



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 02 maj 2023

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden

Indexeringar stärker driftsnettot

Genomför indexeringar och lämnar guidning för driftsnetto

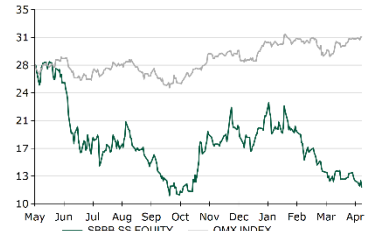
Hyresintäkterna i kvartalet uppgick till 1 725 mkr, vilket motsvarar en ökning om 9,9% i jämförbart bestånd. Vi ser således att SBB har lyckats väl med att genomföra indexjusteringar under kvartalet. Driftsnettot uppgick till 1 206 mkr, vilket är en ökning med 13,4% i jämförbart bestånd. Bolaget ger en guidning om att driftsnettot kan stiga med 800-900 mkr under resterande tre kvartal, 2023. Guidningen ligger till grund för våra estimat för 2023. Det långsiktiga substansvärdet efter kvartalets utgång uppgick till 26,6 kr vilket motsvarar en nedgång om ca 15% sedan årsskiftet. Nedgången är driven av negativa värdeförändringar på fastigheter om -2 332 mkr och värdeförändringar av finansiella instrument om -1 199 mkr.

Stark kärnaffär och möjlighet till fastighetsutveckling

SBB äger samhällsfastigheter och bostadsfastigheter. Båda tillgångarna kännetecknas av långa kontrakt och låg risk för vakans. Vi bedömer att vakansrisken är låg då hyresvärdet för SBBs fastigheter är väsentligt lägre än vid nyproduktion. I dagsläget har SBB en av Nordens största byggrättsportföljer för samhällsfastigheter och bostäder. Vi bedömer att denna kommer kunna bidra till NAV när de finansiella marknaderna har lugnat sig. Under 2022 och inledningen av 2023 har bolaget fokuserat på att stärka sin balansräkning. Vi bedömer att detta arbete kommer göra att bolaget bibehåller sina kreditbetyg.

Justerar för emission av D-aktier, uppdaterad intjäningsförmåga och värdeförändringar

I kvartalet hade SBB ett antal poster, av engångskaraktär, som tyngde förvaltningsresultatet. Dessa inkluderade en nedskrivning av JM-innehavet med 160 mkr och valutakursdifferenser om -483 mkr. Dessa belastar vårt estimat för innevarande år. Vi justerar även ned våra estimat för långsiktigt substansvärde med i genomsnitt 20,7% under prognosperioden. Detta delvis en följd av fler antal D-aktier och ytterligare värdeförändringar av fastigheter. Vi sänker vårt motiverade värde till 18-20 kr (22-25 kr) vilket motsvarar en rabatt om ca 30% vs NAV. Vi bedömer att denna rabatt kommer att bestå givet turbulensen på finansieringsmarknaden.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	18 - 20 kr												
Hyresintäkter	-1,5%	0,1%	0,1%	Hyresintäkter	7 447	7 056	7 449	7 621	Aktiekurs	12,0 kr												
PFPM	-37,5%	-2,8%	-3,2%	Hyrestillväxt	26%	-5%	6%	2%	Riskenivå	Low												
EPRA NAV	-14,6%	-18,9%	-17,7%	Driftnetto	4 881	5 185	5 543	5 712	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				Överskottsgrad	66%	73%	74%	75%														
Q2 - rapport		14 juli 2023		PFPM	-416	2 435	3 669	3 531														
Q3 - rapport		26 oktober 2023		PFPM, tillväxt	20%	6%	7%	3%														
Bolagsfakta (mkr)				EPRA NAV	31,3	29,2	28,4	28,8														
Antal aktier		1 455m		EPRA NAV, tillväxt	-30%	-7%	-3%	2%	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Börsvärde		17 489		CEPS	0,8	1,4	1,9	1,8														
Nettoskuld		78 057		CEPS, tillväxt	-50%	70%	38%	-5%														
EV		109 093		P/PFPM per aktie	-60,7x	7,2x	4,8x	5,0x														
Free float		76%		P/CEPS	21,7x	8,9x	6,4x	6,8x														
Daglig handelsvolym, snitt		23 257k		P/EPRA NAV	0,6x	0,4x	0,4x	0,4x														
Bloomberg Ticker		SBBB SS EQUITY		Implicit yield	6,5%	9,4%	9,7%	10,1%														
Analytiker				ROE	Neg.	Neg.	4,3%	5,0%														
Rikard Engberg				Utdelning per aktie	1,4	1,5	1,5	1,5														
rikard.engberg@penser.se				Utdel., tillväxt	9%	1%	1%	2%														
				Belåningsgrad	48,8%	46,0%	46,5%	46,7%														
				Räntetäckningsgrad	2,9x	2,1x	2,0x	1,8x														
				Snittränta	2,1%	2,3%	2,7%	2,8%														

Investment case

SBB investerar i två typer av fastigheter som karaktäriseras av hög säkerhet i kassaflöden och lång löptid på hyreskontrakten. Dessa objekt är samhällsfastigheter i Norden och bostadsfastigheter i Sverige. Bolaget har historiskt visat en imponerande tillväxt i NAV och förvaltningsresultat. Vi ser även potential för utveckling av bolagets projektutvecklingsportfölj som i dagsläget utgörs av 12 000 lägenheter. Bolaget driver även byggrättsutveckling om närmare 3m kvm BTA. I dagsläget är SBBs byggrättsutvecklingsportfölj bokförd till ett värde om 3 345 mkr.

Bolagsprofil

Bostäder och samhällsfastigheter kännetecknas av stabila kassaflöden med långa kontrakt. Hyreskontrakten för samhällsfastigheterna i portföljen har en genomsnittlig kontraktstid på ca 10 år. Båda fastighetstyperna är dessutom mindre konjunkturkänsliga än både kontor och handel.

Samhällsfastigheter har seglat upp som en favorit hos många institutionella investerare. Detta på grund av deras stabila kassaflöden och låga risk. Vi tror att SBB kan bli ett intressant alternativ för många institutioner som vill öka sin exponering inom den här sektorn. Vi bedömer att bolaget nu genomför en renodling och aktivt reducerar skuldsättning vilket torde kunna stabilisera aktien.

SBB är en av de största ägarna av bostadsbyggrätter i Norden då man i dagsläget har en projektportfölj om ca 63 000 lägenheter. Denna portfölj är i dagsläget upptagen till ca 3 000 mkr i balansräkningen eller ca 1 300 kr per kvadratmeter. Vi bedömer att marknadspriset på dessa är minst 5-8 000 kronor per kvadratmeter. Vi bedömer att SBB kommer driva detaljplan och utveckla dessa byggrätter över tid, vilket kommer generera ett starkt kassaflöde. Bolaget kan fortsätta den inslagna strategin att minska skuldsättning genom att avyttra delar av dessa.

Värdering

Givet justering för emission av D-aktier justerar vi ned vårt motiverade värde från 22-25 till 18-20 kr. Vi bedömer att aktien bör kunna röra sig mot det långsiktiga substansvärdet när situationen på finansieringsmarknaden stabiliserar sig.

Sammanfattning av kvartalet

Hysesintäkterna uppgick till 1 725 mkr i kvartalet, vilket motsvarar en ökning om 9,9% i jämförbart bestånd. Driftnettot uppgick till 1 206 mkr, vilket är en ökning med 13,4% i jämförbart bestånd. Överskottsgraden uppgick således till 69% och adresserar den kritik som bolaget fått kring en svag förvaltning. Bolaget ger en guidning om att driftnettot kan stiga med 800-900 mkr under året. Av dessa utgörs 200 mkr av nytillträdde projekt där resterande summa går att härleda till uppindexerade hyror vilket stärker driftnettot. Efter kvartalets utgång kommer bolaget genomföra hyreshöjningar även i bostadsbeståndet vilket stärker given guidning och våra estimat.

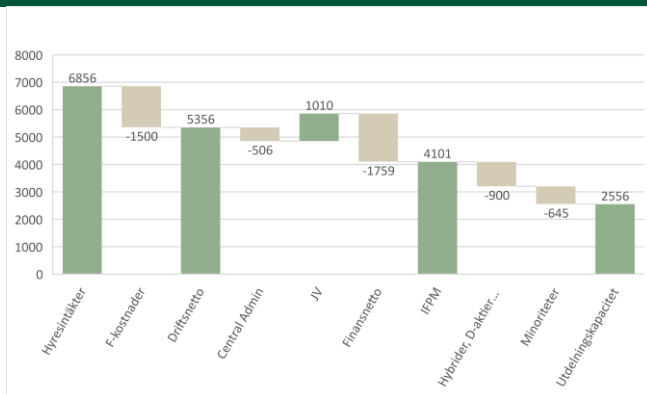
Resultat inklusive värdeförändringar och skatt i intressebolag och JV uppgick till -427 mkr. I denna siffra ingår värdeförändringar från JVs om -451 mkr och en värdenedskrivning av JM-innehavet om -160 mkr. Bolaget ser även negativa valutakursdifferenser om -483 mkr. Vi bedömer att bolaget kommer att försätta pressas av negativa värdeförändringar under innevarande år i intressebolag och JVs.

Bolaget redovisar negativa värdeförändringar på fastigheter om -2 332 mkr vilket är främst drivet av att det genomsnittliga avkastningskravet stiger till 4,83% vs 4,72% i Q4'22. Bolaget ser även negativa värdeförändringar om -1 199 mkr på finansiella instrument. Dessa består av orealiserade värdeförändringar i finansiella placeringar (-456 mkr) och värdeförändringar avseende derivat (-692 mkr). Periodens resultat uppgår således till -3 898 mkr, vilket pressar NAV som vid kvartalets utgång uppgick till 26,6 kr/aktie, vilket är en nedgång med ca 15% sedan årsskiftet. Vi bedömer att NAV kommer fortsätta pressas under året vilket ligger till grund för att vi anser att aktien bör handla till en rabatt mot NAV givet marknadssituationen.

Kassaflödet från rörelsen uppgick till 927 mkr i kvartalet. Periodens kassaflöde uppgick till 1 832 mkr. Bolaget kommer minska nya investeringar för att stärka kassaflödet. Vi bedömer att kassaflödet kan stärkas under året givet detta vilket är en nyckel för att bolaget ska kunna fortsätta med nuvarande refinansieringsplan.

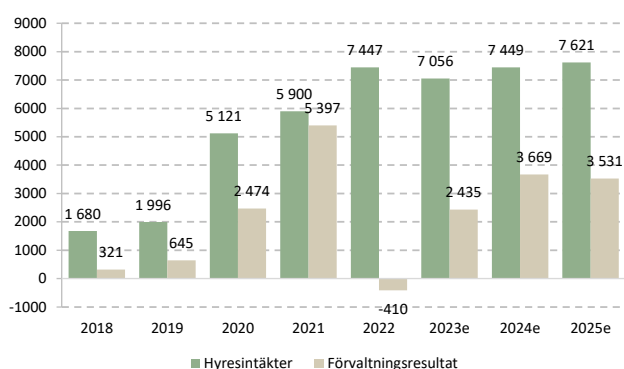
Bolaget har under kvartalet fortsatt med att diversifiera finansieringsstrukturen och har under kvartalet refinansierat 11 600 mkr där 3 200 mkr avsåg ny finansiering. Efter kvartalets utgång har faciliteter om 2 405 mkr tecknats. Bolaget bedömer sig också kunna genomföra avyttringar om ca 6 000 mkr under året. Detta i kombination med en nyemission av D-aktier till ett värde av 2 600 mkr efter kvartalets utgång gör att vi bedömer att man kommer kunna försvara sitt kreditbetyg.

Intjäningsförmåga indikerar fortsatt möjlighet till utdelning...



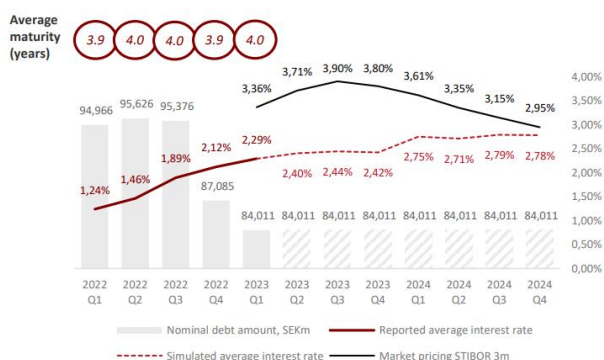
Källa: EPB, Bolaget

...och indexering av hyror



Källa: EPB, bolaget

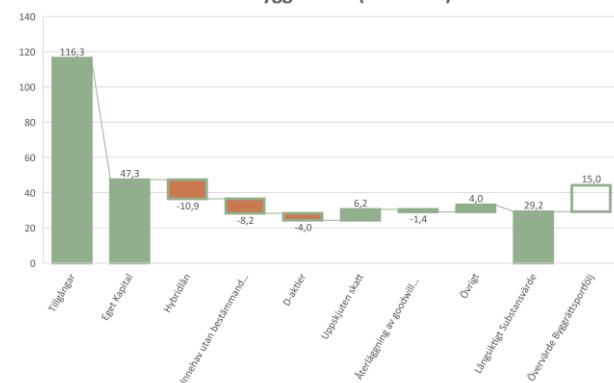
...givet sjunkande skuldsättning...



Källa: EPB, bolaget

Fortsatt rabatt vs NAV

EPRA-brygga 2023 (Per aktie)



Källa: EPB, bolaget

Estimatförändringar

Vi bibehåller våra estimat för den förvaltande delen av bolaget relativt konstanta. Vi bedömer att man kommer kunna fortsätta stärka driftsnetton och förvaltningsresultat givet de planerade indexeringarna av hyran. Vi justerar våra estimat för långsiktigt substansvärde med i snitt 20,7%. Detta är delvis en justering för den emission av D-aktier som planeras och som pressar EK med strax över 300 mkr per år i utdelningar. NAV pressas även av det negativa resultatet i kvartalet samt att vi tar höjd för ytterligare negativa värdeförändringar kommande kvartal.

Värdering

Historiskt har fastighetsbolag handlat kring NAV. I vårt motiverade värde har vi tagit hänsyn till den volatila situationen på fastighetsmarknaden och värderar SBB på en rabatt vs NAV. Vi bedömer att denna rabatt kommer minska, givet att bolaget fortsätter sin renodling och situationen på finansieringsmarknaden lugnar ned sig. Vi bedömer att SBB, givet nuvarande situation på finansieringsmarknaden, ska handla med en rabatt om ca 30% mot vårt estimat för långsiktigt substansvärde vid slutet av året.

Känslighetstabell

X-axel P/NAV, Y Utveckling NAV under året

	-10,0%	-5,0%	0,0%	5,0%	10,0%
0,6	15,8	16,6	17,5	18,4	19,3
0,65	17,1	18,0	19,0	19,9	20,9
0,7	18,4	19,4	20,4	21,5	22,5
0,75	19,7	20,8	21,9	23,0	24,1
0,8	21,0	22,2	23,4	24,5	25,7

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 930	7 447	7 056	7 449	7 621
Totala Intäkter	1 996	5 121	5 930	7 447	7 056	7 449	7 621
Fastighetskostnader	-731	-1 642	-1 853	-2 566	-1 871	-1 905	-1 909
Driftnetto	1 265	3 479	4 077	4 881	5 185	5 543	5 712
Centrala Administrationskostnader	-136	-224	-290	-433	-367	-280	-280
EBITDA	1 046	3 203	3 701	4 328	4 788	5 263	5 432
EBITDA, justerad	1 046	3 203	3 701	4 328	4 788	5 263	5 432
Intressebolag och JVs	92	144	2 814	-1 866	288	875	875
EBITA	1 138	3 347	6 515	2 462	5 076	6 138	6 307
EBIT	1 138	3 347	6 515	2 462	5 076	6 138	6 307
Ränteintäkter	102	166	274	239	199	200	200
Räntekostnader	-482	-973	-1 011	-1 498	-2 235	-2 669	-2 976
Övriga finansiella poster	-197	-199	-155	-2	-116	0	0
Förvaltningsresultat (PFPm)	645	2 474	5 720	-416	2 435	3 669	3 531
Förvaltningsresultat (PFPm), justerat	645	2 474	5 720	-410	2 435	3 669	3 531
Värdeförändringar fastigheter	2 453	8 542	21 360	-7 768	-4 732	0	0
Värdeförändringar finansiella instrument	39	-675	2 244	-2 370	-1 200	0	0
Resultat före skatt	3 137	10 341	29 324	-10 554	-3 497	3 669	3 531
Resultat före skatt, justerad	3 137	10 341	29 324	-10 548	-3 497	3 669	3 531
Skatt, aktuell	-34	-165	-247	-295	-178	-75	-72
Skatt, uppskjuten	-479	-1 092	-3 476	1 032	144	-674	0
Nettoresultat	2 624	9 084	25 601	-9 817	-3 531	2 920	3 459
Nettoresultat, justerad	2 624	9 084	25 601	-9 811	-3 531	2 920	3 459

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Resultat före skatt	3 137	10 341	29 324	-10 554	-3 497	3 669	3 531
Intresseföretag och JVs	-92	-144	-2 814	1 866	-	-	-
Värdeförändringar, fastigheter	-2 453	-8 542	-21 360	7 768	4 732	0	0
Värdeförändringar, finansiella instrument	-39	675	-2 244	2 370	1 200	0	0
Övriga kassaflödespåverkande poster	134	67	-200	2 329	448	-575	-575
Betald skatt	-34	-165	-247	-294	-178	-75	-72
Kassaflöde före förändring i rörelsekapital	653	2 232	2 459	3 485	2 705	3 020	2 884
Förändringar i rörelsekapital	8 799	-9 233	2 153	-1 365	622	-223	-229
Kassaflöde från operativ verksamhet	9 452	-7 001	4 612	2 120	3 327	2 796	2 656
Investeringar i befintliga fastigheter	-58 258	-14 016	-4 694	-5 250	-2 443	-1 600	-1 200
Förvärv av fastigheter	6 672	12 903	-8 763	249	0	0	0
Övriga FCF-påverkande poster	-5 960	-2 669	-14 480	3 680	-1 151	374	348
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-57 546	-3 782	-27 937	-1 321	-3 594	-1 226	-852
Utdelning	-426	-853	-1 846	-2 837	-2 990	-2 826	-2 855
Nyemission / återköp	15 767	13 136	1 535	-742	2 626	0	0
Förändring i skulder	45 455	-730	19 840	-2 630	2 718	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	60 796	11 553	19 529	-6 209	2 354	-2 826	-2 855
Kassaflöde	12 702	770	-3 796	-5 410	2 087	-1 256	-1 051

Källa: EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	6 687	6 319	6 066	5 283	5 283	5 283	5 283
Förvaltningsfastigheter	79 542	90 185	149 335	135 616	133 519	134 919	136 119
Intresseföretag och JVs	909	2 867	16 373	12 649	12 566	12 866	13 166
Övriga anläggningstillgångar	21	22	48	37	105	105	105
Summa anläggningstillgångar	89 302	103 893	181 630	161 084	158 376	160 076	161 524
Övriga omsättningstillgångar	1 002	2 732	2 997	2 436	3 596	4 193	4 801
Likvida medel och kortfristiga placeringar	13 899	13 606	9 890	4 850	6 761	5 504	4 454
Summa omsättningstillgångar	14 901	16 338	12 887	7 286	10 357	9 697	9 255
SUMMA TILLGÅNGAR	104 203	120 231	194 517	168 370	168 733	169 773	170 779
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Totalt eget kapital	30 896	52 136	82 971	63 337	68 592	68 687	68 643
Banklån, långfristiga	22 073	11 995	21 974	30 496	25 362	25 362	25 362
Obligationslån, långfristiga	23 720	34 663	51 919	48 310	43 949	43 949	43 949
Derivat	25	267	30	971	357	357	357
Långfristiga leasingskulder	445	614	639	829	823	823	823
Uppskjutna skatteskulder	6 237	7 172	10 428	9 120	8 836	9 509	10 158
Övriga långfristiga skulder	22	1 020	292	141	283	283	283
Summa långfristiga skulder	52 522	55 731	85 282	89 867	79 610	80 283	80 932
Banklån, kortfristiga	3 912	69	1 758	3 400	3 118	3 118	3 118
Obligationslån, kortfristiga	1 442	3 121	1 175	3 768	8 674	8 674	8 471
Företagscertifikat	4 944	5 418	11 169	1 111	2 457	2 457	2 457
Leverantörsskulder	131	117	181	456	359	359	359
Övriga kortfristiga skulder	10 356	3 639	11 981	6 431	5 814	6 195	6 799
Summa kortfristiga skulder	20 785	12 364	26 264	15 166	20 422	20 803	21 204
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	104 203	120 231	194 517	168 370	168 624	169 773	170 778

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hyrestillväxt	-	>100%	16%	26%	-5%	6%	2%
Vakansgrad	5%	6%	6%	5%	4%	4%	4%
Överskottsgrad	63%	68%	69%	66%	73%	74%	75%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	N.m.	64%	>100%	18%
CEPS, tillväxt	Neg.	>100%	Neg.	Neg.	69,6%	38,1%	Neg.
EPRA NAV, tillväxt	Neg.	40,2%	58,2%	Neg.	Neg.	Neg.	1,5%
Eget kapital, tillväxt	Neg.	68,7%	59,1%	Neg.	8,3%	0,1%	Neg.
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	>100%	17,2%	19,7%	6,2%	6,9%	3,1%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	66,7%	32,0%	9,1%	0,7%	1,4%	2,0%

Källa: EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	22%	38%	Neg.	Neg.	4%	5%
Yield	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Implicit yield	4%	4%	3%	6%	9%	10%	10%

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	43 233	41 660	78 105	82 235	77 622	78 879	79 726
Belåningsgrad	41,5%	34,6%	40,2%	48,8%	46,0%	46,5%	46,7%
Soliditet	30%	43%	43%	38%	41%	40%	40%
Nettoskultsättningsgrad	1,4x	0,8x	0,9x	1,3x	1,1x	1,1x	1,2x
Nettoskuld / EBITDA	41,3x	13,0x	21,1x	19,0x	16,2x	15,0x	14,7x
Snittränta	1,8%	1,3%	1,1%	2,1%	2,3%	2,7%	2,8%

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat (PFPM) per aktie	0,52	1,86	3,94	-0,29	1,67	2,52	2,43
EPS	2,12	6,84	17,7	-6,76	-2,43	2,01	2,38
EPS, justerad	2,12	6,84	17,7	-6,76	-2,43	2,01	2,38
FCF per aktie	0,42	1,63	1,61	0,80	1,36	1,87	1,78
Utdelning per aktie	0,60	1,00	1,32	1,44	1,45	1,47	1,50
Eget kapital per aktie	24,9	39,2	57,2	43,5	47,2	47,2	47,2
Antal aktier vid årets slut, m	1 241	1 329	1 450	1 455	1 455	1 455	1 455
Antal aktier efter utspädning, snitt	1 241	1 329	1 450	1 452	1 455	1 455	1 455
EPRA NAV per aktie	20,0	28,1	44,5	31,3	29,2	28,4	28,8

Källa: EPB

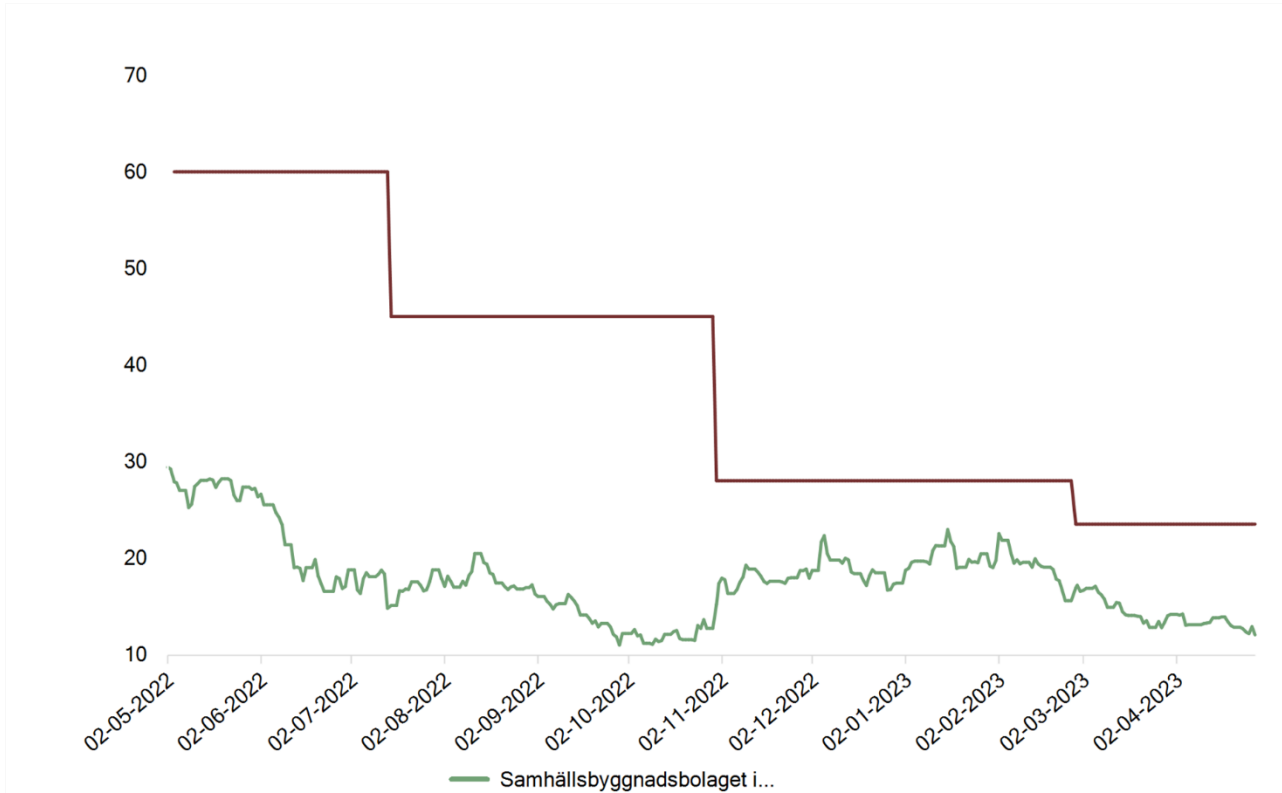
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/PFPM per aktie	44,1x	15,4x	16,8x	-60,7x	7,2x	4,8x	5,0x
P/E, justerad	10,8x	4,2x	3,8x	-2,6x	-5,0x	6,0x	5,1x
P/EK	0,9x	0,7x	1,2x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x
P/EPRA NAV	1,1x	1,0x	1,5x	0,6x	0,4x	0,4x	0,4x
P/CEPS	54,9x	17,6x	41,2x	21,7x	8,9x	6,4x	6,8x
Direktavkastning	2,6%	3,5%	2,0%	8,3%	12,1%	12,2%	12,5%
EV/EBIT, justerad	28,4%	14,6%	7,5%	-21,3%	-59,7%	73,2%	63,1%
EV	71 610	79 605	175 671	112 074	109 093	108 507	108 507
Aktiekurs	23,0	28,7	66,4	17,4	12,0	12,0	12,0

Källa: EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBBB 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