



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 9 July 2020

Eolus Vind

Ytterligare stöd till redan stabil projektpipeline

Q3'20 rakt i linje med vår förväntan

Både omsättning och EBIT i Q3'20 på 381 mkr resp. 38 mkr var i linje med vår förväntan och utan leveranser till kund. De redan kommunicerade förseningarna av pågående projekt pga. försenade turbinleveranser är fortsatt negligerbara en månad, med beräknad leverans i höst. Med den kommande omläggningen från brutet till kalenderår väntas alla dessa intäkter från drygt 200 MW bokas inom innevarande räkenskapsår.

Lovande expansion av portföljen bortanför 2024

Bortanför storprojektet Øyffjellet räknar vi med projekt på 180 MW i snitt 2022-2024, motsvarande ett resultatbidrag över 200 mkr per år, plus ett solkraft- och batteriprojekt på 500+250 MW i USA. Med det nyliga samarbetet med SCA adderas en ambition om ytterligare 1000 MW på SCA:s mark i Sverige och Baltikum, vilket sammantaget innebär en stabil långsiktig projektpipeline med mycket god visibilitet.

Höjer motiverat värde till 160-170 kr (150)

Med förlängningen av projektpipeline efter SCA-affären har vi höjt vårt motiverade värde till 160-170 kr (150). Med hög projektaktivitet långt bortanför vår prognoshorizont, fortsatt geografisk expansion i både norra Europa och USA, och en kontinuerligt växande förvaltningsaffär så ser vi därför en medelhög potential för aktien, till en medelhög risk.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	160.00 - 170.00	
EPS, just 20e	9.06	10.28	-11.9%	Sales,m	2,032	2,370	2,732	2,022	Current price	140.00
EPS, just 21e	9.35	9.54	-2.0%	Sales Growth	48.7%	16.6%	15.3%	(26.0)%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	4.08	4.28	-4.7%	EBITDA, m	123	331	335	170	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	118.3	322.8	327.2	161.9		
				EPS, adj	5.33	9.06	9.35	4.08		
				EPS Growth	(31.7)%	69.8%	3.2%	(56.4)%		
				Equity/Share	36.6x	44.0x	51.9x	53.9x		
				Dividend	1.50	1.50	2.00	2.00		
				EBIT Marginal	5.8%	13.6%	12.0%	8.0%		
				ROE (%)	15.6%	23.0%	19.9%	7.9%		
				ROCE	44.3%	385.9%	1,148.1%	(830.1)%		
				EV/Sales	1.90x	1.63x	1.41x	1.91x		
				EV/EBITDA	31.3x	11.7x	11.5x	22.7x		
				EV/EBIT	32.6x	12.0x	11.8x	23.8x		
				P/E, adj	26.3x	15.5x	15.0x	34.3x		
				P/Equity	4.8x	4.2x	3.7x	3.6x		
				Dividend yield	1.9%	1.1%	1.4%	1.4%		
				FCF yield	23.8%	7.0%	6.6%	2.9%		
				Net Debt/EBITDA	(6.5)g	(3.0)g	(3.8)g	(7.9)g		
Kommande händelser									Kursutveckling 12 mån	
Q4 report		21 Okt 2020								
FY report		-								
Bolagsfakta									Analytiker	
Antal aktier		24.9m							johan.widmark@penser.se	
Market cap, mkr		3,487							Analysavdelningen	
Nettoskuld, mkr		(373)								
EV, mkr		3,114								
Free Float		73.00%								
Avg. No. of Daily Traded Sh.		162.0(k)								
Reuters/Bloomberg	EOLUB.ST / EOLUB.SS									



Sammanfattning

Ytterligare stöd till redan stabil projektpipeline

Investment Case

Med en god visibilitet för utsikterna bortanför Øyfjellet nästa år, på 180 MW i snitt 2022-2024 plus ett solkraft- och batterilagringsprojekt på 500+250 MW i USA och en långsiktig utbyggnadspotential på 1000 MW i samarbete med SCA, ser vi potential för ett resultatbidrag på väl över 200 mkr per år bortanför vår prognos. Efter en nära fördubbling av aktien senaste 12 månaderna får dock en stor del av potentialen anses diskonterad i kursen. Vår DCF-värdering ger stöd åt ett motiverat värde för aktien runt 160-170 kr. Sammantaget med en hög projektaktivitet, fortsatt geografisk expansion och en kontinuerligt växande förvaltningsaffär så ser vi därför en medelhög potential för aktien, till en medelhög risk.

Bolags profil

Eolus Vinds affärsidé är att projektera och uppföra vindkraftsanläggningar i goda vindlägen. Sedan starten 1990 har Eolus medverkat vid etableringen av 615 vindkraftverk med en total effekt på över 1200 MW. Projekt realiserar främst genom försäljning av nyckelfärdiga driftsatta anläggningar. Eolus bedriver även elproduktion från egna vindkraftsanläggningar. Eolus Vind tillämpar brutet räkenskapsår, september-augusti men kommer under året att lägga om räkenskapsåret till kalenderår. Eolus har två verksamhetsben, projektering och försäljning, som utgör merparten av verksamheten, och drift och förvaltningsverksamheten, som endast utgör en liten del, men växer starkt.

Värdering

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 2019 slutlevererades Kråktorpets 43 verk, och nu räknar vi med Bäckhammars 31 verk, Stigafjells sju verk och Wind Wall på 13 verk under 2020e. Därefter väntas jätteparken Øyfjellet 2021e. Med en god visibilitet för utsikterna bortanför Øyfjellet, på 180 MW i snitt 2022-2024 plus ett solkraft- och batterilagringsprojekt på 500+250 MW i USA, ser vi potential för ett resultatbidrag på väl över 200 mkr per år bortanför vår prognos. Med stöd av en DCF-värdering ser vi ett motiverat värde runt 160-170 kr, och med en fortsatt geografisk expansion i både norra Europa och USA, och en kontinuerligt växande förvaltningsaffär ser vi en medelhög potential för aktien, till en medelhög risk.

Resultaträkning, Kassaflödesanalys och Balansräkning

Resultaträkning	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	466	1 502	693	1 066	1 366	2 032	2 370	2 732	2 022
Övriga intäkter	21	21	2	17	23	59	79	20	20
Kostnad sålda varor	-330	-1 239	-608	-923	-1 077	-1 793	-1 944	-2 285	-1 737
Bruttovinst	157	285	88	160	311	297	505	467	306
Övriga externa kostnader	-49	-63	-44	-54	-52	-58	-83	-72	-75
Personalkostnader	-23	-23	-28	-31	-33	-39	-46	-39	-41
Övriga rörelsekostnader	-11	-14	-4	-9	-5	-77	-45	-20	-20
Rörelseresultat (EBITDA)	73	185	12	66	222	123	331	335	170
Avskrivningar	-32	-94	-27	-23	-15	-5	-8	-8	-8
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	323	327	162
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	323	327	162
Finansella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-28	-15	-13	-6	-4	-2	-55	-34	-34
Resultat före skatt	13	75	-28	37	204	116	268	293	128
Skatter	-3	5	5	-10	-5	17	-7	-60	-26
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	-35	0	0
Nettoresultat Rapporterat	10	80	-23	27	199	133	226	233	102
Nettoresultat (just)	10	80	-23	27	199	133	226	233	102

Kassaflödesanalys

Kassaflödesanalys	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	10	80	-23	27	199	133	226	233	102
Icke kassaflödespåverkande poster	74	356	54	65	48	-16	13	45	58
Förändringar i rörelsekapital	-572	279	103	-1	-6	450	24	-37	-50
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-488	715	134	91	241	567	263	241	110
Investeringar	-2	-1	-10	-6	-1	-101	-20	-10	-10
Fritt Kassaflöde	-490	714	124	85	240	466	243	231	100
Utdelningar	-37	-286	-37	-37	-37	-37	-37	-37	-50
Nyemission/återköp	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Förvärv	21	-5	29	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	229	-268	-136	-68	334	-65	48	0	0
Kassaflöde	-276	155	-20	-20	537	363	254	193	50
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	421	-53	-140	-124	-371	-800	-994	-1 287	-1 337

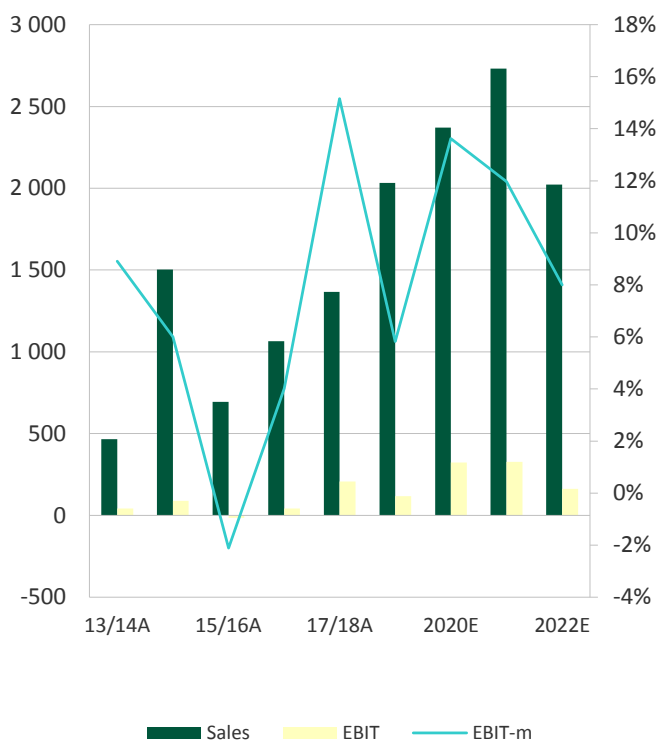
Balansräkning

Balansräkning	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	96	54	32	0	0
Materiella anläggningstillgångar	426	352	292	139	81	57	64	18	18
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	426	352	292	139	177	111	96	18	18
Varulager	1063	380	462	345	575	472	270	270	270
Kundfordringar	14	18	29	26	53	25	12	12	12
Övriga omsättningstillgångar	340	268	265	181	350	346	458	458	458
Likvida medel	86	242	222	202	740	1103	1350	1544	1593
Summa omsättningstillgångar	1503	908	978	753	1718	1947	2091	2285	2335
SUMMA TILLGÅNGAR	1930	1259	1270	892	1895	2058	2187	2302	2352

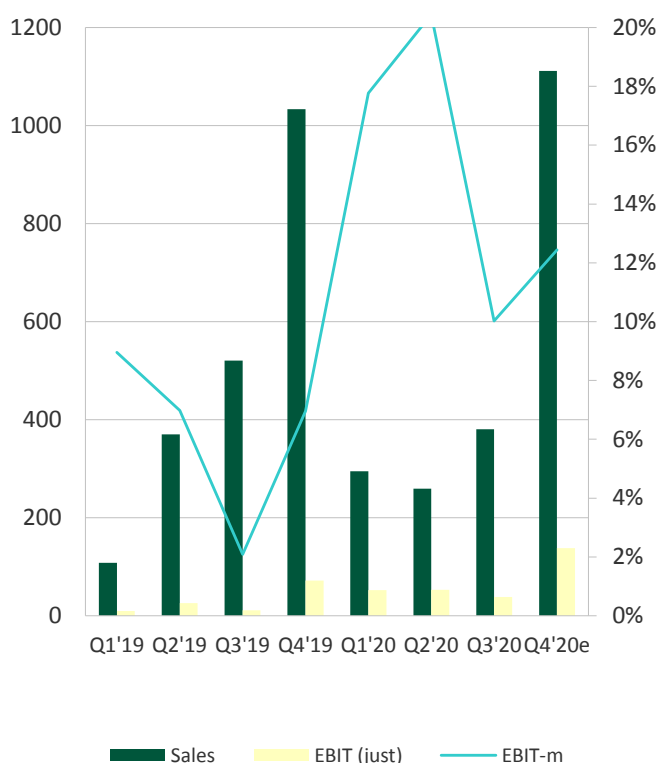
Eget Kapital och skulder

Eget Kapital	937	731	671	658	814	888	1071	1267	1318
Minoritetsintressen	0	0	0	2	2	2	0	0	0
Summa Eget Kapital	937	731	671	660	816	890	1071	1267	1318
Långfristiga finansiella skulder	204	155	86	13	156	152	153	25	25
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	6	54	54	54
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	86	86	1	4	4	4
Summa Långfristiga skulder	204	155	86	99	242	160	211	83	83
Kortfristiga finansiella skulder	304	40	60	21	165	151	204	18	18
Leverantörsskulder	177	76	311	28	279	229	32	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	308	257	141	93	393	628	677	941	941
Summa kortfristiga skulder	790	373	512	142	837	1008	913	959	959
Summa Eget Kapital och skulder	1930	1259	1270	901	1895	2058	2196	2309	2361

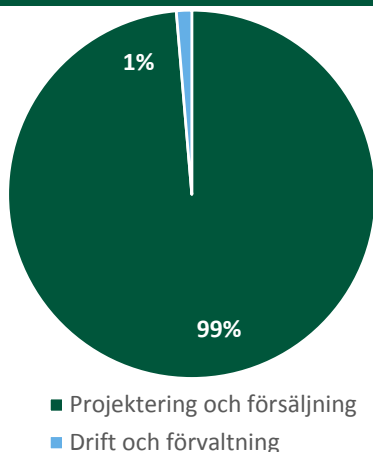
Försäljning, EBIT och EBIT-marginal, år



Försäljning, EBIT och EBIT-marginal, kvartal



Intäktsfördelning



Aktiestruktur och ledning

Största aktieägare	Röster	Aktier
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/www.eolusvind.com	

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 för upprättandet 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 därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger 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 vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning 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, som 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 anställdas 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 omnämnt 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 berörda 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 avdelnings 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.

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se