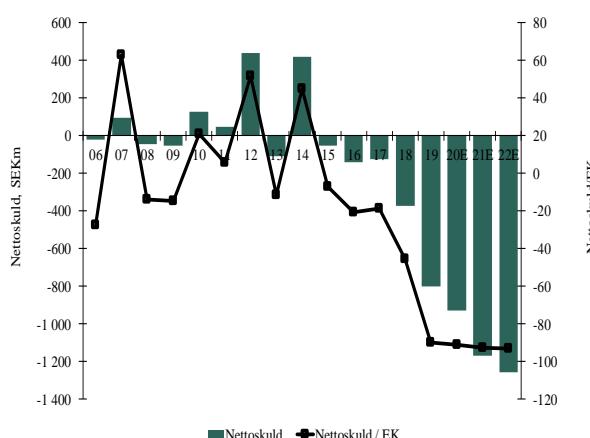
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa  
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	2 790	
Antal utestående aktier (m)	24,9	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	83	
Fritt handlade aktier	72,8%	
<b>Största aktieägare</b>	<b>Röster</b>	<b>Aktier</b>
Domneåns Kraftaktiebolag	15,3%	9,5%
Hans-Göran Stennert	11,8%	3,6%
Åke Johansson	6,9%	3,1%
Hans Johansson	4,8%	0,9%
Övriga	61,2%	82,9%
Ordförande	Hans-Göran Stennert	
Verkställande direktör	Per Witalisson	
Finansdirektör	Catharina Persson	
Investerarkontakt	Per Witalisson	
Telefon / Internet	0046-010-199 88 00 / <a href="http://www.eoluswind.com">www.eoluswind.com</a>	
Nästa rapport	23 January 2020	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Investment case

Omsättningen i Eolus fjärde kvartal (jun-aug) var något högre än vi räknat medan EBIT på 72 mkr blev betydligt lägre än de 113 mkr vi räknat med framförallt på grund av att projektmarginen för Kråktorpet belastats av problem med entreprenadarbeten uppgående till ett ospecifierat tiotal miljoner kronor. Samtidigt lyfte leveranserna av Söterfällan (36 MW) och Nylandsbergen (68 MW) nettokassan till 800 mkr. Med sänkta vinstförväntningar på Kråktorpet och en förskjutning av vårt förväntade färdigställande av Öyfjellet in i 2021/22e så har vi nu sänkt vår EBIT-prognos med 12% för '19/2020e och 18% för '20/21. I motsats till vår förväntan underlätt bolaget att presentera någon förlängning av den prioriterade projektportföljen bortanför Öyfjellet 2021. Men sannolikt kommer den vara mindre tydlig om detaljer än den nuvarande och innehålla fler mindre projekt med större turbiner. En långsiktig produktionsnivå under 25 turbiner per år, ett antagande om 5 MW per turbin och ett resultatbidrag på 1,5 mkr per MW översätter dock till ett resultatbidrag på 188 mkr före skatt, vilket skulle motsvara ett långsiktigt framtida P/E på 19x eller 15x justerat för kassan. I väntan på en uppdatering av den kommande prioriterade projektportföljen ser vi därför en medelhög potential i aktien, till en medelhög risk.

### Etablerat 572 vindkraftverk

Eolus Winds affärsidé är att projektera och uppföra vindkraftsanläggningar i goda vindlägen. Sedan starten 1990 har Eolus medverkat vid etableringen av över 572 vindkraftverk med en total effekt på över 1000 MW. Projekt realiseras främst genom försäljning av nyckelfärdiga driftsatta anläggningar. Eolus bedriver även elproduktion från egna vindkraftsanläggningar. Eolus Vind tillämpar brutet räkenskapsår, september-augusti. Eolus har tre verksamhetsben, projektering och försäljning, som utgör merparten av verksamheten, elproduktion från bolagets egna verk som utgör en allt mindre del i takt med att man säljer av anläggningstillgångarna, samt drift och förvaltningsverksamheten, som endast utgör en liten del, men växer starkt.

### Blandade utsikter för vindkraftsbranschen

I juni 2016 nåddes en politisk energiöverenskommelse som innebär en målsättning att Sverige ska ställa om till en elproduktion som till 100% är förnybar. I april 2017 kom beskedet från den svenska och norska regeringen om systemets utformning mellan 2021 och 2030. Beskedet innebar att Norge inte sätter upp någon ny målsättning, medan Sverige ökar ambitionen med 18 TWh till 2030 i enlighet med Energiöverenskommelsen 2016. Det innebär att uppskattningsvis 60-70 miljarder kronor kommer att investeras i förnybar elproduktion i Sverige under tio år med start 2021. Den politiska osäkerheten skapade osäkerhet i marknaden och medförde låga priser på elcertifikat under 2017. Efter beslutet har priserna dock återhämtat sig. Överskottet av certifikat fortsätter att minska på grund av lägre utbyggnadstakt och ökad efterfrågan på certifikat genom högre kvotplikt. Under 2018 och 2019 ökas kvotplikten dessutom ytterligare genom beslut om att justera för historiska felberäkningar under dessa år. I december 2018 lämnade Energimyndigheten förslag på en stoppmekanism som innebär att nya anläggningar som tas i drift tom 2030 ska vara berättigade att erhålla elcertifikat. I praktiken kommer Energimyndighetens förslag inte innebära någon stoppmekanism alls. Om förslaget genomförs kommer följden bli ett överutbud av elcertifikat som det inte finns någon efterfrågan på. Det slår dock hårdast mot äldre anläggningar där elcertifikaten utgjort en väsentlig del av kalkylen vid investering, medan nyare parker och projekt, tack vare en betydande

kostnadseffektivisering i hela branschen, kommer kunna etablera parker på mer konkurrensmässiga villkor.

#### Värdering och huvudtaganden för vår prognos

2014/2015 etablerade bolaget 33 verk och sålde 54 verk. 2015/2016 minskade etableringstakten till 14 verk. För 2016/2017 uppgick etableringen och försäljningen till 25 respektive 36,8 verk. 2017/18 stannade den totala försäljningen på 25 verk men producerade ändå bolagets dittills bästa resultat. 2018/19 levererades 34 verk med ett rörelseresultat på 118 mkr. Under hösten räknar vi med slutleveransen av Kråkторpets 43 verk, samt Bäckhammars 31 verk och Wind Wall på 13 verk under 2019/20e. Därefter väntas slutleverans av Stigafjellets 7 verk 2020/21 och jätteparken Öyfjellet 2021/22e. Därefter räknar vi med att bolaget bör klara av att hålla en takt på minst 25 verk per år. Aktien handlas nu till P/E 21x 2019/20e, 10x 2020/21e och 20x 2021/22e. Trots ett starkt operationellt momentum är utsikterna betydligt mer osäkra efter 2021e. I väntan på att bolaget presenterar nya storprojekt till sin portfölj av prioriterade projekt ser vi därför en medelhög potential i aktien till en medelhög risk.

#### Eolus Vind – Våra estimatförändringar (SEK)

	2019/20E			2020/21E			2021/22E		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Försäljning	2 610	1 695	-35,1%	746	662	-11,3%	-	336	-
EBIT	282	247	-12,2%	470	386	-17,8%	-	212	-
EPS just.	6,34	5,31	-16,2%	13,66	11,23	-17,8%	-	5,68	-

Source: Erik Penser Bank





### Eolus Wind – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

#### Resultaträkning

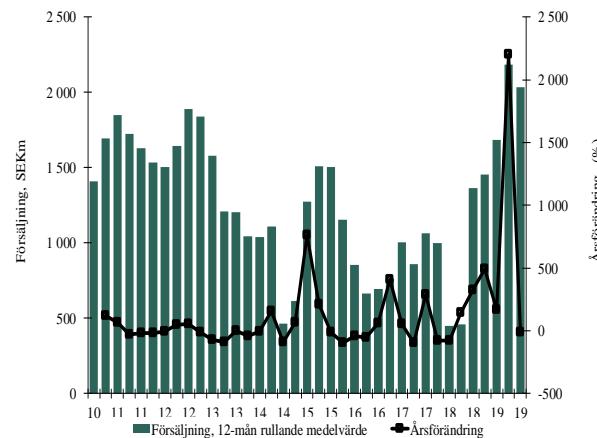
	Q116/17	Q216/17	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19
Nettoomsättning	86	689	9	281	18	139	23	1 186	108	370	520	1 034
Övriga intäkter	5	4	5	3	14	1	7	0	8	7	0	43
Övriga rörelsekostnader	-85	-647	-12	-243	-19	-98	-29	-988	-96	-341	-500	-992
Resultat före avskrivningar	-2	37	-4	35	5	35	-8	190	11	27	12	73
Avskrivningar och amorteringar	-10	-6	-3	-4	-2	-5	-2	-6	-1	-1	-1	-1
Rörelseresultat	-12	31	-7	31	3	30	-10	184	10	26	11	72
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	-3	0	0	0	-5	0	0	0	0
Finansnetto	6	-2	-1	-10	7	-2	4	-12	-8	5	-1	1
Resultat före skatt	-5	29	-8	18	10	28	-6	167	2	31	10	73
Resultat före skatt, justerat	-5	29	-8	18	10	28	-6	167	2	31	10	73
Skatter	1	-8	2	-5	-2	8	1	-11	-1	7	2	8
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-4	22	-6	13	7	36	-5	156	1	39	12	81

#### Tillväxt och marginaler

	Q116/17	Q216/17	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18	Q417/18	Q118/19	Q218/19	Q318/19	Q418/19
Nettoomsättning	406,4	54,6	-94,2	285,6	-79,0	-79,8	145,5	321,4	494,2	165,5	2 199,2	-12,8
Rörelseresultat	NM	42,8	NM	NM	NM	-3,3	NM	498,6	223,1	-13,8	NM	-60,9
EBITDA marginal	-2,1	5,4	-46,1	12,5	28,6	24,8	-35,6	16,0	10,0	7,4	2,3	7,1
Rörelsemarginal	-13,5	4,5	-79,4	10,9	16,5	21,5	-44,1	15,5	9,0	7,0	2,1	7,0
Vinstmarginal, justerad	-6,2	4,2	-85,1	6,5	53,8	20,0	-25,2	14,1	2,0	8,4	1,9	7,0
Skattesats	NM	25,9	NM	29,0	23,9	-29,0	NM	6,8	53,2	-23,9	-21,6	-11,5

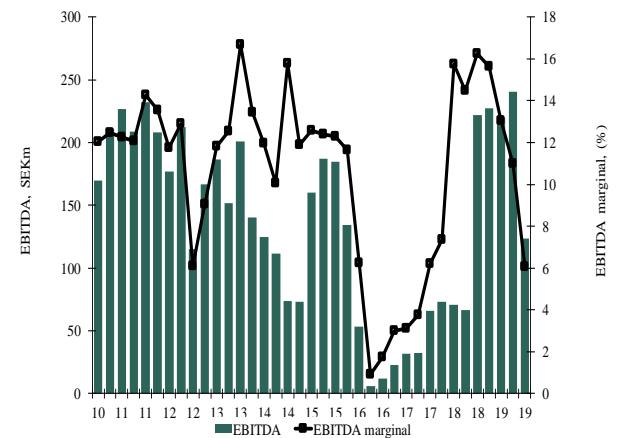
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



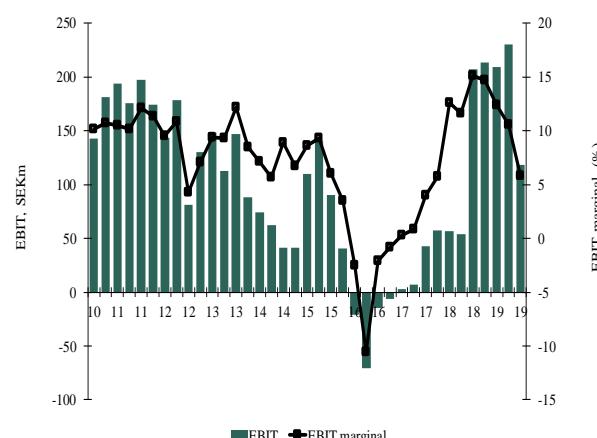
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



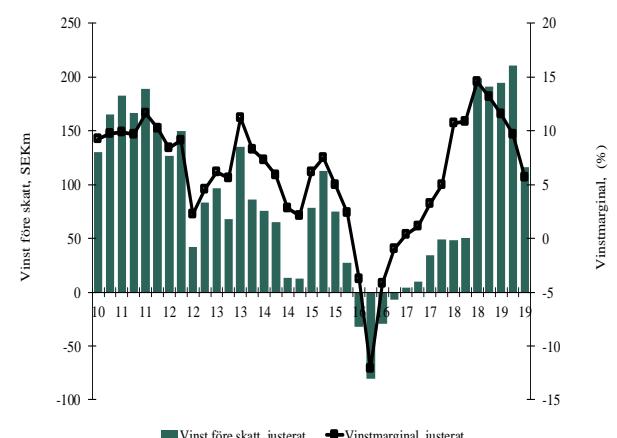
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Wind – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

---

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället fö uppriättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därför ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedtagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalvækastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalvækastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

#### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, son sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställda handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämndt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelning ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

---