This report was completed and disseminated 29 June 2021: 8:06 CEST

ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 29 June 2021

Eolus Vind

Eolus förvärvar ännu ett projekt

Förvärv av projekt

Eolus har förvärvat ett fullt tillståndsgivet projekt beläget utanför Sundsvall. Projektet är omfattande och uppgår till 260 MW, varav Eolus äger 51 %. Eolus genomför förvärvet tillsammans med Hydro Rein. Hydro har även tecknat ett 12-årigt PPA (elförsäljningsavtal), vilket minskar risken och bör kunna hålla uppe försäljningspriset, trots projektets geografiska belägenhet.

Försäljningsklart projekt

Normalt är projekten Eolus säljer ett resultat av 10 års vindmätningar, tillståndsansökningar o. dyl. Eftersom projektet är försäljningsklart räknar vi med att lönsamheten är lägre än för övriga projektportföljen. Konkurrenten OX2 hävdar att deras ROI är ca 2 för försäljningsklara projekt. Vi estimerar att projektet bidrar med ca 1,2 mdkr i omsättning 2021–2023 samt ca 50 mkr i EBIT.

Höjer motiverat värde

Projektet är beläget i Norrland vilket brukar innebära sämre lönsamhet. Det är dock ett grannprojekt till Eolus tidigare projekt Jenåsen, vilket innebär att Eolus är väl medvetna om områdets förutsättningar och de bästa tillvägagångssätten för byggnationen. Det i kombination med PPA-avtalet bör generera en stabil lönsamhet för projektet. Vi höjer motiverat värde till 200–210 kr (190–200) och förblir positiva till Eolus.

Estimatändring (SEK)

	Nu	Förr	
EPS, just 21e	5.17	6.68	-22.6%
EPS, just 22e	8.73	8.17	6.8%
EPS, just 23e	17.33	14.93	16.1%

Kommande händelser

2021-08-31 Delårsrapport

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	24.9m
Market cap	4,905
Nettoskuld	(238)
EV	4,667
Free Float	100.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	90.0(k)
Reuters/Bloomberg	EOLUb.ST/EOLUB:SS

Prognos (SEK)

	20e	21e	22e	23e
Sales,m	2,219	3,953	3,184	4,424
Sales Growth	53.4%	74.9%	(19.7)%	39.0%
EBITDA, m	265	165	285	559
EBIT, m	226.6	160.7	282.6	557.2
EPS, adj	6.23	5.17	8.73	17.33
EPS Growth	16.6%	(17.0)%	68.7%	98.6%
Equity/Share	41.6	43.1	47.2	48.0
Dividend	1.50	2.01	5.00	7.67
EBIT Marginal	10.2%	4.1%	8.9%	12.6%
ROE (%)	15.0%	12.0%	18.5%	36.1%
ROCE	17.9%	13.9%	22.5%	13.6%
EV/Sales	2.10x	1.18x	1.47x	1.05x
EV/EBITDA	17.6x	28.3x	16.4x	8.3x
EV/EBIT	20.6x	29.0x	16.5x	8.4x
P/E, adj	31.6x	38.1x	22.6x	11.4x
P/Equity	4.7x	4.6x	4.2x	4.1x
Dividend yield	1.5%	1.0%	2.5%	3.9%
FCF yield	15.2%	5.4%	4.4%	8.7%
Net Debt/EBITDA	(1.1)g	(3.1)g	(1.9)g	(1.4)g

Risk och Avkastning

Motiverat värde	200.00 - 210.00
Current price	197.00
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 200-210 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.

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	2 467	3 953	3 184	4 424
Övriga intäkter	21	21	2	17	23	59	122	11	0	1
Kostnad sålda varor	-330	-1 239	-608	-923	-1 077	-1 793	-2 147	-3 668	-2 792	-3 751
Bruttovinst	157	285	88	160	311	297	442	296	392	674
Övriga externa kostander	-49	-63	-44	-54	-52	-58	-83	-62	-70	-75
Personalkostnader	-23	-23	-28	-31	-33	-39	-56	-45	-38	-39
Övriga rörelsekostnader	-11	-14	-4	-9	-5	-77	-15	-24	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	73	185	12	66	222	123	288	165	285	560
Avskrivningar	-32	-94	-27	-23	-15	-5	-8	-4	-3	-2
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	280	161	282	558
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	280	161	282	558
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	4	0	0	0
Finansiella kostnader	-28	-15	-13	-6	-4	-2	-101	5	-4	-4
Resultat före skatt	13	75	-28	37	204	116	183	166	278	554
Skatter	-3	5	5	-10	-5	17	16	-37	-61	-122
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0		0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	10	80	-23	27	199	133	198	129	217	433
Nettoresultat (just)	**10**	**80**	**-23**	**27**	**199**	**133**	**198**	**129**	**217**	**433**

Kassaflödesanalys

	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020	2021E	2022E	2023E
Rörelseresultat	10	80	-23	27	199	133	280	161	282	558
Icke kassaflödespåverkande poster	74	356	54	65	48	-16	-74	70	-50	0
Förändringar i rörelsekapital	-572	279	103	-1	-6	450	-689	403	-638	371
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**-488**	**715**	**134**	**91**	**241**	**567**	**-483**	**276**	**227**	**437**
Investeringar	-2	-1	-10	-6	-1	-101	4	-10	-10	-10
Fritt Kassaflöde	**-490**	**714**	**124**	**85**	**240**	**466**	**-479**	**266**	**217**	**427**
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	110	0	0	0
Kassaflöde	**-276**	**155**	**-20**	**-20**	**537**	**363**	**-406**	**216**	**32**	**243**
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	**421**	**-53**	**-140**	**-124**	**-371**	**-800**	**-304**	**-520**	**-545**	**-789**

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	15	15
Materiella anläggningstillgångar	426	352	292	139	81	57	30	78	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**	**94**	**33**	**33**
Varulager	1063	380	462	345	575	472	429	420	800	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	864	670	923
Summa omsättningstillgångar	**1503**	**908**	**978**	**753**	**1718**	**1947**	**1725**	**1496**	**1941**	**1823**
SUMMA TILLGÅNGAR	**1930**	**1259**	**1270**	**892**	**1895**	**2058**	**1808**	**1590**	**1974**	**1856**
Eget Kapital och skulder										
Eget Kapital	937	731	671	658	814	888	1037	1073	1176	1195
Minoritetsintressen	0	0	0	2	2	2	-1	0	0	0
Summa Eget Kapital	**937**	**731**	**671**	**660**	**816**	**890**	**1036**	**1073**	**1176**	**1195**
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**	**1590**	**1974**	**1856**

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