



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 22 november 2022

Aros Bostadsutveckling

Starkt kvartal men fortsatt turbulent bostadsmarknad

Hög bokning/försäljningsgrad

Aros Bostad rapporterade rörelseintäkter enligt IFRS på 11,2 mkr i Q3'22, motsvarande en tillväxt y/y på 4,7% och hela 79% jämfört med föregående kvartal. Intäktsredovisning enligt IFRS görs vid den tidpunkt där övervägande del av tillträden till bostäder har skett. Under perioden skedde tillträde och vinstavräkning i projekten O2 Orminge och Milstena Skarpäng. Antalet sålda bostäder uppgick till 21 enheter jämfört med 314 samma period förra året och antalet vinstavräknade bostäder uppgick till 20 enheter. Trots den turbulenta marknadssituationen, har Aros redovisat en hög grad av bokade eller sålda bostäder som uppgick till 88% och 82% rensat för sålda hyresrätter.

Strukturaffärerna ger avtryck

Under året har Aros Bostad genomfört viktiga strukturaffärer som nu börjar synas i resultatet. Rörelseresultatet ökade med 4,7% jämfört med föregående kvartal och 86% jämfört med Q3'21. På kvartalsbasis minskade marginalerna, bruttomarginalen och rörelsemarginalen uppgick till 13,4% resp. 7,2%, att jämföra med 35,9% resp. 15,6% föregående år. De lägre marginalerna kan primärt förklaras av ojämnheter i hur vinsterna från sålda bostäder räknas hem. En mer rättvisande bild av marginalerna bör synas på årsbasis. Strukturaffären med ALM Equity inkluderas ej i våra estimat då bolaget inte redovisat affären i Q3'22.

Estimatjusteringar

Aros Bostad rapporterade starka siffror för tredje kvartalet, i en turbulent marknad för bostadsutvecklare. De senaste genomförda strukturaffärerna förväntas underbygga tillväxt framöver. Aros Bostad, liksom andra bostadsutvecklare möter flertalet utmaningar i det korta perspektivet. Fallande priser, högre bygg- och finansieringskostnader för att nämna några. Mot bakgrund av detta och för att reflektera avmattningen på bostadsmarknaden har vi justerat våra prognoser. Detta leder till ett nytt motiverat värde om 58–60 kr per aktie från tidigare 78–80 kr.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	58 - 60 kr
Totala intäkter	422	-	1 420	-	Totala intäkter	105	422	1 420	Aktiekurs	41,4 kr
EBITDA, just.	43	-	211	-	Intäktstillväxt	>100%	>100%	>100%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	0,9	-	3,9	-	EBITDA, just.	47	43	211		
					EBIT, just.	47	43	211		
					EPS, just.	1,2	0,9	3,9		
					EPS-tillväxt	>100%	N.m.	>100%		
					EK/aktie	21,6	12,1	14,6		
					EBIT-marginal	45,1%	10,1%	14,8%		
					ROE, just.	6,6%	4,5%	19,2%		
					ROCE, just.	5,2%	3,5%	16,8%		
					EV/Sales	21,4x	5,8x	1,7x		
					EV/EBITDA	47,4x	57,5x	11,7x		
					EV/EBIT	47,4x	57,5x	11,7x		
					P/E, just.	53,0x	48,1x	11,0x		
					P/EK	2,9x	3,5x	2,9x		
					FCF yield	-	-	-		
					Nettoskuld/EBITDA	-2,4x	0,2x	-0,1x		

Kommande händelser	
Q4 - rapport	17 februari 2023

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	57m
Börsvärde	2 447
Nettoskuld	9
EV	2 457
Free float	15%
Daglig handelsvolym, snitt	2k
Bloomberg Ticker	AROS SS EQUITY

Analytiker	
Rodriguez Meshe	rodriguez.meshe@penser.se

Kursutveckling 12 mån	

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant	✓	
Certified adviser	✓	
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Aros Bostad har i dagsläget ca 5 000 byggrätter fördelade runtom i 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 accelererande 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 växande byggrättsportfölj om ca 5 000 byggrätter i olika delar av Stockholm och fortsätter att växa i takt med nya förvärv. 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 har förvärvat en byggrättsportfölj omfattande 1 500 byggrätter belägna i Storstockholm, 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 inflyt 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

För att reflektera avmattningen på bostadsmarknaden och svårigheten i att avgöra när marknaden stabiliseras och på vilken nivå har vi justerat våra prognoser. Vi ser därmed ett nytt motiverat värde om 58–60 kr per aktie från tidigare 78–80 kr. Med det sagt anser vi att ledningens historiska track-record är mycket väldokumenterat, något vi beskriver i bolagsprofilen. Vi ser således att bolaget är undervärderat givet den fina byggrättsportfölj man besitter. Vi bedömer att bolaget kan klara av en nedgång i bostadspriser på kort sikt på grund den höga bokning/försäljningsgraden då man har låga ingångsvärden på sina byggrätter. Man har således möjlighet att parera både stigande insatspriser och sjunkande slutpriser.

Kvartalet i detalj

Nettoomsättningen enligt segmentredovisning, uppgick till 361 mkr, motsvarande en bruttomarginal om 13,4%. Rörelseresultatet uppgick till 28,9 mkr, motsvarande en tillväxt y/y om 86% och rörelsemarginal om 7,2%. Omsättningen enligt IFRS uppgick till 11,2 mkr, motsvarande en tillväxt y/y om 4,7%. Skillnaden kan primärt härledas till att, enligt IFRS får intäkter redovisas först då en övervägande del av (>50%) av bostadsrättsköparna har tillträtt bostäderna i respektive projekt.

Givet att IFRS-resultatet är känsligt för timing i tillträden, anser vi att segmentredovisningen och pipeline ger bäst indikation om hur bolagets verksamhet fortlöper. Under kvartalet har aktiviteten varit låg för Aros Bostad, främst på grund av den tuffa bostadsmarknaden:

- Inga enheter produktionsstartades under tredje kvartalet och antal enheter under produktion uppgick till 973 enheter fördelade på 12 projekt
- 88% av bostäderna i produktion är bokade eller sålda
- Tillträde och vinstavräkning har skett i fondprojekten O2 Orminge och Milstena Skarpäng
- Antal sålda lägenheter uppgick till 21 enheter
- Antal bostäder som tillträtts samt vinstavräknats enligt IFRS uppgick till 20 enheter

Aros Bostads totala byggrättsportfölj vid lagakraftvunnen detaljplan externvärderades per 30 juni 2022 till ett värde om 7,5 mdkr, motsvarande 17 630 kr per kvm BTA. Värdet på Aros Bostads andel uppgick till 130 kr per aktie. Övervärdet, bedömt marknadsvärde jämfört med anskaffningsvärde, uppgick vid halvårsskiftet till 2,7 mdkr, varav Aros Bostads andel uppgick till 1,8 mdkr eller 46 kr/aktie.

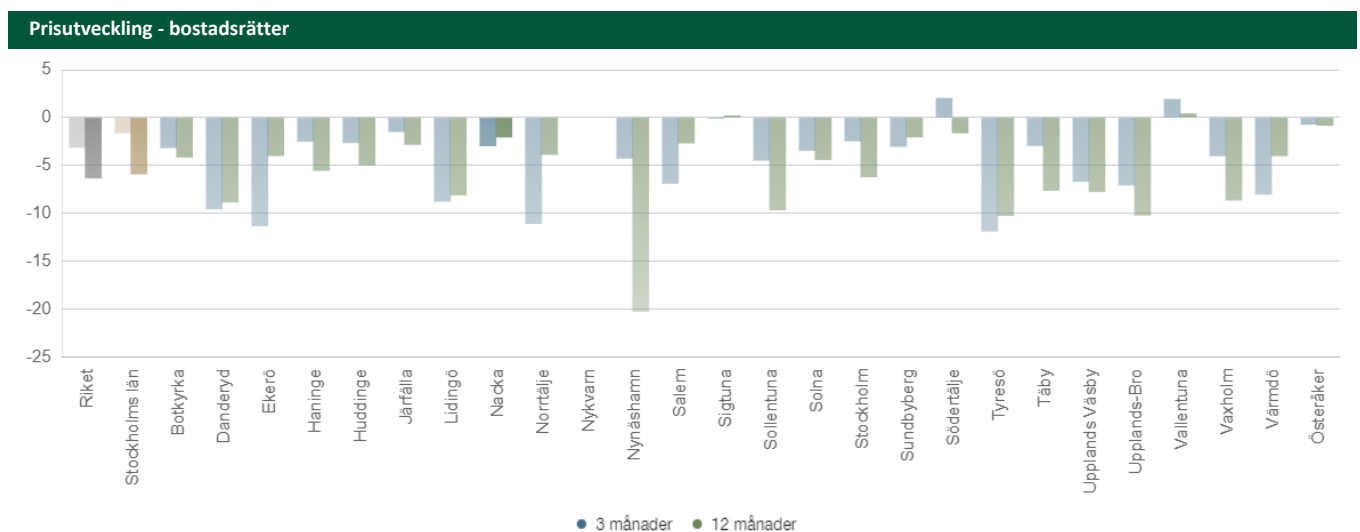
Sammanfattningsvis, bostadsutvecklare står inför stora utmaningar i det korta till medellånga perspektivet. Fallande bostadspriser, högre byggkostnader, sjunkande konsumentförtroende och snabbt stigande finansieringskostnader för att nämna några. Vi anser att bolaget står starkt då man har en hög andel bokade eller sålda bostäder i produktion. Dessutom är 70% av de pågående projekten upphandlade på totalentreprenader, med fastpris, vilket begränsar risken för kostnadsökningar samtidigt som en kraftig minskning i produktionsstarter förväntas leda till längre kostnader framöver. I en försämrad situation på bostadsmarknaden, innebär att de nyligen genomförda strukturaffärerna ger goda möjligheter att säkra intäkter i framtida projekt och stärka balansräkningen samt fortsätta växa.

Sämre utsikter på bostadsmarknaden

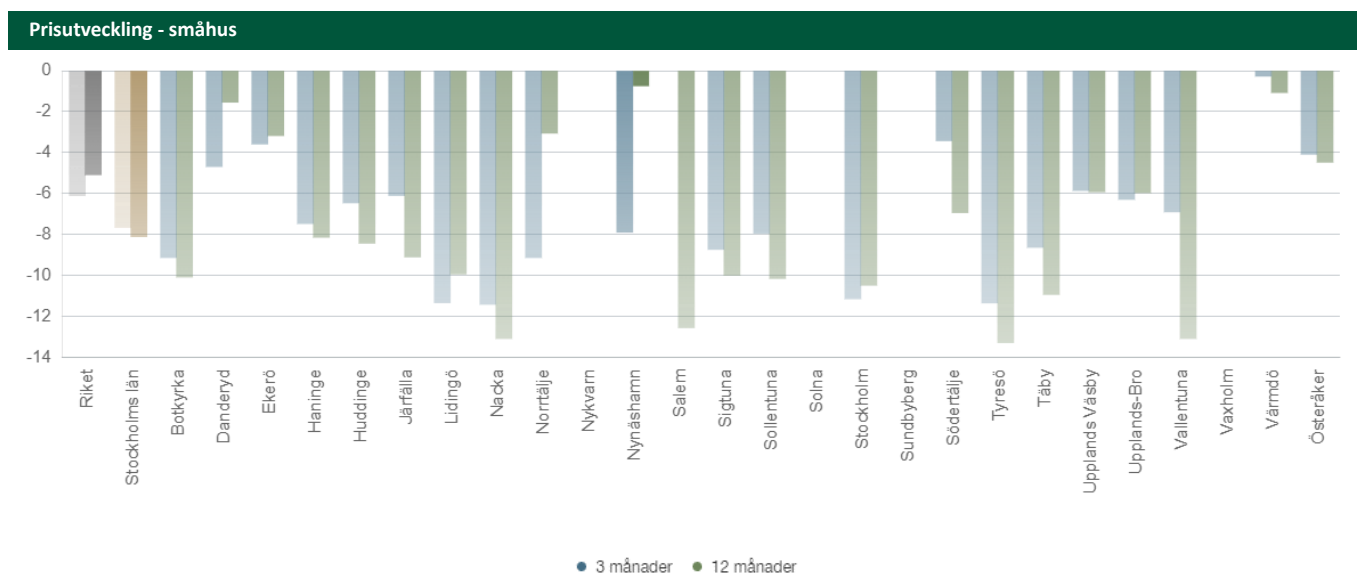
Bostadspriserna fortsätter att falla

Priserna på både bostadsrätter och, i större omfattning, småhus har fallit under 2022. En förklaring till att huspriserna har fallit mer än lägenhetspriserna kan vara att prisutvecklingen för småhus tillfälligt var högre under coronapandemin, då den typen av boende värderades högre av hushållen. Det kan också vara så att huspriserna har pressats ned mer under senare tid till följd av att de i högre utsträckning använder el för uppvärmning och att elpriserna stigit snabbt. Under åren 2023 förväntas bostadspriserna falla med ytterligare närmare 6%. Bostadspriserna väntas börja stiga igen under 2024 och under 2025 med omkring 5%, enligt SBAB.

Prisutveckling i Stockholms län de senaste 3 och 12 månaderna:



Källa: Svensk Mäklarstatistik

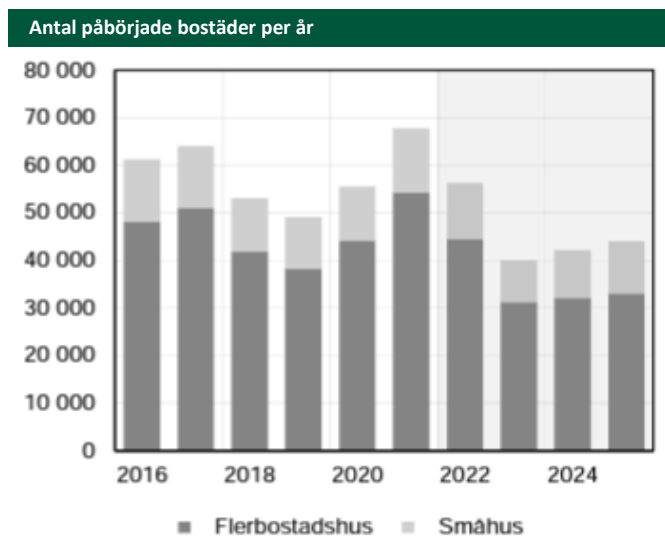


Källa: Svensk Mäklarstatistik

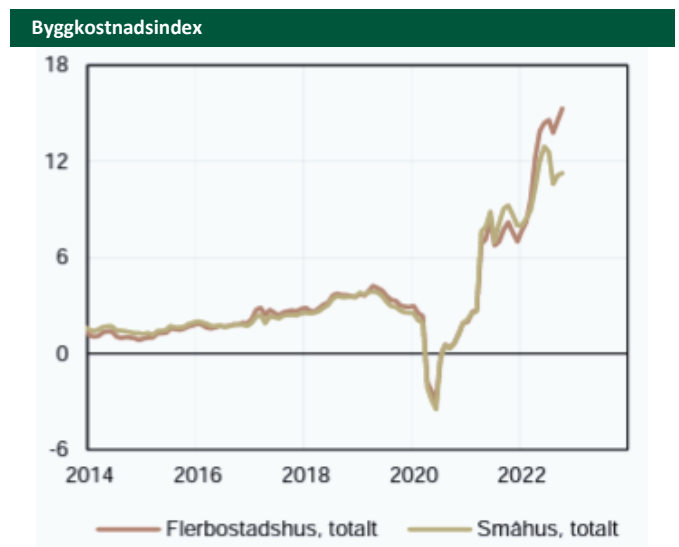
Färre påbörjade projekt förväntas

Förutsättningarna på bostadsmarknaden har försämrats snabbt under loppet av 2022, med kraftigt stigande räntor och energipriser. Hushållens köpkraft försvagas avsevärt. Bostadsbyggandet förväntas minska markant efter att ha nått en topp under 2021. Enligt SBAB:s bedömning, kommer byggandet i år att uppgå till motsvarande 56 000 påbörjade bostäder, motsvarande en nedgång med 12 000 bostäder jämfört med 2021. Vidare förväntas bostadsbyggandet minska ännu kraftigare under 2023 och att antalet påbörjade bostäder då kommer att uppgå till omkring 40 000. Därefter väntas bostadsbyggandet i stora drag stabiliseras på en lägre nivå och endast marginellt öka till mellan 42 000 och 46 000 bostäder per år. Nedgången i byggandet handlar framför allt om en anpassning till en lägre befolkningstillväxt och en lägre efterfrågan. Trots lägre bostadsinvesteringar väntas bostadsbristen fortsätta att minska under de kommande åren.

Under snart två års tid har en hög byggtakt i kombination med brister på vissa produktionsfaktorer drivit upp prisutvecklingen på insatsvaror för bostadsbyggandet. De snabba kostnadsökningarna har gjort det svårare att planera produktionen och att ingå avtal för olika delar i byggprojekten. Kraftigt ökade priser på insatsvaror i byggandet av bostäder i kombination med fallande priser på andrahandsmarknaden till följd av stigande räntor sätter mycket hård press på bostadsbyggandet under kommande år.



Källa: SBAB, SCB, Konjunkturinstitutet



Källa: SBAB, SCB

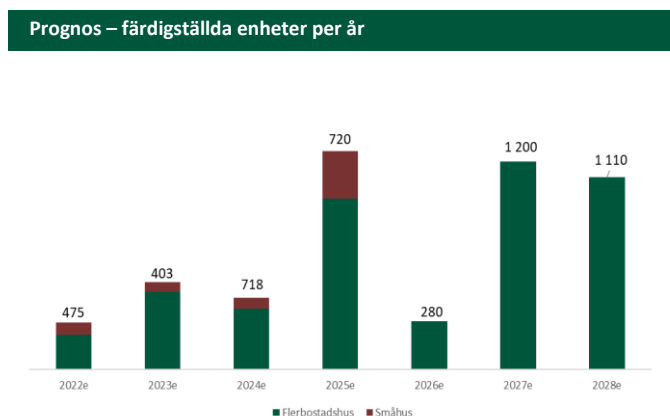
Estimatförändringar

Våra estimat bygger på bolagets senast rapporterade byggrättsportfölj som per den sista september 2022 uppgick till ca 5 038 enheter (439 580 ljust BTA). I nedanstående diagram illustreras när dessa enheter förväntas färdigställas. Projekten har en god spridning och sträcker sig hela vägen fram till 2028. Vår tolkning är att tillskottet med 1 500 (180 000 kvm BTA) byggrätter från ALM Equity kommer att komplettera den nuvarande portföljen till en än bättre och jämnare spridning, vilket underbyggs av att bolaget har en tydlig målsättning gällande produktionstakt. Notera att vi i våra estimat har utgått ifrån färdigställandemetoden. Enligt IFRS vinstavräknas projekt när 50% av lägenheterna har överlämnats till slutkund. Detta innebär att våra estimat kommer att vara volatila över kvartalen, men på lång sikt kommer de stämma överens med bolagets segmentsredovisning.

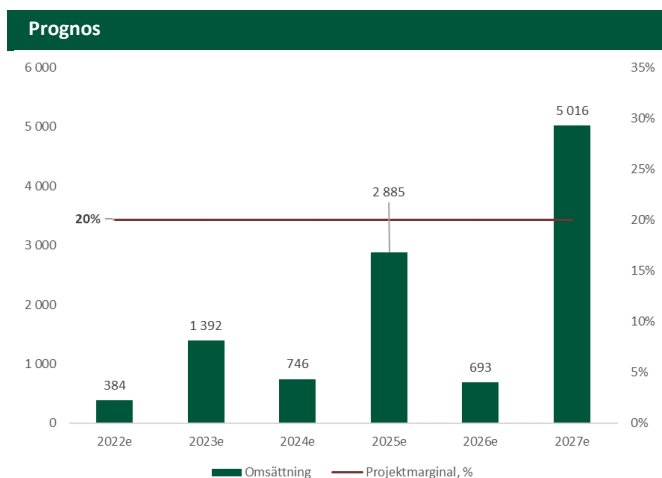
Vi har i våra estimat utgått ifrån följande antaganden:

- Marknadsmässigt pris per kvadratmeter per område
- Varje fastighet prissätts utifrån genomsnittlig storlek (BOA/kvm)
- Antagit en skuldsättning om 10 000 och 15 000 kr per kvm per småhus respektive flerbostadshus
- Projektmarginal om 20 %, vilket ligger i linje med bolagets mål och inkluderar samtliga kostnader per projekt (räntekostnader etc.)
- För flerbostadshus har vi antagit att konverteringen från BTA till BOA sker till en procentsats om 75%, småhus 90%

Vidare har vi antagit att enheterna säljs i BRF-form, även om vissa kommer säljas som hyresrätter. Nedanstående diagram inkluderar enbart omsättning och projektmargin som utgörs av Aros Bostads ägarandel, dvs oavsett om vissa projekt är inom ramen för fond- respektive JV-struktur illustrerar tabellen Aros Bostads ägarandel av omsättning och marginal. Notera även att omsättningen motsvarar enbart försäljningspriset av projekt. Förvaltningsarvodet är inkluderat i dessa siffror.



Källa: EPB, Aros Bostad



Källa: EPB, Aros Bostad

Baserat på de utmanande förutsättningarna på bostadsmarknaden, justerar vi våra estimat för att reflektera de försämrade framtidsförväntningarna, med fallande bostadspriser, sjunkande konsumentförtroende, trögare bostadsförsäljningstakt samt högre bygg- och finansieringskostnader. Således förväntar vi oss att marginalerna under 2023 och 2024 kommer att vara under press. Vi förväntar oss lägre rörelsemarginaler för 2022–2024 och högre finansieringskostnader. Vi ser mycket positivt på den höga boknings/försäljningsgraden som underbyggs av den senaste strukturaffären och innebär minskade risker kopplade till försäljning och produktionsstarter.

I och med förvärvet av bygggrätsportföljen av ALM Equity, förväntar vi oss inte att bolaget kommer genomföra fler större bygggrätsförvärv och därmed minskat estimat för capex år 2024–2025, från cirka 580 mkr per år till 120 mkr 2024 och 160 mkr 2025.

Sammantaget illustreras våra estimatförändringar enligt nedan:

Estimatförändringar								
Mkr	Tidigare estimat				Förändring			
	2022e	2023e	2024e	2025e	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkter	447	1 551	1 848	2 498	-5,8%	-8,4%	-58,5%	15,9%
Projektkostnader	-345	-1 239	-1 477	-1 997	-11,0%	-10,1%	-59,6%	15,6%
Bruttoresultat	102	312	371	501	12,0%	-1,8%	-54,0%	17,4%
Personalkostnader	-56	-62	-68	-82	2,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Övriga intäkter och kostnader	-23	-33	-35	-42	-38,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Rörelseresultat	23	217	268	378	84,9%	-2,6%	-74,7%	23,1%
Finansnetto	-9	-22	-31	-40	2,9%	11,8%	0,9%	2,6%
Resultat före skatt	15	195	237	338	133,3%	-4,2%	-84,7%	25,5%
Betald skatt	0	-40	-49	-71	-	-4,2%	-84,7%	-13,9%
Minoritetsintressen	0	0	0	0	-	-	-	-
Nettoresultat Rapporterat	15	155	188	266	133,3%	-4,2%	-84,7%	36,1%

Källa: EPB

Nedan följer en känslighetstabell som visar hur Aros Bostads bygggrätsportfölj och dess vinst kan komma att påverkas givet att priset per kvadratmeter (vid försäljning), alternativt byggkostnader stiger. Pris/kvm 100% innebär vårt nuvarande genomsnittliga marknadspris per kvadratmeter på den rådande portföljen. 100% i den gråa rutan innebär den vinstmarginal bygggrätsportföljen förväntas generera i skrivande stund. För att ta ett exempel, om priset per kvadratmeter skulle öka med 10% från nuvarande nivå, samtidigt som man bibehåller 20% i projektmarginal, ökar vårt värde per aktie med ca 8%.

Känslighetsanalys								
		Pris/kvm						
		70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
Projektmarginal, %	14%	55%	59%	64%	70%	76%	82%	89%
	16%	63%	68%	74%	80%	86%	93%	101%
	18%	70%	76%	83%	90%	97%	105%	114%
	20%	78%	85%	92%	100%	108%	117%	127%
	22%	86%	93%	101%	110%	119%	129%	139%
	24%	94%	102%	110%	120%	130%	140%	152%
	26%	102%	110%	120%	130%	140%	152%	164%

Källa: EPB

Värdering

I vår värderingsansats har vi använt oss av en diskontering av framtida vinster och multipelvärdering. Vi har valt att fokusera på justerad P/B-multipel, då vi anser multipeln vara mest lämplig för att värdera bostadsutvecklingsbolag och därmed, Aros Bostad då bolaget förvärvar mark i tidigt skedde, driver detaljplan för att sedan utveckla bostäder.

Jämförbara bolag										
Bolag	Börsvärde	P/BV				ROE				ROIC
		Spot	2022e	2023e	2024e	Spot	2022e	2023e	2024e	(%)
ALM Equity	5 733	0,8x	-	-	-	95,1%	-	-	-	57,4%
Besqab	1 412	0,9x	-	-	-	7,4%	-	-	-	5,2%
Bonava B	3 100	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	10,8%	9,5%	7,6%	7,8%	7,9%
JM AB	11 560	1,4x	1,3x	1,3x	1,2x	19,8%	15,4%	11,9%	12,3%	17,7%
Veidekke	12 739	4,9x	3,9x	3,8x	3,7x	34,3%	31,8%	34,5%	34,2%	28,2%
Genomsnitt	6 909	1,7x	1,9x	1,8x	1,7x	33,5%	18,9%	18,0%	18,1%	23,3%
Median	5 733	0,9x	1,3x	1,3x	1,2x	19,8%	15,4%	11,9%	12,3%	17,7%
Aros Bostad, FactSet	2 053	2,1x	1,8x	1,5x	1,5x	-2,2%	1,0%	8,9%	8,1%	-2,0%

Källa: EPB, FactSet

I värderingen har vi beräknat ett nuvärde på samtliga vinster i Aros Bostad projektportfölj. Dessa har vi sedan diskonterat med ett avkastningskrav om 10% mot tidigare 9%. Vi bedömer att 10% reflekterar avkastningskravet om man tar hänsyn till bolagets preferensaktie som i dagsläget har en utdelning om ca 7,5%. Vi bedömer att ett avkastningskrav för stamaktiekapital bör vara omkring 10%.

Värdering och diskontering av framtida vinster								Antagande - avkastningskrav	
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e		
Vinstandel	77	278	149	749	139	962	609	Risikfri ränta	2,5%
Tillväxt	-	262%	-46%	402%	-82%	594%	-37%	Risikpremie	5,5%
Nuvärde vinster	77	253	123	563	95	597	344	Extra riskpremie	2,0%
Summa nuvärde	2 052							Beta	1,0
Multipel (P/B)	1,10x							Avkastningskrav	10,0%
Avkastningskrav	10,0%								
Värde	2 257								
Antal aktier	37,9								
Nuvärde per aktie	60								

Källa: EPB

Vi bedömer att en P/B-multipel om 1,1x är en rimlig värdering givet det osäkra marknadsläget och att Aros Bostad är ett mindre bolag med sina korta historik jämfört med exempelvis JM. Vi bedömer dock att Aros Bostad bör handla i linje med jämförbara bolag. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 58–61 kr i Aros Bostad vilket ger en kurspotential om cirka 45%.

Vi ser ytterligare uppsida i vår värdering givet den byggrättsportfölj som bolaget har förvärvat av ALM Equity samt ökad andel egna förvaltningsfastigheter. Vi bedömer att den stora risken på kort sikt är kopplad till värderingen av byggrättsportföljen som vid Q2'22s utgång värdering till ett övervärde om 2,7 mdkr. Mot bakgrund av de dystrare marknadsutsikterna förväntas högre avkastningskrav på bostadsbyggrätter i Storstockholm och därmed, fallande byggrättsvärde framöver.

Känslighetsanalys

		P/B						
		0,80x	0,90x	1,00x	1,10x	1,20x	1,30x	1,40x
WACC	8,0%	46	52	58	64	70	75	81
	9,0%	45	50	56	62	67	73	78
	10,0%	43	49	54	60	65	70	76
	11,0%	42	47	52	58	63	68	73
	12,0%	41	46	51	56	61	66	71

Färdigutvecklad byggrättsportfölj

Vårt tidigare resonemang kring övervärden i en färdigutvecklad byggrättsportfölj kvarstår. Aros Bostad redovisar ett teoretiskt värde på bolagets färdigutvecklade byggrättsportfölj. Detta värde uppgick vid utgång av Q3'22 till 25 mdkr. Värdet bygger på intäktsantagande om 76 000 kr/kvm BOA inkl. lån, motsvarande ett pris mot slutkund om ca 60 000 kr per/kvm BOA. Genomsnittstorlek per lägenhet om 67 kvm och en byggrättsportfölj om cirka 5 038 byggrätter.

Värdet uppskattas därmed till 25 mdkr. Om vi utgår ifrån att bolaget uppnår sina mål om en rörelsemarginal om 15% resulterar detta i en projektvinst om ca 3,8 mdr. För att bedöma hur mycket som tillfaller aktieägarna har vi antagit att 70% av intäkterna tillfaller Aros Bostad, resten till JV-partners och att projekten ligger i genomsnitt 5år bort och diskonteras med ett avkastningskrav om 12%.

Utifrån ovan nämnda antaganden, har vi bedömt vinsten per aktie till 26,5 kr per aktie vilket kan ställas mot dagens kurs om 41,4 kr och vårt motiverade värde om 58–60 kr per aktie.

Känslighetsanalys

		kr/kvm				
		50 000	55 000	60 000	65 000	70 000
Projektmarginal	8%	5,2	6,6	8,0	9,4	10,8
	10%	9,8	11,5	13,3	15,1	16,8
	12%	14,4	16,5	18,6	20,7	22,8
	15%	21,2	23,9	26,5	29,2	31,8
	18%	28,1	31,3	34,5	37,6	40,8
	20%	32,7	36,2	39,8	43,3	46,8
	22%	37,3	41,2	45,1	48,9	52,8

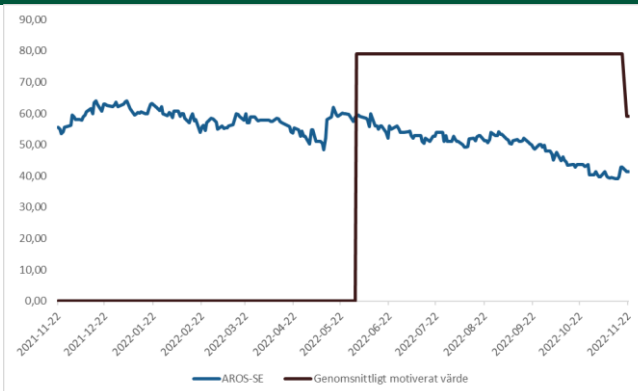
Källa: EPB

Största aktieägare

Vencom Residential AB	17,0%	19,1%
Samir Taha	14,1%	16,0%
Rutger Arnhult	15,9%	14,2%
Första AP-fonden	12,4%	14,1%
Per Rutegård	11,0%	12,3%
Livförsäkringsbolaget Skandia	4,3%	4,8%
Avanza Pension	3,4%	3,2%
Ken Wendelin	2,3%	2,6%
Thomas Hollaus	2,1%	2,4%
Övriga	17,5%	11,3%
Ordförande	Johan A. Gustavsson	
VD	Magnus Andersson	
CFO	Ken Wendelin	
Investerarkontakt	Anna Åkerlund	
Hemsida	https://arosbostad.se/	

Källa:

Motiverat värde vs aktiekurs



Källa:

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	28	16	105	422	1 420	768	2 896
Totala intäkter	28	16	105	422	1 420	768	2 896
Kostnad sålda varor	-7	0	0	-307	-1 114	-597	-2 308
Bruttoresultat	21	16	105	114	306	171	588
Totala rörelsekostnader	-8	-54	-58	-71	-95	-103	-124
EBITDA	13	-38	47	43	211	68	465
EBITDA, justerad	13	-38	47	43	211	68	465
EBITA, justerad	13	(38)	47	43	211	68	465
EBIT	13	-38	47	43	211	68	465
EBIT, justerad	13	-38	47	43	211	68	465
Finansnetto	-4	-2	-3	-9	-24	-32	-41
Resultat före skatt	10	-40	45	34	187	36	424
Resultat före skatt, justerad	10	-40	45	34	187	36	424
Total skatt	0	0	0	0	-38	-7	-61
Nettoresultat	10	-40	45	34	148	29	362
Nettoresultat, justerad	10	-40	45	34	148	29	362

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EBIT	13	-38	47	43	211	68	465
Övriga kassaflödesposter	(45)	103	3	(38)	(60)	(36)	(98)
Förändringar i rörelsekapital	-147	-9	-109	-117	-131	-223	171
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-178	56	-59	-112	20	-191	537
Investeringar	-54	-24	-80	-39	0	0	0
Fritt kassaflöde	-233	31	-139	-151	20	-191	537
Utdelningar	-40	-42	-42	-73	-42	-42	-42
Nyemission / återköp	174	59	288	0	55	0	0
Förvärv	-19	0	0	0	0	-120	-160
Förändringar av lån	113	88	-129	380	10	153	431
Kassaflöde	-4	136	-22	156	43	-200	767
Nettoskuld	115	65	-113	9	-23	329	-6

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1	1
Övriga anläggningstillgångar	1	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	161	79	155	199	199	199	199
Övriga omsättningstillgångar	465	588	355	375	372	489	645
Likvida medel och kortfristiga placeringar	86	222	200	329	372	172	938
Summa omsättningstillgångar	649	930	822	920	1 091	1 232	1 984
SUMMA TILLGÅNGAR	810	1 009	977	1 119	1 290	1 431	2 183
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	553	529	820	690	851	839	1 159
Summa eget kapital	553	529	820	690	851	839	1 159
Långfristiga räntebärande skulder	50	69	19	154	154	154	154
Summa långfristiga skulder	53	71	19	154	154	154	154
Kortfristiga räntebärande skulder	148	216	68	184	195	348	779
Övriga kortfristiga skulder	57	193	70	91	91	91	91
Summa kortfristiga skulder	205	409	138	275	286	439	870
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	810	1 009	977	1 119	1 290	1 431	2 183

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	N.m.	>100%	>100%	>100%	N.m.	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	>100%	N.m.	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	>100%	N.m.	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	>100%	N.m.	>100%
Bruttomarginal	76,0%	100,0%	100,0%	27,1%	21,6%	22,3%	20,3%
EBITDA-marginal	48,5%	Neg.	45,1%	10,1%	14,8%	8,8%	16,0%
EBITDA-marginal, justerad	48,5%	Neg.	45,1%	10,1%	14,8%	8,8%	16,0%
EBIT-marginal	48,5%	Neg.	45,1%	10,1%	14,8%	8,8%	16,0%
EBIT-marginal, justerad	48,5%	Neg.	45,1%	10,1%	14,8%	8,8%	16,0%
Vinst-marginal, justerad	34,3%	Neg.	42,5%	8,0%	10,4%	3,7%	12,5%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	7%	4%	19%	3%	36%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	5%	4%	17%	3%	25%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	7%	6%	28%	7%	40%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	44%	>100%	33%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,1x	0,4x	1,2x	0,6x	1,4x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	115	65	-113	9	-23	329	-6
Soliditet	68%	52%	84%	62%	66%	59%	53%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,1x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,4x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	8,6x	-1,7x	-2,4x	0,2x	-0,1x	4,9x	0,0x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
EPS	0,29	-1,25	1,17	0,89	3,90	0,76	9,53
EPS, justerad	0,29	-1,25	1,17	0,89	3,90	0,76	9,53
FCF per aktie	-7,21	0,97	-3,66	-3,96	0,52	-5,03	14,1
Eget kapital per aktie	17,1	16,4	21,6	12,1	14,6	14,4	19,9
Antal aktier vid årets slut, m	32,3	32,3	37,9	57,0	58,2	58,2	58,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	32,3	32,3	38,1	38,0	38,0	38,0	38,0

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	53,0x	48,1x	11,0x	56,7x	4,5x
P/EK	Neg.	Neg.	2,9x	3,5x	2,9x	3,0x	2,2x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	82,6x	Neg.	3,0x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Neg.	33%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	21,4x	5,8x	1,7x	3,7x	0,9x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	47,4x	57,5x	11,7x	41,7x	5,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	47,4x	57,5x	11,7x	41,7x	5,4x
EV	Neg.	Neg.	2 241	2 457	2 472	2 825	2 489
Aktiekurs	-	-	62,1	42,9	42,9	42,9	42,9

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Disclosure

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 vetskap 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.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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