



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 20 Juli 2022

Arise

Arise imponerar med försäljning av Kølvallen

Stark Q2 och försäljning av Kølvallen lyser

Arises nettoomsättning uppgick till 53 (36) mkr och EBIT till 10 (-6) mkr; en tydlig förbättring jämfört med Q2'21. Det är framför allt Production som fortsätter att uppvisa bra tillväxt och lönsamhet, trots svaga vindar och en ofördelaktig prisbild. Även om försäljningen av Kølvallen inte ingår i Q2 är det en bekräftelse på bolagets starka portfölj och den nya prisbild på projekt som börjar etableras.

Höjda prognoser

Vi höjer våra prognoser både på kort och lång sikt. Kølvallen ger ett överraskande starkt bidrag, samtidigt som långa elkontrakt motiverar högre elprisprognoser. Kølvallen är ett exceptionellt bra projekt och vi väljer att inte extrapolera priset till andra projekt. Vi har även justerat ner prognoser på andra projekt. Sammantaget innebär detta att vi höjer våra EBITDA prognoser med 5%, 28% och 132% för perioden -22e -24e.

Nytt motiverat värde på 74-76 kr

Vi höjer vårt motiverade värde till 74-76 kr/aktie. Nya antaganden höjer vårt DCF-värde till 75kr. Samtidigt är vi inne i en exceptionell period med extrema energipriser i Europa, vilka sannolikt inte är uthålliga. Dessutom är tillståndprocesserna för vindkraft i Sverige tyvärr ett hinder mot långsiktig utveckling. Vi extrapolerar därför inte dagens starka intjäning fullt ut för att ta höjd för dessa osäkerheter.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
Nu		Förr			21	22e	23e	24e	Motiverat värde	74.0 - 76.0
EPS, justerad 22e	9.1	8.9	2.0%	Omsättning, mkr	278	624	659	874	Aktiekurs	SEK50.0
EPS, justerad 23e	8.5	6.3	34.5%	Tillväxt	114%	124%	6%	33%	Riskenivå	Low
EPS, justerad 24e	12	4.5	170.3%	EBITDA, mkr	143	516	463	626	Kursutveckling 12 mån	
				EBIT, mkr	78	456	403	566		
Kommande händelser				EPS, justerad	1.6	9.1	8.5	12.0		
				EPS tillväxt	(165)%	476%	(7)%	42%		
Delårsrapport Q3 2022		2022-11-09		EK/aktie	15.1	25.2	32.7	43.5	Analytiker	
Delårsrapport Q4 2022		2023-02-16		Utdelning/aktie	0.0	1.0	1.3	1.4		
				EBIT-marginal	28.1%	73.0%	61.1%	64.8%	orjan.roden@penser.se	
Bolagsfakta (mkr)				ROE (%)	10.3%	45.3%	29.3%	31.6%		
				ROCE	7.4%	27.7%	17.5%	20.9%		
Antal aktier		45m		EV/Sales	9.1x	4.0x	3.8x	2.9x		
Börsvärde		2,234		EV/EBITDA	17.7x	4.9x	5.5x	4.0x		
Nettoskuld		290		EV/EBIT	32.3x	5.5x	6.3x	4.5x		
EV		2,524		P/E, justerad	31.6x	5.5x	5.9x	4.2x		
Free float		61%		P/EK	3.3x	2.0x	1.5x	1.2x		
Daglig handelsvolym, snitt		77(k)		Direktavkastning	0.0%	2.0%	2.5%	2.7%		
				FCF yield	(5.0)%	15.3%	(7.3)%	27.6%		
				Nettosk./EBITDA	3.0g	0.2g	0.6g	(0.4)g		

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 de flesta bedömare räknar med att energislaget relativt andra energislag kommer vara ännu billigare år 2050.

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 att kunna kapitalisera på omställningen som bör pågå i många decennier framöver.

Stark pipeline närmaste åren och ökad stabilitet från egen produktion

Arises projektpipeline i sen utvecklingsfas fram till år 2024 består av ca 350 MW. Givet att projekten inbringar intäkter i linje med historiken (1–2 mkr i resultatbidrag per MW), kommer bolaget att uppvisa en stark tillväxt och god lönsamhet. I kombination med den egna vindkraftproduktionen, som givet dagens elpriser ger ett stabilt starkt underliggande resultat, ser vi en betydligt bättre stabilitet och lönsamhet jämfört med historien. Internationell expansion kan ge ytterligare en intressant tillväxtpotential.

Större del av värdekedjan

Arise har förbättrat sin balansräkning under senare år och den trenden kommer sannolikt att fortsätta. Vi förväntar oss goda kassaflöden från realiseringen av projektportföljen och den egna produktionen. Vi bedömer att Arise kommer att utnyttja det ökade finansiella utrymmet till att ta en större del av värdekedjan. Istället för att som idag leverera projekt med beteckningen "RTB" (Ready-to-Build) kommer bolaget mer gå mot att leverera nyckelfärdiga projekt, och därmed stå för hela byggprojekteringen. Detta minskar risken för kunden, vilket bör leda till högre projektmarginaler.

Värdering

Vi har värderat aktien via en DCF-modell med 7,3 % i WACC vilket ger ett värde om på 75 kr per aktie. Vi är inne i en exceptionell period på energimarknaden med elpriser som sannolikt inte är uthålliga. Dessutom är tillståndprocesserna för vindkraft i Sverige tyvärr ett hinder mot långsiktig utveckling. Vi extrapolerar därför inte dagens starka intjäning fullt ut för att ta höjd för dessa osäkerheter. Vi bedömer risken som låg givet stabilitet i egen vindproduktion, en bred projektportfölj och en bra balansräkning.

DCF inklusive känslighetsanalys

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)	1 831		
PV of terminal value (perpetuity formula)	1 798		
Enterprise value	3 629		
Latest net debt	290		
Minority interests & other	0		
Equity value	3 339		
No. of shares outstanding (millions)	45		
Equity value per share (SEK)	75		

WACC assumptions			
Risk free nominal rate	2.5%		
Risk premium	5.5%		
Extra risk premium	1.0%		
Beta	1.0		
Cost of equity	9.0%		
Cost of debt (pre-tax)	3.0%		
Tax rate	22%		
Target debt/(debt + equity)	25%		
WACC	7.3%		

Terminal value assumptions			
Long term growth rate	2.0%		
Long term EBIT margin	37.0%		
Depreciation (% of sales)	2.0%		
Capex (% of sales)	2.0%		
Working cap. (% of sales)	0.0%		
Tax rate	10%		

Sensitivity analysis							
		Long-term growth rate					
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	
WACC	6.3%	81	86	92	99	109	
	6.8%	74	78	82	88	95	
	7.3%	68	71	75	79	85	
	7.8%	63	66	69	72	76	
	8.3%	59	61	63	66	69	
		Long-term EBIT margin					
		32.0%	34.5%	37.0%	39.5%	42.0%	
		6.3%	84	88	92	95	99
		6.8%	76	79	82	86	89
		7.3%	69	72	75	78	80
WACC	7.8%	64	66	69	71	73	
	8.3%	59	61	63	65	67	

Källa: EPB

Källa: EPB

Prognosjusteringar

Vi höjer våra prognoser både på kort och lång sikt. Kolvallen ger ett överraskande starkt bidrag, samtidigt som långa kontrakt på el motiverar högre elprisprognoser. Kolvallen är emellertid ett exceptionellt bra projekt och vi väljer att inte extrapolera priset till andra projekt. Vi har även justerat ner prognoser andra projekt. Sammantaget innebär detta att vi höjer våra EBITDA prognoser med 5%, 28% och 132% för perioden -22e -24e.

Old estimates 2022e 2023e 2024e

Revenue	649	516	394
EBITDA	493	360	270

New estimates 2022e 2023e 2024e

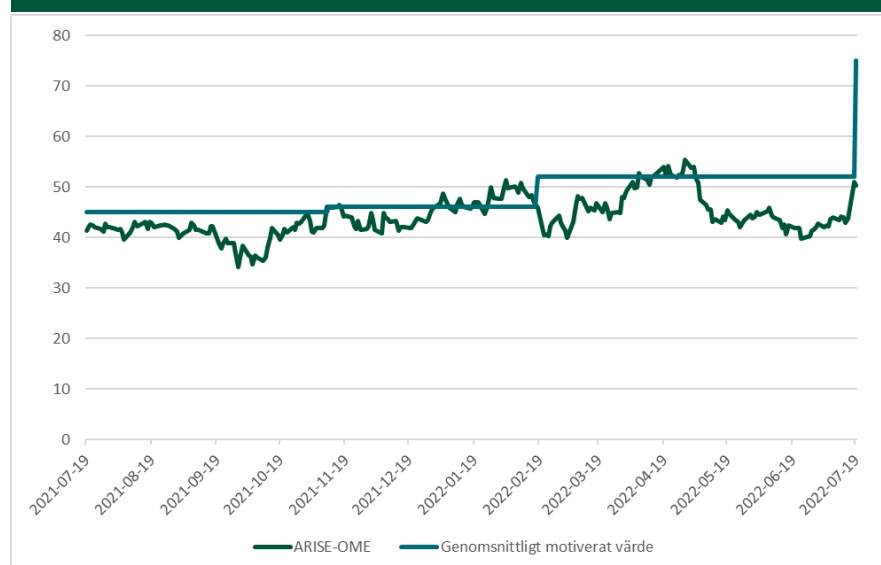
Revenue	624	659	874
EBITDA	516	463	626

Difference 2022e 2023e 2024e

Revenue	-4%	28%	122%
EBITDA	5%	28%	132%

Källa: EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde



Källa: Factset, EPB

Resultaträkning och kassaflöde

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	594	257	343	454	130	278	624	659	874
Övriga rörelseintäkter	1	5	0	1	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bruttovinst	595	262	343	455	130	278	624	659	874
Övriga externa kostnader	-428	-105	-113	-192	-65	-80	-70	-132	-173
Personalkostnader	-36	-36	-42	-49	-39	-46	-44	-69	-79
Övriga rörelseintäkter	8	3	3	4	7	7	6	4	4
Övriga rörelsekostnader	0	7	0	-273	0	0	0	0	0
EBITDA	139	131	191	-55	33	159	516	463	626
Avskrivningar	-105	-230	-72	-76	-70	-64	-60	-60	-60
EBIT (justerad)	34	-99	118	-131	-37	94	456	403	566
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	-15	0	0	0
EBIT	34	-99	118	-131	-37	79	456	403	566
Finansiella intäkter	-1	5	1	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-86	-85	-91	-102	-71	-21	-28	-4	0
Resultat före skatt	-53	-179	28	-233	-108	58	428	399	566
Skatter	11	-1	-7	-2	0	-1	-20	-20	-28
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-42	-180	21	-235	-108	57	408	379	538
Nettoresultat (justerat)	-42	-180	21	-235	-108	71	408	379	538

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	34	-99	118	-131	-37	94	456	403	566
Övriga kassaflödespåverkande poster	43	157	-23	250	-1	23	6	36	32
Förändringar i rörelsekapital	44	-23	-70	129	38	-68	222	-210	150
Kassaflöde från den operationella verksamheten	121	35	25	248	0	49	684	229	748
Investeringar	-43	-60	-33	-71	-39	-130	-344	-392	-131
Avyttringar	202	38	27	79	0	94	0	0	0
Fritt kassaflöde	280	13	19	256	-39	13	341	-163	617
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	-45	-56
Nyemission / återköp	1	0	0	2	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-195	-154	-104	47	-236	-30	507	0	0
Kassaflöde	86	-141	-85	305	-275	-17	848	-207	561
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (ex IFRS 16)	1 126	983	1 041	570	541	428	90	298	-263
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	1 126	983	1 041	570	541	428	90	298	-263

Källa: EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	2 082	1 878	1 812	1 322	1 276	1 249	1 535	1 866	1 937
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	50	73	73	73
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	2 082	1 878	1 812	1 322	1 276	1 299	1 608	1 939	2 010
Varulager	0	4	8	8	1	1	0	0	0
Kundfordringar	0	0	0	0	2	141	313	375	442
Övriga omsättningstillgångar	91	97	187	100	53	0	0	0	0
Likvida medel	287	146	61	365	86	70	942	734	1 295
Summa omsättningstillgångar	378	247	256	473	142	212	1 255	1 109	1 737
SUMMA TILLGÅNGAR	2 460	2 125	2 068	1 795	1 418	1 511	2 862	3 049	3 748
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	1 020	843	824	698	703	676	1 126	1 460	1 942
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	1 020	843	824	698	703	676	1 126	1 460	1 942
Långfristiga finansiella skulder	1 413	1 079	922	932	609	474	1 010	1 010	1 010
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	1	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	46	46	46	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	1 413	1 079	968	978	656	474	1 010	1 010	1 010
Kortfristiga finansiella skulder	0	50	180	3	18	150	22	22	22
Leverantörsskulder	28	153	96	116	26	0	0	0	0
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	0	0	0	0	15	211	704	557	774
Summa kortfristiga skulder	28	203	276	119	59	361	726	579	796
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 460	2 125	2 068	1 795	1 418	1 511	2 862	3 049	3 748

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	22%	-57%	33%	33%	-71%	114%	124%	6%	33%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-203%	-410%	-212%	20%	-126%	-352%	389%	-12%	41%
EPS-tillväxt, justerad	-73%	328%	-112%	-945%	-54%	-165%	476%	-7%	42%
Bruttomarginal	100,2%	101,9%	100,0%	100,2%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	23,4%	48,3%	55,6%	48,0%	25,4%	51,3%	82,6%	70,2%	71,6%
EBIT-marginal	5,7%	-41,0%	34,5%	31,3%	-28,5%	33,5%	73,0%	61,1%	64,8%
Skattesats	21%	-1%	25%	-1%	0%	2%	5%	5%	5%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-4%	-19%	3%	-31%	-15%	10%	45%	29%	32%
ROCE, justerad	1%	-5%	6%	8%	-2%	7%	28%	17%	21%
ROIC	1%	-4%	5%	6%	-2%	5%	20%	13%	16%
Investeringar	43	60	33	66	34	124	344	392	131
Investeringar / omsättning	7%	23%	10%	15%	26%	45%	55%	59%	15%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	78%	55%	45%	53%	80%	51%	18%	30%	29%
Varulager / omsättning	0%	2%	2%	2%	1%	0%	0%	0%	0%
Kundfordringar / omsättning	0%	0%	0%	0%	2%	51%	50%	57%	51%
Leverantörsskulder / omsättning	5%	59%	28%	26%	20%	76%	113%	84%	89%
Rörelsekapital / omsättning	11%	-20%	29%	-2%	12%	-25%	-63%	-28%	-38%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,1x	0,2x	0,2x	0,1x	0,2x	0,3x	0,2x	0,3x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	1 126	983	1 041	570	541	428	90	298	-263
Soliditet	41%	40%	40%	39%	50%	45%	39%	48%	52%
Nettoskuldsättningsgrad	110%	117%	126%	82%	77%	63%	8%	20%	-14%
Nettoskuld / EBITDA	8,1x	7,9x	5,5x	2,6x	16,4x	3,0x	0,2x	0,6x	-0,4x

Källa: EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-1,24	-5,29	0,62	-5,27	-2,42	1,25	9,13	8,48	12,03
EPS, justerad	-1,24	-5,29	0,62	-5,27	-2,42	1,58	9,13	8,48	12,03
FCF per aktie	2,34	-0,74	-0,23	5,28	-1,13	-2,13	7,63	-3,64	13,81
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,25	1,35
Eget kapital per aktie	30,6	25,3	24,7	20,8	20,3	17,5	25,2	32,7	43,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	33,4	33,4	33,4	33,5	34,6	38,6	44,7	44,7	44,7

Källa: EPB

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 målfaldigas 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