



# Eolus Vind

## Fortsatt ljusst trots stark utveckling i ryggen

Nytäckning ☐Rapport ☒Viktig händelse ☐

### Risk och avkastningspotential

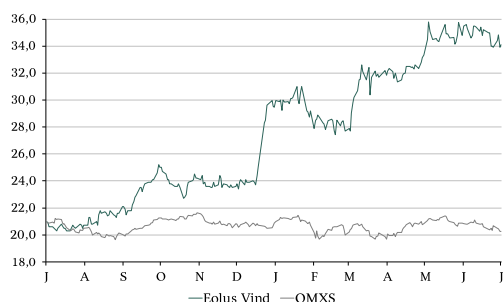
Kurspotential	Hög
Riskenivå	Medel
Kurs	34,10
Högsta/Lägsta (12M)	35,80/20,30
Antal aktier (m)	24,9
Börsvärde (SEKm)	849
Nettoskuld (SEKm)	515
Enterprise Value (SEKm)	1 364
Reuters/Bloomberg	EOLUB.ST/EOLUB SS
Listning	Nasdaq OMX Small Cap

### Estimat och värdering (SEK)

	16/17	17/18E	18/19E	19/20E
Försäljning	1 066	1 332	1 413	2 199
EBITDA	66	75	73	140
EBIT	43	64	64	133
Vinst f. skatt	34	71	60	129
EPS, just.	0,98	2,22	1,89	4,03
EK/A	26,43	27,15	27,04	28,57
Utdelning	1,50	2,00	2,50	3,00
V/A Tillv.	NM	126,0	-15,1	113,7
EBIT Marg.	4,0	4,8	4,5	6,0
ROE	3,7	8,3	7,0	14,5
ROCE	8,0	12,0	12,1	24,8
Nettoskuld/EK	-0,19	-0,21	-0,21	-0,25
EV/Fsg.	0,39	1,02	0,97	0,62
EV/EBITDA	6,3	18,3	18,8	9,7
EV/EBIT	9,7	21,3	21,2	10,3
P/E, just.	22,0	15,3	18,1	8,5
P/EK	0,82	1,26	1,26	1,19
Direktavk.	6,9	5,9	7,3	8,8

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
26/10/2018	Q4-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

### Ett kvartal nästan helt utan intäkter, som väntat

Som vi framhållit i flera tidigare analyser så blev Q3 (mars-maj) ett av de kvartal där siffrorna näst intill saknar betydelse för aktien och det långsiktiga caset i Eolus, då inga nya verk etablerades i kvartalet. Därför uppgick omsättningen till blotta SEKm 22,6 och vinsten efter skatt till -4,6. Siffrorna kan jämföras med våra förväntningar på fjärde kvartalet där vi räknar med intäkter på över SEK 1,1 miljarder då Jennåsens 23 verk överlämnas till kunden Munich Re. Med Jennåsen följer ett kraftköpsavtal (PPA) med Google, och ett liknande avtal tecknades i mars för parken Öyfjellet i Norge på 330 MW där Alcoa förbinder sig att köpa all produktion från parken på 1,2 TWh årligen under 15 år (motsvarande nästan 1% av hela Norges elproduktion).

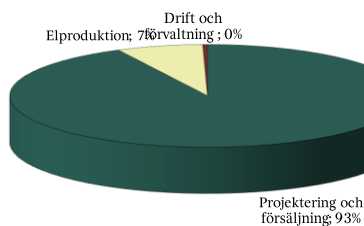
### Orderstock från SEKbn 4 till snart SEKbn 8

Trots minimala intäkter i Q3 är aktiviteten högre än någonsin, med totalt 97 verk med en total effekt på 358 MW under etablering, vilket inte inkluderar Öyfjellet. Orderstocken uppgår nu till SEK 3,9 miljarder, vilket kan fördubblas när Öyfjellet säljs. Därutöver finns projekt på cirka 180 MW i den prioriterade projektportföljen motsvarande potentiella affärer på SEK 2 miljarder. Även om elcertifikatpriset har återhämtat sig rejält till 155 SEK/MWh, så har forwardkurvan vänt ner brant till under 35 från 2021 och framåt, då överskottet i systemet väntas ha försvunnit. Det innebär att elcertifikatdelen i Jennåsenaffären (där Eolus avtalat att köpa 15 års certifikatproduktion till ett fast pris på 26 SEK/MWh där allt redovisas i Q4 men kassaflödena fördelas över de kommande 15 åren) blivit mindre gynnsam för bolaget, där vi nu räknar med ett redovisningsmässigt vinstbidrag på runt SEKm 40 i Q4.

### Omsättningspotential på SEKbn 10 till 2021, BV på SEKm 850

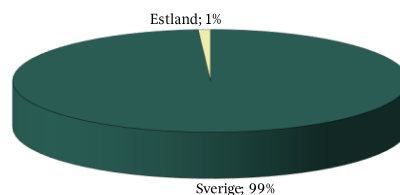
Efter Q3 har vi justerat ner EBIT-prognosen för i år med 64% som en följd av redovisningseffekten av certifikatsaffären medan vi lämnar efterföljande prognosår oförändrade. Vi ser goda förutsättningar för totala intäkter på SEK 10 miljarder fram t.o.m. 2021. Det kan jämföras med börsvärdet på SEKm 850 och lämnar utrymme för en ökad utdelning, motsvarande en direktavkastning på 6-9%, och potentiellt en större extrautdelning. Som Q3 tydligt visade kommer dock intäkterna mellan de kvartal där större projekt överlämnas vara i princip obefintliga. Trots den starka kursutvecklingen hittills i år är värderingsmultiplarna attraktiva på P/E 15x '17/18, 18x '18/19 och 9x '19/20. Vi tror att inflödet av storordrar kommer att fortsätta framöver och ser en hög kurspotential i aktien till en medelhög risk.

### Eolus Vind – Försäljning per segment



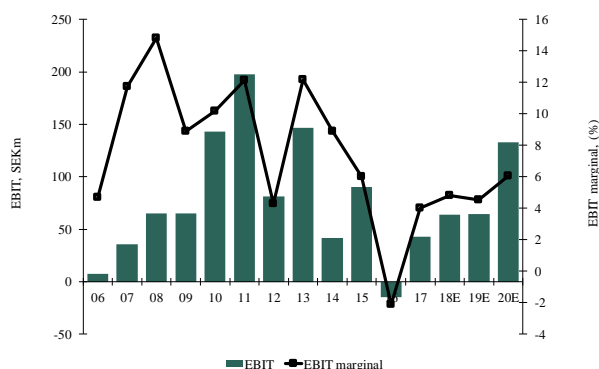
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Försäljning per marknad



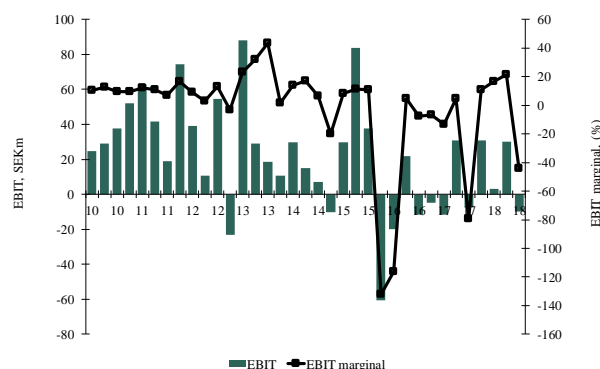
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Resultatutveckling, helår



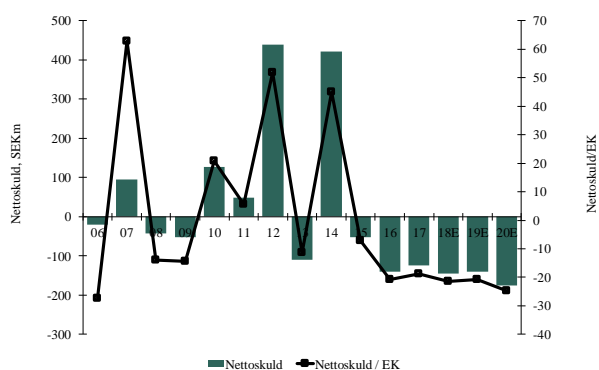
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa  
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	849	
Antal utestående aktier (m)	24,9	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	33	
Fritt handlade aktier	72,8%	
<b>Största aktieägare</b>	<b>Röster</b>	<b>Aktier</b>
DOMNEÅNS KRAFTAKTIEBOLAG	15,3%	9,5%
Hans-Göran Stennert	11,8%	3,6%
Åke Johansson	6,9%	3,0%
Hans Johansson	4,8%	0,8%
Övriga	61,2%	83,1%
Ordförande	Hans-Göran Stennert	
Verkställande direktör	Per Witalisson	
Finansdirektör	Catharina Persson	
Investerarkontakt	Per Witalisson	
Telefon / Internet	0046-010-199 88 00 / www.eolusvind.com	
Nästa rapport	26 October 2018	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Investment case

Trots den väntade svackan i intäkter i Q3, till SEKm 22,6 så är aktiviteten högre än någonsin med leveransen av Jennåsen närmast förestående i Q4 och en total pipeline på 3,9 miljarder SEK för de kommande åren. När man väl hittar en köpare av Öyfjellet i Norge för en årsproduktion på 1,2 TWh (nära 1% av hela Norges kraftkonsumtion) så har den affären potential att dubbla orderstocken, till nära åtta miljarder SEK. Med goda chanser för ökad utdelning, en möjlig extrautdelning och en attraktiv värdering på P/E 15x '17/18, 18x '18/19 och 9x '19/20 ser vi en hög kurspotential i aktien till en medelhög risk.

### Etablerat 500 vindkraftverk

Eolus Vinds affärsidé är att projektera och uppföra vindkraftsanläggningar i goda vindlägen. Sedan starten 1990 har Eolus medverkat vid etableringen av över 518 vindkraftverk med en total effekt på över 850 MW. Projekt realiserar främst genom försäljning av nyckelfärdiga driftsatta anläggningar. Eolus bedriver även elproduktion från egna vindkraftsanläggningar. Eolus Vind tillämpar brutet räkenskapsår, september-augusti. Eolus har tre verksamhetsben, projektering och försäljning, som utgör merparten av verksamheten, elproduktion från bolagets egna verk som utgör en allt mindre del i takt med att man säljer av anläggningstillgångarna, samt drift och förvaltningsverksamheten, som endast utgör en liten del, men växer starkt.

Etablerade och sålda verk, försäljning, resultat och ROE, 2007/2008 - 2016/2017E

	2008/09	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E
Antal etablerade verk	29	54	50	81	30	27	33	14	25	25	31
Antal sålda verk	29	54	50	71	47	14	54	26	35	27	31
Försäljning, SEKm	731	1409	1629	1888	1205	466	1502	693	1066	1332	1413
Nettoresultat, SEKm	51	99	140	28	142	10	80	-24	25	55	47
ROE %	15	20	19	3	16	1	10	-3	4	8	7

Källa: Eolus Vind, Erik Penser Bank

### Ljusare utsikter för vindkraftsbranschen

I juni 2016 nåddes en politisk energioverenskommelse som innebär en målsättning att Sverige ska ställa om till en elproduktion som till 100% är förnybar. I mitten av april 2017 kom slutligen besked från den svenska och norska regeringen om systemets utformning mellan 2021 och 2030. Beskedet innebär att Norge inte sätter upp någon ny målsättning, medan Sverige ökar ambitionen med 18 TWh till 2030 i enlighet med Energiförlikningen 2016. Det innebär att uppskattningsvis 60-70 miljarder kronor kommer att investeras i förnybar elproduktion i Sverige under tio år med start 2021. Den politiska osäkerheten har skapat osäkerhet i marknaden och medfört låga priser på elcertifikat under 2017. Efter besluten har priserna dock återhämtat sig. Överskottet av certifikat fortsätter att minska på grund av lägre utbyggnadstakt och ökad efterfrågan på certifikat genom högre kvotplikt. Under 2018 och 2019 ökas kvotplikten dessutom ytterligare genom beslut om att justera för historiska felberäkningar under dessa år.

### Värdering och huvudentaganden för vår prognos

2014/2015 etablerade bolaget 33 verk och sålde 54 verk. 2015/2016 minskade etableringstakten till 14 verk. För 2016/2017 uppgick etableringen och försäljningen till 25 respektive 36,8 verk. Aktien handlas nu till P/E 18x 2018/19, 9x 2019/20. Med ett starkt operationellt momentum och en direktavkastning på 6% ser vi en hög potential i aktien till en medelhög risk.

# Eolus Vind – Våra estimatförändringar (SEK)

	2017/18E			2018/19E			2019/20E		
	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.	Förr	Nu	Förändr.
Försäljning	1 441	1 332	-7,6%	1 412	1 413	0,1%	2 198	2 199	0,0%
EBIT	177	64	-63,7%	63	64	1,3%	132	133	0,5%
EPS just.	5,60	2,22	-60,3%	1,86	1,89	1,4%	4,01	4,03	0,5%

Source: Erik Penser Bank

## Eolus Vind – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

### Resultaträkning

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Nettoomsättning	1 629	1 888	1 205	466	1 502	693	1 066	1 332	1 413	2 199
Övriga intäkter	0	2	61	21	21	2	17	29	20	20
Kostnad för sålda varor	-1 343	-1 685	-969	-330	-1 239	-608	-923	-1 111	-1 271	-1 989
Bruttovinst	287	205	297	157	285	88	160	250	163	230
Försäljningskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Administrationskostnader	-27	-48	-51	-49	-63	-44	-54	-49	-49	-50
Forsknings- och utvecklingskostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	-4	-4	-18	-11	-14	-4	-9	-93	-7	-8
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>232</b>	<b>115</b>	<b>201</b>	<b>73</b>	<b>185</b>	<b>12</b>	<b>66</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>140</b>
Avskrivningar	-35	-34	-54	-32	-94	-27	-23	-11	-8	-7
Goodwill-avskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat</b>	<b>198</b>	<b>81</b>	<b>147</b>	<b>41</b>	<b>90</b>	<b>-15</b>	<b>43</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>133</b>
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	1	0	0	0	-0	-1	-3	0	0	0
Finansnetto	-9	-39	-11	-28	-15	-13	-6	7	-4	-4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>189</b>	<b>42</b>	<b>135</b>	<b>13</b>	<b>75</b>	<b>-29</b>	<b>34</b>	<b>71</b>	<b>60</b>	<b>129</b>
Skatter	-50	-14	6	-3	5	5	-10	-16	-13	-28
Minoritetsintressen	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat, rapporterat</b>	<b>140</b>	<b>28</b>	<b>142</b>	<b>10</b>	<b>80</b>	<b>-24</b>	<b>25</b>	<b>55</b>	<b>47</b>	<b>100</b>

### Kassaflödesanalys

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Resultat före avskrivningar	232	115	201	73	185	12	66	75	73	140
Förändring av rörelsekapital	0	-288	351	-534	565	141	36	0	0	0
Övriga kassaflödespåverkande poster	-25	88	-107	5	-25	-10	29	0	0	0
<b>Kassaflöde från löpande verksamheten</b>	<b>207</b>	<b>-85</b>	<b>445</b>	<b>-456</b>	<b>725</b>	<b>142</b>	<b>132</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>140</b>
Finansiella nettokostnader	-9	-40	-3	-28	-15	-13	-15	7	-4	-4
Betald skatt	-50	-14	6	-3	5	5	-25	-16	-13	-28
Investeringar	0	0	-3	-2	-1	-10	-6	-8	-10	-10
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>148</b>	<b>-139</b>	<b>445</b>	<b>-490</b>	<b>714</b>	<b>124</b>	<b>85</b>	<b>58</b>	<b>45</b>	<b>98</b>
Utdelningar	-11	-23	-25	-37	-286	-37	-37	-37	-50	-62
Förvärv	0	-233	-5	0	-5	0	0	0	0	0
Avyttringar	0	10	132	20	0	29	0	0	0	0
Nyemission/återköp av egna aktier	0	3	1	1	1	1	0	0	0	0
Övriga justeringar	-52	223	-208	229	-268	-136	-68	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>85</b>	<b>-159</b>	<b>341</b>	<b>-276</b>	<b>155</b>	<b>-20</b>	<b>-20</b>	<b>21</b>	<b>-4</b>	<b>35</b>
Icke kassaflödespåverkande justeringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld, rapporterad</b>	<b>49</b>	<b>438</b>	<b>-110</b>	<b>421</b>	<b>-53</b>	<b>-140</b>	<b>-124</b>	<b>-145</b>	<b>-140</b>	<b>-176</b>

### Balansräkning

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
<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	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	433	623	462	426	352	292	139	271	273	276
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>433</b>	<b>623</b>	<b>462</b>	<b>426</b>	<b>352</b>	<b>292</b>	<b>148</b>	<b>271</b>	<b>273</b>	<b>276</b>
Varulager	457	1 143	653	1 063	380	462	345	426	426	426
Kundfordringar	282	97	20	14	18	29	26	29	29	29
Övriga omsättningstillgångar	55	49	45	340	268	265	181	265	265	265
Likvida medel	204	43	383	86	242	222	202	226	222	257
<b>Övriga omsättningstillgångar</b>	<b>999</b>	<b>1 332</b>	<b>1 101</b>	<b>1 503</b>	<b>908</b>	<b>978</b>	<b>753</b>	<b>947</b>	<b>942</b>	<b>978</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>1 432</b>	<b>1 955</b>	<b>1 563</b>	<b>1 930</b>	<b>1 259</b>	<b>1 270</b>	<b>901</b>	<b>1 218</b>	<b>1 215</b>	<b>1 253</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>										
Eget kapital	848	845	963	937	731	671	658	676	673	712
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	2	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>848</b>	<b>845</b>	<b>963</b>	<b>937</b>	<b>731</b>	<b>671</b>	<b>660</b>	<b>676</b>	<b>674</b>	<b>712</b>
Långfristiga finansiella skulder	233	282	87	204	155	86	13	13	13	13
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0	86	86	86	86
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>233</b>	<b>282</b>	<b>87</b>	<b>204</b>	<b>155</b>	<b>86</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>	<b>99</b>
Kortfristiga finansiella skulder	20	199	187	304	40	60	21	21	21	21
Leverantörsskulder	147	103	18	177	76	311	28	28	28	28
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	184	526	308	308	257	141	93	393	393	393
<b>Kortfristiga skulder</b>	<b>351</b>	<b>827</b>	<b>513</b>	<b>790</b>	<b>373</b>	<b>512</b>	<b>142</b>	<b>443</b>	<b>443</b>	<b>443</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>1 432</b>	<b>1 955</b>	<b>1 563</b>	<b>1 930</b>	<b>1 259</b>	<b>1 270</b>	<b>901</b>	<b>1 218</b>	<b>1 215</b>	<b>1 253</b>

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Eolus Vind – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Vinst per aktie, rapporterad	6,18	1,13	5,68	0,40	3,21	-0,96	0,98	2,22	1,89	4,03
Vinst per aktie, justerad	6,18	1,13	5,68	0,40	3,21	-0,96	0,98	2,22	1,89	4,03
Rörelsens kassaflöde/aktie	7,64	2,48	7,86	1,68	7,01	0,16	2,03	2,65	2,23	4,32
Fritt kassaflöde per aktie	6,54	-5,59	17,87	-19,66	28,65	4,97	3,42	2,33	1,83	3,92
Utdelning per aktie	1,00	1,00	1,50	1,50	11,50	1,50	1,50	2,00	2,50	3,00
Eget kapital per aktie	37,43	33,92	38,66	37,61	29,36	26,94	26,43	27,15	27,04	28,57
Eget kapital per aktie, ex goodwill	37,43	33,92	38,66	37,61	29,36	26,94	26,43	27,15	27,04	28,57
Substansvärde per aktie	37,43	33,92	38,66	37,61	29,36	26,94	26,43	27,15	27,04	28,57
Nettoskuld per aktie	2,14	17,60	-4,40	16,91	-2,11	-5,61	-4,98	-5,81	-5,63	-7,05
EV per aktie	55,89	42,90	24,60	46,71	22,39	14,19	16,62	28,29	28,47	27,05
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	22,6	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	22,6	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9	24,9

### Värdering

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
P/E-tal, rapporterat	8,7	22,3	5,1	74,7	7,6	NM	22,0	15,3	18,1	8,5
P/E-tal, justerat	8,7	22,3	5,1	74,7	7,6	NM	22,0	15,3	18,1	8,5
Kurs/rörelsens kassaflöde	7,0	10,2	3,7	17,7	3,5	120,0	10,7	12,9	15,3	7,9
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	8,2	NM	1,6	NM	0,9	4,0	6,3	14,7	18,7	8,7
Fritt kassaflöde/börsvärde	12,2	-22,1	61,6	-66,0	117,0	25,1	15,8	6,8	5,4	11,5
Direktavkastning	1,9	4,0	5,2	5,0	46,9	7,6	6,9	5,9	7,3	8,8
Utdelningsandel, justerad	16,2	88,1	26,4	376,2	358,1	NM	152,5	90,0	132,4	74,4
Kurs/eget kapital	1,44	0,75	0,75	0,79	0,83	0,73	0,82	1,26	1,26	1,19
Kurs/eget kapital, ex goodwill	1,44	0,75	0,75	0,79	0,83	0,73	0,82	1,26	1,26	1,19
Kurs/substansvärde	1,44	0,75	0,75	0,79	0,83	0,73	0,82	1,26	1,26	1,19
EV/omsättning	0,78	0,57	0,51	2,50	0,37	0,51	0,39	1,02	0,97	0,62
EV/EBITDA	5,4	9,3	3,1	15,8	3,0	29,3	6,3	18,3	18,8	9,7
EV/rörelseresultat	6,4	13,2	4,2	28,1	6,2	NM	9,7	21,3	21,2	10,3
Aktiekurs, årsslut	53,75	25,30	29,00	29,80	24,50	19,80	21,60	34,10	34,10	34,10
Aktiekurs, årshögsta	65,00	53,00	30,80	36,30	41,40	24,80	26,50	35,80	-	-
Aktiekurs, årslägst	39,00	24,50	21,10	27,60	21,20	19,00	19,80	21,50	-	-
Aktiekurs, årssnitt	52,40	32,89	27,83	31,50	28,81	21,14	22,51	31,80	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	1 217	630	722	742	610	493	538	849	849	849
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	1 266	1 069	613	1 163	558	353	414	1 364	1 364	1 364

### Tillväxt och marginaler

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Omsättningstillväxt, årsförändring	15,6	15,9	-36,2	-61,3	222,5	-53,8	53,7	25,0	6,1	55,6
Rörelseresultat, årsförändring	38,2	-58,9	80,6	-71,7	117,3	NM	NM	49,8	0,3	106,6
Vinst per aktie, årsförändring	33,5	-81,6	401,0	-93,0	705,6	NM	NM	126,0	-15,1	113,7
EBITDA marginal	14,3	6,1	16,7	15,8	12,3	1,7	6,2	5,6	5,1	6,4
EBITA marginal	12,1	4,3	12,2	8,9	6,0	-2,1	4,0	4,8	4,5	6,0
Rörelsemarginal	12,1	4,3	12,2	8,9	6,0	-2,1	4,0	4,8	4,5	6,0
Vinstmarginal, justerad	11,6	2,2	11,2	2,8	5,0	-4,2	3,2	5,3	4,3	5,9
Nettomarginal, justerad	8,6	1,5	11,7	2,1	5,3	-3,4	2,3	4,2	3,3	4,6
Skattesats	26,6	32,5	-4,6	24,4	-6,3	NM	28,4	22,0	22,0	22,0

### Lönsamhet

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Avkastning på eget kapital	19,2	3,3	15,7	1,0	9,6	-3,4	3,7	8,3	7,0	14,5
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	19,9	16,2	14,8	11,9	9,8	5,2	5,3	3,8	5,0	6,0
Avkastning på sysselsatt kapital	24,2	7,5	13,7	3,8	8,9	-2,4	8,0	12,0	12,1	24,8
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	24,8	21,5	19,1	15,3	11,6	6,3	6,4	6,0	7,7	10,9

### Investeringar och kapitaleffektivitet

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Investeringar	0	0	3	2	1	10	6	8	10	10
Investeringar/omsättning	0,0	0,0	0,2	0,4	0,1	1,5	0,5	0,6	0,7	0,5
Investeringar/avskrivningar	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,4	0,2	0,8	1,2	1,4
Varulager/omsättning	28,0	60,5	54,2	228,1	25,3	66,7	32,4	32,0	30,2	19,4
Kundfordringar/omsättning	17,3	5,1	1,6	3,1	1,2	4,2	2,4	2,2	2,0	1,3
Leverantörsskulder/omsättning	9,0	5,5	1,5	38,0	5,1	44,8	2,7	2,1	2,0	1,3
Rörelsekapital/omsättning	36,4	60,2	54,3	193,2	21,4	26,0	32,1	32,0	30,2	19,4
Kapitalomsättningshastighet	1,15	1,12	0,69	0,27	0,94	0,55	0,98	1,26	1,16	1,78

### Finansiell ställning

	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18E	2018/19E	2019/20E
Nettoskuld, rapporterad	49	438	-110	421	-53	-140	-124	-145	-140	-176
Soliditet	59,2	43,2	61,6	48,5	58,1	52,9	73,2	55,5	55,4	56,8
Skuldsättningsgrad	0,06	0,52	-0,11	0,45	-0,07	-0,21	-0,19	-0,21	-0,21	-0,25
Nettoskuld/börsvärde	0,04	0,70	-0,15	0,57	-0,09	-0,28	-0,23	-0,17	-0,17	-0,21
Nettoskuld/EBITDA	0,2	3,8	-0,5	5,7	-0,3	-11,6	-1,9	-1,9	-1,9	-1,3

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Eolus Vind – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

### Resultaträkning

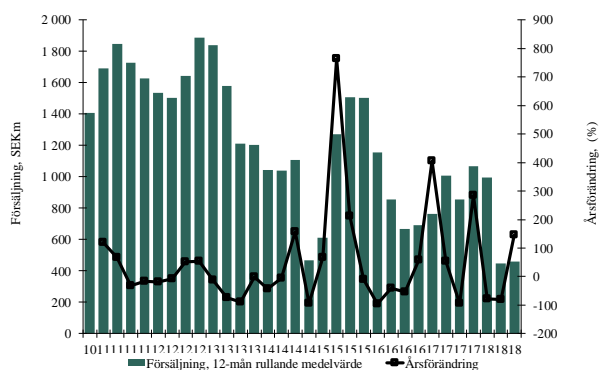
	Q414/15	Q115/16	Q215/16	Q315/16	Q415/16	Q116/17	Q216/17	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18
Nettoomsättning	46	17	446	158	73	86	689	9	281	18	139	23
Övriga intäkter	5	2	1	0	-0	5	4	5	3	14	1	7
Övriga rörelsekostnader	-51	-25	-411	-156	-63	-85	-647	-12	-243	-19	-98	-29
<b>Resultat före avskrivningar</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>29</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>37</b>	<b>-4</b>	<b>35</b>	<b>5</b>	<b>35</b>	<b>-8</b>
Avskrivningar och amorteringar	-56	-7	-7	-7	-6	-10	-6	-3	-4	-2	-5	-2
<b>Rörelseresultat</b>	<b>-61</b>	<b>-20</b>	<b>22</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>	<b>-12</b>	<b>31</b>	<b>-7</b>	<b>31</b>	<b>3</b>	<b>30</b>	<b>-10</b>
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	-0	0	0	-0	-1	0	0	0	-3	0	0	0
Finansnetto	3	-7	-4	-2	-0	6	-2	-1	-10	7	-2	4
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-57</b>	<b>-27</b>	<b>18</b>	<b>-14</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>29</b>	<b>-8</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>-6</b>
<b>Resultat före skatt, justerat</b>	<b>-57</b>	<b>-27</b>	<b>18</b>	<b>-14</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>29</b>	<b>-8</b>	<b>18</b>	<b>10</b>	<b>28</b>	<b>-6</b>
Skatter	12	6	-4	3	1	1	-8	2	-5	-2	8	1
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoreultat, rapporterat</b>	<b>-45</b>	<b>-22</b>	<b>14</b>	<b>-11</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>22</b>	<b>-6</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>36</b>	<b>-5</b>

### Tillväxt och marginaler

	Q414/15	Q115/16	Q215/16	Q315/16	Q415/16	Q116/17	Q216/17	Q316/17	Q416/17	Q117/18	Q217/18	Q317/18
Nettoomsättning	-10,8	-95,3	-40,3	-54,4	58,9	406,4	54,6	-94,2	285,6	-79,0	-79,8	145,5
Rörelseresultat	NM	NM	-74,0	NM	NM	NM	42,8	NM	NM	NM	-3,3	NM
EBITDA marginal	-10,7	-74,2	6,4	-3,1	1,4	-2,1	5,4	-46,1	12,5	28,6	24,8	-35,6
Rörelsemarginal	-132,2	-116,3	4,9	-7,4	-6,6	-13,5	4,5	-79,4	10,9	16,5	21,5	-44,1
Vinstmarginal, justerad	-125,1	-159,5	4,1	-8,8	-8,3	-6,2	4,2	-85,1	6,5	53,8	20,0	-25,2
Skattesats	NM	NM	22,0	NM	NM	NM	25,9	NM	29,0	23,9	-29,0	NM

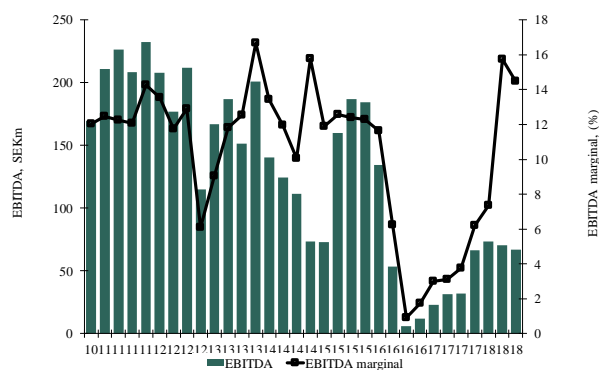
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



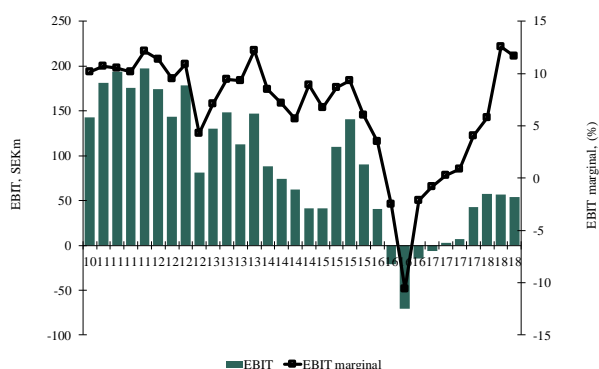
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



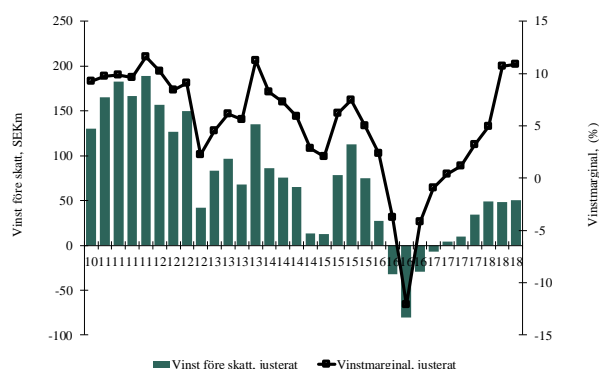
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Eolus Vind – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

---

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.

#### Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månaders perioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 anställda 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 fondhandlarförbundens 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 Instrument 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.