



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastigheter | Sverige | 01 September 2022

Aros Bostad

Byggrättsportföljen visar stora övervärden

Ett lugnt kvartal


Omsättningen i kvartalet enligt IFRS uppgick till 6,3 mkr. Andelen vinstavräknade lägenheter enligt IFRS uppgick till 9 st. Under perioden har 896 lägenheter sålts. Merparten av dessa köptes av Patrizia, en internationell kapitalförvaltare. Köpeskillingen uppgick till 3,6 mdr. Under kvartalet har ca 60 lägenheter säljstartats. Aros del av marknadsvärdet på byggrättsportföljen uppgick till 131 kr per aktie.

Strukturaffär inte i estimaten

Då IFRS är mycket känsligt för när i tiden tillträden sker, justerar vi våra intäktsestimater med -400 mkr för 2022. Större delen av dessa intäkter lyfter vi över till 2023. (Se sid 4) Vi bedömer att den viktigaste aspekten i bolaget är att följa antalet sålda bostäder och bostäder i produktion. Dessa ligger i linje med våra långsiktiga estimat. Vi har inte inkluderat affären med ALM Equity i våra estimat.

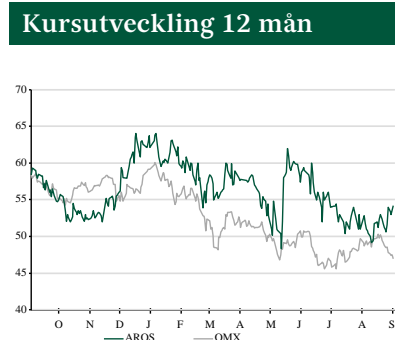
Bibehåller motiverat värde

Vi bibehåller vårt motiverade värde om 78-80 kr. På dessa nivåer handlar bolaget till en rabatt om 40% mot marknadsvärdet på byggrättsportföljen och ett P/E-tal om 3x på framtida vinster i projektportföljen. I dagsläget handlas bolaget på en rabatt om ca 60% av marknadsvärdet på byggrättsportföljen. (Se sid 5 för en djupare analys av värderingen)

| Kommande händelser | | Prognos (kr) | | | | Värde och risk | | | |
|------------------------------|------------|------------------|--------|--------|--------|----------------|--|-------------|--|
| Q3'22 rapport | 2022-11-17 | | 21 | 22e | 23e | 24e | Motiverat värde | 78.0 - 80.0 | |
| <div>Bolagsfakta (mkr)</div> | | Omsättning, mkr | 105 | 447 | 1,551 | 1,848 | Aktiekurs | SEK54.2 | |
| | | Tillväxt | 689% | 333% | 248% | 19% | Riskenivå | Medium | |
| | | EBITDA, mkr | 50 | 26 | 220 | 271 | <div>Kursutveckling 12 mån</div>  | | |
| | | EBIT, mkr | 47 | 23 | 217 | 268 | | | |
| | | EPS, justerad | 1.2 | 0.3 | 2.7 | 3.2 | | | |
| | | EPS tillväxt | (194)% | (78)% | 944% | 22% | | | |
| | | EK/aktie | 21.6 | 50.6 | 55.0 | 58.9 | | | |
| | | Utdelning/aktie | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | | | |
| | | EBIT-marginal | 45.1% | 5.2% | 14.0% | 14.5% | | | |
| | | ROE (%) | 37.0% | 1.8% | 10.7% | 11.7% | | | |
| | | ROCE | 5.6% | 1.5% | 8.7% | 9.1% | | | |
| | | EV/Sales | 19.3x | 4.5x | 1.3x | 1.1x | | | |
| | | EV/EBITDA | 40.2x | 78.5x | 9.2x | 7.5x | | | |
| | | EV/EBIT | 42.9x | 87.8x | 9.4x | 7.6x | | | |
| | | P/E, justerad | 46.1x | 212.8x | 20.4x | 16.8x | | | |
| | | P/EK | 2.5x | 1.1x | 1.0x | 0.9x | | | |
| | | Direktavkastning | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | | | |
| | | Nettosk./EBITDA | (2.2)g | (6.8)g | (1.6)g | 0.3g | | | |

Analytiker

rikard.engberg@penser.se



Analytiker
rikard.engberg@penser.se



Sammanfattning

Byggrättsportföljen visar stora övervärden

Investment Case

Aros Bostad har i dagsläget ca 4 900 byggrätter fördelade runt Stockholm. Projekten är i huvudsak bostadsrätter i lägen med goda kommunikationsmöjligheter och i områden som domineras av småhus. Bolaget har historiskt visat goda projektmarginaler och vi bedömer att detta kan fortsätta, givet låga ingångsvärden i portföljen. Då bolaget kommande år kommer byggstarta mer av sina projekt i egen bok ser vi en accelerande vinsttillväxt kommande år, samtidigt som den finansiella risken i bolaget kommer att sjunka.

Bolagsprofil

Aros Bostad är en bostadsutvecklare med fokus på Stockholmsregionen. Bolaget har byggt upp en byggrättsportfölj om ca 4 900 bostäder i olika delar av Stockholm. Fokus har varit på områden med ett bra pendlingsläge och i områden som domineras av småhus. Man har således undvikit de stora exploateringsområdena i Stockholm.

Historiskt har Aros Bostad varit skickliga på att investera i råmark och driva planprocesser. Detta resulterar i att man har relativt låga ingångsvärden på sina byggrätter. Bolaget har därför en hög projektmarginal och ROI på sina projekt. Genom att ha låga ingångsvärden på projekt har man möjlighet till flexibel prissättning, historiskt har Aros Bostad positionerat sig inom ett övre medelsegment. I dagsläget har Aros Bostad ett stort antal projekt i sent planskede vilket möjliggör en acceleration av byggstartar, som i sin tur leder till en god vinst och kassaflödestillväxt. För att reflektera detta höjde Aros Bostad i samband med kapitalmarknadsdagen (maj 2022) sina mål gällande antalet bostäder i produktion till 1 200 - 1 400 från tidigare 800 - 1 000. Då bolaget befinner sig i slutfasen av en större byggrättstransaktion, som finansieras med aktier, bedömer vi att CAPEX kommer vara lågt de kommande åren vilket möjliggör en skarp tillväxt i både kassaflöde och vinst.

Aros Bostad har historiskt agerat agilt och hittat finansiering genom både JV-strukturer och fondstrukturer. Vidare har man konverterat bostadsrättsbyggrätter till hyresrättsbyggrätter och lyckats sälja dessa med en god projektmarginal (+20%). Vi bedömer att denna finansiella flexibilitet kommer vara nyckeln i den osäkra makromiljö vi ser ut att röra oss mot. Genom att ha en flexibel finansiering kan projekt startas med låg försäljningsgrad. Vi bedömer att framtida projekt kommer säljas nära inpå inflytt då bostadsköpare, historiskt, i oroliga tider tenderar att inte köpa på ritning. Aros Bostad har även som strategi att utveckla fastigheter i egen förvaltning. Vi anser att detta på sikt kommer leda till att Aros Bostad kan få tillgång till mer flexibel finansiering. Givet de låga priser Aros Bostad har förvärvat sina byggrätter för anser vi vidare att detta affärsområde kommer generera en god avkastning på eget kapital.

Värdering

Vi ser ett motiverat värde om 78-80 kr i Aros Bostad. Vi anser att bolaget i dagsläget handlar till en signifikant rabatt jämfört med liknande bolag. I dagsläget handlas Aros Bostad till en P/B om 1x om vi nuvärdesberäknar vinsterna i den befintliga projektportföljen. Vi ser således att bolaget är undervärderat givet den fina byggrättsportfölj man besitter. Vi bedömer att bolaget kan klara av en nedgång i bopriser då man har låga ingångsvärden på sina byggrätter. Man har således möjlighet att parera både stigande insatspriser och sjunkande slutpriser.

Kvartalet i detalj

Enligt bolagets segmentsredovisning, uppgick omsättningen i kvartalet till 168 mkr och rörelseresultatet uppgick till 24,7 mkr. Det motsvarar en EBIT marignal om 14,7% vilket är i linje med bolagets finansiella mål. Omsättningen enligt IFFS uppgick till 6,2 mkr och rörelseresultatet uppgick till -9,6 mkr. Diskrepansen går att härleda till att, enligt IFRS, får endast lägenheter som frånträtts vinstavräknas, dessa uppgick till 9st under kvartalet.

Givet att IFRS-resultatet är känsligt för timing i tillträden anser vi att segmentsredovisningen och pipeline ger bäst indikation på hur verksamheten fortlöper. Under kvartalet har aktiviteten varit hög för Aros Bostad:

- Totalt 98 enheter har produktionsstartats
- 973 lägenheter är i produktion. Det är något under de mål om 1000-1200 lägenheter i produktion som lanserades i samband med bolagets kapitalmarknadsdag tidigare i år. Vi bedömer att målet kommer att nås i slutet av året
- Av dessa är 91% redan sålda, vilket gör att de kommer att vinstavräknas vid frånträde enligt IFRS
- Under kvartalet sålde Aros 878 lägenheter som hyresrätter till den tyska kapitalförvaltaren Patrizia köpt. Denna transaktion säkerställer att en stor del av de enheter som är i produktion kommer att kunna vinstavräknas vid överlämnade, vilket sänker risken i estimaten.

Bolaget har genomfört en marknadsvärdering av byggrätter i kvartalet. Värdet på dessa uppgick till 131 kr per aktie vid halvårsskiftet. I Q4'21 var värdet 130 kr per aktie.

Estimatförändringar

Givet att IFRS vinstavräknar projekt när 50% av lägenheterna har överlämnats till slutkund så kommer våra estimat slå kraftigt över kvartalen, men på lång sikt kommer de stämma överens med bolagets segmentsredovisning.

För att hantera att tilträdena kan komma att skjutas över årsskiftet, sänker vi våra försäljningsestimat för 2022 med ca 400 mkr. Större delen av dessa återlägger vi under 2023. För att illustrera vad som styr våra estimat har vi kartlagt projekt i produktion i dagsläget och planerade frånträden kommande 6 år. Dessa ger en bättre indikation av hur bolaget kommer utvecklas framöver.

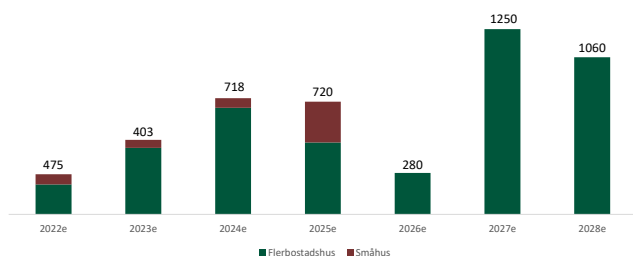
Estimatförändringar

| Nya estimat | | | | | | |
|----------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Mkr | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| Intäkter | 28 | 16 | 105 | 447 | 1 551 | 1 848 |
| Projektkostnader | -7 | 0 | 0 | -345 | -1 239 | -1 477 |
| Bruttoresultat | 21 | 16 | 105 | 102 | 312 | 371 |
| Personalkostnader | -28 | -35 | -50 | -56 | -62 | -68 |
| Övriga intäkter och kostnader | 20 | -19 | -8 | -23 | -33 | -35 |
| Rörelseresultat | 13 | -38 | 47 | 23 | 217 | 268 |
| Finansnetto | -4 | -2 | -3 | -9 | -22 | -31 |
| Resultat före skatt | 10 | -40 | 45 | 14 | 194 | 237 |
| Betald skatt | 0 | 0 | 0 | 0 | -40 | -49 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat Rapporterat | 10 | -40 | 45 | 14 | 154 | 188 |

| Δ Tidigare estimat % | | | | | | |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-------------|------------|-------------|
| Intäkter | 0% | 0% | 0% | -47% | 23% | -1% |
| Projektkostnader | 0% | 0% | 0% | -47% | 25% | 0% |
| Bruttoresultat | 0% | 0% | 0% | -48% | 14% | -5% |
| Personalkostnader | 0% | 0% | 0% | -2% | 0% | 0% |
| Övriga intäkter och kostnader | 0% | 0% | 0% | -19% | 0% | 0% |
| Rörelseresultat | 0% | 0% | 0% | -79% | 22% | -7% |
| Finansnetto | 0% | 0% | 0% | -9% | 22% | 28% |
| Resultat före skatt | 0% | 0% | 0% | -86% | 22% | -10% |
| Betald skatt | 0% | nm | nm | nm | nm | nm |
| Minoritetsintressen | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Nettoresultat Rapporterat | 0% | 0% | 0% | -86% | -3% | -29% |

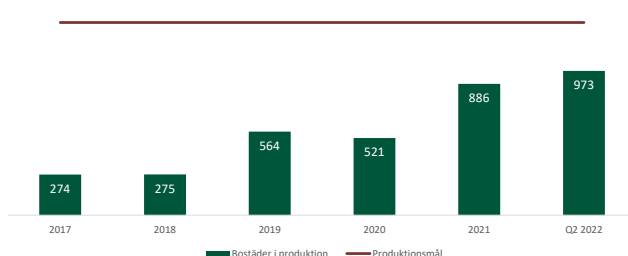
Källa: EPB

Planerade frånträden



Källa: EPB

Bostäder i produktion



Källa: EPB

Värdering

I rapporten redovisar Aros Bostad ett teoretiskt värde på bolagets färdigutvecklade byggportfölj. Detta värde uppgick vid Q2s utgång till 25 mdkr. Antaganden för detta värde är följande:

- Intäkt per kvm är 76 000 kr /kvm inklusive lån vilket motsvarar ett pris mot slutkund om ca 60 000 kr per kvadratmeter
- Lägenheterna är i snitt 67 kr per kvadratmeter
- Bolaget har ca 4 900 lägenheter i projektportföljen

Värdet uppskattas därmed till 25 mdkr. Vi bedömer att bolaget kommer att kunna nå sina mål om en rörelsemarginal om 15% vilket resulterar i en projektvinst om ca 3,75 mdkr. För att räkna ut hur mycket av detta som tillfaller aktieägarna har vi gjort följande antaganden:

- Ca 70% av intäkterna tillfaller Aros Bostad, resten går till JV-partners
- Vi räknar med att projekten, i snitt, ligger 5 år bort och diskonterar dessa värden med 12%

Vinsten per aktie summerar därmed till 25,4 kr per aktie vilket kan ställas mot dagens kurs om 53 kr och vårt motiverade värde om 78-80 kr.

Som en jämförelse har JM, under den senaste tio årscykeln, som lägst handlats till ett bakåtblickande P/E-tal om 5,4x och med en median om 13,5x.

Känslighetstabell

| Nuvärde färdigutvecklad portfölj (X-axel slutpris, Y-axel WACC) | | | | | | |
|---|----|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 25 | 50000 | 55000 | 60000 | 65000 | 70000 |
| 8% | | 4,7 | 6,1 | 7,4 | 8,8 | 10,2 |
| 10% | | 9,1 | 10,9 | 12,6 | 14,3 | 16,0 |
| 12% | | 13,6 | 15,7 | 17,7 | 19,8 | 21,8 |
| 15% | | 20,3 | 22,9 | 25,4 | 28,0 | 30,6 |
| 17% | | 24,8 | 27,7 | 30,6 | 33,5 | 36,4 |
| 19% | | 29,2 | 32,5 | 35,7 | 39,0 | 42,3 |

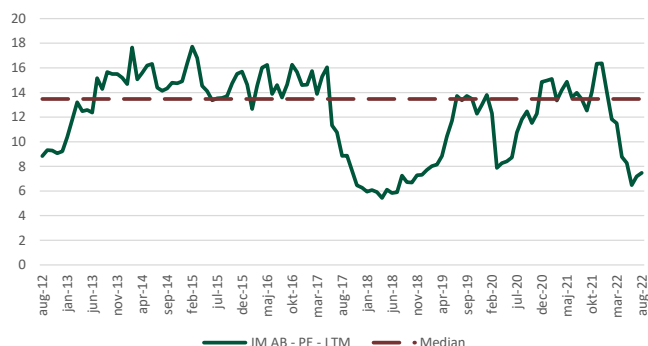
Källa: EPB

DCF

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|-------------------|-------|------|------|------|------|------|
| Vinstandel | 86 | 310 | 369 | 499 | 153 | 1108 |
| Period | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| WACC | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% | 9% |
| Nuvärde vinster | 86 | 284 | 311 | 385 | 109 | 720 |
| Summa nuvärde | 2 271 | | | | | |
| Multiplikator | 1,30x | | | | | |
| Värde | 2 953 | | | | | |
| Antal aktier | 37,9 | | | | | |
| Nuvärde per aktie | 78 | | | | | |
| Kurs | 53 | | | | | |
| Uppsida/nedsida | 47% | | | | | |

Källa: EPB

JM P/E-tal LTM



Factset

Resultaträkning

| Mkr | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Intäkter | 28 | 16 | 105 | 447 | 1 551 | 1 848 |
| Projektkostnader | -7 | 0 | 0 | -345 | -1 239 | -1 477 |
| Bruttoresultat | 21 | 16 | 105 | 102 | 312 | 371 |
| Personalkostnader | -28 | -35 | -50 | -56 | -62 | -68 |
| Övriga intäkter och kostnader | 20 | -19 | -8 | -23 | -33 | -35 |
| Rörelseresultat | 13 | -38 | 47 | 23 | 217 | 268 |
| Finansnetto | -4 | -2 | -3 | -9 | -22 | -31 |
| Resultat före skatt | 10 | -40 | 45 | 15 | 195 | 237 |
| Betald skatt | 0 | 0 | 0 | 0 | -40 | -49 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoresultat Rapporterat | 10 | -40 | 45 | 15 | 155 | 188 |

Källa: EPB

Balansräkning

| Mkr | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | |
| Inventarier | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nyttjanderättstillgångar | 5 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Summa anläggningstillgångar | 6 | 5 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Andelar i intresseföretag | 129 | 48 | 126 | 146 | 146 | 146 |
| Andra långsiktiga värdepappersinnehav | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Långfristiga fordringar | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 |
| Summa finansiella anläggningstillgångar | 155 | 74 | 154 | 173 | 173 | 173 |
| Projektfastigheter | 465 | 588 | 355 | 1 589 | 1 586 | 2 158 |
| Pågående arbeten | 45 | 50 | 179 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga omsättningstillgångar | 53 | 70 | 88 | 102 | 102 | 102 |
| Likvida medel | 86 | 222 | 200 | 510 | 991 | 830 |
| Summa omsättningstillgångar | 649 | 930 | 822 | 2 201 | 2 679 | 3 091 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 810 | 1 009 | 977 | 2 375 | 2 853 | 3 265 |
| Eget Kapital och skulder | | | | | | |
| Eget Kapital | 553 | 529 | 820 | 1 920 | 2 087 | 2 234 |
| Summa Eget Kapital | 553 | 529 | 820 | 1 920 | 2 087 | 2 234 |
| Långfristiga finansiella skulder | 50 | 69 | 19 | 130 | 130 | 130 |
| Långfristig leasingsskuld | 3 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa Långfristiga skulder | 53 | 71 | 19 | 130 | 130 | 130 |
| Kortfristiga finansiella skulder | 148 | 216 | 68 | 205 | 515 | 781 |
| Skatteskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga Kortfristiga skulder | 57 | 193 | 70 | 120 | 120 | 120 |
| Summa kortfristiga skulder | 205 | 409 | 138 | 325 | 635 | 901 |
| Summa Eget Kapital och skulder | 810 | 1 009 | 977 | 2 375 | 2 853 | 3 265 |

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

| Mkr | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|-------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|
| Rörelseresultat, rapporterat | 13 | -38 | 47 | 23 | 217 | 268 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | -43 | -8 | -22 | -9 | 3 | 3 |
| Finansiella poster | -2 | 111 | 25 | -10 | -22 | -31 |
| Skatt | 0 | 0 | 0 | 0 | -40 | -49 |
| Förändringar i rörelsekapital | -147 | -9 | -109 | 105 | 0 | 0 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | -178 | 56 | -59 | 110 | 158 | 191 |
| Investeringar | -54 | -24 | -80 | -13 | 0 | 0 |
| Avyttringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Fritt Kassaflöde | -233 | 31 | -139 | 98 | 158 | 191 |
| Utdelningar | -40 | -42 | -42 | -52 | -42 | -42 |
| Nyemission/återköp | 174 | 59 | 288 | 1 148 | 55 | 0 |
| Förvärv | -19 | 0 | 0 | -1 148 | 0 | -576 |
| Lånefinansiering och övriga justeringar | 113 | 88 | -129 | 274 | 310 | 265 |
| Kassaflöde | -4 | 136 | -22 | 319 | 481 | -161 |
| Icke kassaflödespåverkande poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nettoskuld, just | 605 | 619 | 441 | 379 | 208 | 635 |

Källa: EPB

Nyckeltal

Tillväxt och marginaler

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| Tillväxt intäkter | | -48% | 689% | 333% | 248% | 19% |
| Bruttomarginal | | n/a | n/a | 23% | 20% | 20% |
| EBIT-tillväxt | | -382% | -225% | -51% | 837% | 24% |
| EPS-tillväxt | | -523% | -194% | -78% | 944% | 22% |
| EBITDA-marginal | 58,2% | -211,7% | 48,1% | 5,8% | 14,2% | 14,7% |
| EBIT-marginal | 48,5% | -230,7% | 45,1% | 5,2% | 14,0% | 14,5% |
| Skattesats | 0% | 0% | 0% | 21% | 21% | 21% |

Lönsamhet

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE | | -7% | 7% | 1% | 8% | 9% |
| ROE, just. | | -214% | 37% | 2% | 11% | 12% |
| ROCE | | -5% | 6% | 1% | 9% | 9% |
| ROIC | | -5% | 6% | 1% | 10% | 10% |
| Investeringar | | 0 | 0 | 1 148 | 0 | 576 |
| Investeringar/omsättning | | 0% | 0% | 257% | 0% | 31% |

Aktiedata

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS, rapporterad | 0,3 | -1,2 | 1,2 | 0,3 | 2,7 | 3,2 |
| FCF per aktie | -7,2 | 1,0 | -3,9 | 2,3 | 4,1 | 5,0 |
| Utdelning per aktie | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Eget Kapital per aktie | 1,9 | -0,8 | 7,0 | 23,9 | 26,4 | 28,9 |
| EK per aktie, justerat | 17,1 | 16,4 | 21,6 | 33,7 | 35,9 | 38,4 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m) | 32,3 | 32,3 | 37,9 | 57,0 | 58,2 | 58,2 |

Källa: EPB

Värdering

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| P/E, justerat | n/a | n/a | 52,8x | 235,6x | 22,6x | 18,6x |
| P/EK | n/a | n/a | 8,9x | 2,5x | 2,3x | 2,1x |
| P/EK justerat | n/a | n/a | 2,9x | 1,8x | 1,7x | 1,6x |
| P/FCF | n/a | n/a | neg | 25,9x | 14,5x | 12,0x |
| Direktavkastning | n/a | n/a | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Utdelningsandel | n/a | n/a | 0% | 0% | 0% | 0% |
| EV/Sales | n/a | n/a | 21,4x | 7,3x | 2,0x | 1,9x |
| EV/EBITDA | n/a | n/a | 44,4x | 125,6x | 14,3x | 13,2x |
| EV/EBIT | n/a | n/a | 47,4x | 140,6x | 14,5x | 13,3x |
| Aktiekurs, årets slut | n/a | n/a | 62,1 | 60,0 | 60,0 | 60,0 |
| EV, årets slut | n/a | n/a | 2 241 | 3 247 | 3 144 | 3 570 |
| | | | | | | |
| FCF-yield | n/a | n/a | -6% | 4% | 7% | 8% |
| Sales | 28 | 16 | 105 | 447 | 1 551 | 1 848 |
| EBITDA | 16 | -35 | 50 | 26 | 220 | 271 |
| EBITDA (adj) | 16 | -35 | 50 | 26 | 220 | 271 |
| EBIT | 13 | -38 | 47 | 23 | 217 | 268 |
| EBIT (adj) | 13 | -38 | 47 | 23 | 217 | 268 |

Källa: EPB

Kvartalsdata

| Mkr | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | Q3 21 | Q4 21 | Q1 22 | Q2 22 |
|------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Intäkter | 7,9 | 11,1 | 0,2 | 3,6 | 5,2 | 0,8 | 6,8 | 3,6 | 69,3 | 17,5 | 10,7 | 18,1 | 8,4 | 6,3 |
| Bruttovinst | 7,9 | 11,1 | 0,2 | 3,6 | 5,2 | 0,8 | 6,8 | 3,6 | 69,3 | 17,5 | 10,7 | 18,1 | 8,4 | 6,3 |
| Personalkostnader | -5,9 | -8,3 | -6,3 | -9,4 | -8,2 | -10,2 | -7,6 | -9,4 | -9,8 | -16,6 | -9,9 | -23,2 | -12,6 | -13,7 |
| Övriga kostnader | -6,0 | -4,1 | -4,9 | -7,4 | -5,8 | -4,7 | -6,2 | -7,4 | -5,2 | -9,1 | -5,8 | -12,5 | -5,6 | -11,3 |
| EBITDA | -4,0 | -1,4 | -11,0 | -13,1 | -8,8 | -14,1 | -6,9 | -13,1 | 54,4 | -8,2 | -5,0 | -17,6 | -9,8 | -18,7 |
| Avskrivningar | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,8 | -0,7 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -0,8 | -1,6 | -0,7 | -0,6 |
| Nedskrivningar (Goodwill) | | | | | | | | | | | | | | |
| EBIT | -4,7 | -2,0 | -11,7 | -13,9 | -9,6 | -14,9 | -7,7 | -13,9 | 53,6 | -9,0 | -5,8 | -19 | -11 | -19 |
| Jämförelsestörande poster | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EBIT (justerad) | -4,7 | -2,0 | -11,7 | -13,9 | -9,6 | -14,9 | -7,7 | -13,9 | 53,6 | -9,0 | -5,8 | -19 | -11 | -19 |
| Finansiella intäkter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finansiella kostnader | -0,9 | -1,1 | -0,6 | -0,5 | -0,6 | -0,6 | -0,6 | -0,5 | -0,8 | -0,9 | -0,8 | -1,8 | -0,6 | -0,9 |
| Resultat före skatt | -5,6 | -3,1 | -12,2 | -14,5 | -10,2 | -15,5 | -8,3 | -14,5 | 53,5 | -9,8 | -6,5 | -20,9 | -11,0 | -20,1 |
| Skatter | 0,0 | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Minoritetsintressen | 0,2 | 21,3 | 20,3 | 18,1 | -2,2 | -3,5 | -4,3 | 18,1 | 2,9 | -3,8 | 7,6 | 22,8 | 1,2 | 9,6 |
| Nettoresultat (rapporterat) | -5,4 | 18,2 | 7,9 | 3,7 | -12,4 | -18,9 | -12,6 | 3,7 | 56,4 | -13,6 | 1,1 | 1,9 | -9,8 | -10,5 |
| Nettoresultat (justerat) | -5,4 | 18,2 | 7,9 | 3,7 | -12,4 | -18,9 | -12,6 | 3,7 | 56,4 | -13,6 | 1,1 | 1,9 | -9,8 | -10,5 |

| | Q1 19 | Q2 19 | Q3 19 | Q4 19 | Q1 20 | Q2 20 | Q3 20 | Q4 20 | Q1 21 | Q2 21 | Q3 21 | Q4 21 | Q1 22 | Q2 22 |
|----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Omsättningstillväxt | n/a | n/a | n/a | n/a | -35% | -93% | 3296% | 0% | 1237% | 2179% | 57% | 396% | -88% | -64% |
| Bruttomarginal | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| EBIT-tillväxt | n/a | n/a | n/a | n/a | 103% | 640% | -34% | 0% | -659% | -40% | -25% | 38% | -120% | 115% |
| EBITDA-marginal (justerad) | -51% | -12% | -5464% | -359% | -171% | -1840% | -101% | -359% | 78% | -47% | -46% | -97% | -116% | -298% |
| EBIT-marginal | -59% | -18% | -5798% | -382% | -185% | -1939% | -112% | -382% | 77% | -51% | -54% | -106% | -125% | -307% |
| Skattesats | 0% | 0% | -1% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |

Källa: Bolaget

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 målfaldigas 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