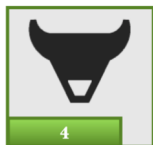
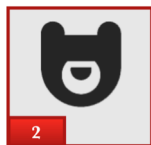


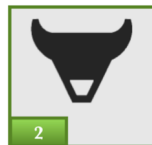
Value Drivers



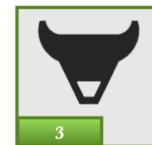
Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- **Lågt P/B på 0,5 ger en god substansrabatt** och troligtvis är det nya affärskonceptet inte diskonterat i aktuell multipl. EV/B multipl på 1,7 då bolaget har stora skulder.
- **Trolig fördubbling av erhållna tillstånd i Q2 (2015)**
Beräknar erhållna tillstånd om 380 MW. Värdet framgår inte i balansräkningen. Möjligt att marknadsvärde är upp till 360 MSEK om kvalitén är densamma som Brotorp tillståndet.
- **Whitehelm Cap och Blackrock investerar i vindkraft och är nyblivna kunder till Arise.** Låg ränta i många länder gör det attraktivt att investera i vindkraft som kan ge ROI på 6-8 %, nya liknande affärer förväntas genomföras.
- **Trolig höjning av elcertifikatkvoterna 2016** bör prisas in under senare delen av våren då regeringen fattar beslut. Utgör ca 37 % av de genomsnittliga intäkterna från vindkraftsproduktion som har ett lågt OPEX.
- **Ändrat affärskoncept minskar risken** då exponeringen mot el- och certifikatpriserna minskar. Innebär förutsägbara kassaflöden, diversifierade intäktskällor och kommer förbereda bolaget inför framtida expansion.

Analytiker

Carl Mattiasson

Aktiekurs 19.10

52 v högsta / lägsta 26,8/15,3

Antal aktier 33 428 070

Börsvärde (MSEK) 615

Nettoskuld (MSEK) 1 449

EV (MSEK) 2 054

Sektor Kraftförsörjning

Lista / Kortnamn Arise

Nästa rapport 2015-05-05

Utveckling

1 mån 1,69 %

3 mån 13,13 %

1 år - 29,02 %

YTD 5,85 %

Huvudägare Innehav (%)

JP Morgan Bank 13,0

Tredje AP-Fonden 10,00

Statkraft AS 7,5

Familjerna Hielte & Hobohm 3,5

Svenska Handelsbanken AB for PB 4,1

Ledning

Peter Nygren VD

Joachim Gahm Ordförande

Insynshandel

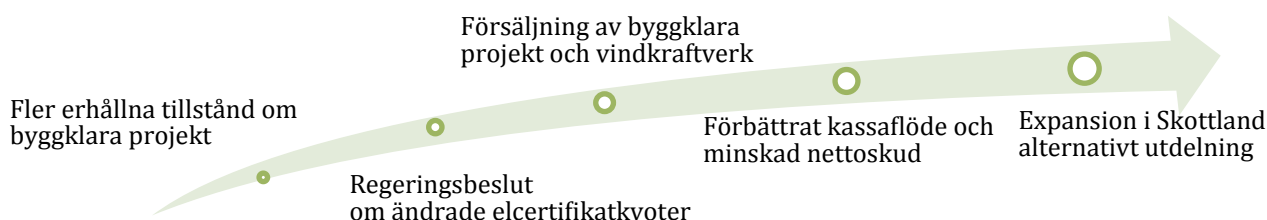
Datum	Namn	Antal	Totalt
2014-10-	Peter Gyllenhammar	250 000	750 000
2014-09	Peter Nygren	2 000	148 145
2014-09-	Peter Nygren	8 000	146 145
2014-09-	Peter Nygren	15 000	138 145
2014-08-	Peter Nygren	10 000	123 145
2014-07-	Peter Nygren	25 000	113 145
2014-07-	Peter Nygren	69 000	88 145
2014-07-	Peter Nygren**	-38 000	1 217
2014-06-	Peter Nygren*	-31 000	13 469

*Maka/Make

**Juridisk personer



Value Drivers



Investment Thesis

Subventionerna inom vindkraften bedöms öka ytterligare För att Sverige skall klara sin målsättning: hälften förnyelsebar energi 2020 och åtagandet gentemot Norge om en gemensam elcertifikatmarknad behöver certifikatkvoterna öka i en snabbare takt. Riksdagen kommer att fatta beslut under våren/sommaren och de nya kvoterna planeras att införas januari 2016. Utöver aktuellt förslag har regeringen bett Energimyndigheten om ett ytterligare förslag på att öka kvoterna då man vill öka incitamenten ytterligare. Certifikaten utgör ca 37 % av Arise intjäning från vindkraftsproduktionen. En prisökning på certifikaten vilket är syftet med kvotjusteringen kommer att starkt påverka bolagets intjäning per producerad MWh, framför allt då bolaget har ett lågt OPEX och inte planerar att investera i nya vindkraftparker kommande år.

Vindkraftsmarknaden i Europa bedöms öka med 15 % under 2015 – 2018 enligt GWEC

På längre sikt behöver investeringssituationen inom vindkraft att förbättras för att möjliggöra den förväntade marknadstillväxten. Fondförvaltaren Whitehelm Capital har köpt Storrund Vindpark och hoppas att den är den första av många fler på den nordiska marknaden. Vidare har Blackrock investerat 71 MEUR i Arises byggklara Brotorp-projekt. Vidare bedöms Tyskland avveckling av kärn- och kolkraft att påverka vindkraftsmarknaden positivt.

Insiderköp under hösten

Insiders har köpt för ungefär 4,5 MSEK under hösten med ett GAV kring 17 kr vilket indikerar på en ljusare framtid.

Ändrat affärskoncept minskar risken då exponeringen mot el- och certifikatmarknaden sjunker. Det nya affärskonceptet innebär att större fokus läggs på byggnation, projektering, drift och underhåll samt försäljning av vindkraftparker istället för att äga vindkraftparker. Anledningen till att investeringar i nya vindkraftverk skjuts upp är att ROI för låg vid rådande el- och certifikatpriser. Det

nya affärskonceptet har visat sig fungera då bolaget har sålt ett byggklart projekt till Blackrock, fått ett drift- och underhållsavtal av Whitehelm Cap nyköpta park i Storrund och sålt av vindkraftsparken i Stjärnarp till Kumbro. Vi ser positivt på bolagets anpassning till marknadsläget då drift och underhållsavtal inte är lika korrelerade till el- och certifikatpriserna. Vidare innebär det stabila och förutsägbara kassaflöden från mer diversifierade intäktskällor inom industrin vilket är positivt. Likväl kommer engångsintäkterna från försäljning och uppbyggnation av parkerna användas för att förbättra bolagets nettoskuld.

Troligt att fler vindkraftverk och byggklara projekt säljs Bolaget vill sälja byggklara projekt om 50-100 MW och två vindkraftparker om totalt 20 MW. Vi finner det möjligt att bolagets lyckas med sin intention då Blackrock och Whitehelm indikerar på att efterfrågan finns, framför allt av den sistnämnda fondförvaltaren som vill investera mer i skandinavien. Den låga räntan i många länder gör det attraktivt att investera i vindkraft som kan ge en ROI på 6-8%. Bolaget för samtal med nationella och internationella aktörer i dagsläget angående de byggklara projekten och vindkraftparker.

Expansion i Skottland när det är mer lönsamt att producera el från vindkraftverk Intäkterna från försäljning och serviceavtal kommer att användas för att förbättra nettoskulden samt förbereda bolaget för framtida expansion när investeringsläget är bättre. I dagsläget pågår en tillståndsansökan i Skottland gällande ett projekt om 20-30 vindkraftverk om totalt 150-200 MW vilket kan driva värdet på bolaget på längre sikt.

Stort beroende av subventioner och elprisets utveckling. Bolaget påverkas starkt av utvecklingen på elpriset och därmed av makrofaktorer som är svåra att påverka och förutse. Likväl är vindkraftsindustrin starkt beroende av subventioner i form av elcertifikaten vilket är en ytterligare risk på längre sikt. Vi bedömer dock subventionerna som relativt säkra då målen för 2020 är ett EU-direktiv.

Bolagsbeskrivning

Arise är ett av Sveriges ledande företag inom landbaserad vindkraft med affärsidé att utveckla, bygga och förvalta vindkraft i egen regi och för investerare i syfte att sälja el producerad med landbaserade vindkraftverk. I dagsläget står bolaget för 10 % av Sveriges vindkraftsproduktion. Bolagets portfölj består av 261 MW som de äger själva och 444 MW under management.



Värdering

P/B på 0,5 ger en god substansrabatt

Marknadens diskontering beror troligtvis till stor del av de fallande el- och certifikatpriserna. Bolaget har en betydande nettoskuld vilket ger en EV/B-multipel på 1,7. Det nya affärskonceptet har visat sig fungera och att det finns en efterfråga hos andra aktörer att köpa vindkraftsanläggningar eller drift- och underhållstjänster.

Trolig fördubbling av erhållna tillstånd Q1 2015

Bolaget beräknar att erhålla tillstånd för 380 MW, Kolvallen (198 MW) och Skaftåsen (182 MW), första halvåret 2015. Därmed kommer andelen förvärvade tillstånd att öka med 240 %, från dagens 271 till 651 MW. Det går inte att utläsa det bokförda värdet av dessa tillstånd i bolagets balansräkning. Däremot såldes Brotorp för en nettovinst om 0,97 MSEK/MW. Vilket ger ett nettovärde upp emot 360 MSEK för dessa två tillstånd givet att tillstånden är av lika bra kvalité som Brotorp.

Målsättning att sälja fler vindkraftparker

Bolaget vill sälja sina två helägda vindkraftparker, Bohult och Skogaby, totalt 20 MW för att förbättra sin nettoskuld och kassaflödet. Vi anser att det är troligt att de lyckas sälja de två vindkraftparkerna under 2015 såsom deras intention är då efterfrågan finns. Bolaget sålde Stjärnarp (5,4 MW) för 83 MSEK, nettoeffekt 12 MSEK. Både Bohult och Skogaby har en högre verkningsgrad än Stjärnarp. Samtliga tre parker ligger i Skåne vilket innebär att de har samma elprisområde och får samma intäkt per producerad MWh. Det är rimligt att Arise åtminstone kommer få betalt samma summa per MW för Bohult och Skogaby jämfört med Stjärnarp trots att deras verkningsgrad är bättre. Nettoeffekten av Bohult och Skogaby blir 28 respektive 16 MSEK.

Estimerad intäkt per producerad MWh

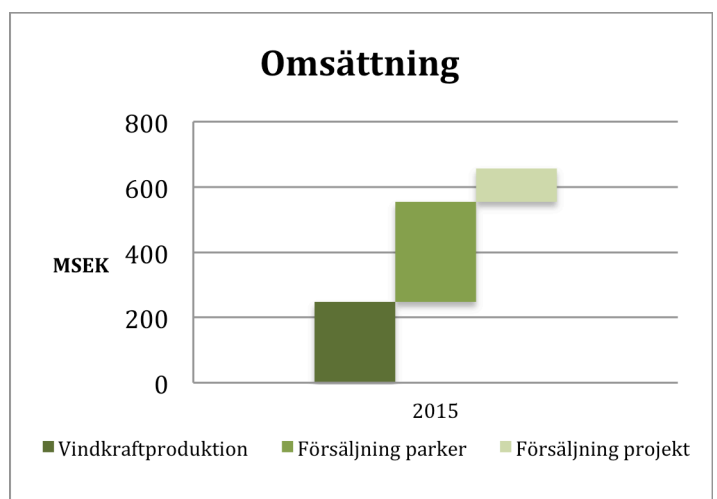
Arise har valt att inte prissäkra sina elcertifikat då kvoterna förväntas justeras till bolagets fördel. Under 2014 sålde bolaget sina elcertifikat för egenägd vindkraft i genomsnitt 20 % över marknadspriset genom prissäkring. Vi räknar med att de kommer lyckas prissäkra 10 % över marknadspriset under 2014 och att elcertifikaten kommer vara genomsnittet av 2014 priset, vilket ger 184 sek/MWh

Under 2014 var snittintäkten på el-spotpriset i genomsnitt från egenägd vindkraft 36 % över marknadspriset genom hedging. Elpriset för 2015 antar vi är samma som det genomsnittliga elpriset för 2014. Vi har exkluderat Stockholmregionen då Arise inte har några vindkraftverk i dess närhet. El spotpriset för 2015 blir 329,66 SEK/MWh inkluderat en hedging om 15 % över marknadspriset. Det resulterar i en total intjäning per producerad MWh på 514,3 SEK.

Uppskattad omsättning 2015

Vi uppskattar den årliga produktionen 2015 från vindkraft till 515,4 GWh givet att Bohult/Stjärnarp kommer bidra med produktion under halva året. Byggnationen av Blackrocks vindkraftpark i Brotorp ger en nettoeffekt om 36 MSEK utifrån att budget och tidsplan hålls. Arise vill sälja byggklara projekt om 50-100 MW. Det tror sig kunna realisera 40 MW i år och 60 MW 2016. Vi räknar på 40 MW för 2015, ger en nettoeffekt på 39 MSEK.

Trots att försäljning av vindkraftparkerna innebär engångsintäkter kommer de troligtvis generera drift och underhållsavtal vilket är löpande intäkter. Arise vill själv inte utge hur mycket kontraktet med Whitehelm är värt då det är en affärshemlighet. Det rör sig dock inte om några stora pengar enligt bolaget varpå vi har valt att inte ta med det.



Försäljning	Effekt (MW)	Försäljningssumma (MSEK)	Nettoeffekt (MSEK)	Verkningsgrad	MSEK/MW
Stjärnarp	5,4	83	12	3,0	15,4
Bohult	12,8	197 (E)	28 (E)	3,6 (E)	15,4
Skogaby	7,2	111 (E)	16 (E)	3,4 (E)	15,4

Disclosure:

Carl Mattiasson – äger inte aktier i Arise

Intervju

Intervju med Leif Jansson Chef Investor Relations

Hur ser er strategi ut gällande drift- och förvaltningsavtal på externa vindkraftsanläggningar såsom Storrund Vindpark (Whitehelm)?

Drift- och förvaltningskunskap är ett arv vi fått från våra andra verksamhetsområden. Produktion och försäljning av el samt försäljning av byggklara projekt och byggda vindkraftparker. Det är viktigt ur ett strategiskt perspektiv då det är en fördel när vi skall sälja ett byggklart projekt eller befintlig vindkraftpark till en finansiell aktör som inte har kunskap inom drift och förvaltning. Det är troligt att vi kommer att få liknande affärer såsom Storrund Vindpark lite då och då. Det är dock inget kärnområde som vi satsar på såsom våra övriga affärsområden.

Ni vill inte gå ut med värdet på avtalet med Whitehelm Cap. Vad avgör värdet på ett drift- och förvaltningsavtal?

Vi vill dels inte avslöja Whitehelm affären då det är en affärshemlighet. I detta fall så har vi även skrivit på ett avtal med Whitehelm att inte säga vad avtalet är värt. Ett förvaltningsavtal kan innehålla allt från bokföring till djup specifik teknisk drift.

När förväntar ni er få tillstånd för Kolvallen och Skaftås samt hur kvalitativa är dessa tillstånd?

Skaftås gäller 182 MW och Kolvallen uppskattas till 198 MW. Kommunerna har sagt ja till bägge projekten och Länsstyrelsen arbetar med att förbereda beslutet. Dock finns det en rätt inom 3 veckor från Länsstyrelsens beslut att överklaga. Vi förväntar oss/hoppas på att projekten nå laga kraft under första halvan av 2015. Vi kan inte utesluta en överklagan och då läggs det till mellan 6-9 månader innan laga kraft föreligger.

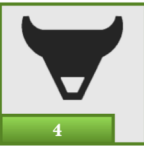
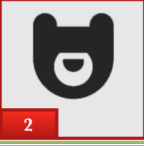
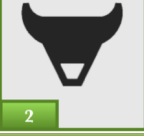
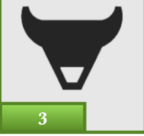
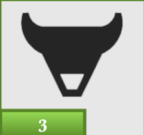
Hur stor andel av er projektportfölj håller samma kvalité som Brotorp?

Majoriteten, om inte alla tillstånd har samma kvalité som Brotorp. Vi gjorde en utgallring av de sämre tillstånden för ett par år sedan. I dagsläget med rådande elpriser ligger dock ett par mindre projekt på gränsen.

Hur kommer det sig att ni enbart vill sälja 50-100 MW av era erhållna tillstånd?

Det är mest mindre projekt som vi har möjlighet att sälja av under 2015. För de större projekten Skaftåsen och Kolvallen är transaktion/försäljning möjlig först under 2016. Man kan se det som ett genomsnitt för de kommande åren.

Bull or Bear

	Value Drivers	Höjningen av elcertifikatkvoterna kommer att påverka bolaget positivt. Vidare investerar fonder i skandinavisk vindkraft vilken indikerar på en optimistisk framtidssyn. På längre sikt kan projekten i Skottland driva omställningen samt en avveckling av kärnkraft i Sverige. Därutöver engångsintäkter från försäljning av vindkraftverk och byggklara projekt.
	Quality of Earnings	Intäkterna från vindkraftsproduktionen är återkommande. Dock är storleken beroende av hur mycket det blåser samt el- och certifikatpriserna vilket påverkar negativt. Vidare att verksamheten är beroende av subventioner och att politiska beslut har stor påverkan ratingen negativt.
	Risk Profile	Faktorer som är utanför bolagets kontroll såsom elpris- och certifikaten har stor påverkan på lönsamheten. På ett par år sikt är nedsidan relativt begränsad. Då elcertifikatkvoterna troligen kommer att höjas, avyttring pågår samt att bolaget ett lågt P/B vilket är positivt.
	Quality of Management & Ownership	Styrelsen och ledningen har en god kompetens däremot är det en relativt ny styrelsekonstellation. Insiderägandet är stort och stora insiderköp har skett på sistone vilket ökar förtroendet.
	Overall View	Insiderköp, Blackrock/Whitehelm investeringar i skandinavisk vindkraft tillsammans med den förväntade uppjusteringen av subventioner gör att vi ser optimistiskt på Arise både för 2015 och 2016.



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 övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull

Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Det indikerar en tro på förbättring.

Definition Bear

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Det indikerar en tro på försämring.

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:s egendom (© AG Equity Research AB). Spridning, delning eller motsvarande agerande är tillåtet under förutsättning att analysen sprids oförändrad form.