



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsförvaltning | Sverige | 16 november 2022

Eastnine

Fortsätter att öka intäkterna och förbättra förvaltningsresultatet

Starkt kvartal med förbättrat förvaltningsresultat

Eastnine är ett steg närmare renodling om innehavet i Melon Fashion Group (MFG) avyttras, och därmed stärka sin position som en ledande och långsiktig fastighetsägare i Baltikum och Polen. För tredje kvartalet i rad levererar bolaget ökat förvaltningsresultat, som uppgick till EUR 4m, motsvarande en ökning med 28% jämfört med föregående kvartal och 26% på 9M'22 jämfört med samma period föregående år. Den starka tillväxten underbyggs av större fastighetsbestånd och högre uthyrningsgrad både i Vilnius och Riga, vilket skapar möjlighet att kunna debitera hyresgästerna större andel av drift och underhållskostnaderna.

MFG-avyttring bäddar för tillväxt

En försäljning av innehavet i MFG skulle även medföra en markant nedjustering av nettoskulsättningen som går från 51% till 19%, då det riskfyllda innehavet ersätts med en stor kassa (se sid.4).

Höjer motiverat värde

Vi ser en god efterfrågan på kontorslokaler i A-lägen, framför allt i Vilnius, där bolaget fortsätter knyta till sig nya hyresgäster på högre hyresnivåer. Det villkorade avtalet gällande avyttring av innehavet i MFG innebär minskad risk trots att vissa frågetecken som återstår kring affären. Vi justerar vårt motiverade värde till 140–145 kr per aktie, från tidigare 135–137 kr mot bakgrund av fortsatt ökat förvaltningsresultat och högre NAV. Vi bedömer att bolaget kommer handlas till en viss rabatt emot sektorn givet att aktien är något mindre likvid än övriga bolag inom sektorn, men att rabatten bör minska när MFG-affären har slutförts.

Estimatändring (EUR)					Prognos (EURm)					Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	140 - 145 kr
Hysesintäkter	30	1,1	36	5,5	Hysesintäkter	22	30	36	37	Aktiekurs	114 kr
Förvaltningsresultat	13	-0,9	16	8,2	Hyrestillväxt	12%	40%	18%	3%	Riskenivå	Medium
Långsiktigt NAV per aktie	22,2	14,8	22,6	14,7	Driftnetto	19	27	33	34	Kursutveckling 12 mån	
					Överskottsgrad	89%	91%	92%	92%		
					Förvaltningsresultat	10	13	16	16	Intressekonflikter	
					Förvaltningsresultat, tillväxt	10%	42%	20%	3%		
					Långsiktigt NAV per aktie	17,5	22,2	22,6	22,9	Yes	
					Långsiktig NAV, tillväxt	21%	27%	2%	1%		
					CEPS	0,4	0,6	0,7	0,7	No	
					CEPS, tillväxt	-9%	33%	21%	2%		
					P/Förvaltningsresultat per aktie	35,9x	17,8x	14,3x	14,1x	Likviditetsgarant	
					P/CEPS	35,9x	18,4x	15,2x	15,0x		
					P/NAV	0,9x	0,5x	0,5x	0,5x	Certified adviser	
					Implicit yield	4,7%	9,6%	11,5%	12,0%		
					ROE	21,1%	26,1%	3,1%	3,1%	Transaktioner 12m	
					Utdelning per aktie	0,3	0,3	0,3	0,3		
					Utdelning per aktie, tillväxt	-3%	0%	0%	0%		
					Belåningsgrad	0,3x	0,1x	0,1x	0,1x		
					EBITDA/Räntekostnader	2,7x	2,3x	2,4x	2,3x		
					Snittränta	2,3%	3,1%	3,7%	3,8%		

Kommande händelser

Q4 - rapport08 februari 2023

Bolagsfakta (EURm)

Antal aktier22m

Börsvärde234

Nettoskuld112

EV346

Free float45%

Daglig handelsvolym, snitt31k


Bloomberg TickerEAST SS EQUITY

Analytiker

Rodriguez Meshe

rodriguez.meshe@penser.se

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓



Investment case

Eastnine (EAST) är ett svensknoterat fastighetsbolag med inriktning på kontors- och logistikfastigheter i Baltikum och Polen. Fastigheterna kännetecknas av stabila kassaflöden givet att majoriteten av bolagets hyresgäster utgörs av stora nordiska bolag med internationell verksamhet. Bolagets fokus på hållbarhet, vilket öppnar upp möjligheterna till kapitalmarknaden, i kombination med dess starka balansräkning, ger goda möjligheter till ytterligare förvärv och därmed vinsttillväxt.

Affärsmodell med stort hållbarhetsfokus

Eastnines fastigheter är lokaliserade i förstklassiga och centrala lägen i de baltiska huvudstäderna och Poznan som är Polens femte största stad. Bolaget lägger stor vikt vid att jobba med hållbarhet och har som mål att vara klimatneutrala till 2030. Med bolagets centralt belägna fastigheter och dess stora fokus på hållbarhet bedömer vi att bolaget har en konkurrensfördel för att kontinuerligt bibehålla och attrahera hyresgäster.

Historisk god tillväxt med stabila kassaflöden

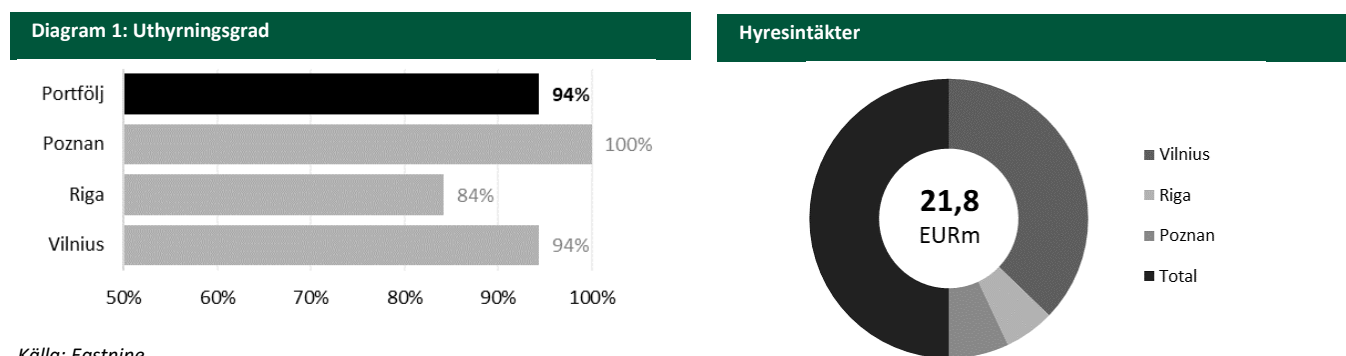
Bolaget har historiskt sett visat på en god tillväxt i hyresintäkter, som i kombination med stabila hyresgäster ger en god visibilitet och stabilitet i kassaflöden.

Potential för ytterligare förvärv

Eastnine har som mål att ha ett fastighetsbestånd om EUR 700m mot slutet av 2023. Per 30 september 2022 uppgick värdet på fastighetsbeståndet till EUR 604m. Med dess starka balansräkning och goda kassaflödesgenerering ser vi goda möjligheter till ytterligare förvärv och vinsttillväxt.

Förbättrat driftöverskott och förvaltningsresultat

I Q3'22 uppgick det långsiktiga substansvärdet (EPRA NAV) till 21,9 EUR per aktie, motsvarande en ökning med 26% jämfört med i början av året. Det långsiktiga substansvärdet i svenska kronor uppgick till 238 kronor per aktie, motsvarande en ökning med 31%. Ökningen drevs främst av en positiv omvärdering av Melon Fashion Group och derivatinstrument, samt ett högre förvaltningsresultat. Den större fastighetsportföljen och stark nettouthyrning bidrog till det starka resultatet för både kvartalet och perioden. Avyttringen av MFG, under förutsättning att affären går igenom, skapar goda förutsättningar för ytterligare tillväxt framöver på grund ökad kassa.



Hyesintäkterna under tredje kvartalet uppgick till EUR 8,3m, motsvarande en ökning med 12% jämfört med föregående kvartal. I jämförbart bestånd var dock ökningen marginell. Lägre fastighetskostnader och centrala administrationskostnader bidrog till förbättrat driftnetto och förvaltningsresultat för kvartalet uppgick till EUR 4,0m. Nettouthyrningen för 9M 2022 var positiv och uppgick till EUR 2,3m och den ekonomiska uthyrningsgraden uppgick till 94,3% jämfört med 91,5% föregående kvartal. De största uthyrningarna under tredje kvartalet som bidrog till den positiva nettouthyrningen inkluderar drygt 500 kvm till Eurofins Genomics IT Solutions i fastigheten Alojias Biroji i Riga, drygt 400 kvm till TFB Service som flyttar till större ytor i fastigheten 3Bures-1,2 i Vilnius, samt cirka 300 kvm till Axxonsoft Baltic i fastigheten Vertas-1 i Vilnius.

Estimatavvikelse

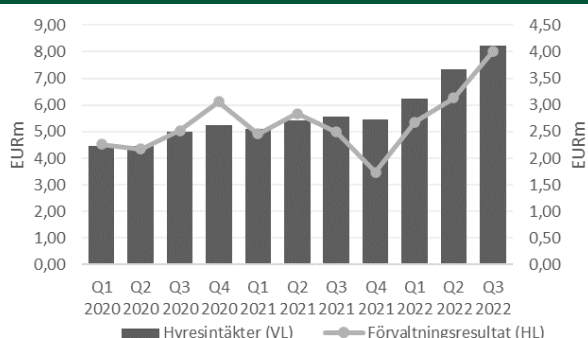
Hyesintäkterna var något högre än våra estimat för tredje kvartalet, då vi räknat med lägre uthyrningsgrad. Både driftnetto och förvaltningsresultat var över våra estimat på grund av lägre räntekostnader och fastighetskostnader, som minskade till följd av minskade vakanser. Den låga vakansgraden, uppskjutna projekt samt hög efterfrågan på högkvalitativa kontorslokaler begränsar möjligheten till en fortsatt positiv nettouthyrning på kort sikt.

Estimat-avvikelse			
EURm	Utfall	Tidigare estimat	Skilnad
Hyesintäkter	8,228	8,042	2,3%
Fastighetskostnader	(0,636)	(0,788)	-19,3%
Driftnetto	7,592	7,254	4,7%
Överskottsgrad %	92,3%	90,2%	2,3%
Centrala administrationskostnader	(0,957)	(0,900)	6,3%
Räntekostnader	(2,506)	(2,611)	-4,0%
Andra finansiella intäkter och kostnader	(0,128)	(0,129)	-0,9%
Förvaltningsresultat	4,001	3,614	10,7%
Förvaltningsmarginal, %	48,6%	44,9%	8,2%

Källa: EPB, Eastnine

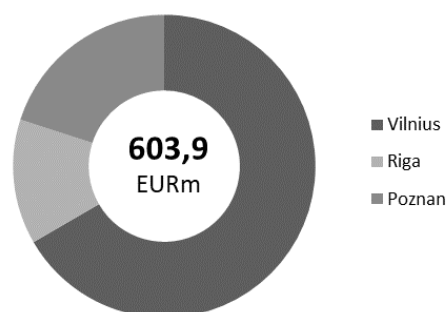
Hyresintäkter och fastighetsvärde

Utveckling – hyresintäkter och förvaltningsresultat



Källa: Eastnine

Fastighetsvärde



Källa: Eastnine

Avyttring av innehavet i MFG

Övriga investeringar utgörs, per den sista september 2022, av innehavet i Melon Fashion Group (MFG). I mitten av oktober, ingick Eastnine ett villkorat avtal om avyttring av hela innehavet i MFG för EUR 193m till det ryska börsnoterade investmentbolaget Sistema PJSC.

MFG är en av de ledande aktörerna i den ryska modeindustrin med en affärsmodell som baseras på inhouse-design med produktion i Asien. Butiksnätverket bestod vid periodens slut av totalt 850 butiker, varav 224 utgjordes av franchise. MFG saluför varumärkena Sela, Befree, Zarina och Love Republic, riktade till olika målgrupper.

Försäljningspriset uppgick till cirka EUR 193m, baserat på fixerad valutakurs om 1 EUR= 61,5 RUB. Det bokförda värdet av innehavet i MFG uppgick till 198,6m euro vid periodens slut, då innehavet redovisats till det avtalade försäljningsvärdet i rubel, men omräknat med valutakurs per balansdagen. Värdeförändringen under perioden (jan-sep 2022) uppgick till EUR 76,8m. Det bokförda värdet per balansdagen överstiger det överenskomna försäljningspriset med cirka EUR 5m. Transaktionen är föremål för ett antal villkor som står utanför Eastnines kontroll. Under förutsättning att samtliga villkor uppfylls, bedöms transaktionen kunna slutföras under 2022. Eastnine har under det andra och tredje kvartalet 2022 erhållit utdelning om EUR 352k, vilket tillsammans med den utdelning som erhöles i början av januari 2022, innebär att utdelning från MFG under perioden uppgår till EUR 6,8m. Totalavkastning för innehavet uppgick till 68,6 procent.

Affären är föremål för ett antal villkor som står utanför Eastnines kontroll, inklusive att godkännanden erhålls från den ryska konkurrensmyndigheten (FAS) respektive den ryska myndigheten för kontroll av utländska investeringar i Ryssland. Transaktionen är också villkorad av att tillämpliga sanktioner efterlevs. Under förutsättning att samtliga villkor uppfylls är Eastnines bedömning att transaktionen kan slutföras under 2022.

Avyttringen av MFG-innehav är positiv på många sätt under förutsättning att affären genomförs, eftersom den innebär en reducering av portföljrisken i och med att exponeringen mot Ryssland försvinner. Innehavet är obelånat, vilket skapar stora möjligheter för tillväxt, men också en möjlighet för bolaget att både stärka balansräkningen och sin position som en finansiellt stark och långsiktig fastighetsägare i Baltikum och Polen.

Vi kan konstatera att det fortfarande råder viss osäkerhet kring huruvida affären kommer att slutföras och/eller hur/när och om likviden erhålls på utsatt tid, vilket reflekteras i den höga substansrabatten.

Förändring i estimat

Vi uppdaterar våra estimat till följd av resultat för Q3 2022 och har fokuserat på intjäningskapaciteten. Vi har justerat våra estimat enligt följande:

- Vi höjer intäktsesimat för 2022 marginellt för att reflektera en högre uthyrningsgrad och högre uppnådda hyror i nytecknade hyresavtal. Vi har även höjt intäktsesimaten för 2023 och 2024, men förväntar oss indexering långt under den genomsnittliga inflationen i Baltikum och Polen, då bolaget fokuserar på långsiktiga relationer med sina hyresgäster snarare än kortsiktiga hyreshöjningar
- I takt med att uthyrningsgraden ökar, har vi också justerat ned våra estimat för direkta fastighetskostnader då merparten av hyresavtalen är triple-net-avtal, vilket innebär att hyresgästen täcker både drift och underhållskostnader. Estimaten för centrala administrationskostnader är oförändrade, då vi anser att bolaget kommer att kunna fortsätta förvalta beståndet på ett kostnadseffektivt sätt
- Estimaten för räntekostnader har justerats upp för att reflektera rådande klimat på finansieringsmarknaden

Estimatförändring -									
	Tidigare EPB estimat			Nya EPB estimat			Förändring		
EURm	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Hysesintäkter	29,8	33,7	34,8	30,1	35,6	36,7	1,1%	5,5%	5,5%
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Fastighetskostnader	-3,1	-3,1	-3,1	-2,8	-3,0	-3,1	-9,3%	-5,0%	-0,3%
Driftnetto	26,7	30,6	31,7	27,3	32,6	33,6	2,3%	6,6%	6,1%
Administrationskostnader	-4,0	-4,0	-4,0	-4,1	-4,0	-4,0	1,4%	0,0%	0,0%
Finansnetto	-9,8	-11,9	-12,0	-10,5	-12,7	-13,3	6,7%	6,8%	11,0%
Förvaltningsresultat	12,9	14,7	15,7	12,7	15,9	16,3	-0,9%	8,2%	3,9%
Värdeförändringar, fastigheter	10,0	0,0	0,0	7,5	0,0	0,0	-24,6%	-	-
Värdeförändringar, finansiella instrument	30,0	0,0	0,0	11,6	0,0	0,0	-61,5%	-	-
Extraordinära poster	0,0	0,0	0,0	83,3	0,0	0,0	-	-	-
Resultat före skatt	52,9	14,7	15,7	115,2	15,9	16,3	117,9%	8,2%	3,9%
Betald skatt	-0,5	-0,9	-0,9	-0,4	-1,0	-1,0	-10,2%	8,2%	3,9%
Uppskjutenskatt	-2,4	0,0	0,0	-3,2	0,0	0,0	31,1%	-	-
Minorotetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-
Nettoresultat Rapporterat	50,0	13,8	14,7	111,6	15,0	15,3	123,3%	8,2%	3,9%

Källa: EPB, Eastnine

Värdering

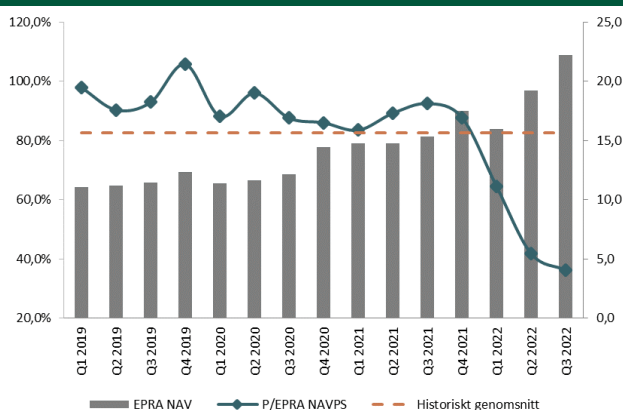
Viktiga värde drivare – P/EPRA NAV och P/CEPS

P/EPRA NAV

Vår värderingsansats baseras på EPRA NAV och CEPS-multiplar. För att härleda vårt motiverade värde tittar vi på en mix av vinsttillväxt, finansiell och operativ risk samt värdering kontra jämförbara bolag och sektor samt historisk värdering. Aktien handlas för närvarande med signifikant rabatt gentemot substansvärde på omkring 50%. De senaste tre åren har bolaget handlat på en rabatt om ca 10%.

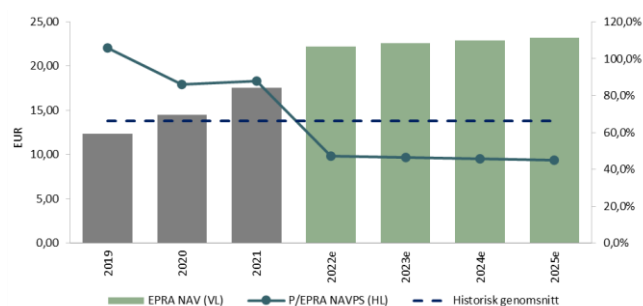
Vi bedömer att bolagets portfölj i attraktiva lägen med en hög tillväxt i förvaltningsresultat inte motiverar den historiska rabatten emot jämförbara bolag. Givet att bolaget nu är renodlat fastighetsbolag, om innehavet i MFG säljs, så bedömer vi att rabatten ovan bör minska. Vi anser att den goda hyrestillväxten på berörda marknaden motiverar detta.

Substansvärde och historisk P/EPRA NAV (kvartal)



Källa: Eastnine

Historisk och framtida P/EPRA NAV (år)



Källa: Eastnine

Jämförbara bolag – P/EPRA NAV

	Spot	2022e	2023e	Genomsnitt (2022e-2023e)
P/EPRA NAV				
Fabege	51,7%	55,0%	58,0%	56,5%
Hufvudstaden	69,4%	74,0%	77,0%	75,5%
Wihlborgs	93,9%	96,0%	98,0%	97,0%
Platzer	58,1%	60,0%	60,0%	60,0%
Genomsnitt	68,3%	71,3%	73,3%	72,3%
Eastnine	48,3%	57,1%	58,5%	66,0%

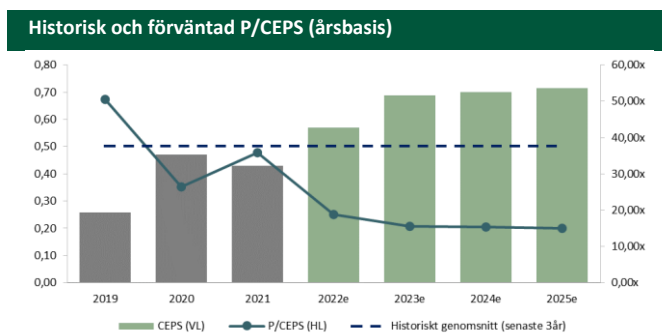
Källa: FactSet, EPB

P/CEPS

Kärnan i fastighetsportföljen är kontorsfastigheter i A-läge med låga vakanser. För de kommande åren förutspår vi hög tillväxt och noterar att värderingsmultiplarna krymper snabbt. För helåret 2022e förväntas aktien att fortsätta handlas med rabatt mot EPRA NAV, motsvarande en P/CEPS-multiplik på 19x. Med en stor kassa och relativt låg belåning ökar flexibiliteten i bolaget och möjligheten för tillväxt. Även om bolaget förväntas handla i linje med jämförbara bolag som Faberge, Wihlborgs och Platzer, ska man ha i åtanke att kassan förväntas öka signifikant om MFG-affären slutförs.

P/CEPS mot jämförbara bolag				
	Spot	2022e	2023e	Genomsnitt (2022e-2023e)
P/CEPS				
Faberge	30x	21x	23x	22x
Hufvudstaden	37x	28x	29x	29x
Wihlborgs	20x	14x	15x	14x
Platzer	60x	15x	13x	14x
Genomsnitt	37x	19x	20x	20x
Eastnine				
	62x	19x	16x	18x

Källa: EPB, Eastnine



Källa: EPB, Eastnine

Slutsats

Baserat på Eastnines historik vad gäller P/EPRA NAV och P/CEPS samt hur aktien handlas i förhållande till de mest relevanta, jämförbara bolagen, bedömer vi ett motiverat värde inom intervallet 140 – 145 kr per aktie.

Givet att försäljningen av innehavet i MFG går igenom som planerat kommer bolaget att vara relativt överkapitaliserat. Eftersom fastighetstransaktionsmarknaden på bolagets kärnmarknader inte anses vara lika likvid som exempelvis den svenska marknaden bedömer vi att, om bolaget inte hittar lämpliga förvävsobjekt kan det vara aktuellt med en eventuell extrautdelning. Ett annat alternativ är återköp av egna aktier.

Vi gillar flera aspekter av Eastnines verksamhet: ledande fastighetsägare med fastigheter belägna i A-lägen och starka hyresgäster. Bolaget verkar på växande marknader och har en tydlig tillväxtstrategi samt tydlig fokus på hållbarhet. Vi bedömer att aktien har potential att ge en god riskjusterad avkastning till en långsiktig investerare. Aktien har för närvarande en attraktiv värdering i relation till både historik och jämförbara bolag med en rabatt kring 50% mot substansen. På kort sikt ser vi en potentiell stor uppsida kopplat till avyttring av innehav i MFG slutförs.

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	13	19	22	30	36	37	38
Totala intäkter	13	19	22	30	36	37	38
Fastighetskostnader	-1	-2	-2	-3	-3	-3	-3
Driftsnetto	12	17	19	27	33	34	35
Central administration	-4	-4	-4	-4	-4	-4	-4
EBITDA, justerad	8	14	15	23	29	30	31
EBIT, justerad	8	14	15	23	29	30	31
EBIT	8	14	15	23	29	30	31
Finansiella poster	-3	-4	-6	-10	-13	-13	-14
Resultat före skatt	38	41	76	115	16	16	17
Skatter	0	0	0	0	-1	-1	-1
Nettoresultat, justerad	35	36	72	112	15	15	16
Nettoresultat	35	36	72	112	15	15	16

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat	5	10	10	13	16	16	17
Övriga kassaflödespåverkande poster	-28	-30	-61	-93	0	0	0
Förändringar i rörelsekapital	-2	0	3	-3	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-24	-20	-49	-83	15	15	16
Övriga poster	23	0	5	217	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-98	-65	-75	90	-5	-5	-55
Utdelningar	-5	-5	-5	-6	-7	-8	-8
Nyemission / återköp	-4	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-119	-62	-76	-121	0	0	-50
Förändringar av lån	70	35	68	88	2	3	30
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	-60	-44	-61	88	5	5	-17
Nettoskuld	102	150	213	112	109	106	153

Källa: EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Förvaltningsfastigheter	290	372	470	605	609	614	668
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	10	10	10	10
Summa anläggningstillgångar	381	476	593	617	622	627	681
Övriga omsättningstillgångar	2	2	30	6	6	6	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	37	24	29	220	225	230	213
Summa omsättningstillgångar	40	26	59	226	231	236	219
SUMMA TILLGÅNGAR	420	502	653	843	853	863	900
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Summa eget kapital	268	310	376	480	487	494	502
Banklån, långfristiga	133	153	235	321	323	326	356
Långfristiga leasingskulder	1	1	1	2	2	2	2
Summa långfristiga skulder	144	170	254	346	348	351	381
Banklån, Kortfristiga	5	20	7	8	8	8	8
Övriga kortfristiga skulder	2	2	14	10	10	10	10
Summa kortfristiga skulder	8	23	22	18	18	18	18
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	420	502	653	843	853	863	900

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Hyrestillväxt	-	44%	12%	40%	18%	3%	3%
Vakansgrad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Överskottsgrad	89%	91%	89%	91%	92%	92%	91%
EPS-tillväxt, justerad	-	2%	92%	59%	N.m.	2%	2%
CEPS, tillväxt	Neg.	81,7%	Neg.	33,1%	20,8%	1,6%	2,2%
Långsiktig NAV, tillväxt	Neg.	17,0%	21,1%	26,9%	1,5%	1,4%	1,4%
Eget kapital, tillväxt	Neg.	15,6%	21,3%	27,6%	1,6%	1,5%	1,5%
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	46,5%	9,9%	41,9%	19,6%	3,0%	2,8%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	15,4%	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	13%	21%	26%	3%	3%	3%
Yield	4%	5%	4%	5%	5%	5%	5%
Implicit yield	4%	5%	5%	10%	12%	12%	11%

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	102	150	213	112	109	106	153
Belåningsgrad	0,2x	0,3x	0,3x	0,1x	0,1x	0,1x	0,2x
Soliditet	64%	62%	58%	57%	57%	57%	56%
Nettoskultsättningsgrad	0,4x	0,5x	0,6x	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	12.6x	10.7x	13.9x	4.8x	3.8x	3.6x	5.0x
Snittränta	1.6%	2.1%	2.3%	3.1%	3.7%	3.8%	3.7%

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat per aktie	0,26	0,47	0,43	0,59	0,73	0,75	0,76
EPS	1,66	1,70	3,25	5,17	0,69	0,70	0,72
EPS, justerad	1,66	1,70	3,25	5,17	0,69	0,70	0,72
FCF per aktie	0,26	0,47	0,43	0,57	0,69	0,70	0,72
Utdelning per aktie	0,26	0,30	0,29	0,29	0,29	0,29	0,29
Eget kapital per aktie	12,6	14,5	16,9	22,2	22,4	22,6	23,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	21.2	21.3	22.2	21.6	21.7	21.8	21.7
Långsiktigt NAV per aktie	12.4	14.5	17.5	22.2	22.6	22.9	23.2

Källa: EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/Förvaltningsresultat per aktie	50,6x	26,5x	35,9x	17,8x	14,3x	14,1x	13,8x
P/E, justerad	7,9x	7,3x	4,7x	2,0x	15,2x	15,0x	14,6x
P/EK	1,0x	0,9x	0,9x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
P/NAV	1,1x	0,9x	0,9x	0,5x	0,5x	0,5x	0,5x
P/CEPS	50,6x	26,5x	35,9x	18,4x	15,2x	15,0x	14,6x
Direktavkastning	2,0%	2,4%	1,9%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
EV/EBIT, justerad	15,7%	17,7%	8,9%	5,6%	42,1%	41,4%	40,5%
EV	394	429	558	346	343	340	388
Aktiekurs	13,1	12,5	15,4	10,5	10,5	10,5	10,5

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetenskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

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