



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Energi | Sverige | 18 Februari 2022

Arise

Egen kraftproduktion ger styrka

Starkt kvartal från egen produktion


Arises nettoomsättning uppgick till 278 (130) mkr och EBIT till 79 (-37) mkr, vilket var högre än vår prognos på 261 respektive 73 mkr. EBIT innehöll 14 mkr i form av jämförelsestörande poster, vilket höjer det underliggande resultatet. Det är framför allt segment Production som fortsätter att uppvisa bra tillväxt och lönsamhet. Prisbilden har varit stark, vilket har kompenserat för svagare vindar.

Sänkta prognoser för 2022 & 2033 men högre prognoser från 2024 och framåt

Vi har tidigare antagit att Arise planerade delförsäljning av sina egenägda vindparker i 2022-23 men vi antar nu att Arise behåller dessa parker. Detta sänker våra prognoser för 2022-23, men höjer prognoser för perioden därefter, då det löpande resultatet från dessa försäljningar återförs. Givet dagens höga elpriser bör detta skapa ett högre värde jämfört med en försäljning.

Högre motiverat värde

Arise har en historik av svag lönsamhet, framför allt vad avser den egna produktionen. Även om dagens priser sannolikt inte är uthålliga, bedömer vi att priskurvan har skiftat uppåt, vilket gör att den egna produktionen stabiliserar den mer volatila projektverksamheten. Bolaget har även stark projektportfölj på 2600 MW, där flera projekt ligger i närtid. Vi höjer motiverat värde till 51–53 kr (45–47).

| Estimatändring (kr) | | | | Prognos (kr) | | | | | Värde och risk | | | | |
|----------------------------|--|------|--|--------------|-------|--------|-----------------|------|-----------------|-------------|-------|--|---------|
| Nu | | Förr | | | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 51.0 - 53.0 | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| EPS, justerad 22e | | | | 8.95 | 13.42 | -33.3% | Omsättning, mkr | 278 | 651 | 516 | 394 | Aktiekurs | SEK46.5 |
| EPS, justerad 23e | | | | 6.3 | 8.13 | -22.5% | Tillväxt | 114% | 134% | (21)% | (24)% | Riskenivå | Low |
| EPS, justerad 24e | | | | 4.45 | 4.45 | 0.0% | EBITDA, mkr | 143 | 493 | 360 | 269 | <div>Kursutveckling 12 mån</div>  | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| Kommande händelser | | | | | | | | | | | | | |
| Delårsrapport Q1 2022 | | | | 2022-05-04 | | | | | | | | | |
| Delårsrapport Q2 2022 | | | | 2022-07-19 | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | <div>Analytiker</div> <div>orjan.roden@penser.se</div> | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | | | | | | | | | | |
| Antal aktier | | | | 39m | | | | | | | | | |
| Börsvärde | | | | 1,793 | | | | | | | | | |
| Nettoskuld | | | | 428 | | | | | | | | | |
| EV | | | | 2,221 | | | | | | | | | |
| Free float | | | | 61% | | | | | | | | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | | | | 77(k) | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | |

Investment case

Vindkraft har blivit konkurrenskraftig ekonomiskt

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 vindenergi ett av de billigaste produktionsalternativen för el och de flesta bedömare räknar med att energislaget relativt andra energislag kommer vara ännu billigare år 2050.

Den gröna omställningen

Världen står inför en total energiomställning till ett koldioxidfritt samhälle. 2020 var historiskt då både USA, Kina och Europa nu alla har väldigt ambitiösa och omfattande klimatmål. För att minska utsläppen behövs koldioxidfria energikällor likt vindkraft. Vi bedömer att Arise kommer att kunna kapitalisera på omställningen som bör pågå i många decennier framöver.

Stark pipeline närmaste åren och ökad stabilitet från egen produktion

Arises projektpipeline fram till år 2023 består av ca 550 MW. Givet att projekten inbringar intäkter i linje med historiken (1–2 mkr i resultatbidrag per MW), kommer bolaget att uppvisa en stark tillväxt och god lönsamhet. I kombination med den egna vindkraftproduktionen, som givet dagens elpriser ger ett stabilt starkt underliggande resultat, ser vi en betydligt bättre stabilitet och lönsamhet jämfört med historien. Internationell expansion kan ge ytterligare en intressant tillväxtpotential.

Större del av värdekedjan

Arise har förbättrat sin balansräkning under senare år och den trenden kommer sannolikt att fortsätta. En del av den räntebärande nettoskulden utgörs av ett konvertibellån som till största delen kommer konverteras under 2022, givet dagens aktiekurs relativt konverteringskursen, och givet att marknaden agerar rationellt. Därigenom stärkts det egna kapitalet och skulden minskas. Dessutom förväntar vi oss goda kassaflöden från realiseringen av projektportföljen. Vi bedömer att Arise kommer att utnyttja det ökade finansiella utrymmet till att ta en större del av värdekedjan. Istället för att som idag leverera projekt med beteckningen "RTB" (Ready-to-Build) kommer bolaget mer gå mot att leverera nyckelfärdiga projekt, och därmed stå för hela byggprojekteringen. Detta minskar risken för kunden, vilket bör leda till högre projektmarginaler.

Värdering

Vi har värderat aktien via en DCF-modell med 7,4 % i WACC vilket ger ett motiverat värde om 51–53 kr per aktie. Vi bedömer risken som låg givet stabilitet i egen vindproduktion, en bred projektportfölj och en bra balansräkning.

Känslighetsanalys (kr/aktie)

| | | Long-term growth rate | | | | |
|------|------|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 1,0% | 1,5% | 2,0% | 2,5% | 3,0% |
| WACC | 6,4% | 56 | 60 | 65 | 71 | 79 |
| | 6,9% | 51 | 54 | 58 | 62 | 68 |
| | 7,4% | 46 | 49 | 52 | 55 | 60 |
| | 7,9% | 42 | 44 | 47 | 50 | 53 |
| | 8,4% | 39 | 41 | 42 | 45 | 48 |
| | | Long-term EBIT margin | | | | |
| | | 30,0% | 32,5% | 35,0% | 37,5% | 40,0% |
| WACC | 6,4% | 59 | 62 | 65 | 68 | 72 |
| | 6,9% | 52 | 55 | 58 | 61 | 63 |
| | 7,4% | 47 | 49 | 52 | 54 | 56 |
| | 7,9% | 43 | 45 | 47 | 49 | 51 |
| | 8,4% | 39 | 41 | 42 | 44 | 46 |

Källa: EPB

Q4'21

Kvartalet var starkt, främst drivet av bolagets egna elproduktion i segment Production, 67 (18) mkr. Projektintäkterna segment Development var låga, endast 6 (3) mkr och förvaltningsintäkter i segment Solutions låg stabilt på 7 (7) mkr. Rapporterad EBIT på 17 mkr var betydligt bättre än föregående år (-15 mkr). Resultatet innehöll 14 mkr i jämförelsestörande poster, vilket gör att det underliggande resultatet på 31 mkr innebar en betydande resultatförbättring.

Prognosjusteringar

Vi har tagit bort vårt tidigare antagande om en försäljning av egna vindkraftparker under 2022 & 2023 och istället återfört den sålda produktionen till vår resultatprognos. Detta leder till lägre intäkter och resultat för 2022 & 2023, men till högre intäkter och resultat för perioden därefter.

Även om dagens exceptionellt höga elprisonivå inte är uthållig, enligt vår mening, bör värdeskapandet bli högre om Arise behåller tillgångarna jämfört med en försäljning.

I övrigt har vi endast gjort mindre justeringar vad gäller projektportföljen och intäkter från egen produktion.

| Prognosjusteringar | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Old estimates | 2022e | 2023e | 2024e |
| Revenue | 1015 | 669 | N.a. |
| EBITDA | 732 | 471 | N.a. |
| | | | |
| New estimates | 2022e | 2023e | 2024e |
| Revenue | 651 | 516 | 394 |
| EBITDA | 493 | 360 | 269 |
| | | | |
| Difference | 2022e | 2023e | 2024e |
| Revenue | -36% | -23% | N.m. |
| EBITDA | -33% | -23% | N.m. |

Källa: EPB

Resultaträkning och Kassaflöde

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| Nettoomsättning | 594 | 257 | 343 | 454 | 130 | 278 | 651 | 516 | 394 |
| Övriga rörelseintäkter | 1 | 5 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kostnad sålda varor | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Bruttovinst | 595 | 262 | 343 | 455 | 130 | 278 | 651 | 516 | 394 |
| Övriga externakostnader | -428 | -105 | -113 | -192 | -65 | -80 | -108 | -103 | -69 |
| Personalkostnader | -36 | -36 | -42 | -49 | -39 | -46 | -54 | -57 | -59 |
| Övriga rörelseintäkter | 8 | 3 | 3 | 4 | 7 | 7 | 4 | 4 | 4 |
| Övriga rörelsekostnader | 0 | 7 | 0 | -273 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 139 | 131 | 191 | -55 | 33 | 159 | 493 | 360 | 269 |
| Avskrivningar | -105 | -230 | -72 | -76 | -70 | -64 | -60 | -60 | -60 |
| EBIT (justerat) | 34 | -99 | 118 | -131 | -37 | 94 | 433 | 300 | 209 |
| Jämförelsestörande poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -15 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT | 34 | -99 | 118 | -131 | -37 | 79 | 433 | 300 | 209 |
| Finansiella intäkter | -1 | 5 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Finansiella kostnader | -86 | -85 | -91 | -102 | -71 | -21 | -12 | -4 | 0 |
| Resultat före skatt | -53 | -179 | 28 | -233 | -108 | 58 | 421 | 296 | 209 |
| Skatter | 11 | -1 | -7 | -2 | 0 | -1 | -21 | -15 | -10 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat (rapporterat) | -42 | -180 | 21 | -235 | -108 | 57 | 400 | 282 | 199 |
| Nettoresultat (justerat) | -42 | -180 | 21 | -235 | -108 | 71 | 400 | 282 | 199 |

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|--------------|-------------|--------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|------------|
| EBIT | 34 | -99 | 118 | -131 | -37 | 94 | 433 | 300 | 209 |
| Övriga kassaflödespåverkande poster | 43 | 157 | -23 | 250 | -1 | 23 | 27 | 41 | 50 |
| Förändringar i rörelsekapital | 44 | -23 | -70 | 129 | 38 | -68 | -4 | 35 | -107 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 121 | 35 | 25 | 248 | 0 | 49 | 456 | 376 | 152 |
| Investeringar | -43 | -60 | -33 | -71 | -39 | -130 | -392 | -72 | -59 |
| Avyttringar | 202 | 38 | 27 | 79 | 0 | 94 | 0 | 0 | 0 |
| Fritt kassaflöde | 280 | 13 | 19 | 256 | -39 | 13 | 64 | 305 | 93 |
| Utdelningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -45 | -56 |
| Nyemission / återköp | 1 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 125 | 0 | 0 |
| Förvärv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Länefinansiering och övriga justeringar | -195 | -154 | -104 | 47 | -236 | -30 | -125 | 0 | 0 |
| Kassaflöde | 86 | -141 | -85 | 305 | -275 | -17 | 64 | 260 | 37 |
| Omräkningsdifferenser i likvida medel | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoskuld (ex IFRS 16) | 1 126 | 983 | 1 041 | 570 | 541 | 428 | 237 | -123 | -60 |
| Nettoskuld (inkl IFRS 16) | 1 126 | 983 | 1 041 | 570 | 541 | 428 | 237 | -123 | -60 |

Källa: EPB

Balansräkning

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | |
| Goodwill | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga immateriella tillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Materiella anläggningstillgångar | 2 082 | 1 878 | 1 812 | 1 322 | 1 276 | 1 249 | 1 581 | 1 592 | 1 592 |
| Räntebärande anläggningstillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 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 | 2 082 | 1 878 | 1 812 | 1 322 | 1 276 | 1 299 | 1 631 | 1 642 | 1 642 |
| Varulager | 0 | 4 | 8 | 8 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Kundfordringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 141 | 204 | 346 | 128 |
| Övriga omsättningstillgångar | 91 | 97 | 187 | 100 | 53 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Likvida medel | 287 | 146 | 61 | 365 | 86 | 70 | 134 | 494 | 431 |
| Summa omsättningstillgångar | 378 | 247 | 256 | 473 | 142 | 212 | 338 | 840 | 559 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 2 460 | 2 125 | 2 068 | 1 795 | 1 418 | 1 511 | 1 969 | 2 483 | 2 201 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 1 020 | 843 | 824 | 698 | 703 | 676 | 1 201 | 1 438 | 1 581 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa eget kapital | 1 020 | 843 | 824 | 698 | 703 | 676 | 1 201 | 1 438 | 1 581 |
| Långfristiga finansiella skulder | 1 413 | 1 079 | 922 | 932 | 609 | 474 | 349 | 349 | 349 |
| Pensionsavsättningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Uppskjutna skatteskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga långfristiga skulder | 0 | 0 | 46 | 46 | 46 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa långfristiga skulder | 1 413 | 1 079 | 968 | 978 | 656 | 474 | 349 | 349 | 349 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 0 | 50 | 180 | 3 | 18 | 150 | 22 | 22 | 22 |
| Leverantörsskulder | 28 | 153 | 96 | 116 | 26 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Skatteskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga kortfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 15 | 211 | 397 | 674 | 249 |
| Summa kortfristiga skulder | 28 | 203 | 276 | 119 | 59 | 361 | 419 | 696 | 271 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 2 460 | 2 125 | 2 068 | 1 795 | 1 418 | 1 511 | 1 969 | 2 483 | 2 201 |

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Omsättningstillväxt | 22% | -57% | 33% | 33% | -71% | 114% | 134% | -21% | -24% |
| EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16) | -203% | -410% | -212% | 20% | -126% | -352% | 364% | -31% | -30% |
| EPS-tillväxt, justerad | -73% | 328% | -112% | -945% | -54% | -165% | 465% | -30% | -29% |
| Bruttomarginal | 100,2% | 101,9% | 100,0% | 100,2% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| EBITDA-marginal (ex IFRS 16) | 23,4% | 48,3% | 55,6% | 48,0% | 25,4% | 51,3% | 75,7% | 69,8% | 68,4% |
| EBITDA-marginal (inkl IFRS 16) | 23,4% | 48,3% | 55,6% | 48,0% | 25,4% | 51,3% | 75,7% | 69,8% | 68,4% |
| EBIT-marginal (justerad, ex IFRS 16) | 5,7% | -41,0% | 34,5% | 31,3% | -28,5% | 33,5% | 66,5% | 58,2% | 53,1% |
| EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16) | 5,7% | -41,0% | 34,5% | 31,3% | -28,5% | 33,5% | 66,5% | 58,2% | 53,1% |
| Skattesats | 21% | -1% | 25% | -1% | 0% | 2% | 5% | 5% | 5% |

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | -4% | -19% | 3% | -31% | -15% | 10% | 43% | 21% | 13% |
| ROCE, justerad (inkl IFRS 16) | 1% | -5% | 6% | 8% | -2% | 7% | 32% | 18% | 11% |
| ROIC | 1% | -4% | 5% | 6% | -2% | 5% | 23% | 14% | 9% |
| Investeringar (ex IFRS 16) | 43 | 60 | 33 | 66 | 34 | 124 | 392 | 72 | 59 |
| Investeringar / omsättning | 7% | 23% | 10% | 15% | 26% | 45% | 60% | 14% | 15% |
| Försäljning- och administrationskostnader / omsättning | 78% | 55% | 45% | 53% | 80% | 51% | 25% | 31% | 33% |
| Varulager / omsättning | 0% | 2% | 2% | 2% | 1% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Kundfordringar / omsättning | 0% | 0% | 0% | 0% | 2% | 51% | 31% | 67% | 32% |
| Leverantörsskulder / omsättning | 5% | 59% | 28% | 26% | 20% | 76% | 61% | 131% | 63% |
| Rörelsekapital / omsättning | 11% | -20% | 29% | -2% | 12% | -25% | -30% | -64% | -31% |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,2x | 0,1x | 0,2x | 0,2x | 0,1x | 0,2x | 0,4x | 0,2x | 0,2x |

Källa: EPB

Finansiell ställning

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|-------|------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld (ex IFRS 16) | 1 126 | 983 | 1 041 | 570 | 541 | 428 | 237 | -123 | -60 |
| Nettoskuld (inkl IFRS 16) | 1 126 | 983 | 1 041 | 570 | 541 | 428 | 237 | -123 | -60 |
| Soliditet (ex IFRS 16) | 41% | 40% | 40% | 39% | 50% | 45% | 61% | 58% | 72% |
| Soliditet (inkl IFRS 16) | 41% | 40% | 40% | 39% | 50% | 45% | 61% | 58% | 72% |
| Nettoskuldsättningsgrad (ex IFRS 16) | 110% | 117% | 126% | 82% | 77% | 63% | 20% | -9% | -4% |
| Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16) | 110% | 117% | 126% | 82% | 77% | 63% | 20% | -9% | -4% |
| Nettoskuld / EBITDA (ex IFRS 16) | 8,1x | 7,9x | 5,5x | 2,6x | 16,4x | 3,0x | 0,5x | -0,3x | -0,2x |
| Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16) | 8,1x | 7,9x | 5,5x | 2,6x | 16,4x | 3,0x | 0,5x | -0,3x | -0,2x |

Källa: EPB

Aktiedata

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad | -1,24 | -5,29 | 0,62 | -5,27 | -2,42 | 1,25 | 8,95 | 6,30 | 4,45 |
| EPS, justerad | -1,24 | -5,29 | 0,62 | -5,27 | -2,42 | 1,58 | 8,95 | 6,30 | 4,45 |
| FCF per aktie | 2,34 | -0,74 | -0,23 | 5,28 | -1,13 | -2,13 | 1,45 | 6,82 | 2,08 |
| Utdelning per aktie | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 1,50 | 2,00 | 0,00 | 1,00 | 1,25 | 1,35 |
| Eget kapital per aktie | 30,6 | 25,3 | 24,7 | 20,8 | 20,3 | 17,5 | 26,9 | 32,2 | 35,4 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner) | 33,4 | 33,4 | 33,4 | 33,5 | 34,6 | 38,6 | 44,7 | 44,7 | 44,7 |

Källa: EPB

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 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