



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 6 May 2021

Arise

Arise Q1

Resultat Q1

Arises omsättning i Q1 blev 50 mkr (47) och EBITDA 23 mkr (26). Omsättningen kom in högre än vår förväntan om 38 mkr då Arise realiserade ett väldigt högt pris för sin sålda el, 463 kr/MWh (314). Normalt blåser det mindre under kalla vinterdagar men årets vargavinter tycks ha genererat betydande vindar även under årets kalla dagar. Kvartalets intäkter från elcertifikat var 13 kr per MWh (78). Minskningen var väntad och känd på förhand.

Projektförändringar

Arise skriver i rapporten att projektet Salsjöhöjden (ca 90 MW) inte kommer att ge några större intäkter, samt sänker intäktsutsikterna något för Ranasjöhöjden (ca 155 MW). Vi sänker estimerade intäkter för Ranasjöhöjden till 0,9 mkr/MW och Salsjöhöjden 0,1 mkr/MW. Vi har flera gånger tidigare skrivit om de sämre prisförutsättningarna i Norrland för vindkraft och projektens lägre lönsamhet är inte helt oväntad.

Lämnar värdering intakt

Arise har kommunicerat en ny strategi som i vår mening är positiv. Framöver kommer bolaget även sälja solkraftsparker och egenägda vindparker kan också de säljas framöver. Den nya strategin förbättrar vår långsiktiga syn på Arise och sänker WACC till 8 % (9%). Vi sänker dock estimaten för 2021–2023 och sammantaget behåller vi vårt motiverade värde. Aktien handlas kring 51 kr och vårt motiverade värde är 44–46 kr per aktie.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	44.00 - 46.00
EPS, just 21e	1.24	3.5	-64.5%	Sales,m	133	340	641	461	Current price	SEK51.00
EPS, just 22e	5.94	6.67	-10.9%	Sales Growth	(70.8)%	156.5%	88.4%	(28.1)%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0	0	NaN%	EBITDA, m	32	136	366	246	<div>Kursutveckling 12 mån</div>	
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				EBIT, m	(40.9)	64.8	297.6	179.2		
				EPS, adj	(2.43)	1.24	5.94	0.00		
				EPS Growth	34.7%	(51.2)%	478.2%	0.0%		
				Equity/Share	22.7	28.2	44.7	45.8		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	200.00		
				EBIT Marginal	(30.8)%	19.0%	46.4%	38.9%		
				ROE (%)	(11.9)%	4.9%	14.8%	1.5%		
				ROCE	(2.6)%	3.9%	14.2%	8.9%		
				EV/Sales	16.77x	6.54x	3.47x	4.83x		
				EV/EBITDA	70.5x	16.4x	6.1x	9.1x		
				EV/EBIT	(54.4)x	34.4x	7.5x	12.4x		
				P/E, adj	(21.0)x	41.0x	8.6x	--x		
				P/Equity	2.2x	1.8x	1.1x	1.1x	<div>Analytiker</div>	
Antal aktier		34.6m		Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%		
Market cap		1,766		FCF yield	(2.1)%	5.0%	16.5%	10.4%		
Nettoskuld		460		Net Debt/EBITDA	15.0g	2.4g	(0.7)g	(1.2)g		
EV		2,226							<div>magnus.skog@penser.se</div>	
Free Float		61.20%								
Avg. No. of Daily Traded Sh.		117.0(k)								

Investment case

Vindkraft har blivit konkurrenskraftig ekonomiskt

Förnybar energi har de senaste åren gått från att enbart vara en bra investering för miljön, till att även bli en bra investering ekonomiskt. Idag är vindenergi ett av de billigaste produktionsalternativen för el och US Energy Information Administration räknar med att energislaget relativt andra energislag kommer vara ännu billigare år 2050. Förra året investerades USD 2600 mdkr i förnybar energi och framtiden ser mycket ljus ut för koldioxidfria energikällor.

Den gröna omställningen

Världen står inför en total energiomställning till ett koldioxidfritt samhälle. 2020 var historiskt då både USA, Kina och Europa nu alla har väldigt ambitiösa och omfattande klimatmål. För att minska utsläppen behövs koldioxidfria energikällor likt vindkraft. Vi bedömer att Arise kommer kunna kapitalisera på omställningen som bör pågå i många decennier framöver.

Stark pipeline närmaste åren

Arises projektpipeline fram till år 2023 består av 858 MW. Det innebär en väldigt hög potential om man ser till bolagets egna prognoser som räknar med att projekten ska inbringa 1–2 mkr i resultatbidrag per MW. Vår bedömning är att bolagets prognoser, som ofta landar i den övre delen av intervallet 1–2 mkr/MW, är något för optimistiska. Vi estimerar att bolagets stora exponering mot Norrland innebär något lägre lönsamhet. Elpriserna är låga i regionen och vi tror att de kommer förbli relativt låga de närmaste 10 åren. Men pipelinen är ändå omfattande och kan leda till mycket goda år framöver för Arise.

Tydligt värderingsgap mot utländska kollegor

ESG-trenden de senaste åren har gjort att intresset för förnybar energi har ökat lavinartat. Värderingarna för utländska bolag inom förnybar energi har därför sprungit iväg, medan de svenska har halkat efter. Arises värdering är runt hälften avseende EV/EBIT de närmaste åren jämfört med ett snitt av utländska liknande bolag (bland annat Neoen, Voltalia, Enlight Energy). Idag är det huvudsakligen utländska aktörer som köper vindkraftparker. Om det kapitalet även letar sig in till aktierna i bolagen som bygger vindkraftparker, tror vi att en betydande uppvärdering kan ske.

Värdering

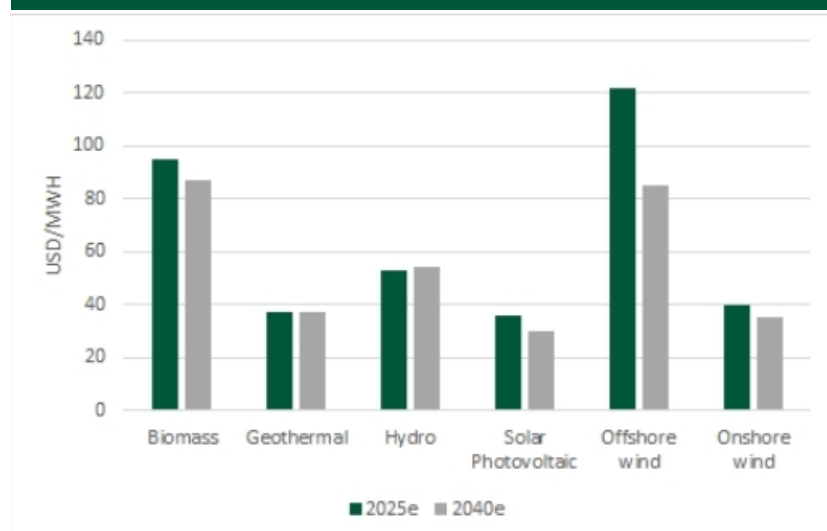
Vi har genom en DCF-modell med 8 % i WACC kommit fram till ett motiverat värde om 44–46 kr per aktie för Arise. Vi ser risken som medelhög och tror att potentiella triggers i närtid huvudsakligen kommer att vara försäljning av vindkraftparker.

Ny strategi

Under kvartalet presenterade Arise en ny omfattande tillväxtplan. Strategin fokuserar på tillväxt i nya geografier såsom Polen och Storbritannien, samt tillväxt inom solenergi. Vi ser positivt på satsningen.

Solkraftsparker är betydligt enklare att bygga än vindkraftsparker då framförallt tillståndsprocessen är lättare. Vidare är solkraft väldigt konkurrenskraftigt ekonomiskt. Solkraft beräknas av USEIA vara det billigaste energislaget år 2050.

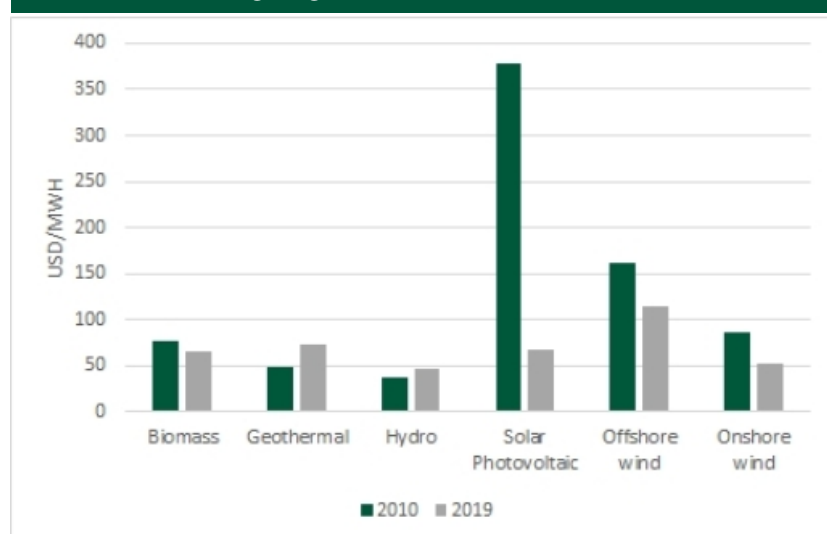
Kostnad olika energislag prognos 2025 och 2040



Källa: U.S. energy information administration, annual 2020 outlook

Redan idag är solkraften mycket konkurrenskraftig och som framgår av diagrammet nedan har stor utveckling skett på kostnadssidan de senaste 10 åren.

Kostnad olika energislag 2010 och 2019



Källa: U.S. energy information administration, annual 2020 outlook

Vidare innebär Arises nya strategi att de kan sälja av sina vindkraftsparker i södra Sverige. Arise kommunicerar att de kan ingå i plattformar för grön energi som exempelvis kan innebära att Arise säljer av en del av sina nuvarande parker och stannar kvar som minoritetsägare.

Södra Sverige är ett attraktivt prisområde för elkraft och vi räknar med att Arise skulle kunna få bra betalt om en försäljning realiserar. I våra estimat räknar vi dock med att Arise behåller sina egenägda vindkraftsparker i nuläget. Värt att nämna är också att kassaflödena från vindkraftparkerna i våra beräkningar motsvarar ungefär det bokförda värdet för vindkraftparkerna, vilket uppgår till drygt 1,2 mdkr. Detta ger ett stabilt stöd för bolagsvärderingen vars EV idag är drygt 2 mdkr.

Ny rapportering

Arise introducerade en ny rapportering under kvartalet. Tidigare redovisades "management" och "utveckling" tillsammans men kommer framöver att separeras. Det innebär att vi för första gången såg intäkter från MW under management som nu redovisas under området "solutions". De drygt 1000 MW som Arise förvaltar gav ca 6 mkr intäkter under kvartalet, vilket tillsammans med intäkter från såld el ger Arise en stabil intäktsbas framåt.

MW under förvaltning har minskat något det senaste året, men vi räknar med att tillväxt inom detta segment kommer att öka med ca 100 MW per år framöver, motsvarande ca 600 tkr.

Utsikter framåt

Utöver den minskade lönsamheten från Salsjöhöjden och Ranasjöhöjden rapporterade Arise även att projektet Skaftåsen, som är under byggnation, kan bli något försenat. Det handlar om problem vid leverans av en vindturbin. Vi räknar med att projektet blir ett kvartal försenat vilket vi estimerar kommer påverka lönsamheten negativt med ca 20 mkr. Förseningar i vindkraftsprojekt innebär generellt minskad lönsamhet då dyr utrustning kostar att hyra under tiden för byggnation.

Estimatförändringar

Per våra estimat kommer Ranasjöhöjden vinstavräknas in i 2023 och våra nya estimat fram till och med dess syns nedan. För 2021 gör vi relativt kraftiga sänkningar av estimaten, mycket beroende på Salsjöhöjden som vi nu prognosticerar endast kommer generera 10 mkr i resultatbidrag, jämfört med tidigare 84 mkr. Våra estimat efter 2023 lämnas intakta. Även efter sänkningen i våra nya estimat räknar vi med att 2021 och 2022 blir bra år resultatmässigt.

Gamla estimat	2021e	2022e	2023e
Revenue	425	656	495
EBITDA	237	385	278
Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Revenue	340	641	461
EBITDA	136	366	246
Difference	2021e	2022e	2023e
Revenue	-20%	-2%	-7%
EBITDA	-43%	-5%	-12%

Sammantaget sänker det lägre estimerade försäljningsvärdet våra utsikter i närtid, medan den nya tillväxtstrategin har gett oss en mer optimistisk syn på Arise långsiktigt.

Resultaträkning & kassaflöde

Resultaträkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	254	487	594	257	343	454	133	340	641	461
Övriga intäkter	34	21	1	5	0	1	0	0	0	1
Aktiverat arbete	13	10	8	3	3	4		4	4	1
Övriga kostnader	-103	-301	-464	-141	-155	-241	-100	-209	-275	-213
Rörelseresultat (EBITDA)	198	217	139	124	191	218	33	136	370	250
Avskrivningar	-106	-250	-105	-230	-72	-76	-70	-71	-69	-67
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	92	-33	34	-106	118	142	-37	65	302	183
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Associate income	-1	-25	0	7	0	-273	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	91	-58	34	-99	118	-131	-37	65	302	183
Finansiella intäkter	1	1	-1	5	1	0	0	1	1	0
Finansiella kostnader	-117	-107	-86	-85	-91	-102	-71	-7	-7	-7
Resultat före skatt	-25	-164	-53	-179	28	-233	-108	59	296	176
Skatter	-1	8	11	-1	-7	-2		-13	-63	-38
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	-26	-156	-42	-180	21	-235	-108	46	233	139
Nettoresultat (just)	-26	-156	-42	-180	21	-235	-108	46	233	139

Kassaflödesanalys

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
EBITDA	198	217	139	124	191	218	33	136	370	250
Change in Working Capital	-23	-48	43	-23	-70	129	38	0	0	0
Other Operating Cash Items	-12	1	17	12	0	6	0	0	0	0
Taxes Paid	-1	0	0	0	0	-10	0	-13	-63	-38
Kassaflöde från den operationella verksamheten	162	170	199	113	121	343	71	123	307	212
Investeringar	-118	-28	-43	-60	-33	-66	-34	30	35	35
Fritt Kassaflöde	44	142	156	53	88	277	37	153	342	247
Dividends	0	0	0	0	0	0	0	0	0	200
Net Financial Items	-38	-85	-89	-81	-95	-75	-79	-6	-6	-7
Acquisitions	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Disposals	0	145	0	0	0	193	0	0	0	0
Equity Issue/Share Buy-back	0	0	0	0	0	2	0	0	238	0
Other Adjustments	-39	-155	17	-113	-77	-89	-226	0	0	0
Total Cash Flow	5	132	173	-60	11	383	-268	153	580	47
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	1 449	1 248	992	973	949	570	467	575	-5	-320

Balansräkning

Balansräkning	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2701	2345	2082	1878	1812	1322	1276	1208	1139	1019
Summa anläggningstillgångar	2701	2345	2082	1878	1812	1322	1276	1208	1139	1019
Varulager	0	0	0	4	8	8	1	0	0	0
Kundfordringar	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
Övriga omsättningstillgångar	109	219	91	97	187	100	53	104	104	104
Likvida medel	157	203	287	146	61	365	86	239	819	866
Summa omsättningstillgångar	266	422	378	247	256	473	142	343	923	970
SUMMA TILLGÅNGAR	2967	2767	2460	2125	2068	1795	1418	1551	2062	1989
Eget Kapital och skulder										
Eget Kapital	1178	1090	1020	843	824	698	703	976	1556	1604
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	1178	1090	1020	843	824	698	703	976	1556	1604
Långfristiga finansiella skulder	1581	1499	1413	1079	922	932	609	738	500	509
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	46	46	46	46	46	0
Summa Långfristiga skulder	1581	1499	1413	1079	968	978	656	667	546	509
Kortfristiga finansiella skulder	208	0	0	50	180	3	18	0	0	0
Leverantörsskulder	0	0	0	0	0	0	15	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	0	179	28	153	96	116	26	93	150	151
Summa kortfristiga skulder	208	179	28	203	276	119	59	93	150	151
Summa Eget Kapital och skulder	2967	2767	2460	2125	2068	1795	1418	1736	2252	2264

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

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån 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%.

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. 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 be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment 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