



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sweden | 28 October 2020

Eolus Vind

En pionjär inom svensk vindkraft

Stor och växande marknad

Eolus Vind projekterar, uppför, säljer och driver anläggningar inom förnybar energi, framförallt vindkraft. Sol och vind-energi har de senaste åren gått från att enbart vara en bra investering för miljön, till att även bli en bra investering ekonomiskt. Förra året investerades 2,6 biljoner USD i förnybar energi och teknikutveckling kombinerat med ESG-trenden gör att investeringarna ser ut att öka kraftigt framöver.

ESG-aktie med ljusa utsikter

Vi ser Eolus Vind som ett attraktivt sätt att få aktieexponering mot förnybar energi. Bolaget har en lång lönsamhetshistorik och är väldiversifierat över såväl regioner som energislag. Eolus har dessutom relativt förutsägbara intäkter från långa energiparkprojekt. Slutligen har bolaget relativt låg exponering mot Norrland, en region vi tror kan uppleva problem inom vindkraftsinvesteringar de närmaste åren.

Attraktiv värdering

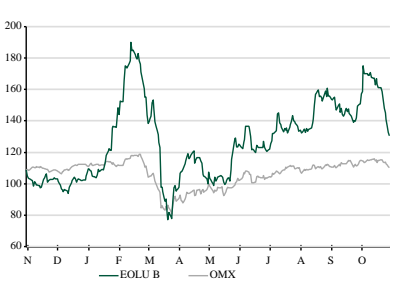
Vi estimerar att Eolus stora projektpipeline kommer att inbringa mer än 1 Mdkr i resultatbidrag till år 2024. Det genererar en låg värdering för detta tydliga ESG-case och vi ser ett motiverat värde om 190-200 kr/aktie. Vidare tror vi att Eolus kommer fortsätta på samma spår efter år 2024 då teknikutveckling avsevärt har ökat vindkraftens konkurrenskraft. Den välfyllda kassan gör att vi räknar med stora utdelningar framöver.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	190.00 - 200.00	
EPS, just 20e	7.4	9.06	-18.2%	Sales,m	2,032	2,057	3,014	3,472	Current price	133.00
EPS, just 21e	11.68	9.35	25.0%	Sales Growth	48.7%	53.4%	45.5%	15.2%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	13.86	4.08	239.9%	EBITDA, m	123	269	361	425		
				EBIT, m	118.3	231.3	361.4	423.3		
				EPS, adj	5.33	7.40	11.68	13.86		
				EPS Growth	(31.7)%	38.7%	57.7%	18.7%		
				Equity/Share	38.7	49.4	30.9	36.9		
				Dividend	1.50	1.50	16.10	5.00		
				EBIT Marginal	5.8%	11.2%	12.0%	12.2%		
				ROE (%)	15.6%	15.0%	37.8%	37.6%		
				ROCE	44.3%	18.7%	44.0%	44.4%		
				EV/Sales	1.35x	1.33x	0.91x	0.79x		
				EV/EBITDA	22.2x	10.2x	7.6x	6.4x		
				EV/EBIT	23.1x	11.8x	7.6x	6.5x		
				P/E, adj	24.9x	18.0x	11.4x	9.6x		
				P/Equity	3.4x	2.7x	4.3x	3.6x		
				Dividend yield	1.9%	1.8%	9.8%	3.0%		
				FCF yield	23.8%	26.4%	(1.5)%	8.4%		
				Net Debt/EBITDA	(6.5)g	(4.8)g	(2.4)g	(1.3)g		

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	23.6m
Market cap	3,139
Nettoskuld	(400)
EV	2,739
Free Float	100.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	90.0(k)

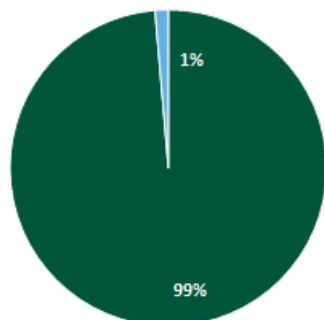
Kursutveckling 12 mån



Analytiker

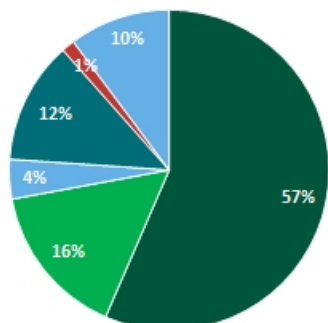
magnus.skog@penser.se
Analysavdelningen

Intäkter per segment - Eolus Vind



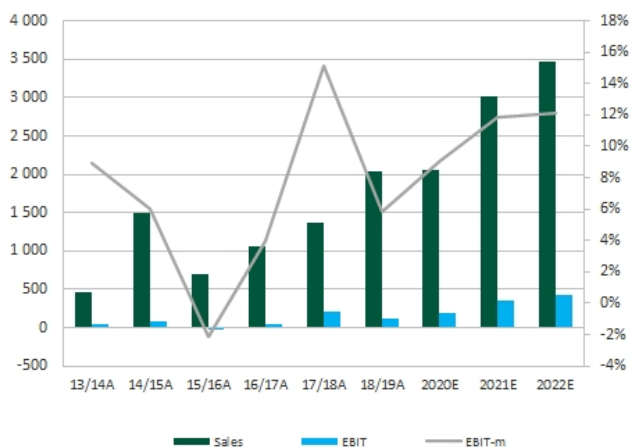
■ Projektering och försäljning ■ Drift och förvaltning

Pipeline projekt per marknad - Eolus Vind



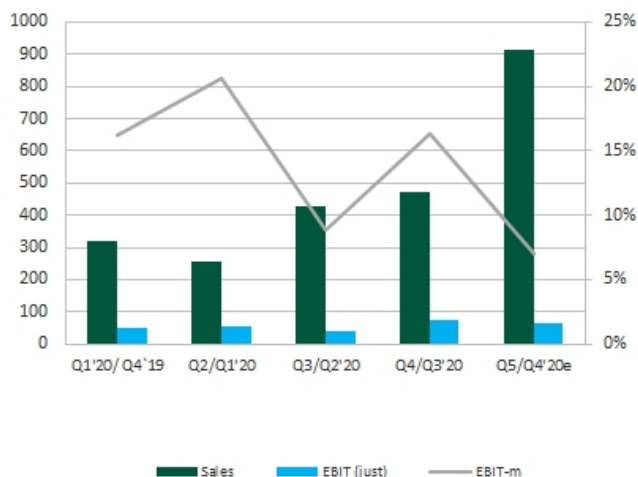
■ Sverige ■ USA ■ Estland
■ Lettland ■ Finland ■ Norge

Resultatutveckling helår Eolus Vind



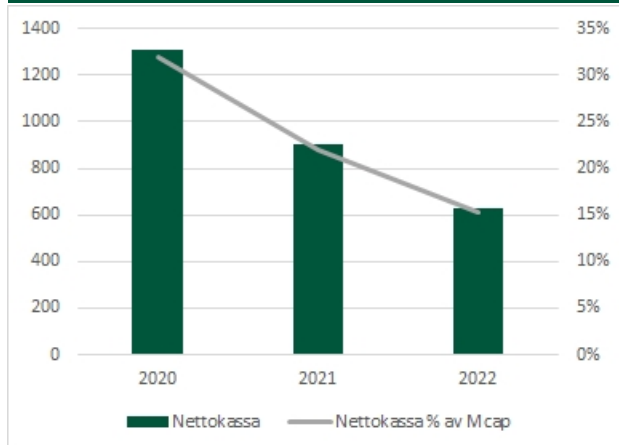
■ Sales ■ EBIT — EBIT-m

Resultatutveckling kvartal Eolus Vind



■ Sales ■ EBIT (just) — EBIT-m

Nettokassa (MSEK)



■ Nettokassa — Nettokassa % av M cap

Aktiestructur och ledning Eolus Vind

Börsvärde 3600 Mkr
 Antal utestående aktier 24,6 m
 Genomsnittligt dagsomsättning MSEK 12,8
 Fritt handlade aktier 100%

	Röster	Kapital
Domenås Kraft	16%	10%
Avanza Pension	3%	4%
Hans-Göran Stennert	12%	4%
Åke Johansson	7%	3%

Ordförande Hans-Göran Stennert
 VD Per Witalisson
 CFO Catharina Persson
 Nästa rapport 2021-02-19

Investment case

Grön energi är på frammarsch

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 genom såväl geografi som energislag. Eolus etablering i USA kan dessutom vara ett ess i rockärmen om Joe Biden skulle vinna presidentvalet och lansera sin ”The green new deal” med satsningar för 2 biljoner USD inom gröna investeringar.

Stark pipeline närmaste åren

Vi räknar med att Eolus projektpipeline fram till år 2024 kommer att ge drygt 1 Mdkr i resultatbidrag, jämfört med ca 3,7 Mdkr i Enterprise value idag. Vidare har bolaget ytterligare ca 5,5 Mdkr i potentiellt resultatbidrag i pipeline som kan realiseras de närmaste 10 åren. Vi tror att Eolus kommer etablera en betydande andel av deras långsiktiga pipeline med tanke på bolagets framgångsrika historia och vindenergiens ökade konkurrenskraft.

Värdering

Vi har genom en DCF-modell kommit fram till ett motiverat värde på 190-200 kr per aktie för Eolus, vilket ger en uppsida om ca 40 % från dagens 133 kr. Vi ser risken som medelhög och tror att potentiella triggers i närtid kan vara adderandet av nya vindkraftparker samt starka kvartalsrapporter. 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.

Eolus Vind

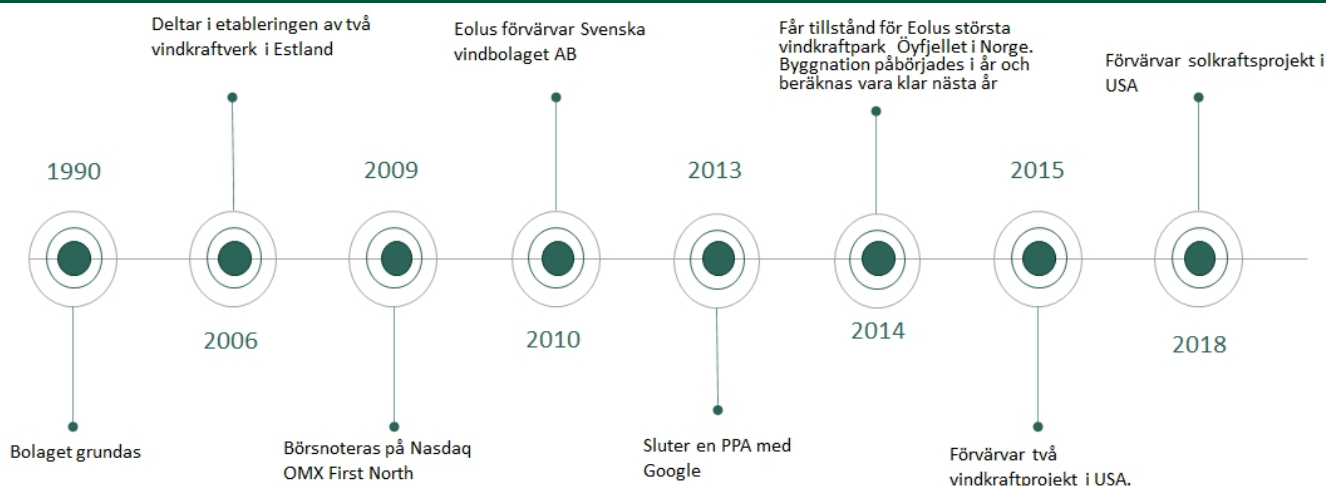
Eolus Vind utvecklar och projekterar markbaserade anläggningar inom förnybar energi, oftast vindkraftsparker. Bolaget ägnar sig både åt att etablera helt nya anläggningar och att köpa projekt i en tidig fas. Själva byggnationen lägger Eolus ut på entreprenad till exempelvis Veidekke. Eolus säljer anläggningarna till kapitalstarka kunder likt stora energiföretag eller alternativa investeringsfonder. Företaget är verksamt i Baltikum, Sverige, Norge och USA, men har även som mål att expandera till ett nytt land innan år 2022.

En pionjär inom svensk vindkraft

Eolus Vind grundades 1990 och blev då Sveriges första kommersiella vindkraftsbolag. Från början var affärsidén att etablera och äga vindkraftparker, men snart använde man det know-how man skapat inom vindkraft för att projektera, utveckla och sälja hela vindkraftparker. Projektering står idag för över 95 % av intäkterna.

Sedan sin start har Eolus varit med om att uppföra över 650 vindkraftverk, vilket motsvarar ca 15 % av alla vindkraftverk som någonsin har etablerats i Sverige. Genom sin projektportfölj i USA är Eolus nu även verksamma inom solenergi och lagring av energi.

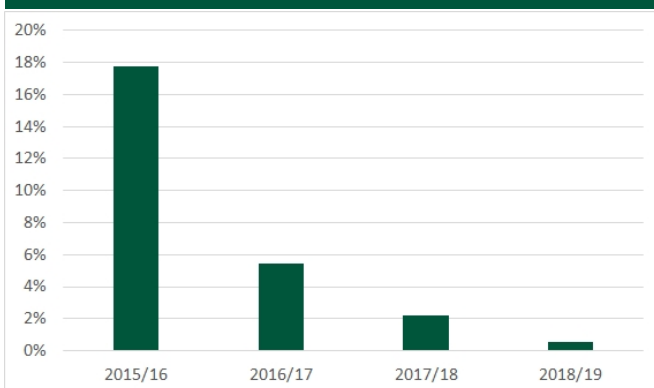
Eolus Vind historik



Utöver projektering utför Eolus service och drift av energiparker. Segmentet växer med ca 20 % i årstakt samtidigt som det binder lite kapital och ger stabila intäkter, men utgör endast ca 1 % av omsättningen.

Slutligen säljer Eolus elektricitet som de själva producerar, men detta är en mycket liten del av företaget och Eolus klassificerar inte det som ett rörelsesegment längre. Vi ser utfasningen som positiv då elpriserna är väldigt volatila och elproduktion från vindkraft genererar sämre lönsamhet än projektering.

Eolus andel av omsättning från elproduktion



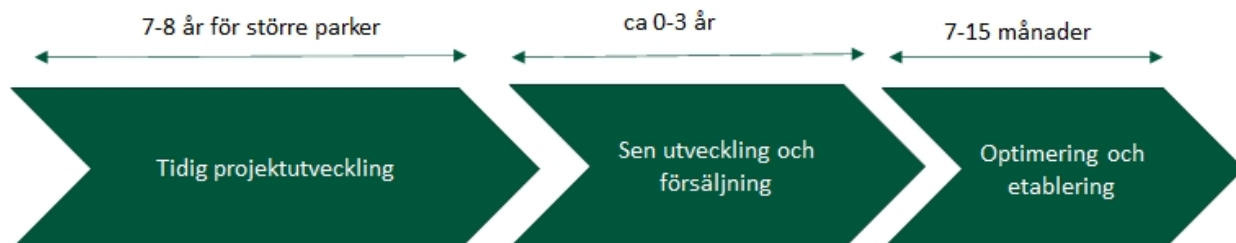
Som ses har Eolus minskat sin egna produktion av elektricitet i högt tempo. Eolus sårredovisar inte detta segment längre

Etableringsprocess för vindkraftparker

Att etablera en vindkraftpark i Sverige är en tidskrävande och komplicerad process. Det tar ofta upp till 4 år (7-8 år för större projekt) från början av förstudie tills alla tillstånd för byggnation är redo. Ett hinder i Sverige är dessutom att den aktuella kommunen själv kan lägga veto mot att uppföra den tilltänkta vindkraftparken.

På grund av komplexiteten i att uppföra vindkraftverk siktar Eolus på att förvärva lokala aktörer vid inträde i nya länder. De regionala kunskaperna behövs.

Tidslinje för projekt inom vindkraft i Sverige, varierar något mellan länder



Eolus projekt varierar mycket i lönsamhet. Det är framförallt fyra faktorer som avgör:

- Vem finansierar? Projekt som Eolus själv finansierar har högre lönsamhet. Projektering av vindkraftparker är dock väldigt kapitalintensivt och om köparen finansierar en del av projekten så kan Eolus genomföra fler projekt samtidigt, vilket sammantaget innebär högre vinst. Eolus arbetar efter den modellen.
- Hur mycket blåser det? Energiinnehållet i vinden ökar exponentiellt med vindstyrkan. Projekt med goda vindresurser ökar lönsamheten.
- Prisområde? Bäst lönsamhet finns i södra Sverige och sämst i norra.
- Storleken? Större vindkraftparker kan uppnå skalfördelar under byggnationen vilket ökar lönsamheten.

Kunder

Eolus kunder köper hela vindkraftparker och är därför kapitalstarka, men i övrigt skiljer de sig mycket åt. Några exempel på kunder är tyska alternativa investeringsfonden Aquila Capital, det schweiziska energibolaget EWZ, det tyska investmentbolaget KGAL och Google samt Alcoa i form av PPA (köp av själva elen). Alla kunder ovan är återkommande vilket är positivt då detta visar på bra relationer och bör göra införsäljningsprocessen lättare för framtida projekt.

I takt med att räntorna gått mot noll och jakten på avkastning intensifierats har allt fler investerare sökt sig till vindkraft. Speciellt långsiktiga investerare liksom pensionsfonder ser hellre några procent avkastning genom en vindkraftspark än noll i avkastning genom räntepapper (eller till och med negativ avkastning). Idag har förnybar energi blivit så pass populärt att Eolus själva frekvent blir kontaktade av kunder.

Projekteringsprocess Eolus



Byggnation

Byggnationen av fundament och vägar till parkerna läggs ut på entreprenad genom upphandling hos exempelvis Veidekke, Skanska eller Peab. Upphandling av nätanslutning görs av de stora nätägarna. Den största kostnaden är själva vindkraftverken som kostar ca två tredjedelar av investeringen. Vindkraftverken köps också in efter upphandling från exempelvis Vestas eller Siemens-Gamesa. Eolus projektleder genom hela processen.

Inträdesbarriärer

Vi ser Eolus starka kundrelationer som en inträdesbarriär. Bolaget har god översikt över vilka kunder som passar för vilka projekt. Det gör att försäljningsprocessen kan gå betydligt snabbare och smidigare än för en ny aktör eller mindre, befintliga, konkurrenter. Vid så pass stora investeringar som vindkraftparker är det förmodligen också önskvärt att ha en pålitlig motpart som man har arbetat med förut.

Vidare har få företag den gedigna historiken inom vindkraft som Eolus, vilket har resulterat i att know-how byggts upp under 30 år. Erfarenheten är betydelsefull då det är en komplicerad och långdragen process med mycket politik

inblandad för att få alla nödvändiga tillstånd för uppförande av vindkraftsanläggningar. Dessutom krävs det kunskap inom exempelvis regionala vindstyrkor och möjligheter för elanslutning.

Slutligen visar Eolus lönsamma historik, vilket andra konkurrenter inte har haft, att deras management är betydelsefullt. VD har varit i bolaget sedan år 2006.

Projektering och projektportfölj

Eolus projekt klassificeras i tre steg. Det första steget kallas greenfield eller *tidig projektutveckling* och består av projekt som exempelvis saknar tillstånd och där projekten varken har sålts eller börjat byggas. Vi räknar med att ca 50 % av projekten i detta stadiet blir av. En vanlig anledning till att projekt inte genomförs är att Eolus inte får alla nödvändiga tillstånd av myndigheter.

Den andra fasen benämner vi *sen utveckling* och består av projekt som är i en försäljningsfas, vilket normalt sker innan byggnation har påbörjats. Intäkterna från dessa projekt är inte garanterade men vi ser det som mycket troligt att de blir av. Det sista steget är *projekt under etablering* där en köpare är klar. Vi räknar med att alla projekt i denna fas blir av, vilket de har blivit historiskt.

Vi bedömer att Eolus har en väl inarbetad process för att hitta potentiella projekt. Vi bedömer att bolaget har goda förutsättningar att fortsätta på sin framgångsrika historia med att kontinuerligt addera nya projekt till sin portfölj.

Nedan syns fördelningen av Eolus projekt efter geografisk spridning samt typ av projekt. En tumregel är att 1 MW såld ger drygt 10 Mkr i intäkter och ca 1-2 Mkr i resultatbidrag för Eolus. Variationen är dock stor, inte minst på grund av möjliga komplikationer som kan uppstå vid byggnationen. Standard är att Eolus bär byggrisken och det slår därför hårt mot projektens marginaler vid eventuella problem.

Total projektportfölj Eolus Vind

Land	Tidig projektutveckling	Försäljningsfas	Projekt under etablering	Totalt vind	Sol	Lagring	Totalt förnybart
Sverige	2119	338	0	2457	0	0	2457
Norge	0	0	400	400	0	0	400
Finland	21	44	0	65	0	0	65
Lettland	399	172	0	571	0	0	571
Estland	176	0	0	176	0	0	176
USA	335	0	47	382	1410	783	2575
Totalt	3050	554	447	4052	1410	783	6245

Nedan syns Eolus projektportfölj för de två senare stadierna. Den första tabellen är projekt under uppförande som beräknas vara färdiga senast år 2023.

Projekt under etablering

Projekt under etablering	Land	Antal verk	Effekt MW	Produktion GWh
Wind Wall	USA	13	47	155
Öyfjellet	Norge	72	400	1400
Rosenskog	Falköping, Sverige	3	18	55
Dällebo	Ulricehamn, Sverige	4	26	66
Boarp	Vaggeryd, Sverige	4	24	72

Nedan är projekt i försäljningsfas.

Projekt i försäljningsfas

Projekt i sen utvecklingsfas eller försäljningsfas		Effekt, MW	Planerad driftsättning
Stockåsbodarna	Sverige	44	2022
Stor-Vrången	Sverige	49	2022
Ölme	Sverige	64	2023
Fågelås	Sverige	35	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	2024
	Total förnybar energi	1227	
	total vindkraft	477	
	Total sol+lagring	750	
	Snitt per år 2022-2024	429	
	Snitt per park	117	

Centennial Flats-projektet inom solenergi och lagring motsvarar i MW mer än 50 % av alla projekt i sen utvecklingsfas. Det är dock viktigt att notera att solenergi projekten har lägre lönsamhet per MW genererat, vi räknar med ca en tredjedel. Nedan går vi genom några av de större projekten.

Öyfjellet, Norge: 400 MW

Är Eolus största vindkraftsprojekt och såldes 12 juli 2019 till Aquila Capital för preliminärt 441m Euro. Slutgiltiga siffran kan variera beroende på hur framgångsrik Eolus projektering av parken blir och kommer attbestämmas hösten 2021 när projektet beräknas färdigställas. Det finns en del risk förknippat med projektet. Det genomförs uppe på hög höjd, i ett kallt klimat, där byggnation knappt kan genomföras under vintern, samtidigt som det är ett stort och viktigt projekt för Eolus.

Aquila kommer att stå för kostnaderna under byggnationen vilket innebär att Eolus behöver binda mindre kapital. Preliminärt kommer Eolus erhålla 53m EUR i resultatbidrag från projektet. Eolus ska, under 15 år, även driva tekniska och administrativa tjänster åt parken.

Wind Wall, USA: 47 MW

Driftsättning beräknas ske 2020 och en PPA har slutits med Amazon. Försäljningen av själva vindparken blev klar så sent som 6 oktober och väntas inbringa ca 630 Msek brutto. Projektet har försenats och vi räknar med att lönsamheten därför är något lägre jämfört med andra projekt.

Peineva/Dobele, Lettland: 172 MW

Miljö tillstånd klara. Eolus beräknar att tillstånd från kommunen kommer under 2020.

Centennial Flats, USA: 750 MW

Solenergi och lagring. Väntar på nödvändiga tillstånd och Eolus väntar sig att få dem under 2020.

Samarbetet med SCA

Eolus tecknade nyligen ett intentionsavtal om att projektera 1000 MW vindkraft för SCA. Givet att Eolus intäkter per MW har legat över 10 Mkr historiskt så kan avtalet innebära över 10 Mdkr i omsättning. Lönsamheten kommer troligen dock vara något lägre än normalt eftersom SCA är en partner och inte bara kund i projektet.

Vidare är det väldigt oklart hur stor del av de 1000 MW som faktiskt kommer att byggas. Även om avtalet har stor potential räknar inte Eolus med att det kommer leda till några färdiga projekt före år 2026-2027. Samarbetet är en väldigt positiv option för framtiden, men konkret är det idag svårt att sätta ett värde på intentionsavtalet.

Marknadsanalys

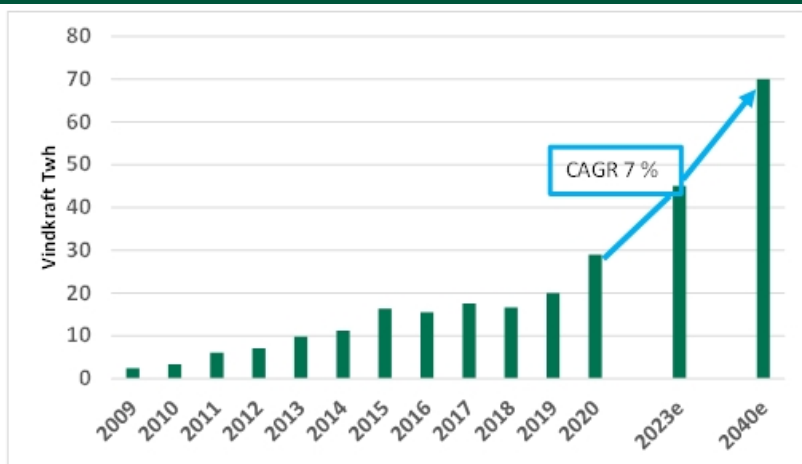
Våra viktigaste slutsatser gällande Eolus marknad är följande:

- Eolus agerar på en stor och gynnsam underliggande marknad med en attraktiv tillväxt under lång tid
- Det finns orosmoln gällande utvecklingen av vindkraft i norra Sverige
- Vi tycker att Eolus verkar navigera osäkerheten på svenska marknaden på ett adekvat sätt

Adresserbar marknad

Eolus verkar på en stor och kraftigt växande marknad. Vindkraftsmarknaden, som är Eolus huvudsegment, beräknas av Research and Markets att globalt växa med ca 8 % per år de kommande 5 åren. I Sverige räknar Svensk Vindenergi med att vindkraftsmarknaden behöver uppvisa en CAGR på 7 % de kommande 20 åren för att nå regeringens mål om 100 % förnybar elproduktion år 2040. Det skulle innebära minst 200 miljarder kr ytterligare i investeringar.

Nödvändig svensk vindkraftstillväxt till år 2040 för att klara miljömål



Källa: Svensk vindenergi

Drivkrafterna bakom ökad vindkraft och solenergi

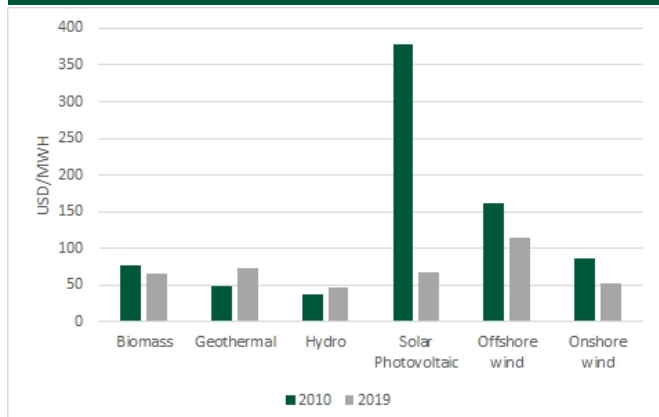
De två faktorer vi har identifierat som mest positiva för Eolus marknad är:

- Politisk vilja att stoppa global uppvärmning och minska utsläppen
- Kostnaden för förnybar energi har minskat drastiskt de senaste åren

Att politiken har ökat sitt fokus på förnybar energi har nog inte undgått någon. Både EU och Joe Biden har en "Green new deal" som är tänkt att revolutionera energipolitiken i Europa samt USA. EU ska bli klimatneutralt till år 2050 och Bidens plan beräknas innehålla investeringar för 2 biljoner USD. Vindkraft med sin attraktiva kostnadsprofil tror vi kommer att vara en stor del av omställningen. Även om solenergi är mer kostnadseffektivt på vissa platser är det fördelaktigt med flera olika typer av förnybar energi som komplement till varandra. Annars riskerar samhället att ha överflöd på el vid vissa tillfällen och att stå utan el när exempelvis solen går i moln.

Drivkrafterna bakom utökad förnybar energi är dock inte längre enbart politiskt drivna. Vindkraft och solkraft har även blivit en klok investering ekonomiskt de senaste åren. Idag är LCOE (de sammanlagda kostnaderna för ett projekt) till och med lägre för vindkraft än för kärnkraft och kostnaden per producerad vindkrafts-MW har nästan halverats sedan år 2010.

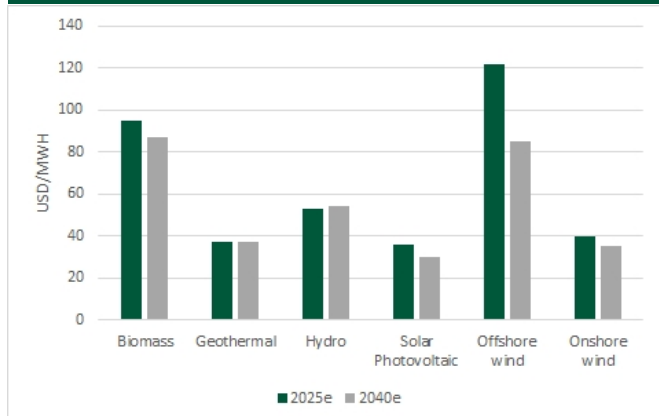
Kostnad olika energislag 2010 och 2019



Källa: U.S energy information administration, annual 2020 outlook

Ser man till framtida prognoser så verkar solenergi bli den allra billigaste energikällan. Detta är positivt för Eolus som slagit sig in i solenergiindustrin genom sin verksamhet i USA. Även vindkraften verkar behålla sin attraktiva position och beräknas efter solkraft bli den näst billigaste energikällan år 2040.

Kostnad olika energislag prognos 2025 och 2040



Källa: U.S energy information administration, annual 2020 outlook

Vidare estimerar McKinsey att världens elkonsument kommer fördubblas fram till år 2050. Det är således inte bara ett utbyte från gammal energi till förnybar som kommer att driva marknaden. Elproduktionen behöver även byggas ut, vilket såklart gynnar Eolus.

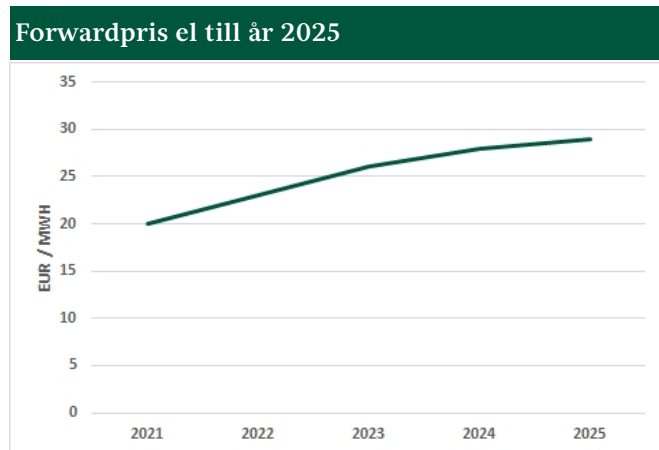
Elpriset

Elpriset påverkar knappt Eolus verksamhet i det korta perspektivet, eftersom investeringarna ofta görs med en 30-årshorisont. Elprisets långsiktiga nivå avgör dock lönsamheten inom vindkraftsprojekt och viljan att investera.

I Sverige har elpriset varit extremt lågt de senaste 6 månaderna drivet av primärt 3 faktorer. För det första har Covid-19 lett till att mindre el används. För det andra innebar mycket nederbörd i vintras till att vattenmagasinen fylldes mer än normalt vilket resulterade i ökad elproduktion från vattenkraft. För det tredje medförde den milda

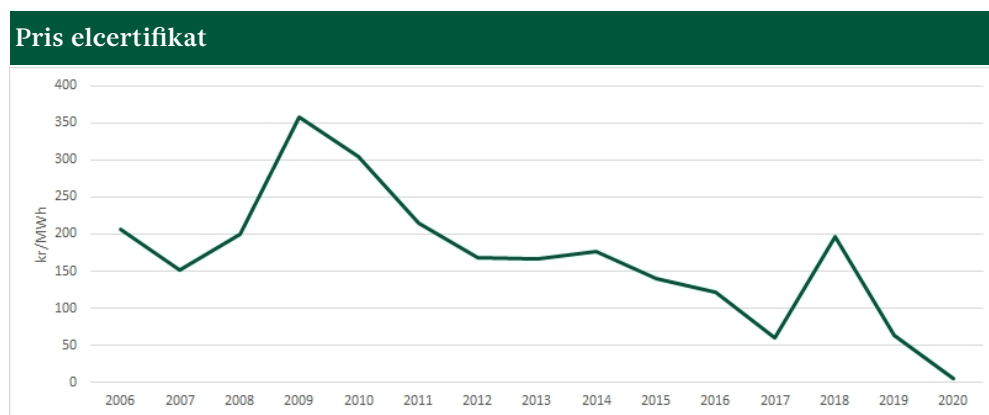
vintern att mindre el konsumerades. Dessa tre effekter ser vi dock som kortsiktiga och bör inte påverka Eolus nämnvärt.

Ser vi till prognoser över framtida elpriser så ökar de från låga nivåer för Sverige såväl som Norden de närmaste åren. Tabellen nedan är senast angivna forwardpriser för prissäkringar på nordisk el. Flera prognoser anger ett högre prisintervall, såsom Bixia som ligger ca 20 % högre i sina prognoser. Vi väljer dock att ange spotpris då vi ser marknadens prissättning som mest relevant.



Elcertifikat

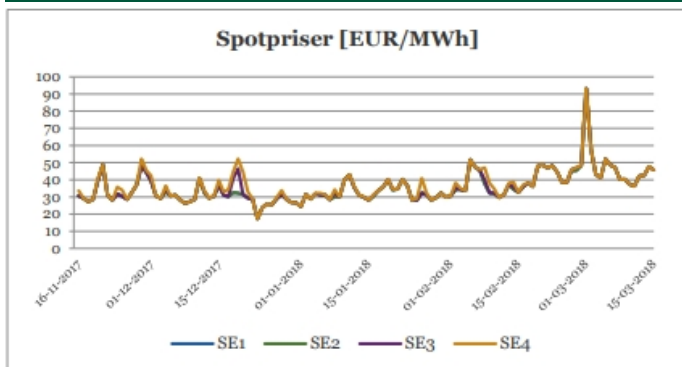
Elcertifikat har tidigare varit en viktig komponent för lönsamheten i vindkraftsbyggande, men inte längre. Vindkraften har byggts ut betydligt snabbare än förväntat i Sverige och marknaden har därför svämmats över av elcertifikat. Priset har då sjunkit drastiskt från 350 kr/MWh år 2009 till endast 6 kr/MWh idag. Senast anivna forwardpris ligger mellan 5-6 kr fram till år 2025.



Vidare förlitar sig köparna sällan på elcertifikat för att få ihop kalkylen, det hade varit en för osäker beslutsgrund för så pass stora investeringar. Vindenergin är mycket mer effektiv idag vilket gör att lönsamhet uppnås även utan elcertifikat. De som framförallt drabbas negativt av de låga priserna är de som äger gamla vindkraftparker som etablerades för många år sedan. Dessa har inte lönsamhet utan elcertifikaten på grund av att turbinerna är mindre effektiva. För Eolus har detta ingen betydelse eftersom deras verksamhet är projektering av nya vindkraftparker.

Eolus har genomfört sina projekt så att de kan stå på egna ben utan elcertifikat ända sedan 2015. Att bolaget har sålt av en stor del av sina vindkraftparker för egen produktion ser i dagsläget ut att ha varit en bra strategi.

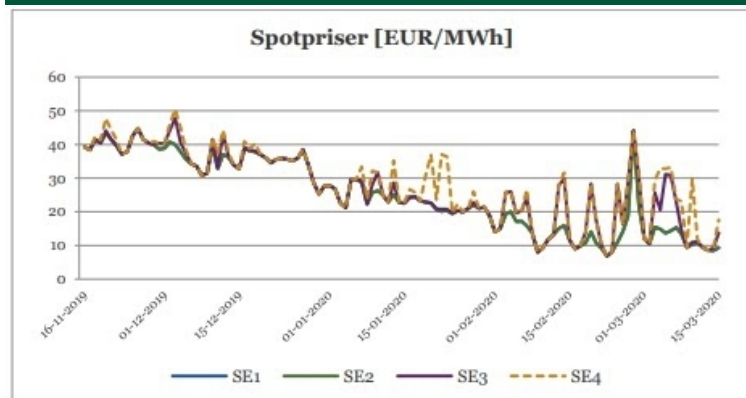
Elpriser i Sveriges fyra zoner 2017-2018



Figur 4. Dagnsmedelpriser på dagen före-marknaden i Sveriges elområden vintern 2017/2018. Källa: Nord Pool.

Priserna i de fyra zonerna samkör med varandra

Elpriser i Sveriges fyra zoner 2019-2020



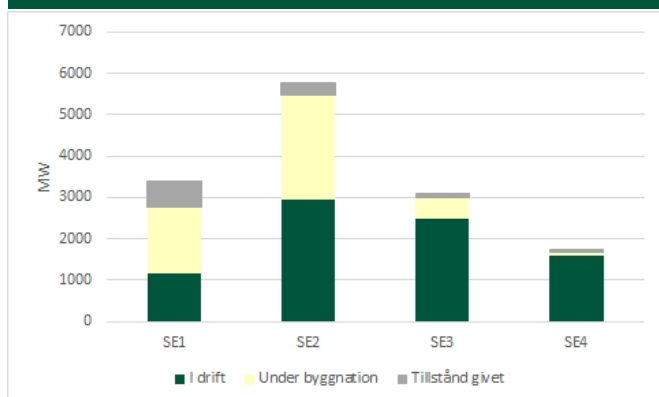
Figur 4. Dagnsmedelpriser på dagen före-marknaden i Sveriges elområden vintern 2019/2020. SE4 är streckad i figuren för att bättre visa linjen för SE3, som ofta ligger direkt under. Källa: Nord Pool.

*2019 och 2020 har priserna istället periodvis skiljt sig åt mycket mellan norr och söder.
Trenden tycks bara bli starkare*

Men varför inte bara bygga vindkraftparker i södra Sverige då? Som vi har gått igenom tidigare är det komplicerade och långdragna processer att bygga vindkraftparker i Sverige. Även om det byggs vindkraft i södra Sverige så är regionen mer tätbefolkad vilket gör det svårare att uppföra projekt där jämfört med Norrland. Vidare finns det fler områden i Norrland med kraftig vind såsom på kalfjäll. Effekten av detta ses i tabellen nedan.

I zon SE4 (längst söderut i Sverige) byggs idag vindkraft för 90 MW. Motsvarande siffra för de två nordligaste zonerna är över 3000 MW. Utbyggnaden i Norrland innebär att problematiken mellan norr och söder framöver tycks öka istället för att minska, eftersom mer produktion i Norrland ökar elutbudet och bör minska priserna där.

Vindkraft under uppförande i de olika zonerna



Som ses är det väldigt mycket vindkraft som byggs i de norra delarna av Sverige

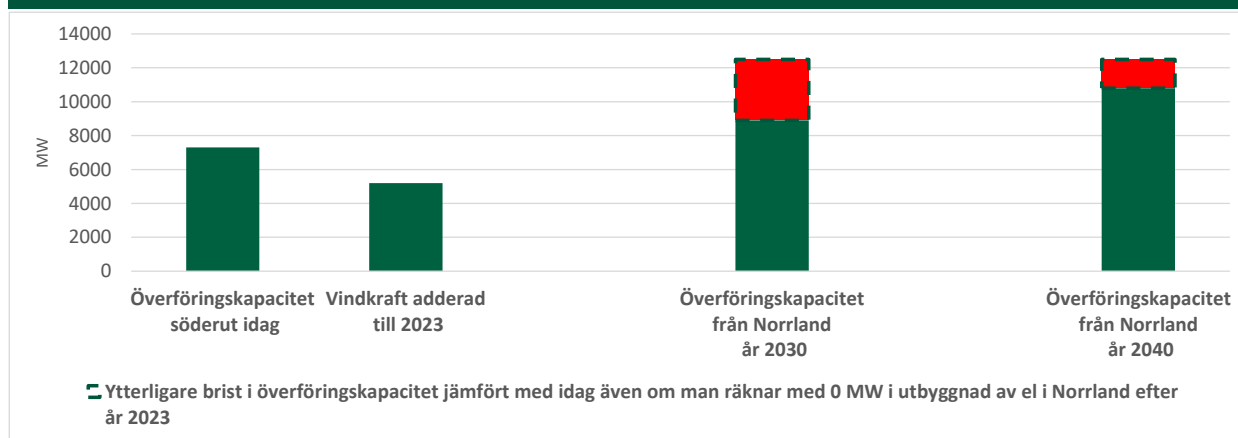
Överföringskapacitet från Norrland

En enkel lösning på problemet är såklart att bygga ut elnäten i Sverige så att elen kan transporteras och säljas till områden med större elbehov. Beslutsprocesserna att bygga ut elnäten är dock komplicerade och mycket långa. Svensk kraftenergi skriver själva att det tar 10-12 år från första beslut om att utbyggnaden behövs till dess att elledningarna har tagits i drift.

Dagens överföringskapacitet söderut på 7300 MW planeras byggas ut med 2700 MW till 10 000 MW år 2040. Svensk vindenergi räknar dock med att mer än 3000 MW ny vindelproduktion kommer vara färdigställd redan år 2023 i den norra delen av Sverige.

Även år 2040 så kommer därmed inte den planerade överföringskapaciteten kunna tillgodose 2023 års produktion. Priserna bör således fortsatt vara låga i norra Sverige under lång tid framöver (minst till år 2030). Detta bör reducera investerarens vilja att investera i norrländsk vindkraft och därmed begränsa Eolus möjligheter i en region som historiskt har stått för en betydande del av deras projekt. På sikt bedömer vi dock att politikerna ser behovet och värdet av utbyggd överföringskapacitet, även om det inte realiserats förrän tidigast på 30-talet.

Överföringskapacitet från norra till södra Sverige



Det röda området visar ca den ökade bristen i överföringskapacitet som vi estimerar

Överföringskapaciteten till våra grannländer och hur den förändras påverkar såklart också situationen. Gällande Finland kommer en ny förbindelse på 800 MW att tas i bruk om några år, men samtidigt kommer Finland att bygga en kärnkraftreaktor om 1600 MW vilket gör nettoeffekten av deras importbehov från Norrland till minus 800 MW.

Norge har elöverskott idag men bygger betydande nya ledningar till Tyskland och Storbritannien om sammanlagt 2100 MW. Problematiken med export till kontinenten via Norge är dock att denna sker från södra Norge och vår överföring dit sker från södra Sverige (SE3).

Det blir därför svårt för Norrland att dra nytta av Norges export till kontinenten. Även till Baltikum går elen via södra Sverige. Vidare finns planer på byggnation av 8600 MW ny vindkraft i Norge, vilket vid byggnation skulle minska importbehovet från Norrland. Det är dock högst oklart hur mycket som faktiskt kommer att byggas av de 8600 MW.

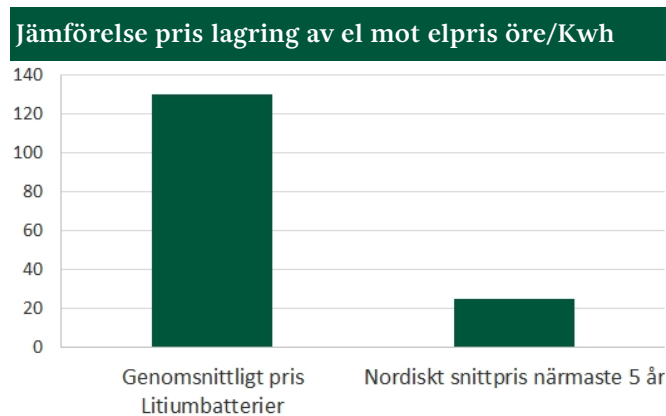
Vår redogörelse är en förenkling av en komplicerad situation, men vår slutsats är att förändringarna i våra grannländer inte bör lösa situationen.

Att lagra elektriciteten

Ett sätt att i teorin lösa överföringsproblematiken samt göra investeringar i förnybar energi mer attraktiva är energilagring. Elektriciteten kan då lagras under tider av starka vindar eller sol, för att sedan användas när det blåser lite och solen har gått ner. Energilagringen bör därför jämna ut priserna.

IRENA räknar med att kostnaden för energilagring kommer minska med mer än 50 % mellan 2016-2030. Vidare räknar Bloombergs Energy storage outlook med att marknaden växer från 2018 till 2040 med mer än 100 gånger, från 9 GW till 1095 GW.

Problemet gällande energilagring i Sverige är att det låga elektricitetspriset gör att investeringar i lagring av energi i Norden har dålig lönsamhet. Som ses nedan är diskrepansen fortfarande väldigt stor mellan priset för elektricitet i Norden och priset för att installera exempelvis litiumbatterier för lagring av elektricitet.



Det finns dock redan exempel på användning i Norden såsom Neoens batterilagring vid en vindkraftpark i Finland, eller Vattenfalls batterianläggning i Landskrona. Batterianläggningar kan förutom att sänka det genomsnittliga priset på elektricitet, även öka stabiliteten i näten och öka effektiviteten. Vi bedömer dock att de begränsade kommersiella fördelarna med energilagring på kort sikt kommer innebära att det dröjer innan energilagring kommer påverka Sveriges energimarknad nämnvärt. Det är dock en positiv option för Eolus framöver då tekniska framsteg kan förändra hela marknaden till det bättre.

Effekten på Eolus

Även om vi har målat upp orosmoln så har vi identifierat fem för Eolus positiva faktorer som bör minska påverkan från den bristfälliga överföringskapaciteten i Norrland:

Eolus diversifierade portfölj

Eolus har expanderat produktmässigt till solkraft och energilagring. Lagring av el kommer bli allt viktigare ju mer förnybar energi som byggs och vi ser det som positivt att Eolus har gått in i detta segment.

Teknikutveckling och lägre kostnader

Teknikutveckling leder till lägre kostnad för att utvinna el ur vindkraft. Skulle priset i teorin på el per MW sjunka lika mycket som kostnaden per MW sjunker för att bygga vindkraftverk, kommer dessa effekter ta ut varandra. Vi estimerar dock att teknikutvecklingen har väldigt svårt att ta bort hela effekten.

PPAs

Ytterligare en mitigerande faktor är de Power purchase agreements (PPAs) som blir allt vanligare inom förnybar energi. I ett PPA köper exempelvis en stor elförbrukare likt Google (som Eolus har slutit liknande avtal med tidigare) ett kontrakt med ett förutbestämt elpris under lång tid framöver. Detta blir en win-win då elproducenten får en förutsägbar lönsamhet och köparen slipper bry sig om fluktuationer i elpriset och förbättrar sin hållbarhetsprofil. PPAs växer snabbt och under 2019 tecknades PPAs motsvarande ca 19 GW globalt, en ökning från ca 13 GW år 2018.

Mindre positivt gällande Sverige specifikt är att vi har lägst pris för PPAs i hela Europa. Vi tror att det till stor del beror på situationen i norra Sverige. Prisskillnaden i Europa är relativt stor och priset kan vara dubbelt så högt i exempelvis Storbritannien.

Geografisk expansion

Eolus projektportfölj ökade mellan aug 2019–aug 2020 i Estland, Finland, USA och Lettland.

Total projektportfölj Eolus Vind							
Land	Tidig projektutveckling	Försäljningsfas	Projekt under etablering	Totalt vind	Sol	Lagring	Totalt förnybart
Sverige	2119	338	0	2457	0	0	2457
Norge	0	0	400	400	0	0	400
Finland	21	44	0	65	0	0	65
Lettland	399	172	0	571	0	0	571
Estland	176	0	0	176	0	0	176
USA	335	0	47	382	1410	783	2575
Totalt	3050	554	447	4052	1410	783	6245

Väldigt långsiktiga investeringar

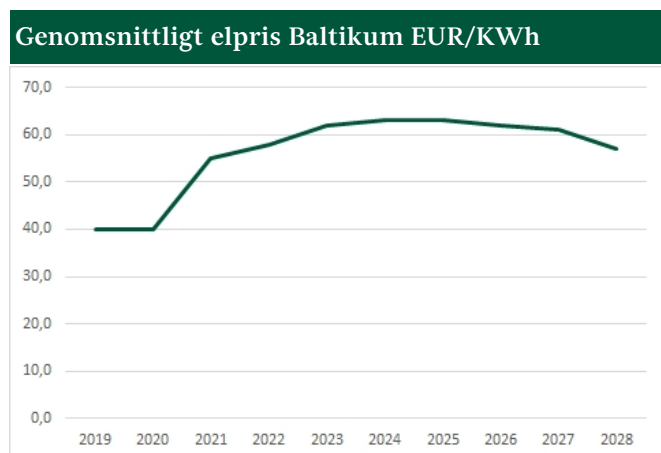
Vidare är investeringar i vindkraftparker generellt väldigt långsiktiga. Investeringskalkylen bygger på intäkter upp emot 30 år eller mer. Överföringsproblematik de närmaste 10 åren minskar därför rimligen något i betydelse för dessa investeringar, även om det såklart inte tar bort effekten.

Sammanfattningsvis ser vi en viss problematik för den svenska vindkraftsutbyggnaden på grund av överföringsbrist i elnäten. På grund av förnybar energis natur med stor lokal produktion när det blåser är överföringskapaciteterna en viktig aspekt att följa vid analys av vindkraftsbolag i Sverige. Vi tycker dock att Eolus navigerar situationen väl och tror att effekten kommer vara begränsad för företaget specifikt. Det kan dock innebära något minskad tillväxt i den svenska delen av företaget. Framförallt tror vi att Eolus framöver kommer att etablera fler små projekt i södra Sverige, istället för stora projekt i norra Sverige.

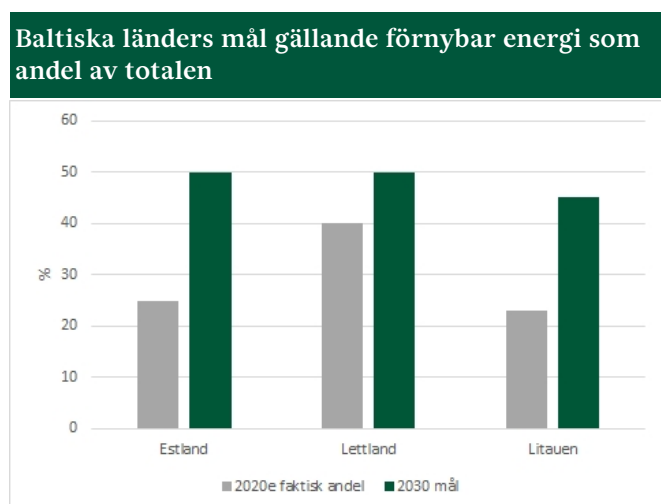
Eolus marknader utanför Sverige

Baltikum

I Baltikum har en del oljekraftverk tvingats att stänga senaste tiden i enlighet med ett EU-direktiv. Baltikum är nettoimportör av el idag och ICIS beräknar att priserna kommer höjas under många år framöver och ser ut att ligga klart över det nordiska snittet.



Vidare siktar de baltiska länderna på att minska sitt beroende av elimport från Ryssland. Detta tror vi kommer att öka investeringsviljan i förnybar energi. Vi tror att Eolus har goda möjligheter att etablera vindkraftverk i regionen, utöver deras nuvarande projekt i Lettland. Länderna själva har dessutom satt upp ambitiösa mål för andelen elproduktion som ska vara förnybar år 2030.



USA

Joe Biden säger att en transformation av elsektorn är den största motorn för jobbskapande detta århundrade. Vidare kallar han det en revolution och säger sig vilja investera 2 biljoner USD i sin "the new green deal". Så mycket mer bullish för den förnybara sektorn blir det inte.

Biden-vinst i valet gynnar därmed såklart Eolus genom deras verksamhet i USA. Därutöver kan en ledartröja på USA i frågan troligen sporra andra länder att öka tempot i sin egen omställning till förnybar energi.

Tillväxten av förnybar energi i USA är betydande även utan en vinst för Biden. Exempelvis har Kalifornien, världens femte största ekonomi, som uppsatt mål att växa sin andel förnybar energi med 33 % närmaste 5 åren. Dessutom har Kalifornien ett högre elpris än snittet i USA och det är i denna stat som Eolus har bedrivit sin amerikanska verksamhet hittills. Speciellt solkraft har väldigt gynnsamma förhållanden på många platser i USA och vi räknar med att Eolus kommer ha möjlighet till fler projekt på andra sidan Atlanten framöver.

Konkurrens

Det finns många aktörer inom förnybar energi i Sverige likt Vattenfall och Fortum, men för Eolus finns det två tydliga peers i form av Arise Windpower och OX2. Arise säljer elektricitet genom att äga parkerna själva i större utsträckning än vad Eolus och OX2 gör. OX2 är väldigt likt Eolus och något större sett till omsättning, men ej börsnoterat. Bolaget har också slutit ett avtal med SCA som liknar det Eolus tecknade.

Givet lönsamheten i affären och det stora intresset att investera i förnybar energi så ser vi det som naturligt att konkurrensen kommer att öka något framöver. Vi tror att institutionella aktörer möjligen kan gå in och förvärva projekt i en ännu tidigare fas än idag vilket skulle kunna pressa upp priserna på outvecklade utvecklingsprojekt som Eolus själva vill förvärva. I sitt senaste förvärv av tillgångar i ett tidigt stadie inledde Eolus ett samarbete med säljaren Vindkraft Värmland istället för att göra ett rent köp. Vindkraft Värmland bör därmed vara med på en del av vinstkakan och vi tror att det är möjligt att se mer av denna modell framöver.

Gällande större aktörer som Vattenfall så projekterar de mest sina egna vindparker. Vår uppfattning är att deras stora och mindre agila organisation har svårt att konkurrera med aktörer likt Eolus inom extern projektering av vindkraftparker, som ofta är komplext och snabbföränderligt.

Finansiell historia

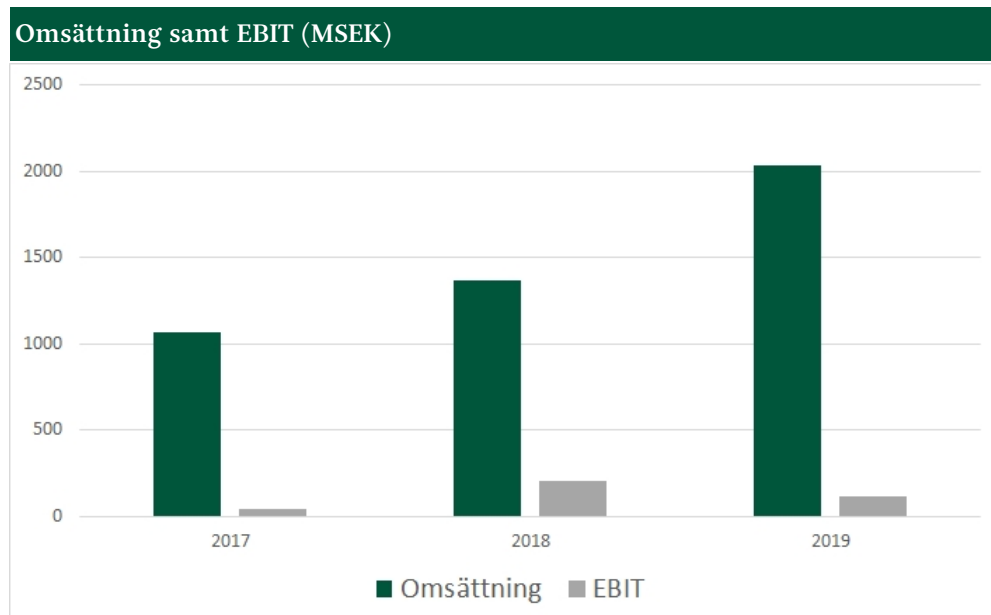
	2017	2018	2019
Omsättning	1083	1389	2091
Avkastning på EK	3,84	23,83	14,93
FCF	81	240	465
FCF-marginal	8%	17%	22%
EBIT	40	202,4	118,3
EBIT-marginal	4%	15%	6%
Vinstmarginal	2%	14%	6%
Nettoskuld	-168	-371	-800
Nettoskuldsättning	-19%	-20%	-39%

Direktavkastning snitt 10 år 7%

Eolus har en imponerande finansiell historia och har gått med vinst 29 år av sin 30-åriga historia. Det är viktigt att notera att resultaten för enskilda kvartal är av väldigt liten betydelse på grund av de slagiga intäkterna från enskilda projekt.

Eolus gör en successiv vinstavräkning av sina projekt i takt med att de uppnår milstolpar i leveransen och vinstavräkningen under kvartalet då projekt färdigställs blir oproportionerligt stor. En betydligt lägre omsättning jämfört med föregående kvartal är därför inte något anmärkningsvärt för Eolus. Exempelvis var omsättningen i Q4 2019 1077 Msek, men 322 Msek kvartalet efter.

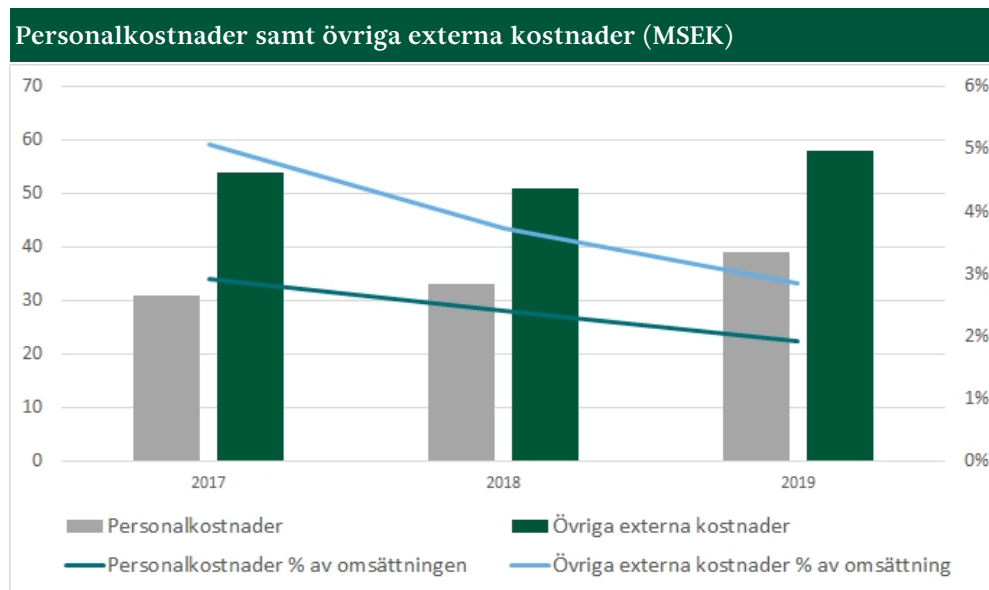
Omsättningen har ökat i stadig takt de senaste åren och vi ser det huvudsakligen som en konsekvens av att vindkraften har blivit mer kostnadseffektiv. Vidare tror vi att den låga räntan har gjort att jakten på avkastning har sökt sig till vindkraft. Vi tror att båda dessa trender kommer att fortsätta.



Ebit minskade 2019 på grund av att färdigställandet av det stora projektet Kråktorpet inte gick enligt plan. Eventuella förseningar eller komplikationer i byggprocessen kan slå hårt mot Eolus intjäning och exemplet Kråktorpet är värt att ha i beaktande.

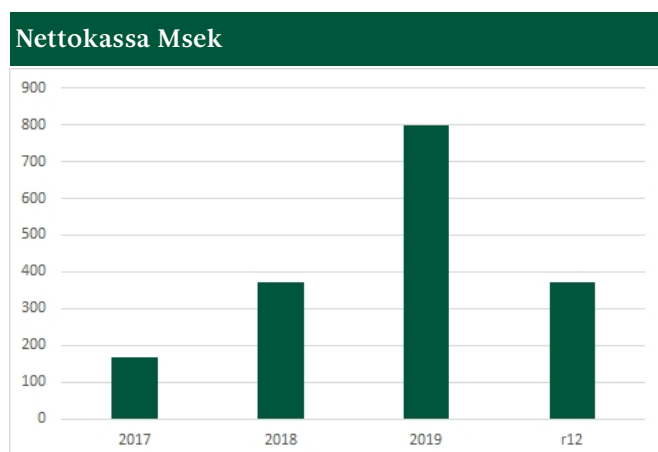
Eolus lyckas hålla sina grundkostnader i form av personalkostnader och övriga externa kostnader (där ingår kontorshyra och dylikt) relativt konstanta, oavsett om omsättningen ökar. Att kostnaderna inte ökar i samma takt

som omsättningen visar på verksamhetens skalbarhet. Hur lönsamma enskilda år blir beror sen på hur lönsamma de olika enskilda projekten är.



När omsättningen ökar sjunker personalkostnader som andel av omsättning, vilket visar på skalbarhet

Bolaget har historiskt haft en stark balansräkning och bra direktavkastning. Inkluderar man en stor extrautdelning år 2014 på 35% av Mcap så snittar bolaget över 7 % i direktavkastning de senaste 10 åren. Vi tror att en ny extrautdelning ligger i korten framöver. Både Bäckhammar och Stigafjellet har överlämnats under föregående kvartal vilket gör att vi väntar oss att nettokassan har ökat kraftigt redan vid nästa kvartalsrapport, vilket ökar utdelningsutrymmet.



Slutligen är det värt att notera att Eolus historiskt har haft ett brutet räkenskapsår men ska i år ändra till kalenderår. 2020 kommer Eolus därför ha 5 kvartalsrapporter och dessutom kommer det femte kvartalet att vara 4 månader.

Estimat

Eolus har under de senaste 30 åren bevisat sin förmåga att kontinuerligt tjäna pengar på vindkraft och vi tycker att framtiden ser ljus ut. Vindkraft är idag betydligt mer konkurrenskraftig ekonomiskt än för bara några år sedan, ESG-trenden ökar för varje år och jakten på avkastning i en miljö med nollräntor har intensifierats. Vi har gjort följande antaganden:

- Vi räknar med att Eolus lyckas sälja alla sina projekt som är i försäljningsfas eller under etablering. Vidare räknar vi med att ca 50 % av bolagets projekt i tidig fas kommer att säljas. Vi baserar detta på den historiska genomförandegraden samt bolagets uppskattning
- Vi tror att Eolus kommer att expandera till minst en ny marknad de närmaste åren.
- Drift och förvaltning tror vi kommer att uppvisa en snabb tillväxt vilket ökar de stabila intäkterna något. Segmentet är dock väldigt litet sett till andel av omsättningen
- Vi räknar med ca 12 % i Ebit-marginal för Eolus. Vårt antagande förutsätter att alla projekt hamnar i Eolus resultaträkning i sin helhet, oavsett vem som finansierar byggnationen

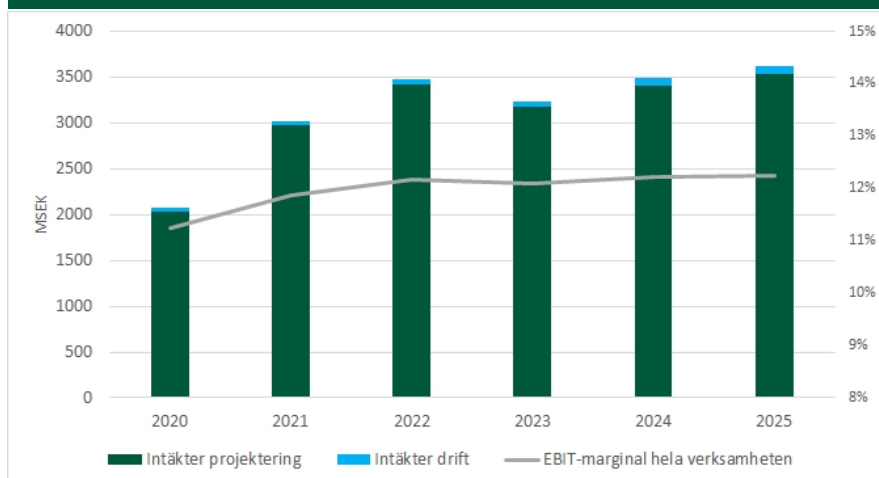
Finansiella estimat Eolus						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Omsättning	2057	3014	3472	3237	3485	3618
EBITDA	269	361	425	392	426	443
<i>EBITDA-marginal</i>	13%	12%	12%	12%	12%	12%
EBIT	231	357	423	390	424	441
<i>EBIT-marginal</i>	11%	12%	12%	12%	12%	12%
Vinst	175	276	327	301	328	341
<i>Vinst-marginal</i>	8%	10%	10%	9%	9%	9%

Vårt att notera är att Bäckhammar som överlämnades under förra kvartalet redovisas något annorlunda än andra projekt. EBIT blir samma men omsättning och kostnader minskar med drygt 50 %. Detta påverkar inte företagets intjäning eller verksamhet, men omsättningen kommer bli lägre och marginalen bättre i innevarande år än normalt. Vi tror dock att Wind Walls försening kommer innebära en sämre marginal i det projektet, vilket sammantaget gör rörelsemarginalen för år 2020 till 11 %, en marginellt lägre marginal än vår övriga prognosperiod. Vårt att notera är att vi gör en relativt konservativ uppskattning av lönsamheten från Wind Wall efter förseningarna. Vi räknar med ca 40 Mkr extra kostnader, att jämföra med projektets värde om 630 Mkr.

Öyffjellet estimerar vi kommer att generera ett nytt rekordår för Eolus år 2021 med över 3 mdkr i omsättning. Vi tror att bolaget sedan kan hålla den höga nivån med en årlig omsättning > 3 Mdkr på grund av bolagets starka pipeline.

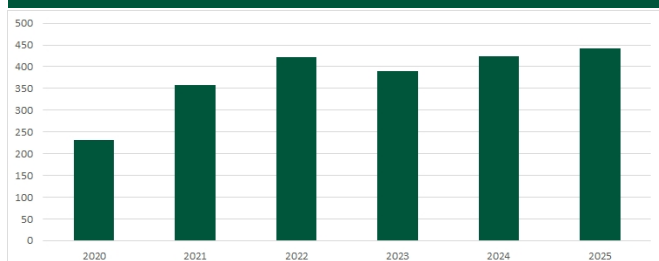
Som tidigare nämnt varierar lönsamheten mellan projekt beroende på flera faktorer, inte minst eventuella komplikationer vid färdigställandet, samt om Eolus själva finansierar projektet eller inte. Bortom Öyffjellet är det dock svårt att prognosticera de individuella projektens lönsamhet och vi räknar därför med en stabil "bruttomarginal" (intäkter efter "förändring i varulager" samt "kostnad för varor och projektering") om ca 14 %. Tabellen nedan illustrerar att vi estimerar projekteringen som den absoluta merparten av Eolus försäljning framöver.

Intäkter projektering och drift

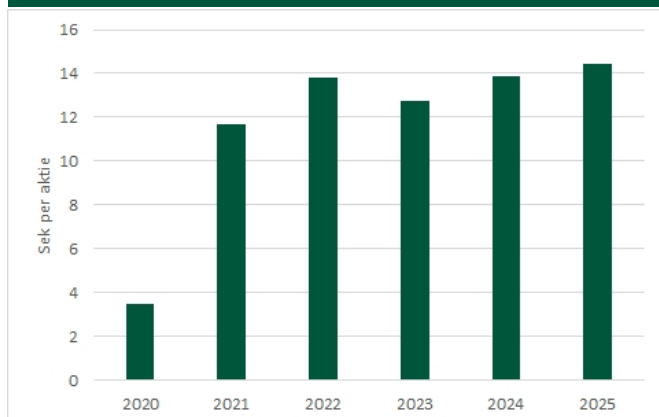


Eolus har visat historiskt att de kan hålla nere personalkostnader samt övriga rörelsekostnader även när omsättningen från projekten skalar, och vi räknar med att så blir fallet framöver också. Vi estimerar därför bara en mindre ökning av dessa kostnader under prognosperioden vilket leder till sammanlagd EBIT och EPS enligt nedan. Att 2022 visar något högre EBIT än de efterföljande åren beror på att vi under det året estimerar delar av vinstavräkningen för solprojektet i USA, de tre mindre parkerna i södra Sverige samt en del av projekten i försäljningsfas. Som ses nedan får vår uppskattade minskning i lönsamhet från Wind Wall relativt stor påverkan.

EBIT Eolus Vind



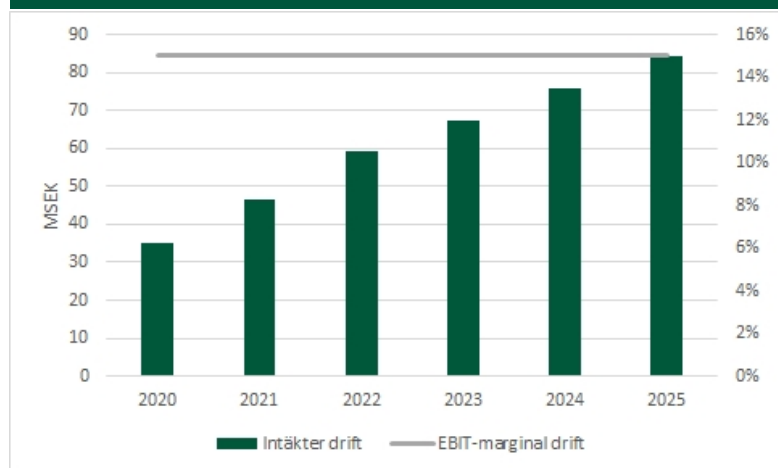
Vinst per aktie Eolus Vind



Drift och service

Eolus kommer att bedriva drift och service för Öyfjellet och Windwall, vilket innebär att antal MW i drift kommer att öka från dagens 903 MW till 1362 MW under nästa år. Vi räknar med ca 37 tkr i årliga intäkter per MW. Efter år 2021 räknar vi relativt konservativt på ökningen i MW under förvaltning. Det resulterar ändå i en kraftig ökning av intäkter från förvaltningssegmentet för Eolus. Vi estimerar att dagens EBIT-marginal om 15 % kommer att upprätthållas för segmentet och att intäkterna är ca 80 MSEK år 2025.

Intäkter drift och förvaltning



Balansräkning och utdelning

Eolus hade en nettokassa om ca 400 Mkr vid senaste kvartalsrapporten. Dessutom räknar vi med att bolaget kommer frigöra stora mängder kapital under innevarande kvartal genom överlämning av Stigafjellet och Bäckhammar. Vi räknar därför med att bolagets nettokassa kommer att uppgå till en bra bit över 1 Mdkr vid utgången av år 2020.

Även år 2021 estimerar vi att bolaget kommer uppvisa en stor nettokassa då Öyfjellet binder relativt lite kapital eftersom Eolus själva inte finansierar projektet. En stark balansräkning är positivt för Eolus eftersom det möjliggör att finansiera projekten själva, men vi har ändå en stark tro på att bolaget kommer genomföra stora utdelningar de närmaste åren.

År 2014 hade Eolus en direktavkastning på ca 35 % från en engångsutdelning. Vi tror inte att en utdelning av den magnituden ligger i korten framöver, men vi räknar med ca 10 % år 2021. Vidare tror vi att projekten år 2022 kommer att binda mer rörelsekapital och estimerar därför en lägre nettokassa och att utdelningen går tillbaka till en mer normal nivå om ca 3 %. Det är dock mycket möjligt att vår tidslinje förskjuts med ett år och att en större utdelning kommer år 2022 istället.

Direktavkastning och nettokassa Eolus Vind

	2020e	2021	2022
Nettokassa Mkr	1418	1004	670
Direktavkastning %		10%	3%

Värdering

Vi använder huvudsakligen en DCF-modell för att värdera Eolus och ser ett motiverat värde om 190-200 kr per aktie. Värt att notera är att variationen i lönsamhet mellan åren är stor på grund av leverans av enskilda projekt och att sätta en multipel för individuella år blir därför något missvisande. Vi gör även en peervärdering som indikerar att Eolus är lågt värderat jämfört med sina utländska kollegor.

Kassaflödesvärdering

Vår kassaflödesvärdering baseras på en explicit prognosperiod fram till år 2025 och efter det ett terminal value. Vi använder oss av en diskonteringsränta om 10 %. Man kan argumentera för att diskonteringsräntan borde vara högre såväl som lägre. Vindkraft är en tämligen säker infrastrukturinvestering som många pensionsbolag använder sig av som investeringsalternativ med låg risk. Men samtidigt står Eolus för en betydande del av byggrisken i projekten och är därför utsatt för risken att projekt försenas eller blir dyrare än väntat. Detta accentueras av att projekten är stora och enskilda förseningar kan därför påverka resultatet betydligt. Vidare så kan elpriset påverka hela branschen och det är en faktor som Eolus inte har någon kontroll över.

DCF-värdering Eolus Vind

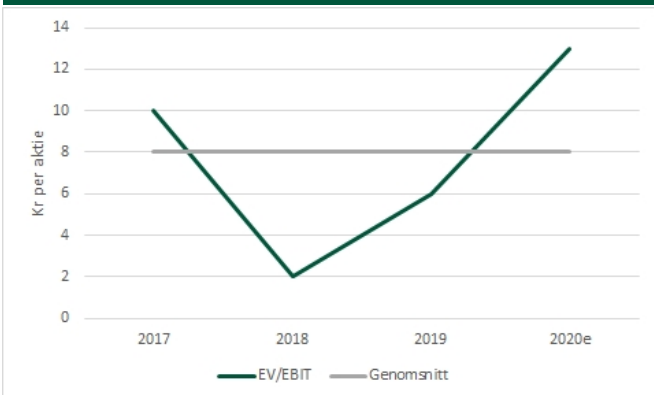
Diskonteringsränta 10%

Nuvärde av FCF	1809 Msek
Terminal value	2383 Msek
Nettoskuld	-400 Msek
Totalt värde	4592 Msek

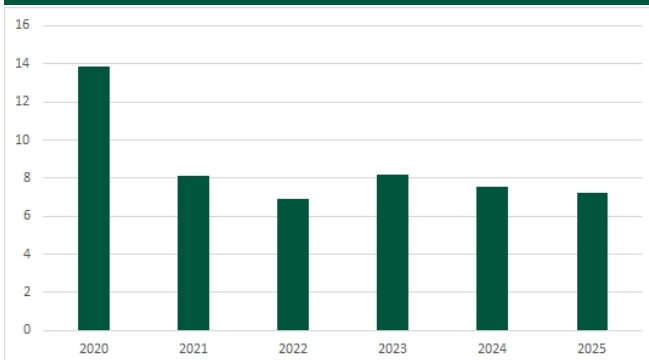
Antal aktier	24,6 m
Värde per aktie	192 sek
Dagens aktiekurs	133 sek
Uppsida %	44%

Aktiekursen har stigit kraftigt från 22 kr per aktie år 2017 till 133 kr idag, men vi ser ändå inte aktien som övervärderad. Vi anser att aktien tidigare var lågt värderad (exempelvis 2 i EV/EBIT 2018) och dessutom har den fundamentala utvecklingen i bolaget varit stark de senaste åren. Vindenergi är idag ett betydligt mer kostnadseffektivt tillgångsslag på grund av den tekniska utvecklingen som har skett i branschen, vilket återspeglar sig i verksamheten.

EV/EBIT historik



EV/EBIT Eolus Vind prognos



Peer-värdering

Det mest iögonfallande gällande Eolus peer-värdering är att de utländska bolagen verkar ha högre värderingar. Exempelvis Neoen i Frankrike har för rullande 12 månader P/B 6,1 och EV/EBITDA 23, att jämföra med P/B 4 respektive EV/EBITDA 12 för Eolus. Ifall det utländska kapitalet söker sig till svenska aktier inom vindkraft istället för att som idag huvudsakligen investera i vindparkerna direkt, är det inte omöjligt att en väsentlig uppvärdering sker för Eolus.

Vidare är det imponerande att se Eolus som enda aktör med en nettokassa i denna kapitalintensiva bransch. Övriga aktörer har en relativt hög skuldsättning vilket gör att Eolus i den aspekten är en mindre riskfylld aktie. Den värderingsmultipl där Eolus är förhållandevis dyrast är P/B, vilket beror på att Eolus i mindre utsträckning äger egna parker inom förnybar energi.

Peer-tabell Eolus Vind

Bolag	Mcap MEUR	EV/EBITDA		P/E		EV/Sales				
		R12	2021e	2022e	R12	2021e	2022e	R12	2021e	2022e
Eolus Vind B	403	12	8	7	23	12	10	2	1	1
Neoen	4092	23	23	19	99	131	87	21	19	15
Voltaia	1735	29	24	17	-	127	54	11	11	9
EDP Renovaveis	13224	15	11	11	34	30	32	10	9	9
Arise	131	10	15	6	28	-	10	5	7	2
Enlight Energy Rg	1229	47	-	-	-	-	-	31	-	-
Falck Renewables	1681	14	12	12	39	46	39	6	7	6
Average		23	16	11	30	56	30	11	7	5
Median		19	15	11	31	38	32	8	7	6

Peer-tabell Eolus Vind

Bolag	Mcap MEUR	R12	P/B		Vinstmarginal		Nettoskuld/EBITDA
			2021e	2022e	2021e	2022e	R12
Eolus Vind B	402,6	4,2	2,7	2,2	10%	10%	-2,3
Neoen	4092,1	6,1	5,5	8,5	9%	10%	7,5
Voltaia	1734,8	2,9	2,7	-1,2	6%	10%	6,1
EDP Renovaveis	13224,2	1,8	1,7	22,6	26%	21%	2,7
Arise	130,6	1,9	1,6	12,5	1%	20%	2,9
Enlight Energy Rg	1229,3	4,1	-	-7,2	-	-	13,0
Falck Renewables	1681,5	3,1	2,9	11,0	10%	11%	3,9
Average		3,0	2,4	8,1	12%	13%	4,4
Median		3,0	2,7	11,0	10%	11%	3,4

Eolus har kontinuerligt adderat nya projekt historiskt vilket vi även räknar med framöver. Det är inte bara nettokassan och den starka pipelinen som talar för en högre värdering, utan även vår tro på bolaget fundamentalt.

Risker

Eolus verksamhet har flera betydande risker. De vi har identifierat som mest signifikanta är:

Risk att projekt blir dyrare än planerat

Risken att projekt blir försenade eller stöter på komplikationer är av stor betydelse för Eolus. Om exempelvis marginalen är 10 % för ett projekt och förseningar gör att det blir 5 % dyrare, så försvinner 50 % av all vinst för Eolus i projektet. Eftersom enskilda projekt kan vara väldigt stora blir denna risk än mer påtaglig. 2019 blev projektet Kråktorpet dyrare än tänkt vilket slog mot vinstmarginalen för helåret som blev ca hälften jämfört med år 2018.

Eftersom det stora projektet Öyfjellet byggs på hög höjd långt norrut kan byggnation ej ske när det är som kallast. Projektet har därför ett väldigt pressat tidsschema vilket gör marginalen för förseningar väldigt låg samtidigt som projektet är Eolus största någonsin.

Räntan

En stor drivkraft för institutioner att investera i vindkraftsparker är bristen på relativt säker avkastning eftersom räntan är låg eller negativ. Även om säkra räntepapper i princip inte ger någon avkastning idag, kan det ändras framgent och då riskerar kapital att röra sig till räntemarknaden på bekostnad av vindkraften.

Fluktuationer i råvaror och valutor

I vindkraftverk är stål och koppar stora insatsvaror och förändringar i råvarupriserna kan slå mot Eolus lönsamhet. Detsamma gäller för silver och kisel i solpaneler. Vidare har Eolus stora flöden i framförallt euro vilket innebär att valutarisken är betydande.

Ägare

Eolus ägarbild är tämligen fragmenterad. Utöver Domneåns Kraft finns det ingen ägare med mer än 5 % innehav och institutionella storägare lyser med sin frånvaro.

Ägarlista Eolus Vind

Ägare	Värde (MSEK)	Kapital
Domneåns Kraft AB	390,44	9,55%
Avanza Pension	167,93	4,11%
Hans-Göran Stennert	147,54	3,61%
Åke Johansson	115,22	2,82%
MediumInvest A/S	90,26	2,21%
JP Morgan Asset Management	88,92	2,18%
ODIN Fonder	73,85	1,81%
Swedbank Försäkring	59,02	1,44%
Stiftelsen Riksbankens Jubileumsfond	58,34	1,43%
Anna Benjamin	55,86	1,37%
Evli Fonder	54,31	1,33%

Även om Eolus Vind har relativt många insiderägare så är beloppen relativt blygsamma.

Insynsägande Eolus Vind

Insynsperson	Befattning	Antal aktier	Värde MSEK	Kapital	Röster
Hans-Göran Stennert	Styrelseordförande	899084	143,9	3,61%	11,84%
Hans Johansson	Styrelseledamot	229225	36,7	0,92%	5,30%
Per Witalisson	VD	65711	10,5	0,26%	0,57%
Karl Olsson	Annan Befattning	7166	1,1	0,03%	0,02%
Catharina Persson	Annan Befattning	4526	0,7	0,02%	0,01%
Bodil Rosvall Jönsson	Styrelseledamot	4000	0,6	0,02%	0,01%
Richard Larsson	Annan Befattning	3176	0,5	0,01%	0,01%
Marcus Landelin	Annan Befattning	2425	0,4	0,01%	0,01%
Jan Johansson	Styrelseledamot	2000	0,3	0,01%	0,01%
Sigrun Hjelmquist	Styrelseledamot	1000	0,2	0,00%	0,00%
Hans Linnarson	Styrelseledamot	0	0,0	0,00%	0,00%

Insynshandeln har varit relativt odramatisk för Eolus det senaste året. VD har köpt aktier för ca 72 Tkr samt så sålde en del anhöriga till insynspersoner i början av mars när Covid-19 var som värst, vilket i vår mening är förståeligt.

Insynshandel senaste året

Aggregerade köp	+ 2,67 MSEK
Aggregerade sälj	- 2,41 MSEK
Netto	0,26 MSEK

ESG-analys

Att tillhandahålla vindkraftverk har en positiv påverkan på samhällets hållbara utveckling, där vindkraft hjälper samhället i dess förändringsarbete att bli mer hållbart. Eolus bedriver en ständig utveckling för att säkerställa genomgående hållbarhet i sin verksamhet.

Environment

Vindkraft är en ökande förnybar energikälla som leder till minskad klimatpåverkan. Eolus har ingen egen tillverkning eller byggverksamhet av vindkraftverk och har således en väldigt liten förmåga att påverka utsläppen av växthusgaser i dessa led. Nästa steg i Eolus hållbarhetsarbete är att identifiera och mäta sina utsläpp. Utifrån detta har man satt upp målet att för räkenskapsåret 2019/2020 kartlägga klimatutsläppen och arbeta fram förslag på en åtgärdsplan. Bolaget har även en resepolicy som innebär att man främst ska färdas med kollektivtrafik. I Sverige är kontoren placerade nära en järnvägsstation för att detta ska bli det naturliga valet vid inrikesresor.

Social

För att säkerställa god hälsa och säkerhet för sina anställda har Eolus Vind en hög ambition att minska risker för skador och sjukdomar för personalen. Under räkenskapsåret 2018/2019 etablerades en HR-tjänst för att bättre ta hand om befintliga och attrahera nya medarbetare. Bolaget tar även ett samhällsansvar genom att främja lokala entreprenörer. Därtill sätter man av pengar varje år som delas ut till lokala föreningar och aktörer. Energibranschen är överlag mansdominerad men genom att bland annat vara aktiv i sina rekryteringar har Eolus en personalstyrka som består av 31% kvinnor.

Governance

Under räkenskapsåret 2018/2019 upprättade Eolus Vind en uppförandekod som gäller anställda, konsulter och de bolag som kontrakterar i arbetet med att projektera eller uppföra anläggningar för förnybar energi. Under samma period formulerade bolaget riktlinjer för antikorrupcion med ett mål om noll korrupsionsincidenter per år.

Resultaträkning

	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning	466	1 502	693	1 066	1 366	2 032	2 057	3 014	3 472
Övriga intäkter	21	21	2	17	23	59	50	0	0
Kostnad sålda varor	-330	-1 239	-608	-923	-1 077	-1 793	-1 796	-2 553	-2 940
Bruttovinst	157	285	88	160	311	297	311	461	533
Övriga externa kostnader	-49	-63	-44	-54	-52	-58	-46	-62	-70
Personalkostnader	-23	-23	-28	-31	-33	-39	-43	-37	-38
Övriga rörelsekostnader	-11	-14	-4	-9	-5	-77	-34	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	73	185	12	66	222	123	188	361	425
Avskrivningar	-32	-94	-27	-23	-15	-5	-3	-4	-3
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	185	357	422
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	41	90	-15	43	207	118	185	357	422
Finansella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-28	-15	-13	-6	-4	-2	-40	-4	-4
Resultat före skatt	13	75	-28	37	204	116	145	353	418
Skatter	-3	5	5	-10	-5	17	-19	-78	-92
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	10	80	-23	27	199	133	126	276	327
Nettoresultat (just)	10	80	-23	27	199	133	126	276	327

Kassaflödesanalys

	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat	10	80	-23	27	199	133	126	276	327
Icke kassaflödespåverkande poster	74	356	54	65	48	-16	417	-295	661
Förändringar i rörelsekapital	-572	279	103	-1	-6	450	290	11	-650
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-488	715	134	91	241	567	834	-47	337
Fritt Kassaflöde	-490	714	124	85	240	466	930	-57	327
Utdelningar	-37	-286	-37	-37	-37	-37	-37	-380	-185
Nyemission/återköp	1	1	1	0	0	0	0	0	0
Förvärv	21	-5	29	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	229	-268	-136	-68	334	-65	48	0	0
Kassaflöde	-276	155	-20	-20	537	363	941	-437	142
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	421	-53	-140	-124	-371	-800	-1 293	-856	-545

Balansräkning

	13/14A	14/15A	15/16A	16/17A	17/18A	18/19A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	96	54	32	16	0
Materiella anläggningstillgångar	426	352	292	139	81	57	64	18	18
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
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	426	352	292	139	177	111	96	34	18
Varulager	1063	380	462	345	575	472	70	317	709
Kundfordringar	14	18	29	26	53	25	12	12	12
Övriga omsättningstillgångar	340	268	265	181	350	346	458	200	458
Likvida medel	86	242	222	202	740	1103	1418	1004	670
Summa omsättningstillgångar	1503	908	978	753	1718	1947	1959	1533	1850
SUMMA TILLGÅNGAR	1930	1259	1270	892	1895	2058	2054	1567	1868

Eget Kapital och skulder

Eget Kapital	937	731	671	658	814	888	1165	728	870
Minoritetsintressen	0	0	0	2	2	2	0	0	0
Summa Eget Kapital	937	731	671	660	816	890	1165	728	870
Långfristiga finansiella skulder	204	155	86	13	156	152	10	25	25
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	6	54	54	54
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	86	86	1	4	4	4
Summa Långfristiga skulder	204	155	86	99	242	160	68	83	83
Kortfristiga finansiella skulder	304	40	60	21	165	151	100	207	100
Leverantörsskulder	177	76	311	28	279	229	32	80	83
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga Kortfristiga skulder	308	257	141	93	393	628	688	468	732
Summa kortfristiga skulder	790	373	512	142	837	1008	820	755	915
Summa Eget Kapital och skulder	1930	1259	1270	901	1895	2058	2054	1567	1868

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 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

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