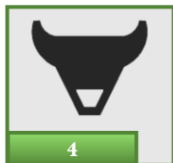
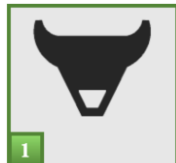


Value Drivers



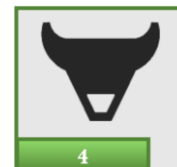
Quality of Earnings



Risk Profile



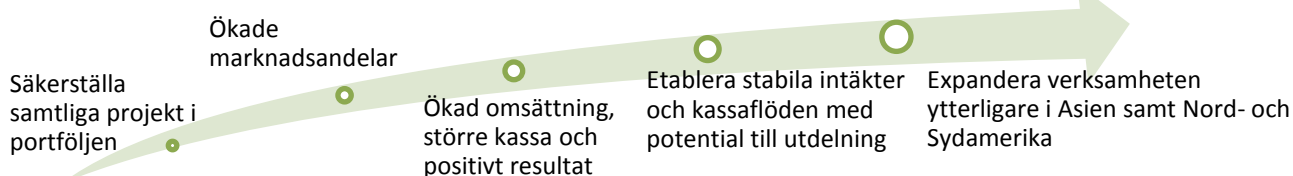
Quality of Management



- År 2016 räknar vi med att bolaget går med vinst samt ett EBITDA-resultat om 72,6 MUSD, 125 % ökning jämfört med 32,2 MUSD år 2014. Då EBITDA närmast kan liknas vid operativt kassaflöde säger detta oss att bolaget har goda möjligheter att klara av aktiviteter som expansion och utdelning.
- Under år 2018 kommer Etrions potentiella anläggningskapacitet ha stigit med 228 %. Om bolagets utestående projekt säkerställs kan omsättningen stiga från rapporterade 49,6 MUSD år 2014 till 200 MUSD under år 2018, vilket är en omsättningsökning med 300 %.
- Prognostiserat resultat före extraordinära poster år 2018 uppgår till 70,9 MUSD jämfört med rapporterat -16,4 MUSD år 2014. Antar vi samma antal utestående aktier som idag samt tillämpar en ytterligare 35 % konservativare prognos på resultatet 70,9 MUSD baserat på generella marknadsosäkerheter, ger detta med dagens aktiekurs P/E-tal 2,58. Sett till branschsnittet på 5,85 finns det därmed en uppsida på cirka 3,87 kr/aktie, vilket är en uppsida på 127 % på 4 års sikt.
- Marknaden har inte helt upptäckt marknadspotentialen för solkraft ännu. Marknaden beräknas årligen växa med 26 % fram till 2017 vilket beräknat från 2013 skulle innebära en marknadstillväxt på 155 %. Detta ger Etrion ett starkt momentum nu när bolaget expanderar sin verksamhet.



Value Drivers



Analytiker

Patrik Olofsson

Aktiekurs	3,05
52 v högsta / lägsta	4,17/2,36
Antal aktier	334 082 657
Börsvärde (MSEK)	1019,0
Nettoskuld (MSEK)	4631,8
EV (MSEK)	5650,8
Sektor	Kraftförsörjning
Lista / Kortnamn	Small Cap/ETX
Q1-rapport	2015-05-06

Utveckling

1 mån	-12,79 %
3 mån	13,21 %
1 år	-15,25 %
YTD	27,12 %

Huvudägare

	Innehav (%)
Lundin Family Ownership	24,3 %
Other Director/Managment Ownership	6,7 %

Ledning

Marco A. Northland	VD
Ian Lundin	Styrelseordförande

Insynshandel

Datum	Namn	Förändring	Totalt
15-01-09	Ovarec, Martin	65 000	102 600
15-01-08	Ovarec, Martin	11 100	96 100
15-01-07	Ovarec, Martin	9 000	85 000
14-12-31	Ovarec, Martin	500	76 000
14-12-01	Garrett, Soden	19 375	35 000
14-03-31	Heppenstall, C. Ashley	120 000	3 437 629
14-02-11	Garrett, Soden	15 625	15 625

Investment Thesis

Efterfrågan på solkraft har växt signifikant och är nu på väg att bli en mogen och ledande kraftkälla. European Photovoltaic Industry Association (EPIA) spår att den genomsnittliga årliga tillväxttakten för solkraft fram till 2017 kommer vara 26 %. År 2013 producerade världen totalt 145 GW solenergi. Med en årlig tillväxttakt på 26 % så innebär det att världen totalt producerar närmare 370 GW solenergi redan år 2017 vilket är marknadstillväxt med 155 %.

Under åren har totalkostnaderna för att installera solkraftverk minskat signifikant och kostnaderna spås fortsätta falla. År 2008 var CAPEX för byggnationen av en solkraftpark 5,85\$ per installerad watt. År 2014 är kostnaden för samma watt 1,45\$. Det är en minskning med 75 % för varje producerad watt. Detta beror på ökade skalfördelar inom branschen samt effektivare utnyttjande av material.

Framöver prognostiserar vi att intäkterna kommer att växa kraftigt för Etrion nu när anläggningar i Chile samt Japan adderas till bolagets portfölj. Från att idag ha kapacitet om 109 MW kommer bolaget år 2018 att ha en anläggningskapacitet på 357 MW vilket är en ökning med 228 %.

Effekten av den ökade anläggningskapacitet beräknar vi kunna synas tydligt redan år 2016. Vi kommer se ett ökat EBITDA-resultat under de kommande åren och redan år 2016 kommer bolaget kunna gå med vinst. År 2016 räknar vi med att bolaget kan presentera ett EBITDA-resultat på 72,6 MUSD vilket är en ökning på 125 % jämfört med redovisat 32,2 MUSD år 2014. EBITDA är närmast likt operativt kassaflöde vilket innebär att bolaget har goda marginaler att finansiera aktiviteter så som utdelning och expansion under de kommande åren. Vinsten före extraordinära poster för år 2016 beräknar vi till 2,3 MUSD, detta att jämföra med -16,4 MUSD för år 2014. För år 2018 är effekten större med ett EBITDA-resultat på 156,2 MUSD och en vinst före extraordinära poster på 70,9 MUSD.

I dagsläget uppgår de totala skulderna till 635,2 MUSD. På grund av den kapitalintensiva branschen som Etrion opererar i så har bolaget en hög skuldsättning.

Som investerare så kommer det vara mycket viktigt att följa vad kostnaden för dessa lån är då risk kan finnas att räntekostnader åter upp intäkterna. Aktuell kassa uppgår till cirka 95,3 MUSD vilket ger en nettoskuld på 539,9 MUSD. Då P/E-talet inte tar hänsyn till skuldsättningen i bolaget kan man utgå ifrån EV/EBITDA som i dagsläget är 20,5. Antar vi samma marknadsvärde, kassa och skuldsättning som bolaget har idag men tillämpar år 2016 EBITDA-resultat ger detta ett EV/EBITDA på 9,1. Detta visar på bolagets framtida förmåga att ändå klara av skuldsättningen i bolaget, baserat på stärkt EBITDA-resultat. Ledningen säger själva att en nyemission i dagsläget inte är aktuell för att klara av finansieringen.

Rutinerad VD och en stark ägare. Vi bedömer nuvarande VD Marco A. Northland som erfaren och lämplig att styra Etrion i fortsatt rätt riktning baserat på hans långa erfarenhet i branschen, höga kompetens samt breda kontaktnät. Dessutom har vi Ian Lundin som styrelseordförande med ett starkt ägande och innehav som uppgår till närmare 24,3 % av bolaget. I övrigt så har en del insiderköp gjorts på senare tid och ledningen har även flaggat för en potentiell utdelning kommande år. Det skulle då bli den första för bolaget.

På grund av vald redovisningsmetod i bolaget så har marknaden beräknat bruttomarginalen felaktigt. Korrigeringar för poster så som av- och nedskrivningar som ej skall ingå har inte gjorts vilket gör att en bruttomarginal på 51 % inte är korrekt. I själva verket är bruttomarginalen 85 %.

Sammanfattningsvis så har vi ett bolag som befinner sig i en kraftig expansionsfas och Etrion har redan börjat blicka mot ytterligare marknader i Asien samt Nord- och Sydamerika. Om alla bitar faller på plats så kommer omsättningen stiga kraftigt tillsammans med ett positivt resultat längst ned på sista raden. Riskerna bedöms framförallt bestå av den höga skuldsättningen och kostnaden för dessa skulder måste följas ytterst noggrant från investerare då de kan hota att äta upp intäkterna.

Bolagsbeskrivning

Etrion är en oberoende elproducent som för närvarande utvecklar, bygger och driver solkraftsanläggningar i Italien, Chile och Japan.



Värdering

I vår värdering av Etrion har vi valt att utgå ifrån omsättning, EBITDA-resultat samt totalresultat. Åren vi kommer värdera är 2016 samt 2018 vilket grundar sig på de projekt bolaget till dess beräkningar ha klara. Vi antar även vissa snittpriser för el baserade på dels historiska priser samt prognoser från bolaget själva om framtida priser.

År 2016 räknar vi med att Etrion kommer kunna presentera vinst på nedersta raden. Under detta år räknar vi med en total anläggningskapacitet på 163 MW från Italien, Chile samt Japan. Vi beräknar att detta kommer kunna producera totalt cirka 360 miljoner kilowattimmar (kWh). Utgår vi ifrån historiska snittpriser gällande spot- PPA- samt FiT-priser samt prognostiserade priser för detta landar omsättningen på 48,5 MUSD för helåret. Vi räknar med att resultatet före extraordinära poster för år 2016 ungefär kommer uppgå till något blygsamma 2,3 MUSD.

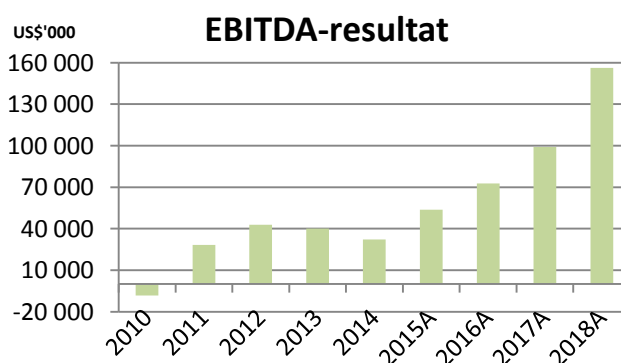
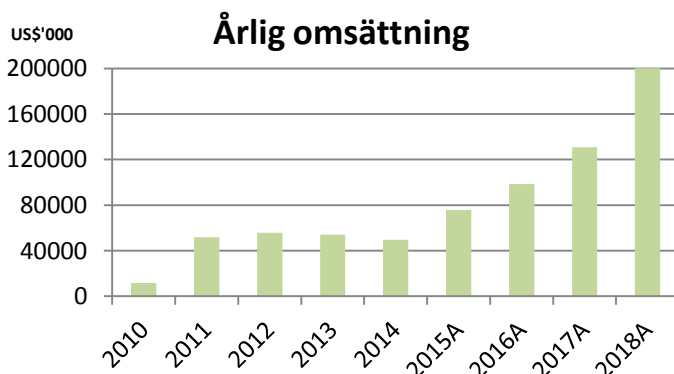
EBITDA-resultat beräknas till 72,6 MUSD för år 2016 vilket är en ökning på 125 % jämfört med 32,2 MUSD år 2014. Då EBITDA-resultatet närmast kan liknas vid operativt kassaflöde innebär detta att bolaget har goda chanser att kunna finansiera aktiviteter så som utdelningar, expansion och betalning av lån.

År 2018 kommer bolaget ha ökat sin anläggningskapacitet med 228 % och vara väl etablerade på marknaden. Vi räknar med att totala anläggningskapaciteten då kommer att uppgå till 357 MW, detta att jämföra med dagens totala kapacitet om 109 MW.

Baserat på olika effektivitetsnivåer på grund av regionsskillnader så räknar vi defensivt med att totala produktionskapaciteten kommer uppgå till så mycket som 770 miljoner kWh under år 2018. Antar vi samma priser i enlighet med tidigare stycke resulterar detta i en omsättning på 200 MUSD för helåret 2018. Detta är en omsättningsökning på cirka 300 % om vi jämför med redovisad omsättning för år 2014.

Total vinst före extraordinära poster år 2018 uppgår till 70,9 MUSD vilket kan jämföras med -16,4 MUSD år 2014. Om vi antar samma antal utestående aktier som idag samt tillämpar en ytterligare 35 % konservativare prognos på resultatet 70,9 MUSD baserat på generella marknadsosäkerheter, resulterar detta med dagens aktiekurs i ett P/E-tal på 2,58 för helåret 2018. Detta kan ställas i relation till dagens branschsnitt på 5,85. Håller vi år 2018 resultat fast och korregerar upp aktiekursen på Etrion för att matcha branschsnittet landar aktiekursen på cirka 6,92 kronor. Detta kan jämföras med aktuell aktiekurs på 3,05 kronor vilket ger en uppsida i Etrion på cirka 3,87 kr/aktie, eller då 127 % på 4 års sikt. Läsare ska vara medvetna om att jämförande branschsnitt baseras på ett antal olika energibolag noterade på den svenska börsen, inte enbart inom solkraft.

Vad vi summerat har är ett bolag som just nu lägger grunden för framtida lönsamhet. Aktien är för närvarande billig sett till framtida potential och risker bedöms främst bestå av den höga skuldsättningen. I övrigt ska läsare vara medvetna om att givna prognoser bygger på att ledningen i Etrion lyckas slutföra sina projekt. Deras förmåga för detta bedömer vi dock som mycket god och vi är totalt sett positiva till Etrions framtid.



Disclosure:

Patrik Olofsson – äger inte aktier i bolaget.

Intervju

Intervju med Marco A. Northland, Chief Executive Officer (CEO)

Vilka är era största konkurrenter i dagsläget?

Etrion var det första börsnoterade renodlade solkraftsbolaget år 2009. Vi har varit tidiga med att kliva in på de snabbast växande marknaderna så som Italien, Chile och Japan. Vanligtvis har vi långsiktiga avtal gällande försäljning av elektricitet, så vi konkurrerar inte om själva intäkterna. Vi konkurrerar med småskaliga utvecklare för att säkerställa intressanta projekt inom attraktiva jurisdiktioner.

Kostnaderna inom branschen har fallit, varför tror ni att de kommer fortsätta falla? Teknologin fortsätter att förbättras och värdekedjan blir allt mer effektiv, vilket leder till att kostnaderna faller.

Tror ni att det finns risk att den teknologin ni använder er utav idag kan komma att bli föråldrad? När vi bygger våra solparker har vi en tidshorisont på 20-30 år. När teknologin förändras köper vi ny teknologi till varje ny solkraftpark och drar på så sätt

nytta av teknologiförbättringarna och därmed också kostnadsminskningarna. Det ska också tilläggas att teknikutvecklingen inte påverkar våra nuvarande parker då dessa har byggts med en långsiktig plan på 20-30 års sikt.

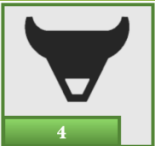
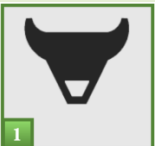
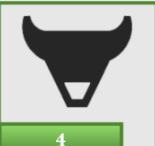
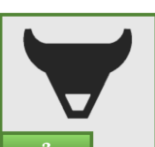
Hur kommer ni finansiera er expansion framöver?

Vi kommer främst göra detta genom egen kassa, kapital och lån säkrade med projekten för att på så vis undvika utspädning i form av nyemission för våra aktieägare.

Hur ser era långivare på att ni eventuellt kommer dela ut pengar framöver? För detta måste vi endast ta hänsyn till våra obligationsägare och dessa tillåter utdelning så länge vi kan visa på en viss nivå av kassaflöde före utdelning.

Vilka marknader tittar ni på närmast? Vi tittar mot flera tillväxtmarknader men kan för tillfället inte avslöja när vårt nästa inträde kommer ske.

Bull or Bear

	Value Drivers	Etrion har många projekt på gång och det finns en hel rad av triggers framöver i kombination med en växande underliggande marknad. Nedsidan för branschen känns låg och dagskursen är attraktiv.
	Quality of Earnings	Bolaget har inte varit verksamt särskilt länge och det är först på senare år som någon typ av stabilitet har infunnit sig i bolaget. Vi ser dock stor potential framöver för Etrion och bedömer sannolikheten som god att de ska generera starka kassaflöden och positiva resultat.
	Risk Profile	En svag soliditet, kapitalintensiv bransch, intensiv konkurrens, cykliska intäkter och en bransch som är kraftigt påverkad av makroläget i världen samt lokal politik gör att vi ser på detta med ett oroande öga. För att ge högre betyg vill vi gärna först se Etrion än mer etablerat på marknaden.
	Quality of Management & Ownership	En VD som varit med från start och som tillsammans med Ian Lundin har ett brett kontaktnät ser vi mycket positivt på. Lundin har även ett starkt ägande i bolaget. Det som sänker betyget är att övriga medlemmar i ledningen inte varit inblandade så länge. Dock har vi i dagsläget ingen anledning att sakna tillit till ledningen då dessa har bevisat en hög leveransförmåga.
	Overall View	Ett växande bolag som expanderar i en marknad med ökad efterfråga. Skuldsättningen är hög och vikten av intjäningsförmåga är essentiell. Etrion är en investering som ska hållas under en längre tidshorisont och avkastningspotentialen bedöms som mycket god med möjlighet till fina kassaflöden och positivt resultat på sista raden.

Analyst Group



Disclaimer

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övertägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom. Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.