ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastigheter | Sweden | 16 July 2021

SBB

Höjd guidance leder till nytt motiverat värde

Stabila siffror

Hyresintäkterna i Q2 uppgick till 1 451 mkr, en ökning med ca 9,6% y/y. Förvaltningsresultatet uppgick till 827 mkr mot marknadens förväntning om 871 mkr. Avvikelsen kan till stor del förklaras av kostnader för förtidslösen av lån på 128 mkr. Yielden i beståndet uppgick till 4,1%. EPRA-NAV vid kvartalets utgång motsvarade 31,02 kr per aktie vilket är ca 1 kr över vårt helårsestimat.

Ny guidance

Bolaget höjer i samband med rapporten sin prognos: EPS till stamaktieägare ska uppgå till 7,8 kr mot tidigare 5,15 kr. Höjningen är delvis ett resultat av fortsatta värdeökningar och bör vara en indikation om ett fortsatt högt transaktionstempo. Förvärvet av 70% i Unobo samt 20% av JM gör att vi höjer våra estimat för förvaltningsresultatet med 8% på innevarande år samt 13% kommande år.

Fortsatt billig

De genomförda affärerna i kombination med JM-affären gör att vi höjer vårt motiverade värde till 49–51 kr. Det motiverade värdet är resultatet av en SOTP-värdering där det förvaltande fastighetsbolaget värderas till en implicit yield om 3,6%. Resterande del av värdet baseras på en marknadsvärdering av JM-aktierna samt en multipelvärdering på övriga intäkter. Vi ser en stundande kapitalmarknadsdag som en trigger i närtid.

Estimatändring (SEK)

	Nu	Förr	
FFO/Share 21e	3.27	3.13	4.54%
FFO/Share 22e	3.56	3.27	9.00%
FFO/Share 23e	3.7	3.38	9.36%

Kommande händelser

Q3'21	4e november 2021

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	1,418.0m
Market cap	58,563
Nettoskuld	56,263
EV	114,826
Free Float	83.70%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	706.0(k)
Reuters/Bloomberg	SBB.ST/SBB SS

Prognos (SEK)

	20e	21e	22e	23e
Rent income	5,121	6,497	7,289	7,484
Vacancy Rate (%)	6.4	4.5	4.0	4.0
Net operating income	3,479	4,595	5,191	5,333
NOI margin (%)	68	71	71	71
FFO	2,474	4,468	4,878	5,073
DPS	1.0	1.2	1.4	1.6
EPRA NAVPS	26	32	36	40
FFO/Share	2.2	3.3	3.6	3.7
Rental growth (%)	157	27	12	3
P/FFO (adj)	26.3	10.4	9.6	9.2
P/EPRANAV	1.24	1.02	0.91	0.82
Implicit yield (%)	3.3	4.0	4.5	5.0
Dividend yield	3.1	3.7	4.3	4.9
Net LTV (%)	50	34	33	32
NOI growth (%)	175	32	13	3
FFO/Share Growth (%)	NM	52.3	8.8	3.8
EPRA-NAV growth	31.3	22.0	12.3	10.9
ROE (%)	20.1	15.9	11.0	10.5

Risk och Avkastning

Motiverat värde	**49.00 - 51.00**
Current price	41.30
Risknivå	Low

Kursutveckling 12 mån

Analytiker

rikard.engberg@penser.se

Sammanfattning

Höjd guidance leder till nytt motiverat värde

Investment Case

SBB investerar i två typer av fastigheter som karaktäriseras av hög säkerhet i kassaflöden och lång löptid på hyreskontrakten. Dessa objekt är samhällsfastigheter i Norden och bostadsfastigheter i Sverige. Bolaget har historiskt visat en imponerande tillväxt i NAV och förvaltningsresultat. Vi ser även potential för utveckling av bolagets bostadsportfölj då man har som mål att renovera 600 lägenheter årligen vid sidan av de byggrättsprocesser man driver.

Bolags profil

Stabil intäktsström

Bostäder och samhällsfastigheter kännetecknas av stabila kassaflöden med långa kontrakt. Hyreskontrakten för samhällsfastigheterna i portföljen har en genomsnittlig kontraktstid på nio år. Båda fastighetstyperna är dessutom mindre konjunkturkänsliga än både kontor och handel.

Samhällsfastigheter har seglat upp som en favorit hos många institutionella investerare. Detta på grund av deras stabila kassaflöden och låga risk. Vi tror att SBB kan bli ett intressant alternativ för många institutioner som vill öka sin exponering inom den här sektorn. Dessutom ser vi ökad aktivitet hos många institutioner som kan komma att pressa ned direktavkastningen på de orter där SBB har gjort merparten av sina förvärv vilket på sikt kommer leda till uppvärderingar och NAV-expansion. I dagsläget har samhällsfastigheter en relativt hög yield om 4,5–5% vilket leder till ett attraktivt yieldgap för SBB som har bland de lägsta finansieringskostnaderna på börsen bland de noterade bolagen.

Ambitiösa finansiella mål

I samband med bolagets senaste kapitalmarknadsdag annonserade bolaget nya finansiella mål. Målen för fastighetsutveckling höjdes dock i Q4'20. Nedan följer de finansiella och operationella målen.

- Generera en tillväxt i förvaltningsresultat per stamaktie om minst 15%.
- Generera en intjäning från fastighetsutveckling om 1 000–1 400 mkr per år.
- Uppnå ett fastighetsbestånd om 125 mdkr år 2025 med en bibehållen BBB+-rating.

Utöver dessa finansiella och operationella mål ska SBB nå BBB+ i kreditrating under H1'21 och på lång sikt nå A-.

Genom att skifta mål från fastighetsvärde till ett mål baserat på förvaltningsresultat per stamaktie adresserade SBB kritiken om att bolaget prioriterade att växa fastighetsvärdet istället för kapital hänförligt till stamaktieägare. De nya målen prioriterar stamaktieägaren och genom att växa förvaltningsresultatet kan bolaget givet det höga yieldgapet fortsätta att växa via nya fastighetsförvärv.

Vi bedömer sannolikheten som hög att SBB fortsätter att leverera på sina finansiella mål. Målen kommer att nås genom fortsatta förvärv och ett ökat tempo i fastighetsutvecklingen. Bolaget visar att man fortfarande trots sin storlek kan hitta intressanta affärer. Under slutet av Q2'20 förvärvades norska förskolefastigheter till ett värde av NOK 4 250 m. Fastigheterna hade ett hyresvärde om ca NOK 251 m och då kontrakten är "triple-net-avtal", kontrakt där underhålls- och driftskostnader faktureras direkt till hyresgästen, blir direktavkastningen kring 6%.

Sammanfattning

Höjd guidance leder till nytt motiverat värde

Värdering

För att värdera SBB väljer vi att värdera de tre olika intäktsströmmarna separat för att bättre belysa de värden som finns i bolaget. Vi syftar här på bolagets bostadsfastighetsbestånd, samhällsfastighetsbestånd och fastighetsutveckling. Vi värderar bostadsfastighetsbeståndet på en multipel om 25x på förvaltningsresultatet och samhällsfastigheterna på 20x. Detta ger ett värde på 36 kr på den förvaltande delen av bolaget vilket motsvarar en implicit yield om ca 3,6%. Vi anser att samhällsfastigheter och bostäder bör handla på en liknande yield givet de säkra kassaflödena. Vi uppskattar övriga value add-strategier till att generera 1,55 kr på årsbasis, värderat till en multipel om 8x, vilket ger ~12 kr. Dessa två tillsammans med en SBB:s ägande i JM som vi värderar till ca 3 kr ger ett värde om 49–51 kr.

Motiverat värde

Resonemanget ovan gör att vi ser ett motiverat värde om 49–51 kr per aktie.

Kvartalet i detalj

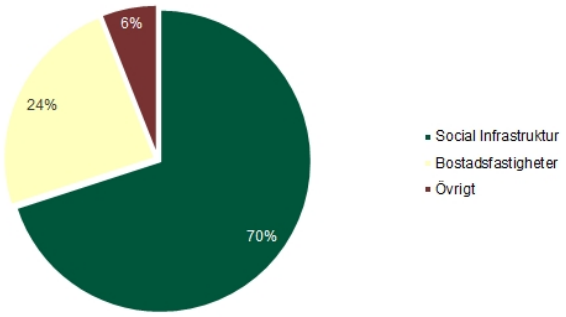
Q2 har i vanlig ordning dominerats av ett högt transaktionstempo. Nedan följer en sammanfattning av de största och mest betydelsefulla affärerna:

- **SBB förvärvar 20% av aktierna i fastighetsutvecklaren JM.** Genom att bli största ägare i en av de ledande bostadsutvecklarna i Sverige får SBB möjlighet att delta i upphandlingar vid stora detaljplansplansprojekt. Vi bedömer att det förmodligen kommer att startas en del JV:s mellan bolagen.
- **SBB förvärvar 70% av Riksbyggens hyresrättsbolag Unobo**. I och med förvärvet kommer SBB att tillträda ytterligare 5 368 lägenheter. Utöver de befintliga lägenheterna har bolaget förvärvat ytterligare 628 under utveckling samt ingått avsiktsförklaring om att förvärva ytterligare ca 500 lägenher. Förvärvet stärker SBB:s närvaro inom bostadssegmentet.
- **SBB har avyttrat fastigheter inom segmentet offentliga kontor i Norge** till ett värde av 1 200 mkr samt andra icke-kärninnehav för ca 1 700 mkr. Försäljningarna har skett till 10% högre pris än senast bokförda värde.

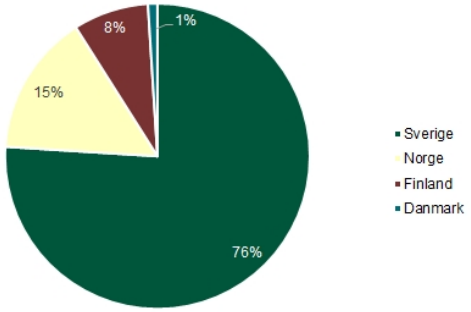
Sammanfattningsvis ser vi positivt på att SBB fokuserar sitt bestånd till bostäder och kritiska samhällsfastigheter. Vi bedömer att dessa fastigheter kommer att värderas upp till följd av yieldkontraktion.

Under kvartalet har SBB fortsatt att sänka sina finansieringskostnader genom att bl.a. lösa sin konvertibel. Detta i kombination med att bolaget fortsätter att jobba emot ett höjt kreditbetyg, något som inte skedde under H12 vilket var bolagets målsättning, gör att vi tror att yieldgapet kommer att stärkas kommande kvartal.

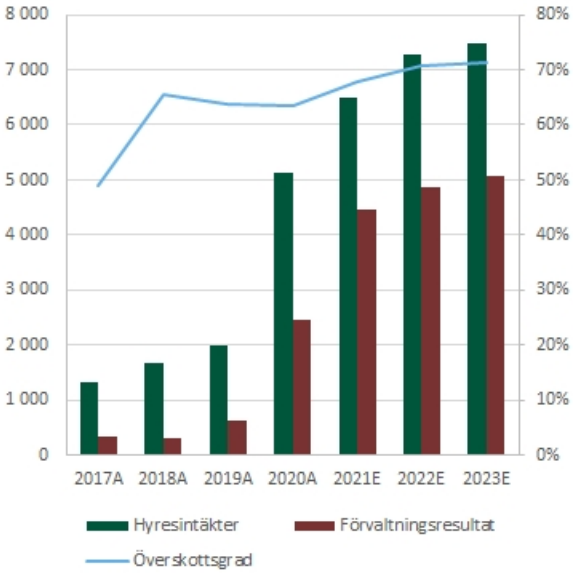
Typ av fastighet



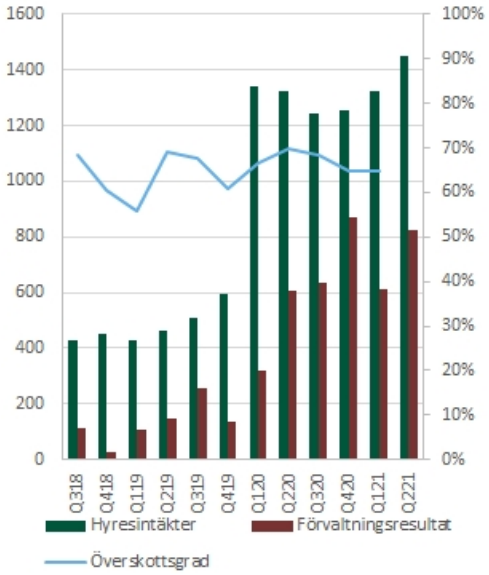
Geografisk fördelning



Hyresintäkter och förvaltningsresultat (y/y)



Hyresintäkter och förvaltningsresultat (q/q)



Bolagsfakta

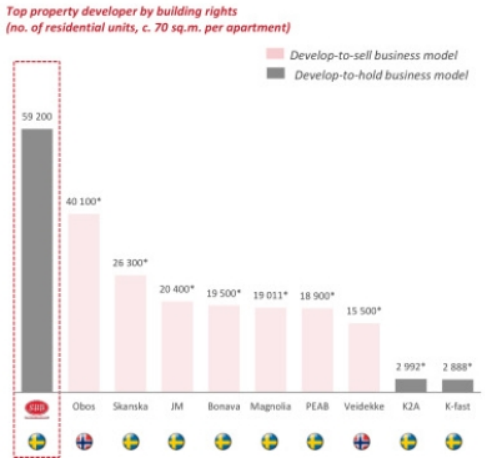
Största aktieägare	Röster	Aktier
Ilija Batljan	31,7%	8,0%
Arvid Svensson Invest	12,8%	4,1%
Dragfast AB	12,0%	5,9%
Sven-Olof Johansson	7,3%	3,3%
Övriga	36,2%	78,7%
Ordförande		Lennart Schuss
Verkställande direktör		Ilija Batljan
Finansdirektör		Eva-Lotta Stridh
Investerarkontakt		Adrian Westman
Hemsida		https://corporate.sbbnorden.se/sv

Andra återkommande intäktsströmmar

Utöver att vara ett förvaltande fastighetsbolag har SBB tre andra intäktsben som tillsammans adderar närmare 2 200 mkr årligen. Dessa tre är projektutveckling, renovering av bostadsfastigheter samt transaktioner.

Projektutveckling: SBB äger den näst största byggrättsportföljen för bostäder i Norden. Projekten är utspridda över alla steg i planprocessen och kommer därför kunna addera värde kommande år. Vi bedömer således att detta affärsområde kommer att fortsätta att addera intjäning kommande år. SBB kan med sin starka balansräkning välja att sälja bostäderna vidare eller att behålla dem på egen balansräkning. Vi bedömer att andelen som kommer behållas successivt kommer öka kommande år.

Nordiska ägare av byggrätter



Faser i projektportföljen

Planprocess

Planeringsfas	Internt plane-ringsbeslut	Ansökan om planbesked	Positivt planbesked	Antagande	Lagakraft	BTA bygg-rätter (kvm)	Bokfört värde (mkr)	per kvm (kr)	Värdepotential färdigställt (mkr)[1]
Fas 1 - Projektidéer	✔					955 988	764	800	9 763
Fas 2 - Inför beslut om planbesked	✔	✔				257 545	227	883	3 420
Fas 3 - Med planbesked	✔	✔	✔			923 053	1 434	1 554	10 022
Fas 4 - Lagakraftvunnen detaljplan	✔	✔	✔	✔	✔	769 830	1 158	1 504	6 173
Totalt						**2 906 416**	**3 584**	**1 233**	**29 378**

1) Se antaganden framtagna från Newsec i Bilaga 3

Samanfattninga av byggrättsportföljen

Pågående produktion (exklusive JV-samarbeten)

	Lägenheter (antal)	Uthyrbar area (kvm)	Driftnetto (mkr)	Driftnetto (kr/kvm)	Bedömd investering (mkr)	Andel hyresrätter[1] (%)	Andel samhälls-fastigheter[1] (%)	Yield on cost (%)	Upparbetat (mkr)	Bokfört värde (mkr)
Egenutvecklade projekt	792	85 044	131	1 541	2 372	42%	58%	5,5%	661	1 438
Förvärvade projekt[2]	862	89 927	156	1 731	3 516	40%	60%	4,4%	171	240
Totalt	**1 654**	**174 971**	**287**	**1 639**	**5 888**	**41%**	**59%**	**4,9%**	**832**	**1 678**
Per geografi										
Stockholm/Mälardalen	306	30 969	60	1 929	1 168	50%	50%	5,1%	320	609
Universitetsstäder	785	87 113	151	1 731	3 183	43%	57%	4,7%	277	679
Göteborg/Malmö	369	29 844	46	1 525	984	22%	78%	4,6%	175	285
Övriga tillväxtstäder	194	27 045	31	1 133	553	46%	54%	5,5%	60	104
Totalt	**1 654**	**174 971**	**287**	**1 639**	**5 888**	**41%**	**59%**	**4,9%**	**832**	**1 678**

Pågående projektutveckling (exklusive JV-samarbeten)

	Lägenheter (antal)	Uthyrbar area (kvm)	Driftnetto (mkr)	Driftnetto (kr/kvm)	Bedömd investering (mkr)	Andel hyresrätter[1] (%)	Andel samhälls-fastigheter[1] (%)	Yield on cost (%)	Upparbetat (mkr)	Bokfört värde (mkr)
Per geografi										
Stockholm/Mälardalen	3 643	230 243	436	1 895	8 852	90%	10%	4,9%	185	2 763
Universitetsstäder	1 613	100 458	160	1 588	3 208	85%	15%	5,0%	1	655
Göteborg/Malmö	0	619	2	3 535	44	44%	56%	4,9%	0	0
Övriga tillväxtstäder	654	48 090	85	1 759	1 602	51%	49%	5,3%	25	531
Totalt	**5 910**	**379 410**	**683**	**1 799**	**13 706**	**84%**	**16%**	**5,0%**	**211**	**3 949**

Renovering och tillbyggnad: SBB har som mål att renovera 600 lägenheter per år. Under 2021 har 375 lägenheter renoverats och vi bedömer att målet kommer nås i år då renovering ska påbörjas i ytterligare 181 lägenheter under Q3. Vi bedömer att hyran kan öka 25–35% efter en renovering. Utöver bostäder genomför SBB investeringar om ca 2 000 mkr i olika projekt som omfattar renovering och utbyggnad av samhällsfastigheter. Dessa väntas höja driftnettot med 120 mkr.

	WAULT (år)	Investering (mkr)	Andel Samhällsfastigheter (%)	Andel Bostäder (%)	Uthyrbar area (kvm)	Upparbetad per 2020-12-31 (mkr)	Driftnettoförbättring (mkr)	Yield on cost (%)
Renovering, om- och tillbyggnad exkl successionsrenoveringar	16	2 287	96%	4%	166 400	1 206	132	5,8%

Transaktioner: SBB har sedan bolaget grundades varit ett av de mest aktiva på den nordiska transaktionsmarknaden. Vi bedömer att SBB har goda förutsättningar att även fortsättningsvis skapa värde på denna marknad. Ett exempel på detta är att man efter kvartalets utgång externvärderade nyligen förvärvade fastigheter. Utfallet visade ett övervärde på 1 235 mkr jämfört med transaktionsvärdet.

Resultaträkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Hyresintäkter	1 339	1 680	1 996	5 121	6 497	7 289	7 484
Övriga intäkter	-	-	-	144	1 048	835	860
Övriga kostnader	-	-	-	-	-	-	-
Driftsnetto	**877**	**1 070**	**1 265**	**3 479**	**4 595**	**5 191**	**5 333**
Administrationskostnader	-76	-102	-219	-224	-335	-335	-335
Finansnetto	-464	-660	-493	-925	-840	-812	-785
Förvaltningsresultat	**337**	**321**	**645**	**2 474**	**4 468**	**4 878**	**5 073**
Värdeförändringar, fastigheter	2 797	1 575	2 453	8 542	6 701	3 816	3 951
Värdeförändringar, finansiella instrument	-4	8	39	-675	0	0	0
Extraordinära poster	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	**3 131**	**1 903**	**3 137**	**10 341**	**11 169**	**8 694**	**9 024**
Betald skatt	-40	0	-34	-165	-1 267	-1 149	-1 188
Uppskjuten skatt	-662	-214	-479	-1 092	-317	-287	-297
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat	**2 429**	**1 690**	**2 624**	**9 084**	**9 585**	**7 258**	**7 538**

Kassaflödesanalys

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoresultat Rapporterat	2 429	1 536	2 624	9 084	9 585	7 258	7 538
Icke kassaflödespåverkande poster			-1 961				
Förändringar i rörelsekapital	150	-409	8 799	-16 085	-6 488	-3 552	-3 659
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**510**	**-161**	**9 452**	**-7 001**	**3 097**	**3 706**	**3 879**
Investeringar	-12 973	-2 249	-57 546	-18 294	-13 343	-745	-745
Avyttringar	-	-	-	12 903	2 395	250	250
Fritt Kassaflöde	**-12 966**	**-3 070**	**-48 094**	**-12 392**	**-7 851**	**3 211**	**3 384**
Utdelningar	-71	-186	-426	-853	-1 348	-1 633	-1 918
Nyemission/återköp	3 503	2 884	13 406	13 146	0	0	0
Förvärv	0	0	0	-1 623	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	8 617	0	47 816	2 492	10 998	0	0
Kassaflöde	-414	64	12 702	770	1 799	1 577	1 466
Icke kassaflödespåverkande poster	-	-	-	-	-	-	-
Nettoskuld (just)	**13 816**	**14 518**	**43 233**	**48 439**	**50 842**	**49 246**	**47 763**

Balansräkning

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR							
Goodwill	0	0	0	6 319	6 319	6 319	6 319
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	23 001	25 242	79 542	90 185	107 487	111 553	115 753
Innehav i intresseföretag och aktier	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	132	898	9 918	7 389	7 393	7 415	7 437
Summa anläggningstillgångar	**23 132**	**26 140**	**89 460**	**103 893**	**121 199**	**125 287**	**129 509**
Kundfordringar	26	30	53	91	195	219	225
Övriga omsättningstillgångar	317	1 314	791	2 641	2 774	2 906	3 037
Likvida medel	93	157	13 899	13 606	15 422	17 018	18 501
Summa omsättningstillgångar	**436**	**1 501**	**14 743**	**16 338**	**18 391**	**20 142**	**21 763**
SUMMA TILLGÅNGAR	**23 569**	**27 640**	**104 203**	**120 231**	**139 591**	**145 429**	**151 272**
Eget Kapital och skulder							
Eget Kapital	7 636	11 197	30 896	52 136	60 373	65 997	71 617
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	**7 636**	**11 197**	**30 896**	**52 136**	**60 373**	**65 997**	**71 617**
Långfristiga finansiella skulder	12 537	12 496	45 793	46 658	57 656	57 656	57 656
Uppskjutna skatteskulder	863	1 047	6 237	7 172	7 489	7 776	8 073
Övriga långfristiga skulder	49	37	492	1 901	1 932	1 963	1 994
Summa Långfristiga skulder	**13 449**	**13 580**	**52 522**	**55 731**	**67 077**	**67 395**	**67 723**
Kortfristiga finansiella skulder	1 297	2 178	10 298	8 608	8 608	8 608	8 608
Leverantörsskulder	135	88	131	117	117	117	117
Skatteskulder	54	19	126	166	166	166	166
Övriga Kortfristiga skulder	998	578	10 230	3 473	3 250	3 145	3 040
Summa kortfristiga skulder	**2 484**	**2 863**	**20 785**	**12 364**	**12 141**	**12 036**	**11 931**
Summa Eget Kapital och skulder	**23 569**	**27 640**	**104 203**	**120 231**	**139 591**	**145 429**	**151 272**

Nyckeltal

Aktiedata

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	201A	2020A	2021E	2022E	2023E
Förvaltningsresultat/aktie						0,5	0,4	0,5	1,7	3,1	3,4	3,6
FCF/aktie						-17,6	-4,1	-38,2	-8,7	-5,5	2,3	2,4
Utdelning/aktie						0,1	0,3	0,6	1,0	1,2	1,4	1,6
EK/Aktie						8,7	11,9	12,7	20,1	25,8	29,8	33,7
EPRA-NAV/Aktie						9,7	11,6	19,7	26,3	32,1	36,0	40,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)						737,9	756,0	1259,3	1425,1	1425,1	1425,1	1425,1

Tillväxt och marginaler

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
Hyrestillväxt							25%	19%	157%	27%	12%	3%
Överskottsgrad						65%	64%	63%	68%	71%	71%	71%
Tillväxt i förvaltningsresultat/Aktie							-7%	21%	239%	81%	9%	4%
Tillväxt i EPRA-NAV/Aktie							20%	71%	33%	22%	12%	11%

Lönsamhet

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
ROE						32%	15%	8%	17%	16%	11%	11%

Finansiell ställning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2022E
Nettoskuld, rapporterad						13 741	14 518	42 192	41 660	50 842	49 246	47 763
Soliditet						32%	41%	30%	43%	43%	45%	47%
Skuldsättningsgrad						58%	53%	40%	35%	36%	34%	32%
Räntetecknigsgrad						0,7x	0,5x	1,3x	2,7x	5,3x	6,0x	6,5x

Kvartalsvis data

	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221
Hyresintäkter	390	410	427	453	429	464	507	596	1 341	1 323	1 243	1253	1325	1451
Fastighetskostnader	-157	-138	-134	-180	-189	-144	-164	-234	-446	-401	-391	-433	-467	-433
Driftsnetto	**233**	**272**	**293**	**274**	**240**	**320**	**343**	**362**	**895**	**922**	**852**	**810**	**858**	**1018**
Administrationskostnader	-21	-22	-24	-35	-27	-24	-34	-134	-53	-41	-79	-54	-66	-163
Övriga kostnader/intäkter	0	0	3	12	0	38	-53	-35	9	-17	19	102	244	154
Finansnetto	-138	-142	-160	-223	-107	-110	-108	-126	-514	-259	-157	15	461	827
Förvaltningsresultat	**73**	**109**	**112**	**28**	**106**	**148**	**254**	**137**	**319**	**605**	**635**	**873**	**615**	**827**
Värdeförändringar, fastigheter, övrigt	78	427	404	672	243	563	212	1 317	1 376	147	3 446	3294	2502	6115
Resultat före skatt	**151**	**536**	**516**	**700**	**349**	**711**	**466**	**1 611**	**1 695**	**752**	**4 081**	**4199**	**3117**	**6942**
Skatt	-38	-132	-34	-9	-133	6	-62	-324	-323	471	-984	-849	-382	-384
Nettoresultat Rapporterat	**113**	**404**	**482**	**691**	**216**	**717**	**404**	**1 287**	**1 372**	**1 223**	**3 097**	**3 350**	**2 735**	**6 558**

	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220	Q320	Q420	Q121	Q221
Hyresintäkter (Tillväxt y/y)					10%	13%	19%	32%	213%	185%	145%	110%	-1%	10%
Förvaltningsresultat (Tillväxt y/y)					44%	101%	134%	23%	1045%	471%	329%	244%	349%	159%
Överskottsgrad					56%	69%	68%	61%	67%	70%	69%	65%	65%	70%

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 frånsäger 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 Instru¬ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.
Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.
För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten ”Penser Access”. Klicka här https://epaccess.penser.se/ för mer information om tjänsten.
Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se