

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 24 februari 2023

## Alm Equity

## Befinner sig i en ny fas – värdeminskningar påverkar negativt

### Kraftig minskning av NAV per aktie och marknadsvärde

För att tydliggöra utvecklingen i ALM:s portfölj har bolaget frångått affärsområdesstrukturen och redovisar marknadsvärde per bolag. De största innehaven Klövern, Svenska Nyttobostäder och Aros Bostad står för 77% av portföljens totala marknadsvärde. Marknadsvärdet minskade med 41% jämfört med Q4'21 och 28% jämfört med Q3'2022. Substansvärdet per stamaktie (NAV) minskade med 43% jämfört med Q4'21 och 31% jämfört med Q3'22. De tuffa förhållanden på bostadsmarknaden fortsätter att ha negativa effekter.

### 23 projekt frånträda kopplat till affären med Aros Bostad

ALM Equity har nu frånträtt 23 projekt som avyttrades i samband med affären med Aros Bostad och ALM är därmed största ägare i Aros Bostad. Återstående projekt kommer att frånträdas i takt med att olika planrelaterade villkor uppfylls. Vi har inkluderat ALM:s andel i Aros Bostad, vars värde uppgick till 1,1 mdkr i Q4'22. 2023 kommer fortsätta vara ett tufft år för bostadsförvaltningsbolag. Vi bedömer att risken för ytterligare värdenedskrivningar under 2023 kvarstår. Mot bakgrund av det rådande marknadsläget och värdenedskrivningar under Q4'22, har vi justerat ned våra prognoser för NAV-tillväxt under 2023–2025. Vi bedömer en NAV-tillväxt på -13% för 2023 och 7% för 2024 och 12% för 2025.

## Sänker motiverat värde med 18%

Vi justerar ned vårt intervall för motiverat värde till 550 – 600 kr per aktie (670–740), vilket motsvara en P/NAV (2025e) på 0,94x. Nedjusteringen baseras på lägre prognoser för NAV-tillväxt framöver för att reflektera det rådande marknadsläget. Aktien värderas för närvarande med en rabatt på ca 8% till rapporterat NAV jämfört med ett genomsnitt på 15% för perioden Q1'21-Q4'22. Bolaget befinner i en ny fast, vi anser att det finns potential i samtliga av de större innehaven när bostadsmarknaden så småningom börjar återhämta sig, vilket borde ha positiv påverkan på NAV framöver.

Estimatändring

23e24e25e

Totala intäkter5,9%0,0%–

EBITDA, just.44,6%0,0%–

EPS, just.83,4%–9,1%–

Kommande händelser

Q1 - rapport11 maj 2023

Q2 - rapport20 juli 2023

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier11m

Börsvärde5 518

Nettoskuld3 454

EV8 972

Free float59%

Daglig handelsvolym, snitt0k

Bloomberg TickerALM SS EQUITY

Analysiter

Rodriguez Meshe

rodriguez.meshe@penser.se

Prognos (mkr)

20222023e2024e2025e

Totala intäkter6 9023 1062 7414 387

Tillväxt>100%–55%–12%60%

EBITDA, just.–712530370592

EBIT, just.–712530370592

EPS, just.–78,124,114,532,4

EPS-tillväxt, just.N.m.N.m.–40%>100%

EK/aktie539,3550,4554,0575,6

Utdelning per aktie1,20,00,00,0

EBIT-marginalNeg.17,1%13,5%13,5%

ROE, just.Neg.4,4%2,6%5,7%

ROCE, just.Neg.5,1%3,5%5,9%

EV/Sales1,3x2,9x3,3x2,0x

EV/EBITDA–16,9x24,2x15,2x

EV/EBIT–16,9x24,2x15,2x

P/E, just.–21,4x35,5x15,9x

P/EK1,0x0,9x0,9x0,9x

FCF yield–0%7%

Nettoskuld/EBITDA–4,5x6,3x9,3x5,4x

Värde och risk

Motiverat värde550 - 600 kr

Aktiekurs515 kr

RiskenivåMedium

Kursutveckling 12 mån

1,067

986

904

813

722

631

539

448

F

M

A

M

J

J

A

S

O

N

D

F

ALM SS EQUITY

OMX INDEX

Intressekonflikter

YesNo

Likviditetsgarant✓

Certified adviser✓

Transaktioner 12m✓

## Investment case

Med rötter i bostadsutveckling, fortsätter ALM Equity profilera sig som ett nischat investmentbolag med fokus på bolagsbyggande inom fastighetssektorn. Med en tydlig strategi och affärsmodell, erbjuder bolaget exponering mot bostadssegmentet i Storstockholmsregionen, Mälardalen och Uppsala. Med lång erfarenhet att i tidigt skede förvärva mark, driva detaljplanprocessen och därmed skapa byggrätter för att sedan driva utvecklingsprojekt, kommer bolaget kunna tillföra viktig kunskap för att skapa mervärde.

### Välkapitaliserat inför en eventuell vändning

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 bedömer att bolaget har en stabil balansräkning med en kassa som vid Q4:s utgång uppgick till 1,1 mdkr, vilket skapar goda möjligheter att kunna agera när marknaden så småningom vänder.

### Strukturaffärer med starka samarbetspartner

De senaste genomförda strukturaffärerna med Corem Property Partner och Aros Bostad skapar utrymme för ytterligare uppsida på sikt. Tillsammans med Corem har man bildat en ledande aktör inom bostadsförvaltning med 24,000 planerade lägenheter med fokus på Storstockholm och Mälardalen. Aros Bostad har ett väldokumenterat track-record att utveckla bostäder i Storstockholm. Genom dessa innehav har bolaget fortsatt exponering mot både hyresrätts- och bostadsrättsmarknaderna med kapitalstarka partners.

### Möjlighet att dra nytta av synergier mellan innehavsbolagen

Genom sina fyra affärsområden är ALM Equity verksam och skapar värde i alla led av fastighetsutvecklingsprojekt. Att ha entreprenadverksamhet "in-house" minskar risken att vara beroende av externa parter samt att man har större möjligheter att styra produktionsstarter utifrån marknadsläge.

## Bolagsprofil

ALM Equity utvecklar och investerar i bolag inom fastighetssektorn och genererar affärsmöjligheter i olika led av värdekedjan. Bolagets verksamheter bedrivs i fyra olika affärsområden med fristående bolag och varumärken inom förvaltning, projektutveckling, entreprenad och digitala tjänster. Affärsområdena och dess bolag kan växa organiskt eller genom förvärv med fokus på att leverera god riskjusterad avkastning. Den gemensamma nämnaren för bolagen är en vision om hållbara och yteffektiva boenden i kommunikationsnära lägen.

ALM Equitys verksamheter kan kategoriseras i två olika delar; koncernbolag respektive Intressebolag. Koncernbolagen drivs operativt av ALM Equity som har ett direkt inflytande över dem. Intressebolagen utgörs av både noterade och onoterade bolag, där ALM Equitys påverkan och inflytande över dessa bolag främst sker via styrelserepresentation.

Bolagets tillväxtstrategi bygger på att förvärva, strategiskt utveckla och organisera verksamheter för att optimera värdeskapandet. På sikt, när verksamheterna når rätt mognadsgrad, möjliggörs fortsatt utveckling mot att bli självständiga bolag. Intressebolagen härstammar från tidigare verksamheter inom ALM Equity enligt denna modell och har synliggjort värdeskapandet som skett på vägen.

## Värdering

Vi värderar ALM-aktien baserad på rapporterat justerat substansvärde (NAV per aktie). För att härleda vårt motiverade värde utgår vi ifrån P/NAV-multipel för 2025. I genomsnitt uppskattar vi en årligt NAV-tillväxt på 1,9% (2023-25e). Sammantaget justerar vi ned vårt motiverade värde till 550 – 600 kr per aktie, vilket motsvarar en P/NAV (2025e) på 0,94x.

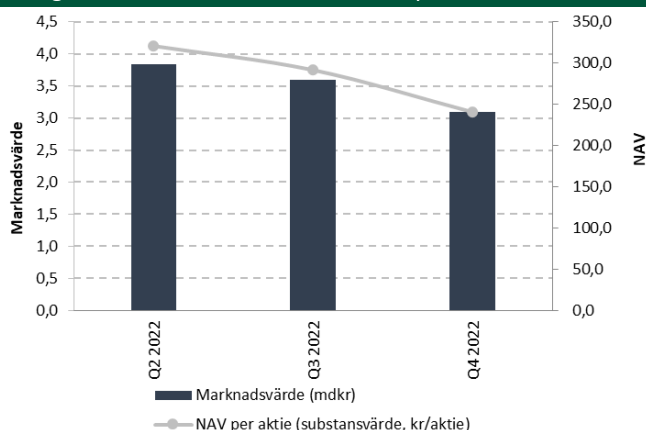
## Kvartalet i detalj

Nettoomsättningen enligt IFRS uppgick till 1,176 mkr (556) i Q4'22 och 6 902 mkr för helåret. Bruttomarginalen under fjärde kvartalet uppgick till 13,4% mot vår prognos på 23%, skillnaden förklaras med uppskjuten leverans av projekt till Svenska Nyttobostäder. Rörelseresultatet uppgick till -1 422 mkr (3 281) och nettoresultatet för kvartalet uppgick till -1 421 mkr (3 207), drivet av negativa resultateffekter från andelar i intressebolag.

### KLÖVERN

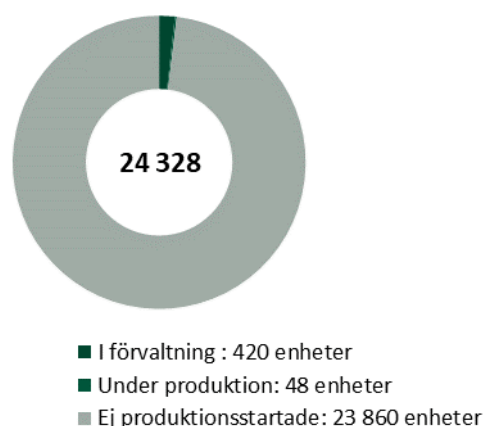
Klövern utvecklar, äger och förvaltar hyresbostäder till privatmarknaden i Stockholm och Mälardalen. Klövern erbjuder yteffektiva bostäder anpassade för framtidens hållbara livsstil. Bolaget ägs tillsammans med Corem Property Group och ALM:s ägarandel uppgår till 46%.

Diagram 1: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 2: Enheter i fastighetsportföljen



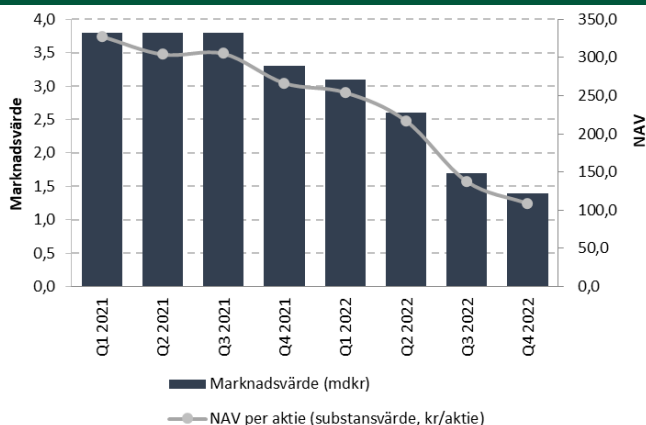
Källa: EPB, Bolaget

### SVENSKA NYTTOBOSTÄDER

Svenska Nyttobostäder är ett noterat förvaltningsbolag som äger och förvaltar nyproducerade bostadsfastigheter i kommunikationsnära lägen inom Stockholmsområdet. Hyresgästerna är företag, myndigheter och privatpersoner. ALM:s ägarandel uppgår till 44%.

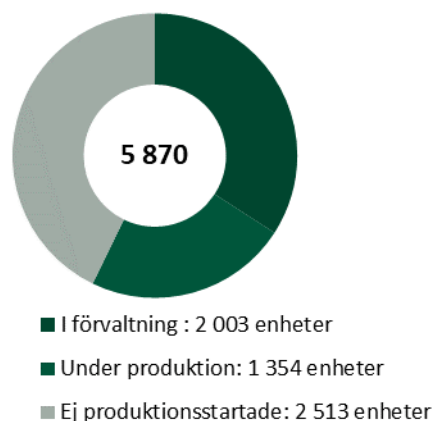
- Bolaget tillträdde 181 lägenheter i Nacka under kvartalet från ALM Småa Bostad.

Diagram 3: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 4: Enheter i fastighetsportföljen



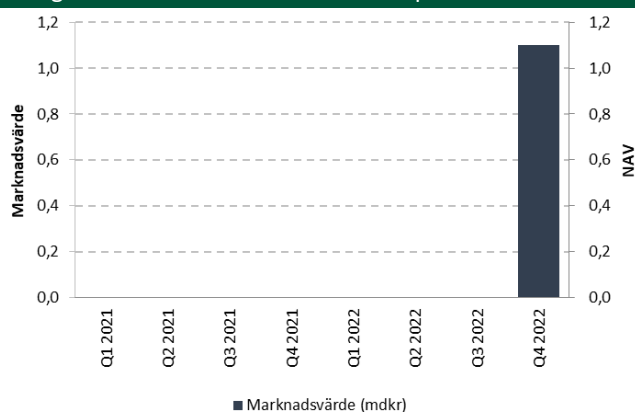
Källa: EPB, Bolaget

## AROS BOSTAD

Aros Bostad är ett noterat bolag som erbjuder välplanerade bostäder av hög kvalitet som står sig över tid. Geografiskt fokus är områden med goda kommunikationer inom Storstockholm, Uppsala och Mälardalen. ALM:s ägarandel uppgår till 23% och kommer att öka till 35% under 2023.

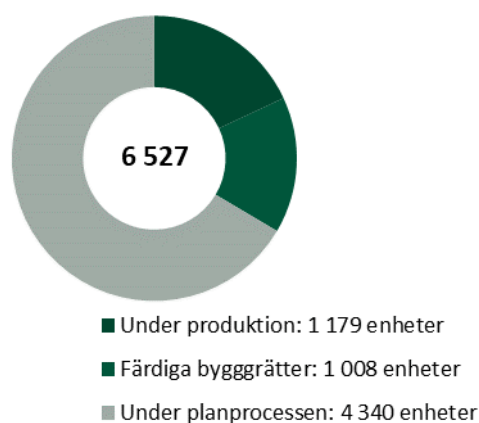
- Aros Bostad tillträdde byggrättsportföljen från ALM Equity, för vilken bindande avtal tecknades 15 augusti 2022. 23 projekt tillträdde direkt och resterande del tillträds då de avtalsmässiga förutsättningarna infaller. Köpeskillingen för byggrättsportföljen uppgår till 1 465 Mkr, motsvarande en ägarandel för ALM Equity om cirka 35 procent efter fullgjort tillträde av samtliga projekt.
- Aros Bostads byggrättsvärdering per årsskiftet visar på ett övervärde om 1,8 Mdkr i byggrättsportföljen, varav Aros Bostads andel uppgår till 1,4 Mdkr.

Diagram 5: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 6: Byggrättsportföljen



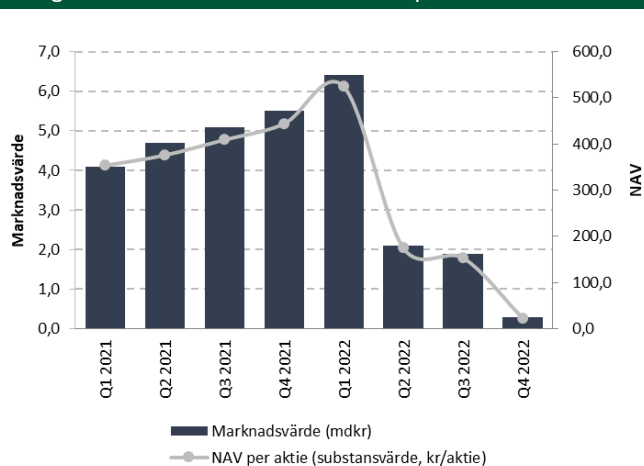
Källa: EPB, Bolaget

## ALM SMÅA BOSTAD

ALM Småa Bostad är ett bolag med fokus på större stadsutvecklingsprojekt som genom fyra varumärken erbjuder ett brett utbud av bostäder med service och kommersiella inslag i kommunikationsnära lägen. Ägs till 100% av ALM.

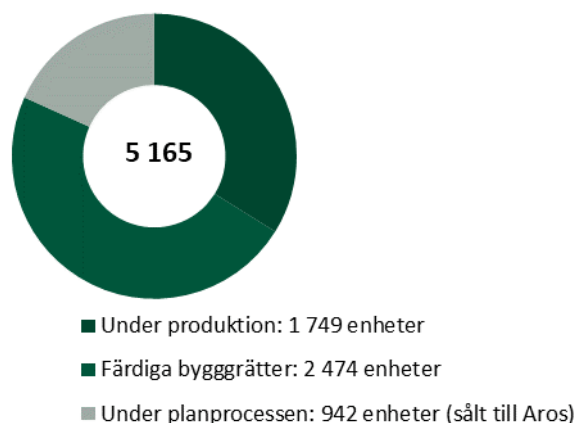
- I samband med frånträdet av byggrätter till Aros Bostad valde även tio medarbetare att anta nya anställningar hos bolaget. Efter att Aros Bostad tillträtt samtliga avtalade byggrätter kvarstår en byggrättsportfölj i ALM Småa Bostad om 4 241 enheter. Detta förklarar den kraftiga minskningen i NAV och marknadsvärde.

Diagram 7: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 8: Byggrättsportföljen



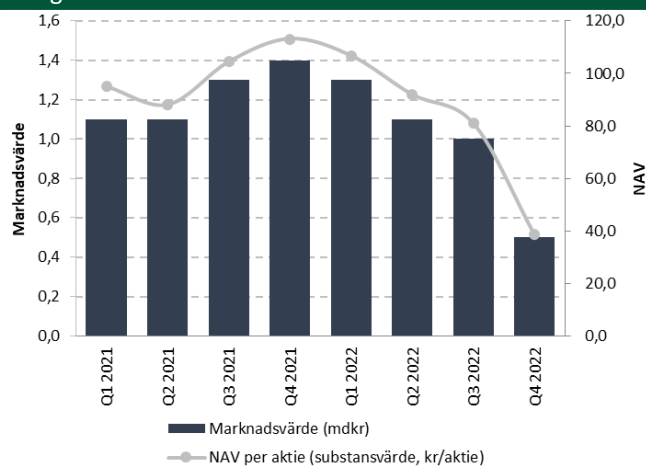
Källa: EPB, Bolaget

## 2xA ENTREPRENAD

2xA Entreprenad erbjuder totalentreprenad vid ny, till- eller ombyggnationer av fastigheter, liksom andra entreprenadtjänster i specifika delar av fastighetsprojekt. En samarbetspartner som ritar, optimerar, effektiviserar och uppför både små och stora projekt. ALM:s ägarandel uppgår till 80%.

- 2xA Entreprenad arbetar för att bredda sin kundbas och sitt erbjudande genom att bearbeta den externa marknaden.

Diagram 9: Marknadsvärde och NAV



Källa: EPB, Bolaget

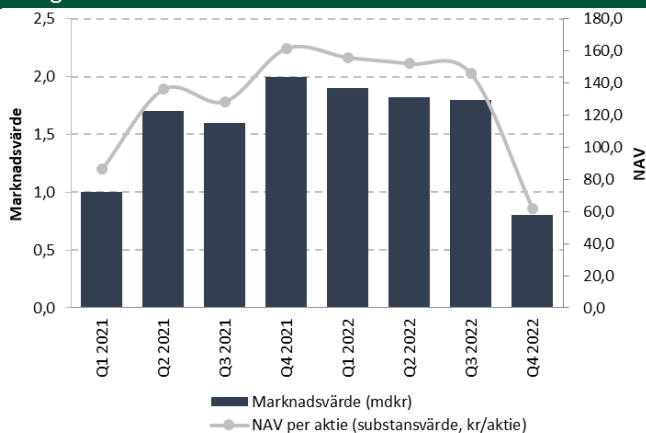
Tabell 1: Nyckeltal

	Q4 2022	2022
Orderingång, mkr	47	257
Orderstock, mkr	523	523
Antal byggstartade enheter	0	186
Antal färdigställda enheter	181	650

Källa: EPB, Bolaget

## ÖVRIGA TILLGÅNGAR

Diagram 10: Marknadsvärde och NAV



Källa: EPB, Bolaget

Tabell 2: Your Block Antal användare

	Q4 2022
Antal användare av app	14050
Antal användare i fastigheter med digitala lås	1670
Antal dörrar med digitala lås	555
Antal fastigheter med digitala lås	9

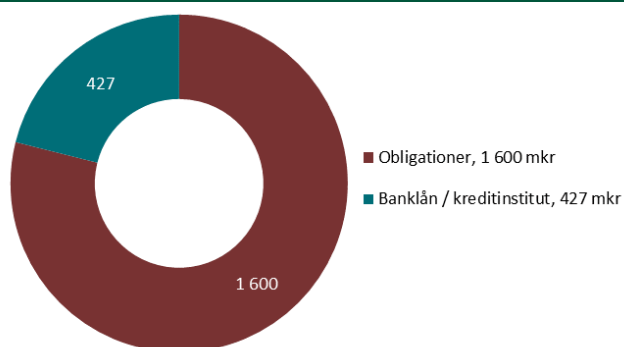
Källa: EPB, Bolaget

## Finansiell ställning

ALM Equitys tillgångar vid utgången av Q4'22 uppgick till 11 518 mkr, där andelar i intressebolag står för cirka 55%. De stora posterna hänförs till Svenska Nyttobostäder om 1 799 Mkr, Klöveren om 3 573 Mkr och Aros Bostad om 857 Mkr inkluderat det verkliga värdet för konvertiblerna som uppgår till 223 Mkr. Totala räntebärande skulder från kreditinstitut uppgick till 4 052 mkr. Bolagets kassa uppgick till 1 073 mkr och det egna kapitalet uppgick till 5 756 mkr med en soliditet 50%.

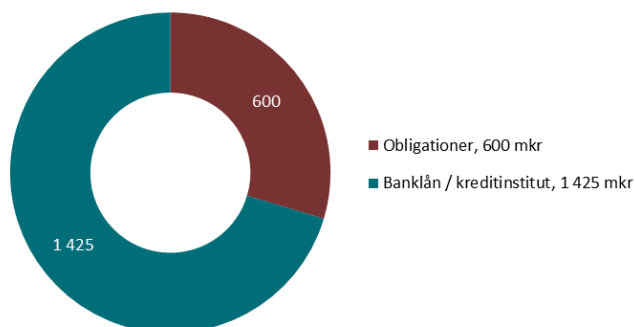
För närvarande har ALM tre utestående obligationer om totalt 2 200 mkr, varav 600 mkr i obligationslån som förfaller under 2023, 600 mkr som faller under 2025 och 1 000 mkr som för faller under 2026. Bolaget har meddelat att de arbetar med att hitta alternativ för refinansiering av obligationen som förfaller under 2023.

Diagram 11: Långfristiga räntebärande skulder



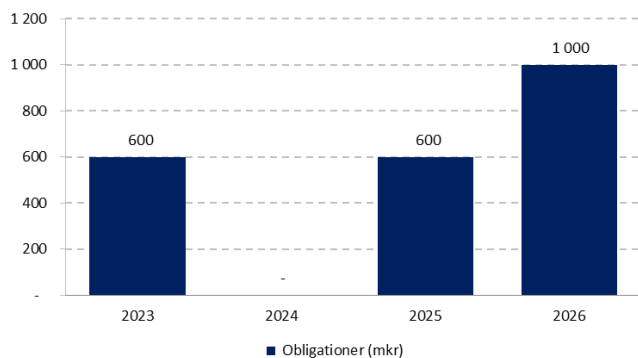
Källa: EPB, Bolaget

Diagram 12: Kortfristiga räntebärande skulder



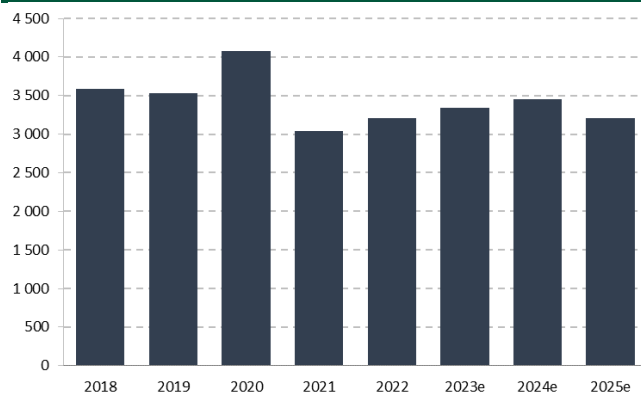
Källa: EPB, Bolaget

Diagram 13: Obligationsförfall



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 14: Nettoskuld



Källa: EPB, Bolaget

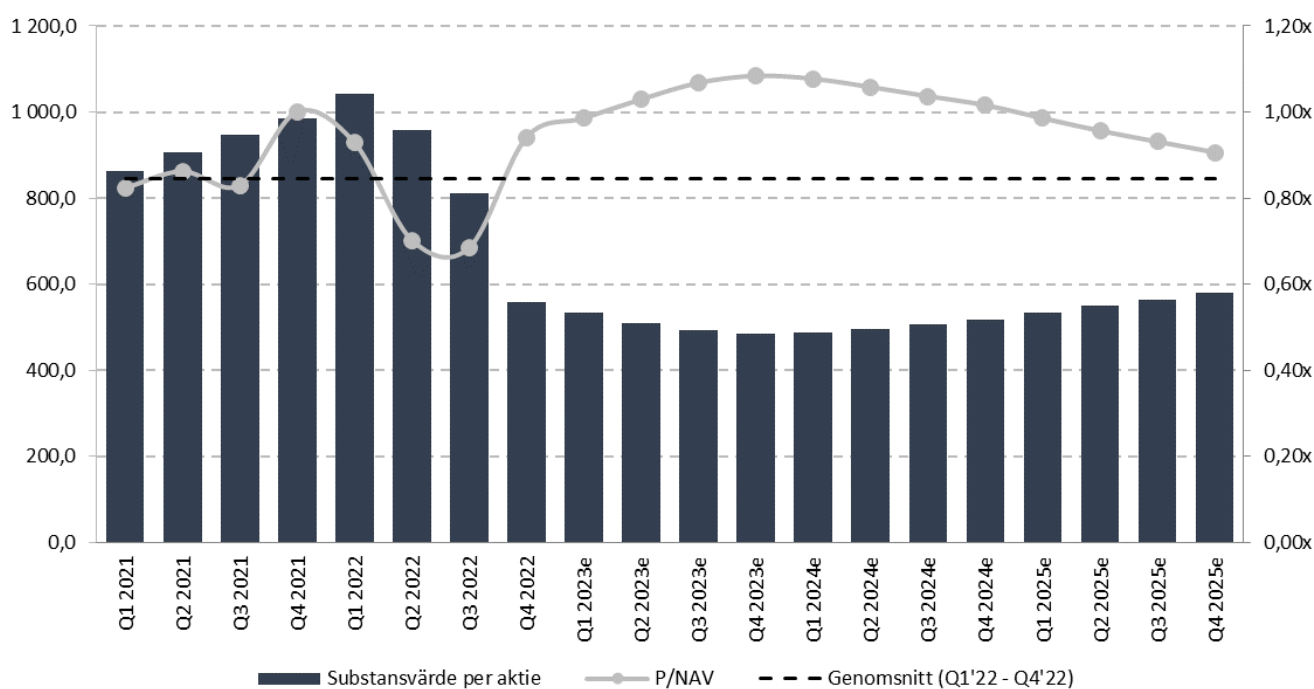
## Värdering

I vår värderingsansats har vi utgått ifrån det justerade substansvärdet per aktie som baseras på marknadsvärdering av samtliga innehav som genomförs av en fristående part. Vi bedömer metoden vara lämplig då ALM Equity betraktas som ett investmentbolag i stället för ett bostadsutvecklingsbolag.

För närvarande värderas ALM-aktien med en rabatt om 8% mot rapporterat justerat NAV, att likställa med en genomsnittlig rabatt de senaste åtta kvartalen sedan bolaget började rapportera NAV, på drygt 15%. Den ökade rabatten mot NAV kan förklaras med lägre justerade substansvärden i innehaven på grund av den rådande turbulensen på fastighetsmarknaden och bostadsmarknaden i synnerhet. Vi bedömer att de senaste genomförda strukturaffärerna kommer att ge avtryck i takt med att marknaden återhämtar sig, vilket kommer att bidra till NAV-tillväxt på längre sikt. På kort sikt bedömer vi att bostadsmarknaden kommer fortsätta vara svag under 2023 drivet av försämrat konjunkturläge.

I skrivande stund värderas ALM Equity till en rabatt på drygt 8% i relation till senast rapporterat NAV. Rabatten kan förklaras med rådande turbulens på bostadsmarknaden i synnerhet. Vi bibehåller vår syn att de senaste genomförda strukturaffärerna kommer att ge avtryck och bidra till högre NAV-tillväxt i takt med att marknaden stabiliseras på längre sikt. På kort sikt, ser vi fortfarande en svag bostadsmarknad under 2023. Vår syn är att marknaden kommer att börja återhämta sig under 2024, vilket borde bidra till NAV-tillväxt. Givet de kraftiga värdeminskningar i portföljen justerar vi ned vårt motiverade värde till 550 – 600 kr per aktie, vilket motsvarar en P/NAV (2025e) på 0,94x.

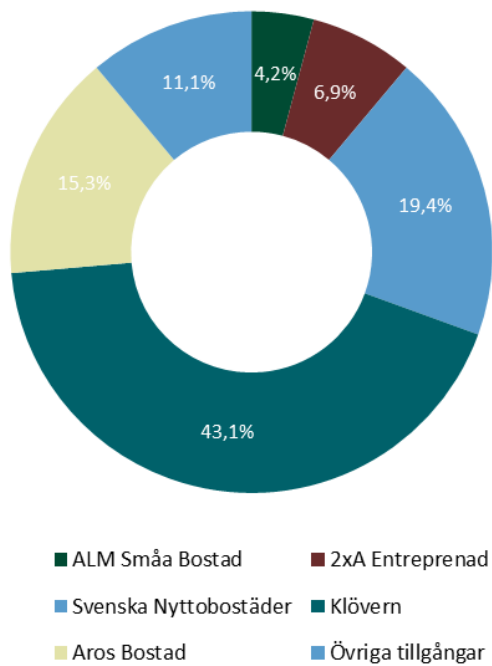
Diagram 15: NAV per aktie och P/NAV



Källa:

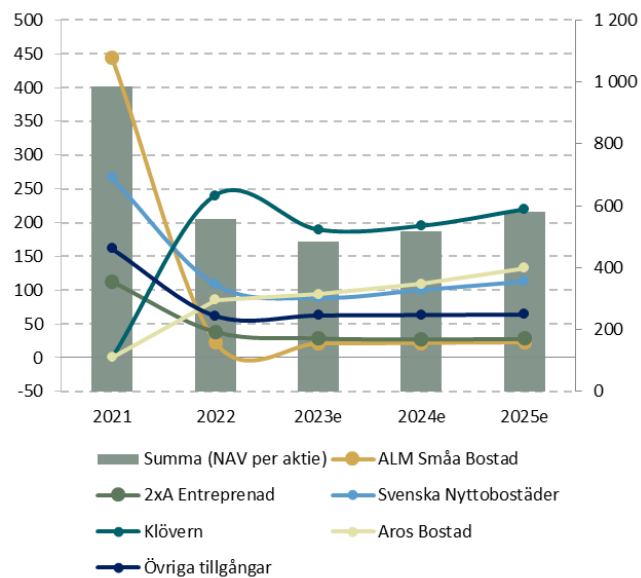
## Diagram

Diagram 16: Fördelning av NAV per bolag



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 17: NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget



Resultaträkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>2 314</b>	<b>1 681</b>	<b>1 759</b>	<b>2 096</b>	<b>6 902</b>	<b>3 106</b>	<b>2 741</b>	<b>4 387</b>
<b>Totala intäkter</b>	<b>2 314</b>	<b>1 681</b>	<b>1 759</b>	<b>2 096</b>	<b>6 902</b>	<b>3 106</b>	<b>2 741</b>	<b>4 387</b>
Kostnad sålda varor	-2 062	-1 394	-1 438	-1 934	-5 175	-2 405	-2 248	-3 597
<b>Bruttoresultat</b>	<b>252</b>	<b>287</b>	<b>321</b>	<b>162</b>	<b>1 727</b>	<b>701</b>	<b>493</b>	<b>790</b>
Försäljningskostnader	-145	-143	-118	-168	-121	-171	-123	-197
Övriga rörelsekostnader	-1	-5	28	3 321	-2 318	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>231</b>	<b>3 315</b>	<b>-712</b>	<b>530</b>	<b>370</b>	<b>592</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>231</b>	<b>3 315</b>	<b>-712</b>	<b>530</b>	<b>370</b>	<b>592</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>231</b>	<b>3 315</b>	<b>-712</b>	<b>530</b>	<b>370</b>	<b>592</b>
<b>EBIT</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>231</b>	<b>3 315</b>	<b>-712</b>	<b>530</b>	<b>370</b>	<b>592</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>106</b>	<b>139</b>	<b>231</b>	<b>3 315</b>	<b>-712</b>	<b>530</b>	<b>370</b>	<b>592</b>
Finansnetto	-90	22	-49	-104	-205	-205	-174	-155
<b>Resultat före skatt</b>	<b>16</b>	<b>161</b>	<b>182</b>	<b>3 211</b>	<b>-917</b>	<b>325</b>	<b>196</b>	<b>437</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>16</b>	<b>161</b>	<b>182</b>	<b>3 211</b>	<b>-917</b>	<b>325</b>	<b>196</b>	<b>437</b>
Total skatt	-11	2	-4	-34	83	-67	-40	-90
<b>Nettoresultat</b>	<b>5</b>	<b>163</b>	<b>178</b>	<b>3 177</b>	<b>-834</b>	<b>258</b>	<b>155</b>	<b>347</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>5</b>	<b>163</b>	<b>178</b>	<b>3 177</b>	<b>-834</b>	<b>258</b>	<b>155</b>	<b>347</b>
Intäktstillväxt	-	-27%	5%	19%	>100%	-55%	-12%	60%
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	7,7%	25,0%	22,6%	18,0%	18,0%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	>100%	Neg.	17,1%	13,5%	13,5%
EPS, justerad	0,49	16,1	17,3	297	-78,1	24,1	14,5	32,4
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	8%	>100%	N.m.	N.m.	-40%	>100%

Källa: Alm Equity, EPB

Kassaflödesanalys								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	106	139	231	3 315	-712	530	370	592
Övriga kassaflödesposter	-76	-154	-109	-3 529	427	-283	-296	-253
Förändringar i rörelsekapital	-110	727	-180	1 047	-103	-128	70	165
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-80</b>	<b>712</b>	<b>-58</b>	<b>833</b>	<b>-388</b>	<b>119</b>	<b>144</b>	<b>504</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-451	-1 788	-703	-2 584	-393	-140	-140	-140
Övrigt Kassaflöde från investeringar	65	297	0	372	-248	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-386</b>	<b>-1 491</b>	<b>-703</b>	<b>-2 212</b>	<b>-641</b>	<b>-140</b>	<b>-140</b>	<b>-140</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-466</b>	<b>-779</b>	<b>-761</b>	<b>-1 379</b>	<b>-1 029</b>	<b>-21</b>	<b>4</b>	<b>364</b>
Nyemission / återköp	-24	1 036	835	617	57	0	0	0
Förändring av skulder	329	120	29	2 104	207	641	-425	-936
Utdelningar	-58	-68	-80	-110	-116	-116	-116	-116
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>247</b>	<b>1 088</b>	<b>784</b>	<b>2 611</b>	<b>148</b>	<b>524</b>	<b>-541</b>	<b>-1 052</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>-219</b>	<b>309</b>	<b>23</b>	<b>1 232</b>	<b>-881</b>	<b>504</b>	<b>-537</b>	<b>-688</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>3 589</b>	<b>3 527</b>	<b>4 076</b>	<b>3 040</b>	<b>3 207</b>	<b>3 344</b>	<b>3 456</b>	<b>3 208</b>

Källa: Alm Equity, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	1 212	1 602	2 763	755	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	1 508	2 489	94	92	92	92	92
Övriga anläggningstillgångar	29	249	257	3 473	6 394	6 404	6 486	6 494
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 241</b>	<b>3 359</b>	<b>5 509</b>	<b>4 322</b>	<b>6 486</b>	<b>6 496</b>	<b>6 578</b>	<b>6 586</b>
Övriga omsättningstillgångar	5 341	4 444	3 234	6 856	3 959	4 230	4 298	4 269
Likvida medel och kortfristiga placeringar	390	699	722	1 954	1 073	1 577	1 040	352
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>5 731</b>	<b>5 143</b>	<b>3 956</b>	<b>8 810</b>	<b>5 032</b>	<b>5 807</b>	<b>5 339</b>	<b>4 621</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>6 972</b>	<b>8 502</b>	<b>9 465</b>	<b>13 132</b>	<b>11 518</b>	<b>12 304</b>	<b>11 916</b>	<b>11 207</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	5 898	5 937	6 167
<b>Summa eget kapital</b>	<b>2 138</b>	<b>3 310</b>	<b>3 790</b>	<b>7 154</b>	<b>5 756</b>	<b>5 898</b>	<b>5 937</b>	<b>6 167</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1 076	1 864	2 920	2 639	2 027	2 027	1 427	1 427
Övriga långfristiga skulder	214	389	362	371	699	699	699	699
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1 290</b>	<b>2 253</b>	<b>3 282</b>	<b>3 010</b>	<b>2 726</b>	<b>2 726</b>	<b>2 126</b>	<b>2 126</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	2 903	2 362	1 878	2 355	2 253	2 894	3 069	2 133
Övriga kortfristiga skulder	641	577	515	613	783	786	784	780
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>3 544</b>	<b>2 939</b>	<b>2 393</b>	<b>2 968</b>	<b>3 036</b>	<b>3 680</b>	<b>3 854</b>	<b>2 914</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>6 972</b>	<b>8 502</b>	<b>9 465</b>	<b>13 132</b>	<b>11 518</b>	<b>12 304</b>	<b>11 916</b>	<b>11 207</b>

Källa: Alm Equity, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-27%	5%	19%	>100%	-55%	-12%	60%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	-30%	60%
EBIT-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	-30%	60%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	8%	>100%	N.m.	N.m.	-40%	>100%
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	7,7%	25,0%	22,6%	18,0%	18,0%
EBITDA-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	>100%	Neg.	17,1%	13,5%	13,5%
EBITDA-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	>100%	Neg.	17,1%	13,5%	13,5%
EBIT-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	>100%	Neg.	17,1%	13,5%	13,5%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	>100%	Neg.	17,1%	13,5%	13,5%
Vinst-marginal, justerad	0,2%	9,7%	10,1%	>100%	Neg.	8,3%	5,7%	7,9%

Källa: Alm Equity, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	6%	5%	58%	Neg.	4%	3%	6%
ROCE, justerad	Neg.	2%	3%	32%	Neg.	5%	3%	6%
ROIC, justerad	Neg.	2%	3%	37%	Neg.	6%	4%	6%

Källa: Alm Equity, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	-243%	40%	>100%	>100%	77%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	46%	>100%	>100%	80%

Källa: Alm Equity, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	3 589	3 527	4 076	3 040	3 207	3 344	3 456	3 208
Soliditet	31%	39%	40%	54%	50%	48%	50%	55%
Nettoskultsättningsgrad	1,7x	1,1x	1,1x	0,4x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x
Nettoskuld / EBITDA	33,9x	25,4x	17,6x	0,9x	-4,5x	6,3x	9,3x	5,4x

Källa: Alm Equity, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,49	16,1	17,3	297	-78,1	24,1	14,5	32,4
EPS, justerad	0,49	16,1	17,3	297	-78,1	24,1	14,5	32,4
FCF per aktie	-45,9	-76,7	-74,1	-129	-96,4	-1,92	0,42	34,0
Eget kapital per aktie	211	326	369	668	539	550	554	576
Antal aktier vid årets slut, m	10,2	10,2	10,3	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,2	10,2	10,3	10,7	10,7	10,7	10,7	10,7

Källa: Alm Equity, EPB

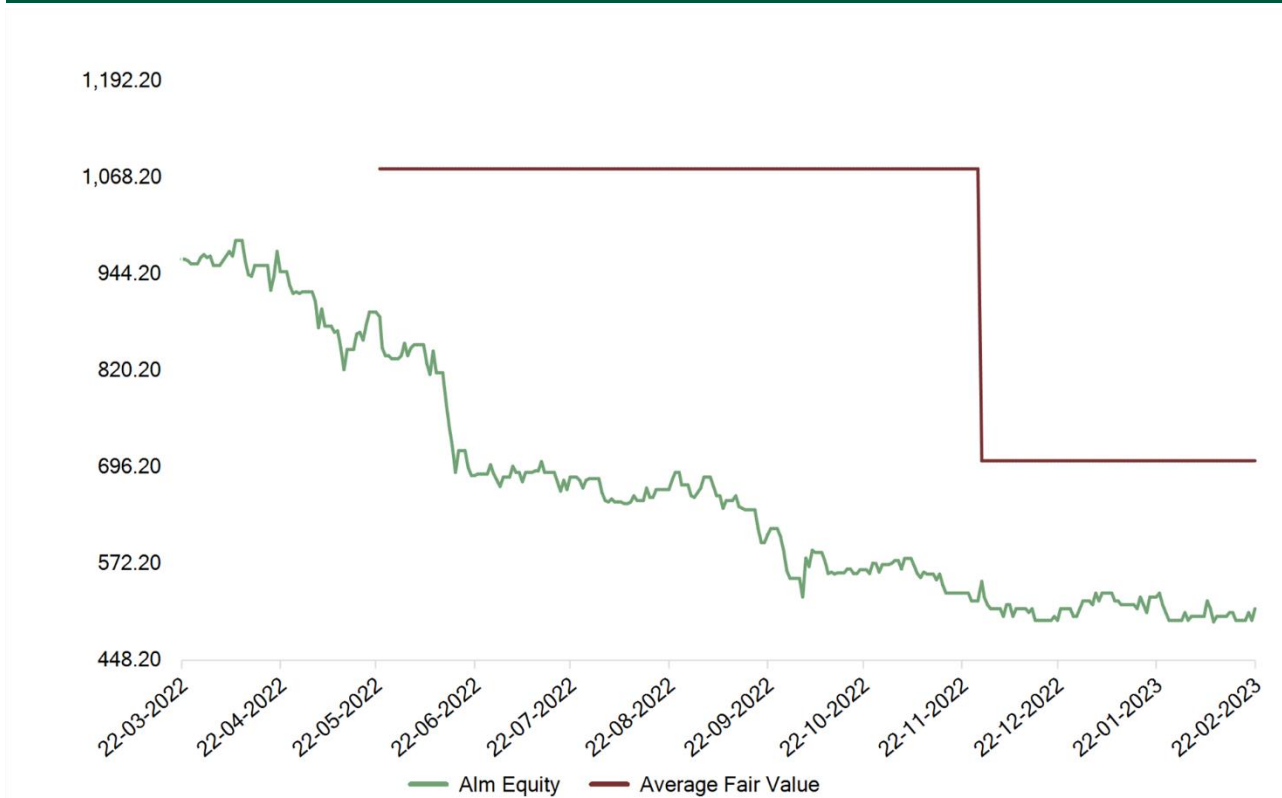
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	355,4x	19,3x	40,4x	3,3x	Neg.	21,4x	35,5x	15,9x
P/EK	0,8x	1,0x	1,9x	1,5x	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1 236,4x	15,1x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	7%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	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%	0,0%
EV/Sales	2,3x	4,0x	6,4x	6,5x	1,3x	2,9x	3,3x	2,0x
EV/EBITDA, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	16,9x	24,2x	15,2x
EV/EBIT, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	16,9x	24,2x	15,2x
EV	5 366	6 675	11 222	13 521	8 810	8 972	8 972	8 972
Aktiekurs	175	310	700	986	525	515	515	515

Källa: Alm Equity, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Alm Equity (ALM 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)