



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 19 februari 2023

# Aros Bostadsutveckling

## Spelar i egen liga just nu

### Starkt avslut på året med hög försäljningsgrad

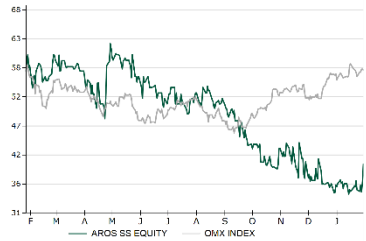
Aros Bostad har varit aktiv och hållit ett högt tempo under 2022. Genomförda strukturaffärer fortsätter att ge avtryck. Tillsammans med den höga försäljnings/bokningsgraden på 88% (78% rensat för avyttrade hyresrätter) skapar det goda förutsättningar för nya byggstartar i en tuff marknad. Under Q4'22 byggstartade Aros 156 lägenheter under Q4 och 348 på helåret. Antalet bostäder i pågående produktion ökade från 973 i Q3'22 till 1 179 i Q4'22, tack vare inkluderingen av förvärvade projekt. Eget kapital enligt IFRS ökade med 744 mkr till 1,5 mdkr och nettoskulden uppgick till 712 mkr. I en tid då många konkurrenter fortsätter ha det tufft, står Aros starkt rustat för långsiktig tillväxt.

### Positivt bidrag från förvärvad byggrättsportfölj från ALM

Vi har i våra prognoser inkluderat de tillträdde byggrätter (ca 1 490) som förvärvades från ALM Equity under Q3'22. Detta har lett till en signifikant ökning av våra estimat för projektvinstandel då en betydande del av framtida projekt kommer att genomföras i egen regi. Mot bakgrund av stigande byggkostnader, högre räntor och fallande priser gör vi en marginell nedjustering av projektvinstmarginalen för nystartade projekt under 2023, från 20% till 18%. Vi höjer genomsnittsräntan med 100 baspunkter till 4,5%. Vi behåller vår prognos för pris mot slutkund efter en nedjustering på 15% föregående kvartal. Vi ser dock fortsatt en svag efterfrågan på nyproducerade bostäder under 2023.

### Höjer motiverat värde med ~25%

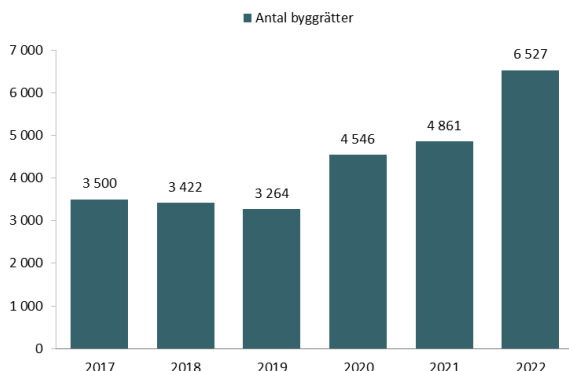
En utökad byggrättsportfölj, hög försäljnings/bokningsgrad och 70% av projekt under produktion är upphandlade med fasta priser samt att 36% av byggsportföljen är med lagakraftvunna detaljer visar styrkan som Aros Bostad går in i 2023 med. Vi höjer vårt motiverade värde till 72–75 kr från tidigare 58–60 kr. Värdet reflekterar en P/B-multipel för 2025 på 1,0x.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk		
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	72 - 75 kr
Totala intäkter	-8,9%	>100%	-4,6%	Totala intäkter	41	1 294	1 829	2 764	Aktiekurs	40,0 kr
EBITDA, just.	-10,9%	>100%	-13,7%	Tillväxt	-61%	>100%	41%	51%	Riskenivå	Medium
EPS, just.	-27,7%	>100%	-30,2%	EBITDA, just.	-63	188	280	401	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 	
<div>Kommande händelser</div> <div>Q1 - rapport</div> <div>Q2 - rapport</div>				EBIT, just.	-63	188	280	401		
				EPS, just.	-1,4	2,8	4,3	6,7		
				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	51%	56%		
				EK/aktie	32,7	34,7	37,7	42,9		
<div>Bolagsfakta (mkr)</div> <div>Antal aktier</div> <div>Börsvärde</div> <div>Nettoskuld</div> <div>EV</div> <div>Free float</div> <div>Daglig handelsvolym, snitt</div> <div>Bloomberg Ticker</div>				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
				EBIT-marginal	Neg.	14,5%	15,3%	14,5%		
				ROE, just.	Neg.	7,6%	10,6%	14,9%		
				ROCE, just.	Neg.	6,1%	8,0%	10,0%		
<div>Analytiker</div> <div>Rodriguez Meshe</div> <div>rodriguez.meshe@penser.se</div>				EV/Sales	65,9x	2,1x	1,5x	1,0x		
				EV/EBITDA	-	14,2x	9,6x	6,7x		
				EV/EBIT	-	14,2x	9,6x	6,7x		
				P/E, just.	-	14,2x	9,4x	6,0x		
				P/EK	1,3x	1,2x	1,1x	0,9x		
				FCF yield	-	54%	-	2%		
				Nettoskuld/EBITDA	-12,0x	-1,2x	0,0x	0,4x		

## Investment case

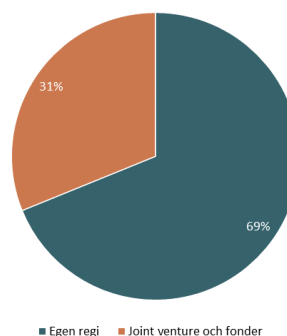
Aros Bostad har i dagsläget ca 6 500 byggrätter fördelade på 19 kommuner främst i Stockholm och Mälardalsregionen. Projekten är i huvudsak bostadsrätter i lägen med goda kommunikationsmöjligheter och i områden som domineras av småhus. Bolaget har historiskt visat goda projektmarginaler och vi bedömer 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.

Diagram 1: Byggrättsportfölj



Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Diagram 2: Legalstruktur, kvm BTA



Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

## 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

Vi värderar Aros Bostad med en diskontering av framtida projektvinster och på målmultipel för 2025 års P/B-multipel. Vi använder en P/B 1,0x som målmultipel och ett avkastningskrav om 10% vilket vi anser är motiverat givet den starka tillväxten och höga kvaliteten i bolagets byggrättsportfölj. Som jämförelse handlas jämförbara bolag som JM och Selvaag på P/B NTM 1,6x resp. 1,4 och Bonava på 0,3x.

## Kvartalet i detalj

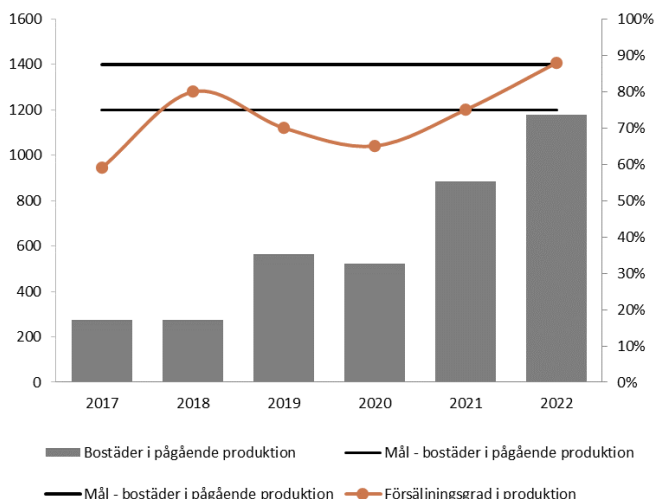
Givet att IFRS-resultatet är känsligt för timing i tillträden, anser vi att segmentredovisningen och pipeline ger bäst indikation om hur bolagets verksamhet fortlöper. Enligt segmentsredovisningen uppgick rörelsens intäkter till 276 mkr (178). Bruttoresultatet uppgick till 100 mkr (42) och bruttomarginalen var 36,4% (23,4). Rörelseresultatet uppgick till 70 mkr, motsvarande en tillväxt y/y om 208% och rörelsemarginal om 25,4%.

Omsättningen enligt IFRS uppgick till 15 mkr, motsvarande en tillväxt y/y om 106%. 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. Resultat per aktie enligt IFRS uppgick till -0,85 (0,02).

- Under Q4'22 har en del av förvärvet från ALM tillträtts, motsvarande 21 projekt respektive 569 bostäder. Köpeskilling av tillträdd del erläggs i två steg, genom apportemission av 9,9m stamaktier och av ca 3m preferensaktier samt av 5,5 konvertibler som ska växlas till stamaktier under 2023
- Under Q4'22 färdigställdes projekt Milstena Skarpäng och projekt Tallbacken flerbostadshus produktionsstartades. Dessutom är fem förvärvade projekt i pågående produktion sedan tidigare
- Antal sålda bostäder i kvartalet uppgick till 5 (16). Andelen bokade eller sålda bostäder i pågående produktion uppgick till 88% och 78% rensat för avyttrade hyresrätter
- Antal av bostadsrättsköpare tillträdde bostäder under perioden uppgick till 27 (61), samtliga i fondprojekt
- Antal vinstavräknade bostäder enligt IFRS uppgick till 0 (83)

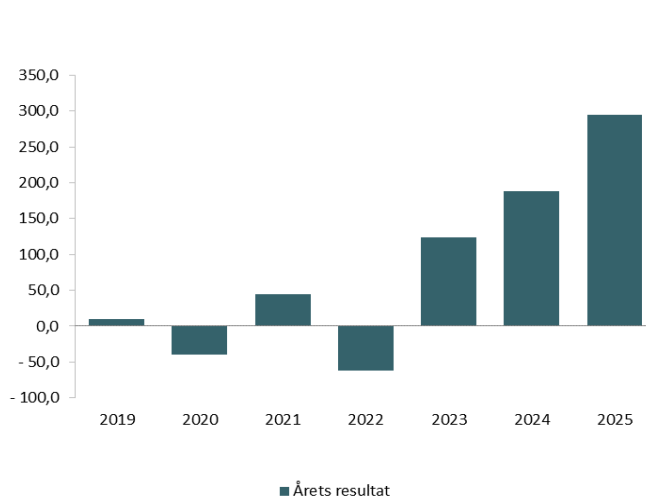
Aros Bostads totala byggrättsportfölj vid lagakraftvunnen detaljplan externvärderades per 31 december 2022 till ett värde om 9,5 mdkr, motsvarande 15 496 kr per kvm BTA. Värdet på bolagets andel uppgick till 128 kr per aktie. Övervärdet, bedömt marknadsvärde jämfört med anskaffningsvärde, uppgick vid årsskiftet till 1,8 mdkr, varav bolagets andel uppgick till 1,4 mdkr eller 29,3 kr per aktie.

Diagram 3: enheter i produktion och försäljningsgrad



Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Diagram 4: Resultatutveckling



Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

## Värdering

I vår värderingsansats har vi använt oss av en diskontering av framtida vinster och en 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.

Tabell 1: Jämförbara bolag

Bolag	Aktiekurs	EV	Mcap	P/E			P/B			EV/EBIT			BV Tillväxt		
				2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
JM	221	21 537	14 846	12,7x	12,2x	12,5x	1,6x	1,6x	1,4x	14,5x	14,1x	14,0x	5,0%	5,0%	9,1%
Bonava	23,82	9 564	2 553	3,9x	11,2x	7,9x	0,3x	0,3x	0,3x	8,6x	18,2x	15,0x	7,7%	1,4%	3,6%
Selvaag	34,35	5 121	3 202	8,9x	10,9x	12,2x	1,4x	1,4x	1,4x	10,7x	13,5x	14,8x	-0,4%	-0,3%	1,4%
Veiddekke	112,4	12 355	15 169	13,2x	12,8x	12,6x	4,8x	4,7x	4,5x	8,4x	8,1x	8,0x	5,3%	3,6%	2,4%
<b>Average</b>		<b>12 144</b>	<b>8 943</b>	<b>9,7x</b>	<b>11,8x</b>	<b>11,3x</b>	<b>2,0x</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,9x</b>	<b>10,6x</b>	<b>13,5x</b>	<b>12,9x</b>	<b>4,4%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,1%</b>
<b>Median</b>		<b>10 960</b>	<b>9 024</b>	<b>10,8x</b>	<b>11,7x</b>	<b>12,3x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,4x</b>	<b>9,7x</b>	<b>13,8x</b>	<b>14,4x</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,0%</b>
<b>Aros Bostad, EPBe</b>	<b>40</b>	<b>2 337</b>	<b>-</b>	<b>15,8x</b>	<b>10,4x</b>	<b>6,6x</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,1x</b>	<b>0,9x</b>	<b>9,1x</b>	<b>6,1x</b>	<b>4,3x</b>	<b>51,1%</b>	<b>6,3%</b>	<b>8,6%</b>

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

I värderingen har vi beräknat ett nuvärde på samtliga vinster i Aros Bostad projektportfölj. Dessa har vi sedan diskonterat med ett avkastningskrav om 10%. Vi bedömer att 10% reflekterar avkastningskravet om man tar hänsyn till bolagets preferensaktie som i dagsläget har en utdelning per aktie om ca 7,5 kr.

Tabell 2: Värdering och diskontering av framtida vinster

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Aros vinstandel	253	361	670	384	1 280	698	1 221
Tillväxt	-	43%	85%	-43%	234%	-45%	75%
<b>Nuvärde vinster</b>	<b>253</b>	<b>329</b>	<b>554</b>	<b>288</b>	<b>874</b>	<b>434</b>	<b>689</b>
Summa nuvärde	3 420						
Multipel (P/B)	1,0x						
Avkastningskrav	10,0%						
Värde	3 523						
Antal aktier	47,9						
<b>Nuvärde per aktie</b>	<b>74</b>						

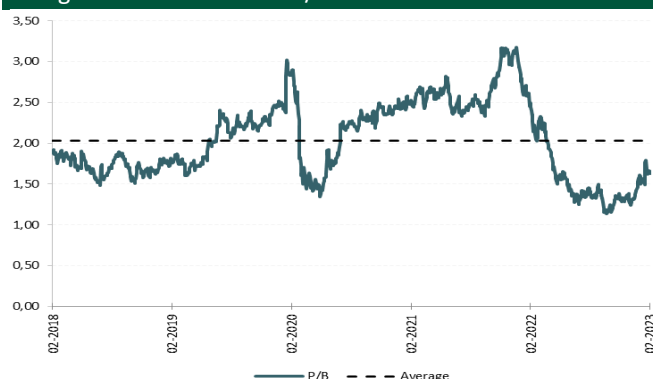
Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Antagande - avkastningskrav

Riskfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Extra riskpremie	2,0%
Beta	1,0
<b>Avkastningskrav</b>	<b>10,0%</b>

Vi bedömer att en P/B-multipel om 1,0x är en rimlig värdering givet det osäkra marknadsläget och att Aros Bostad är ett mindre bolag med kort historik jämfört med exempelvis JM som dagsläget värderas till P/B 1,4x, vilket är långt under 10 års-genomsnittet. Givet den starka tillväxten, bedömer vi att Aros Bostad bör handla i linje med jämförbara bolag. Sammanfattningsvis ser vi ett motiverat värde om 72–75 kr i Aros Bostad vilket ger en kurspotential om cirka 84%.

Diagram 5: JM: Historisk P/B



Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Diagram 6: Känslighetsanalys

	0,7x	0,8x	0,9x	1,0x	1,1x	1,2x	1,3x
8,0%	55,7	63,3	71,0	78,6	86,2	93,8	101,5
9,0%	53,9	61,3	68,6	76,0	83,4	90,8	98,2
10,0%	52,2	59,3	66,5	73,6	80,7	87,9	95,0
11,0%	50,5	57,4	64,4	71,3	78,2	85,1	92,1
12,0%	49,0	55,7	62,4	69,1	75,8	82,5	89,2

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

## Stor potential i 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 Q4'22 till 34 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. Genomsnittsstorlek per lägenhet om 69 kvm och en byggrättsportfölj om cirka 6 527 byggrätter.

Värdet uppskattas därmed till 34 mdkr. Om vi utgår ifrån att bolaget uppnår sina mål om en rörelsemarginal om 15% resulterar detta i en projektvinst om ca 5 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 31,6 kr per aktie vilket kan ställas mot senaste betald kurs om 40,0 kr och vårt motiverade värde om 72–75 kr per aktie.

Som jämförelse har JM, under de senaste tio åren som lägst handlats till ett bakåtblickande P/E-tal om 5,9x och med en median om 13,2x.

Diagram 7: JM – Historiskt P/E LTM



Källa: EPB, FactSet

Diagram 8: Känslighetsanalys

		kr/kvm				
		50 000	55 000	60 000	65 000	70 000
Projektmarginal	8%	9,0	10,5	12,0	13,5	15,0
	10%	13,8	15,7	17,6	19,5	21,3
	12%	18,7	20,9	23,2	25,4	27,7
	15%	26,0	28,8	31,6	34,4	37,2
	18%	33,3	36,6	40,0	43,4	46,7
	20%	38,1	41,9	45,6	49,4	53,1
	22%	43,0	47,1	51,2	55,3	59,4

Källa: EPB

Resultaträkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>41</b>	<b>1 294</b>	<b>1 829</b>	<b>2 764</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>28</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>41</b>	<b>1 294</b>	<b>1 829</b>	<b>2 764</b>
Kostnad sålda varor	-7	0	0	0	-1 011	-1 446	-2 239
<b>Bruttoresultat</b>	<b>21</b>	<b>16</b>	<b>105</b>	<b>41</b>	<b>283</b>	<b>383</b>	<b>525</b>
Administrationskostnader	-28	-35	-50	-57	-62	-68	-82
Övriga rörelsekostnader	20	-19	-8	-47	-33	-35	-42
<b>EBITDA</b>	<b>13</b>	<b>-38</b>	<b>47</b>	<b>-63</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>401</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>13</b>	<b>-38</b>	<b>47</b>	<b>-63</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>401</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>13</b>	<b>-38</b>	<b>47</b>	<b>-63</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>401</b>
<b>EBIT</b>	<b>13</b>	<b>-38</b>	<b>47</b>	<b>-63</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>401</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>13</b>	<b>-38</b>	<b>47</b>	<b>-63</b>	<b>188</b>	<b>280</b>	<b>401</b>
Finansnetto	-4	-2	-3	0	-31	-43	-61
<b>Resultat före skatt</b>	<b>10</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>-63</b>	<b>157</b>	<b>237</b>	<b>340</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>10</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>-63</b>	<b>157</b>	<b>237</b>	<b>340</b>
Total skatt	0	0	0	0	-32	-49	-45
<b>Nettoresultat</b>	<b>10</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>-63</b>	<b>125</b>	<b>188</b>	<b>294</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>10</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>-63</b>	<b>125</b>	<b>188</b>	<b>294</b>
Intäktstillväxt	-	-41%	>100%	-61%	>100%	41%	51%
Bruttomarginal	76,0%	100,0%	100,0%	100,0%	21,9%	20,9%	19,0%
EBIT-marginal, justerad	48,5%	Neg.	45,2%	Neg.	14,5%	15,3%	14,5%
EPS, justerad	0,29	-1,25	1,17	-1,41	2,82	4,25	6,65
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	51%	56%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Kassaflödesanalys							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	13	-38	47	-63	188	280	401
Övriga kassaflödesposter	-45	103	3	-13	-60	-88	-103
Förändringar i rörelsekapital	-147	-9	-109	-337	835	-239	-262
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-178</b>	<b>56</b>	<b>-59</b>	<b>-412</b>	<b>962</b>	<b>-47</b>	<b>36</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-54	-24	-80	26	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-54</b>	<b>-24</b>	<b>-80</b>	<b>26</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-233</b>	<b>31</b>	<b>-139</b>	<b>-387</b>	<b>962</b>	<b>-47</b>	<b>36</b>
Förvärv och avyttringar	-19	0	0	-16	0	-120	-160
Nyemission / återköp	174	59	288	0	55	0	0
Förändring av skulder	113	88	-129	415	33	436	48
Utdelningar	-40	-42	-42	-42	-42	-42	-42
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>229</b>	<b>105</b>	<b>117</b>	<b>357</b>	<b>46</b>	<b>275</b>	<b>-153</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-4</b>	<b>136</b>	<b>-22</b>	<b>-30</b>	<b>1 009</b>	<b>228</b>	<b>-117</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>115</b>	<b>65</b>	<b>-113</b>	<b>754</b>	<b>-222</b>	<b>-13</b>	<b>153</b>

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>							
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1	1
Andelar i intresseföretag	129	48	126	172	172	172	172
Övriga anläggningstillgångar	33	31	28	27	27	27	27
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>161</b>	<b>79</b>	<b>155</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>
Övriga omsättningstillgångar	563	708	622	2 320	1 482	1 838	2 256
Likvida medel och kortfristiga placeringar	86	222	200	175	1 183	1 411	1 294
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>649</b>	<b>930</b>	<b>822</b>	<b>2 494</b>	<b>2 665</b>	<b>3 248</b>	<b>3 550</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>810</b>	<b>1 009</b>	<b>977</b>	<b>2 694</b>	<b>2 864</b>	<b>3 448</b>	<b>3 749</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>							
Eget kapital	553	529	820	1 564	1 701	1 848	2 101
<b>Summa eget kapital</b>	<b>553</b>	<b>529</b>	<b>820</b>	<b>1 564</b>	<b>1 701</b>	<b>1 848</b>	<b>2 101</b>
Långfristiga räntebärande skulder	50	69	19	169	169	169	169
Långfristiga leasingsskulder	3	2	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>53</b>	<b>71</b>	<b>19</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	148	216	68	759	792	1 229	1 277
Övriga kortfristiga skulder	57	193	70	202	202	202	202
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>205</b>	<b>409</b>	<b>138</b>	<b>961</b>	<b>994</b>	<b>1 431</b>	<b>1 479</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>810</b>	<b>1 009</b>	<b>977</b>	<b>2 694</b>	<b>2 864</b>	<b>3 448</b>	<b>3 749</b>

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-41%	>100%	-61%	>100%	41%	51%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	49%	43%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	49%	43%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	51%	56%
Bruttomarginal	76,0%	100,0%	100,0%	100,0%	21,9%	20,9%	19,0%
EBITDA-marginal	48,5%	Neg.	45,2%	Neg.	14,5%	15,3%	14,5%
EBITDA-marginal, justerad	48,5%	Neg.	45,2%	Neg.	14,5%	15,3%	14,5%
EBIT-marginal	48,5%	Neg.	45,2%	Neg.	14,5%	15,3%	14,5%
EBIT-marginal, justerad	48,5%	Neg.	45,2%	Neg.	14,5%	15,3%	14,5%
Vinst-marginal, justerad	34,3%	Neg.	42,5%	Neg.	9,6%	10,3%	10,7%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	7%	Neg.	8%	11%	15%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	5%	Neg.	6%	8%	10%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	7%	Neg.	10%	17%	20%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	90%	92%	63%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	99%	89%	74%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	115	65	-113	754	-222	-13	153
Soliditet	68%	52%	84%	58%	59%	54%	56%
Nettoskuld / EBITDA	8,6x	-1,7x	-2,4x	-12,0x	-1,2x	0,0x	0,4x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,29	-1,25	1,17	-1,41	2,82	4,25	6,65
EPS, justerad	0,29	-1,25	1,17	-1,41	2,82	4,25	6,65
FCF per aktie	-7,21	0,97	-3,65	-8,73	21,7	-1,07	0,81
Eget kapital per aktie	17,1	16,4	21,6	32,7	34,7	37,7	42,9
Antal aktier vid årets slut, m	32,3	32,3	37,9	47,9	49,0	49,0	49,0
Antal aktier efter utspädning, snitt	32,3	32,3	38,1	44,3	44,3	44,3	44,3

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

## Värdering

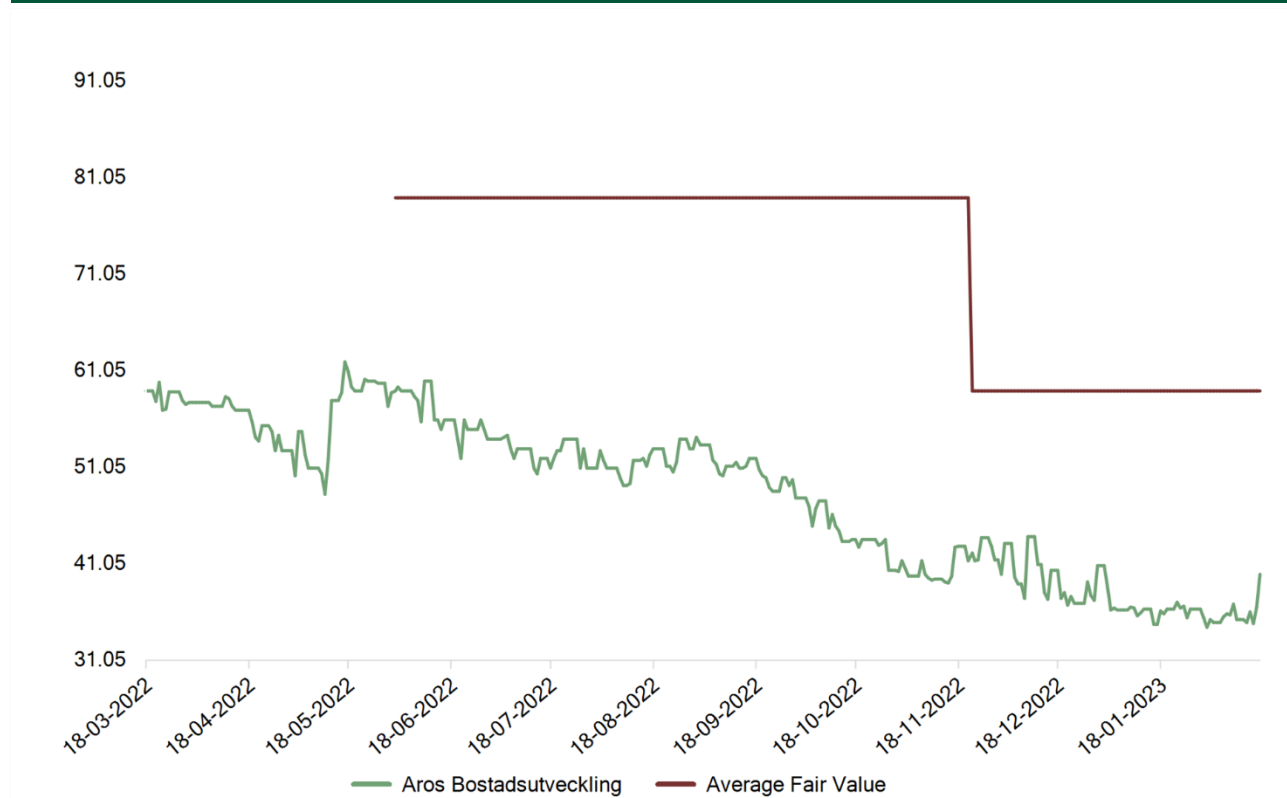
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	53,0x	Neg.	14,2x	9,4x	6,0x
P/EK	Neg.	Neg.	2,9x	1,3x	1,2x	1,1x	0,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8x	Neg.	49,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	54%	Neg.	2%
Direktavkastning	Neg.	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	21,4x	65,9x	2,1x	1,5x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	47,3x	Neg.	14,2x	9,6x	6,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	47,3x	Neg.	14,2x	9,6x	6,7x
EV	Neg.	Neg.	2 241	2 711	2 671	2 671	2 671
Aktiekurs	-	-	62,1	40,9	40,0	40,0	40,0

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Aros Bostadsutveckling (AROS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

## 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](http://www.penser.se)