This report was completed and disseminated 21 May 2021: 7:51 CEST

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 21 May 2021

Eolus Vind

Covid-19 påverkar

Svagare kvartal än väntat

Eolus omsättning och EBIT för kvartalet blev 241 mkr respektive −29,4 mkr, vilket var betydligt sämre än vår förväntan. Orsaken till det sämre resultatet är försening av båda projekten under byggnation (Wind Wall i USA och Öyfjellet i Norge). Som vi tidigare har framhållit påverkar förseningar i byggnation Eolus resultat signifikant. Dagen efter rapporten släpptes meddelade Eolus dock att Wind Wall nu är färdigt.

Covid-19 påverkar fortfarande

Förseningarna kan hänföras till covid-19, och vi räknar således med att de är övergående, men riskerar att påverka Eolus under resten av 2021. En del ej påbörjade projekt har även flyttats fram i tiden, vilket dock inte påverkar lönsamheten då de ännu inte är under byggnation. Vi sänker prognosen för 2021 men bedömer långsiktigt att Eolus kommer att kapitalisera på den accelererande omställningen till förnybar energi.

Sänker motiverat värde marginellt

Den lägre lönsamheten 2021 gör att vi sänker vår värdering från 200–210 kr per aktie till 190–200 kr. Att minskningen av vårt motiverade värde endast är marginell reflekterar att vår långsiktiga syn på Eolus inte har förändrats.

Estimatändring (SEK)

	Nu	Förr	
EPS, just 21e	7.95	10.1	-21.3%
EPS, just 22e	6.99	13.14	-46.8%
EPS, just 23e	13.68	12.02	13.8%

Kommande händelser

2021-08-31 Delårsrapport

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	24.9m
Market cap	5,005
Nettoskuld	(238)
EV	4,767
Free Float	100.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	90.0(k)
Reuters/Bloomberg	EOLUb.ST/EOLUB:SS

Prognos (SEK)

	20	21e	22e	23e
Sales,m	2,219	3,678	2,084	3,599
Sales Growth	53.4%	62.8%	(43.5)%	72.7%
EBITDA, m	265	254	229	443
EBIT, m	226.6	253.5	227.1	440.6
EPS, adj	6.23	7.95	6.99	13.68
EPS Growth	16.6%	27.6%	(12.0)%	95.7%
Equity/Share	41.6	42.2	43.0	43.8
Dividend	1.50	2.01	5.00	7.67
EBIT Marginal	10.2%	6.9%	10.9%	12.2%
ROE (%)	15.0%	18.8%	16.3%	31.2%
ROCE	17.9%	22.0%	19.7%	11.4%
EV/Sales	2.15x	1.30x	2.29x	1.32x
EV/EBITDA	18.0x	18.8x	20.8x	10.8x
EV/EBIT	21.0x	18.8x	21.0x	10.8x
P/E, adj	32.3x	25.3x	28.8x	14.7x
P/Equity	4.8x	4.8x	4.7x	4.6x
Dividend yield	1.5%	1.0%	2.4%	3.7%
FCF yield	14.6%	4.8%	3.4%	6.6%
Net Debt/EBITDA	(3.2)g	(4.1)g	(2.4)g	(1.6)g

Risk och Avkastning

Motiverat värde	190.00 - 200.00
Current price	201.00
Risknivå	Medium

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

magnus.skog@penser.se

Investment case

Grön energi har blivit billig

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 både sol- och vindenergi två av de billigaste produktionsalternativen för el och år 2050 räknar US Energy Information Administration med att de två energislagen är de allra billigaste. Förra året investerades 2,6 biljoner USD i förnybar energi och framtiden ser mycket ljus ut för koldioxidfria energikällor.

Bra aktieexponering mot förnybar energi

ESG-trenden de senaste åren har gjort att intresset för förnybar energi har ökat lavinartat. Flera bolag inom sektorn lider dock av lönsamhetsproblem, exempelvis prispressade solcellstillverkare eller förhoppningsbolag inom ej etablerade energikällor. Eolus har däremot varit lönsamt alla år utom ett sedan starten 1990 och företaget är diversifierat inom såväl geografi som energislag. Vi ser även positivt på Eolus expansion i USA. Joe Biden ska lansera sin ”The green new deal” med satsningar för 2 biljoner USD inom gröna investeringar. Eolus har redan börjat kapitalisera på det och vi bedömer att ca 20 % av värdet i Eolus projekt-pipeline finns i USA.

Värdering

Vi har genom en DCF-modell kommit fram till ett motiverat värde om 190–200 kr per aktie för Eolus. Vi ser risken som medelhög och tror att potentiella triggers i närtid kan bestå av adderandet av nya vindkraftparker. Jämförbara företag i utlandet värderas högre och skulle det utländska kapitalet söka sig till svenska aktier inom förnybar energi, tror vi att en uppvärdering för Eolus kommer att ske.

Färdigställande av pågående projekt

Eolus har två projekt under utveckling, Öyfjellet i Norge samt Wind Wall i USA. Wind Wall drabbades av förseningar i höstas och skulle egentligen vara klart 2020. Projektet har försenats i omgångar på grund av covid-19 och blev klart så sent som 18 maj 2021.

Öyfjellet har även det drabbats av förseningar relaterade till covid. Eolus behöver använda en del personal från Sverige till projektet som är baserat i Norge. Norge har väldigt hårda karantänregler vilket innebär att personal måste sitta i karantän innan de får börja arbeta. Det driver givetvis kostnader och försvårar att bygga projektet så snabbt som önskas.

Eventuella förseningar i projekt under byggnation är av stor betydelse för Eolus. Eolus står för den finansiella risken i projekten och marginalen påverkas relativt mycket vid förseningar. Det behövs dyr utrustning för uppförande av vindkraftverk likt stora byggkranar och att hyra dem kostar mycket pengar.

Även i den mer långsiktiga projektportföljen har en del projekt skjutits fram. I den långsiktiga projektportföljen har byggnationen inte påbörjats och lönsamheten påverkas därför inte av förseningar. Eolus estimatförändringar för den långsiktiga projektportföljen illustreras nedan.

Estimat för planerad driftsättning per 2020-12-31

Projekt i sen utvecklingsfas eller försäljningsfas		Effekt, MW	Planerad driftsättning
Stockåsbodarna	Sverige	39	2023
Stor-Vrången	Sverige	64	2023
Ölme	Sverige	64	2024
Fågelås	Sverige	34	2023
Pörtom	Finland	44	2023
Centennial Flats (sol + lagring)	USA	500+250	2023
Vaberget	Sverige	49	2024
Peineva/Dobele	Lettland	172	2024
Siggebohyttan	Sverige	20	2025

Estimat för planerad driftsättning per 2021-05-17

Projekt i sen utvecklingsfas eller försäljningsfas		Effekt, MW	Planerad driftsättning
Stockåsbodarna	Sverige	50	2024
Stor-Vrången	Sverige	49	2023
Ölme	Sverige	81	2025
Fågelås	Sverige	43	2024
Pörtom	Finland	59	2024
Centennial Flats (sol + lagring)	USA	500+250	2023
Vaberget	Sverige	50	2024
Peineva/Dobele	Lettland	172	2024
Siggebohyttan	Sverige	20	2025

Skillnad prognos från Q4'20 till Q1'21

Projekt i sen utvecklingsfas eller försäljningsfas		Effekt, MW	Förändring år
Stockåsbodarna	Sverige	11	1
Stor-Vrången	Sverige	-15	0
Ölme	Sverige	17	1
Fågelås	Sverige	9	1
Pörtom	Finland	15	1
Centennial Flats (sol + lagring)	USA	0	0
Vaberget	Sverige	1	0
Peineva/Dobele	Lettland	0	0
Siggebohyttan	Sverige	0	0

Som vi förstår det beror även den långsiktiga förskjutningen till stor på pandemin. Beslut om tillstånd har fördröjts och myndigheter har behandlat frågor inom nätanslutning med fördröjning och prioriterat andra områden. Förändringarna leder till relativt stora estimatförändringar enligt nedan. Omsättningen år 2022 bedömer vi kommer att minska betydligt, men våra estimat förskjuts endast till 2023 och framåt.

Estimatförändringar

Old estimates	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	3678	3472	3506	3472	3603
EBITDA	405	425	429	424	442

New estimates	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	3678	2084	3599	4072	3997
EBITDA	254	229	443	509	497

Difference	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Revenue	0%	-40%	3%	17%	11%
EBITDA	-37%	-46%	3%	20%	13%

Som tidigare nämnt bedömer vi inte att lönsamheten från 2022 och framåt kommer påverkas av förskjutningarna, eftersom projekten ej har börjat byggas ännu. Däremot estimerar vi att EBITDA för 2021 kommer vara 37 % lägre än våra tidigare estimat och det är intäkter som går förlorade. Det resulterar i ett sänkt motiverat värde från 200–210 kr per aktie till 190–200 kr. Sänkningen av motiverat värde är relativt modest vilket reflekterar att vår långsiktiga syn på bolaget inte har förändrats.

Som ses av tabellen nedan är Eolus långsiktiga projektportfölj inom enbart vind över 4000 MW. Det kan jämföras med projektet Öyfjellet som beräknas inbringa 4 mdkr och består av 400 MW. Även om långt ifrån alla projekt i "tidig fas" kommer att etableras bedömer vi att Eolus verksamhet kommer att fortsätta utvecklas väl under mycket lång tid framöver.

Eolus projektportfölj

Land	Tidig projektutveckling	Försäljningsfas	Projekt under etablering	Totalt vind	Sol	Lagring	Total förnybart
Sverige	3084	355	77	3516	0	0	3516
Norge	450	0	400	850	0	0	850
Finland	21	59	0	80	0	0	80
Lettland	399	172	0	571	0	0	571
Estland	176	0	0	176	0	0	176
USA	360	0	0	407	1420	788	2615
Totalt	**4490**	**586**	**477**	**5600**	**1420**	**788**	**7808**

Resultaträkning & kassaflöde

Resultaträkning

	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	466	1 502	693	1 066	1 366	2 032	2 219	3 678	2 084	3 599
Övriga intäkter	21	21	2	17	23	59	50	0	0	1
Kostnad sålda varor	-330	-1 239	-608	-923	-1 077	-1 793	-1 966	-3 305	-1 747	-3 043
Bruttovinst	157	285	88	160	311	297	303	374	336	558
Övriga externa kostander	-49	-63	-44	-54	-52	-58	-46	-62	-70	-75
Personalkostnader	-23	-23	-28	-31	-33	-39	-56	-45	-38	-39
Övriga rörelsekostnader	-11	-14	-4	-9	-5	-77	-34	0	0	1
Rörelseresultat (EBITDA)	73	185	12	66	222	123	167	267	229	445
Avskrivningar	-32	-94	-27	-23	-15	-5	-4	-4	-3	-2
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	163	263	226	443
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	163	263	226	443
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-28	-15	-13	-6	-4	-2	-63	5	-4	-4
Resultat före skatt	13	75	-28	37	204	116	100	268	222	439
Skatter	-3	5	5	-10	-5	17	-11	-57	-49	-96
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0		0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	10	80	-23	27	199	133	89	211	174	344
Nettoresultat (just)	**10**	**80**	**-23**	**27**	**199**	**133**	**89**	**211**	**174**	**344**

Kassaflödesanalys

	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	10	80	-23	27	199	133	89	211	174	344
Icke kassaflödespåverkande poster	74	356	54	65	48	-16	417	-295	661	0
Förändringar i rörelsekapital	-572	279	103	-1	-6	450	-200	502	-650	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-488**	**715**	**134**	**91**	**241**	**567**	**306**	**256**	**184**	**347**
Fritt Kassaflöde	**-490**	**714**	**124**	**85**	**240**	**466**	**645**	**246**	**174**	**337**
Utdelningar	-37	-286	-37	-37	-37	-37	-37	-50	-185	-184
Nyemission/återköp	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Förvärv	21	-5	29	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	229	-268	-136	-68	334	-65	48	0	0	0
Kassaflöde	**-276**	**155**	**-20**	**-20**	**537**	**363**	**656**	**196**	**-11**	**153**
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	**421**	**-53**	**-140**	**-124**	**-371**	**-800**	**-846**	**-1 042**	**-545**	**-698**

Balansräkning

Balansräkning

	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR										
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	96	54	25	16	0	0
Materiella anläggningstillgångar	426	352	292	139	81	57	30	18	18	18
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	28	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	**426**	**352**	**292**	**139**	**177**	**111**	**83**	**34**	**18**	**18**
Varulager	1063	380	462	345	575	472	429	317	709	900
Kundfordringar	14	18	29	26	53	25	16	12	12	0
Övriga omsättningstillgångar	340	268	265	181	350	346	590	200	458	0
Likvida medel	86	242	222	202	740	1103	690	1004	670	833
Summa omsättningstillgångar	**1503**	**908**	**978**	**753**	**1718**	**1947**	**1725**	**1533**	**1850**	**1733**
SUMMA TILLGÅNGAR	**1930**	**1259**	**1270**	**892**	**1895**	**2058**	**1808**	**1567**	**1868**	**1751**
Eget Kapital och skulder										
Eget Kapital	937	731	671	658	814	888	1037	1050	1070	1090
Minoritetsintressen	0	0	0	2	2	2	-1	0	0	0
Summa Eget Kapital	**937**	**731**	**671**	**660**	**816**	**890**	**1036**	**1050**	**1070**	**1090**
Långfristiga finansiella skulder	204	155	86	13	156	152	135	25	25	0
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	6	21	54	54	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	86	86	1	72	4	4	0
Summa Långfristiga skulder	**204**	**155**	**86**	**99**	**242**	**160**	**228**	**83**	**83**	**0**
Kortfristiga finansiella skulder	304	40	60	21	165	151	251	207	100	100
Leverantörsskulder	177	76	311	28	279	229	169	80	83	83
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	7	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	308	257	141	93	393	628	117	147	532	478
Summa kortfristiga skulder	**790**	**373**	**512**	**142**	**837**	**1008**	**544**	**434**	**715**	**661**
Summa Eget Kapital och skulder	**1930**	**1259**	**1270**	**901**	**1895**	**2058**	**1808**	**1567**	**1868**	**1751**

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 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

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