



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 27 May 2021

Arise

Arise – säljer projekt

Säljer två projekt


Arise säljer projekten Ranasjöhöjden och Salsjöhöjden vilka sammanlagt uppgår till 242 MW. Köpeskillingen beräknas uppgå till EUR 20,1 m. Projekten har blivit uppskjutna tidigare och erhållit sänkta intäktestimat från Arise. Att projekten nu säljs ser vi därför som positivt. Att intäkterna skulle vara lägre än prognoserna från Arise för ett år sedan var redan publik information.

Estimatförändringar

Vi justerade ned våra intäktestimat för projekten efter att Arise gav lägre prognoser för några veckor sedan. De nu kommunicerade intäkterna för projekten blev ca 20 % högre än de estimat vi justerade ner till i maj. Vi höjer därför nu våra estimerade intäkter för åren 2021–2024 med sammanlagt drygt 50 mkr.

Värdering intakt

Förändringarna ligger inom marginalen för vårt motiverade värde på 44–46 kr, som vi behåller. Försäljningen är inte oväntad då Arise för några veckor sedan gav en prognos om att projekten skulle säljas i Q2. Att projekten nu de facto sålts bedömer vi som positivt. Slutligen har elpriset varit högt hittills under Q2 pga torrt och kallt väder, vilket bör ha en positiv resultateffekt på några mkr för Arise under innevarande kvartal.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
		Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	44.00 - 46.00
EPS, just 21e	0.86	1.24	-30.4%	Sales,m	133	316	642	423	Current price	SEK49.00
EPS, just 22e	6.04	5.94	1.6%	Sales Growth	(70.8)%	138.4%	103.1%	(34.1)%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0	0	NaN%	EBITDA, m	33	117	371	225	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
				EBIT, m	(37.0)	46.3	302.2	158.3		
				EPS, adj	(2.43)	0.86	6.04	0.00		
				EPS Growth	34.7%	(35.6)%	698.2%	0.0%		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div>				Equity/Share	20.3	28.2	45.0	45.8	<div>Analytiker</div> <p>magnus.skog@penser.se</p>	
				Dividend	0.00	0.00	0.00	200.00		
				EBIT Marginal	(27.9)%	14.6%	47.0%	37.4%		
				ROE (%)	(13.3)%	3.4%	14.9%	1.6%		
				ROCE	(2.7)%	3.2%	15.9%	8.8%		
				EV/Sales	16.25x	6.82x	3.36x	5.10x		
				EV/EBITDA	65.4x	18.4x	5.8x	9.6x		
				EV/EBIT	(58.3)x	46.6x	7.1x	13.6x		
				P/E, adj	(20.2)x	56.7x	8.1x	--x		
				P/Equity	2.4x	1.7x	1.1x	1.1x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%		
				FCF yield	(2.1)%	4.1%	16.8%	9.3%		
				Net Debt/EBITDA	14.2g	5.0g	0.0g	(1.3)g		
Antal aktier			34.6m							
Market cap			1,697							
Nettoskuld			460							
EV			2,157							
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 mdr 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.

## Nya estimat

Sammantaget höjer vi vår prognos för intäkter med 50 mkr efter försäljningarna. Den stora skillnaden är att vi nu prognosticerar större intäkter för år 2024 än tidigare. I Arises projekt realiserar en stor del av intäkterna när projekten överlämnas och vi räknade tidigare med att Ranasjöhöjden skulle slutföras år 2023.

### Estimatförändringar

<b>Gamla estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Revenue	340	641	461	262
EBITDA	136	370	250	121

<b>Nya estimat</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Revenue	324	642	423	369
EBITDA	125	371	225	191

<b>Difference</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Revenue	-5%	0%	-8%	41%
EBITDA	-8%	0%	-10%	58%

## Resultaträkning & kassaflöde

Resultaträkning										
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	254	487	594	257	343	454	133	316	642	423
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	-203	-275	-200
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>198</b>	<b>217</b>	<b>139</b>	<b>124</b>	<b>191</b>	<b>218</b>	<b>33</b>	<b>117</b>	<b>371</b>	<b>225</b>
Avskrivningar	-106	-250	-105	-230	-72	-76	-70	-71	-69	-67
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>92</b>	<b>-33</b>	<b>34</b>	<b>-106</b>	<b>118</b>	<b>142</b>	<b>-37</b>	<b>46</b>	<b>302</b>	<b>158</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Associate income	-1	-25	0	7	0	-273	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>91</b>	<b>-58</b>	<b>34</b>	<b>-99</b>	<b>118</b>	<b>-131</b>	<b>-37</b>	<b>46</b>	<b>302</b>	<b>158</b>
Finansiella intäkter	1	1	-1	5	1	0	0	1	1	0
Finansiella kostnader	-117	-107	-86	-85	-91	-102	-71	-7	-7	-7
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-25</b>	<b>-164</b>	<b>-53</b>	<b>-179</b>	<b>28</b>	<b>-233</b>	<b>-108</b>	<b>41</b>	<b>296</b>	<b>151</b>
Skatter	-1	8	11	-1	-7	-2		-9	-63	-32
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-26</b>	<b>-156</b>	<b>-42</b>	<b>-180</b>	<b>21</b>	<b>-235</b>	<b>-108</b>	<b>31</b>	<b>233</b>	<b>119</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-26</b>	<b>-156</b>	<b>-42</b>	<b>-180</b>	<b>21</b>	<b>-235</b>	<b>-108</b>	<b>31</b>	<b>233</b>	<b>119</b>

Kassaflödesanalys										
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	198	217	139	124	191	218	33	117	371	225
Change in Working Capital	-23	-48	43	-23	-70	129	38	-30	-20	0
Other Operating Cash Items	-12	1	17	12	0	6	0	0	0	0
Taxes Paid	-1	0	0	0	0	-10	0	-9	-63	-32
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>162</b>	<b>170</b>	<b>199</b>	<b>113</b>	<b>121</b>	<b>343</b>	<b>71</b>	<b>78</b>	<b>288</b>	<b>193</b>
Investeringar	-118	-28	-43	-60	-33	-66	-34	30	35	35
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>44</b>	<b>142</b>	<b>156</b>	<b>53</b>	<b>88</b>	<b>277</b>	<b>37</b>	<b>108</b>	<b>323</b>	<b>228</b>
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
<b>Total Cash Flow</b>	<b>5</b>	<b>132</b>	<b>173</b>	<b>-60</b>	<b>11</b>	<b>383</b>	<b>-268</b>	<b>108</b>	<b>561</b>	<b>28</b>
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (just)</b>	<b>1 449</b>	<b>1 248</b>	<b>992</b>	<b>973</b>	<b>949</b>	<b>570</b>	<b>467</b>	<b>620</b>	<b>59</b>	<b>-236</b>

## Balansräkning

### Balansräkning

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>										
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
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>2701</b>	<b>2345</b>	<b>2082</b>	<b>1878</b>	<b>1812</b>	<b>1322</b>	<b>1276</b>	<b>1208</b>	<b>1139</b>	<b>1019</b>
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	224	805	832
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>266</b>	<b>422</b>	<b>378</b>	<b>247</b>	<b>256</b>	<b>473</b>	<b>142</b>	<b>328</b>	<b>909</b>	<b>936</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>2967</b>	<b>2767</b>	<b>2460</b>	<b>2125</b>	<b>2068</b>	<b>1795</b>	<b>1418</b>	<b>1536</b>	<b>2048</b>	<b>1955</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>										
Eget Kapital	1178	1090	1020	843	824	698	703	976	1557	1585
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>1178</b>	<b>1090</b>	<b>1020</b>	<b>843</b>	<b>824</b>	<b>698</b>	<b>703</b>	<b>976</b>	<b>1557</b>	<b>1585</b>
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
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>1581</b>	<b>1499</b>	<b>1413</b>	<b>1079</b>	<b>968</b>	<b>978</b>	<b>656</b>	<b>667</b>	<b>546</b>	<b>509</b>
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
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>208</b>	<b>179</b>	<b>28</b>	<b>203</b>	<b>276</b>	<b>119</b>	<b>59</b>	<b>93</b>	<b>150</b>	<b>151</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>2967</b>	<b>2767</b>	<b>2460</b>	<b>2125</b>	<b>2068</b>	<b>1795</b>	<b>1418</b>	<b>1736</b>	<b>2253</b>	<b>2245</b>

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](http://www.penser.se)