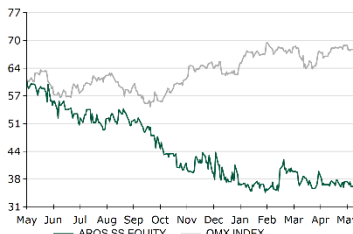


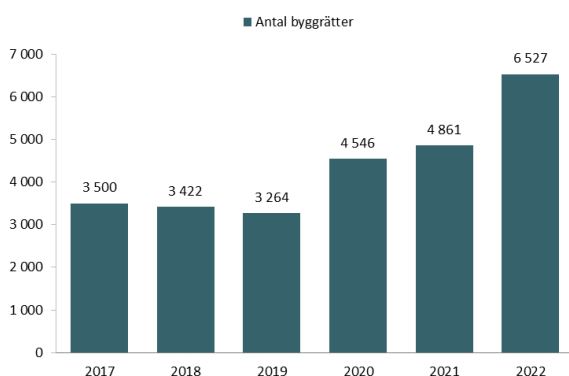
Starkt kvartal i en fortsatt utmanade marknad

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	72 - 75 kr												
Totala intäkter	27,3%	0,3%	0,8%	Totala intäkter	41	1 646	1 834	2 787	Aktiekurs	36,4 kr												
EBITDA, just.	0,7%	0,5%	1,0%	Tillväxt	-61%	>100%	11%	52%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	40,0%	-7,1%	-6,3%	EBITDA, just.	-79	189	281	405	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-79	189	281	405														
Q2 - rapport	25 augusti 2023			EPS, just.	-1,4	3,9	4,0	6,2														
Q3 - rapport	17 november 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	0%	58%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	32,7	36,9	39,7	44,8	<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		✓																				
Antal aktier	49m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	1 783			EBIT-marginal	Neg.	11,5%	15,3%	14,5%														
Nettoskuld	879			ROE, just.	Neg.	11,2%	10,1%	14,4%														
EV	2 604			ROCE, just.	Neg.	7,5%	9,5%	11,9%														
Free float	31%			EV/Sales	65,5x	1,6x	1,5x	1,0x														
Daglig handelsvolym, snitt	3k			EV/EBITDA	-	13,8x	9,5x	6,6x														
Bloomberg Ticker	AROS SS EQUITY			EV/EBIT	-	13,8x	9,5x	6,6x														
Analytiker				P/E, just.	-	9,2x	9,2x	5,8x														
				P/EK	1,3x	1,0x	0,9x	0,8x														
Rodriguez Meshe				FCF yield	-	32%	-	-														
rodriguez.meshe@penser.se				Nettoskuld/EBITDA	-9,5x	-0,3x	0,9x	1,2x														

Investment case

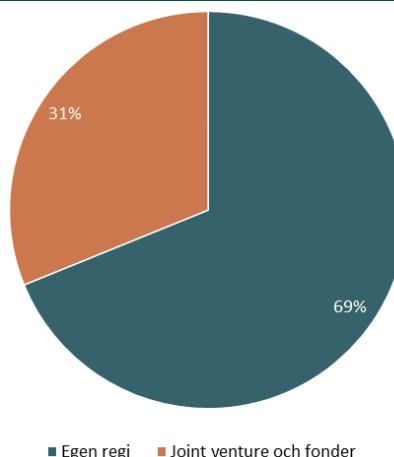
Aros Bostad har i dagsläget ca 6 527 byggrätter fördelade på 19 kommuner främst i Stockholm och Mälardalsregionen. Projekten är i huvudsak bostadsrätter i lägen med goda kommunikationsmöjligheter och i områden som domineras av småhus. Bolaget har historiskt visat goda projektmarginaler och vi bedömer 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 över 6 500 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 värderas jämförbara bolag som JM och Selvaag på P/B NTM 1,0x resp. 1,4 och Bonava på 0,2x.

Kvartalet i detalj

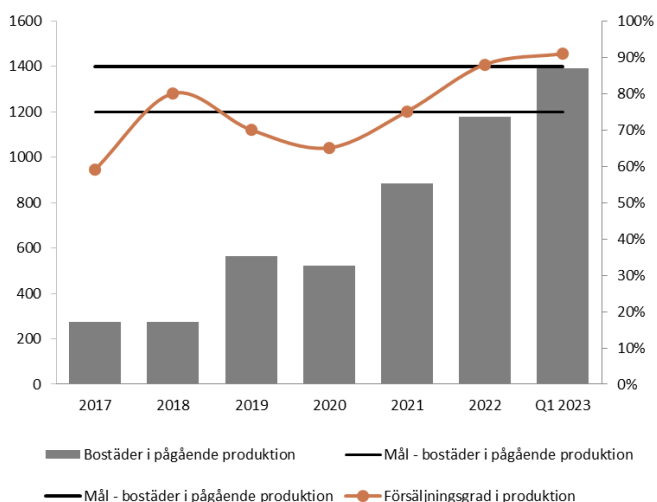
Givet att IFRS-resultatet är känsligt för timing i tillträden, anser vi att segmentredovisningen och pipeline ger bäst indikation om hur bolagets verksamhet fortlöper. Enligt segmentsredovisningen uppgick rörelsens intäkter till 389,2 mkr (149,7). Bruttoresultatet uppgick till 75,4 mkr (40,3) och bruttomarginalen uppgick till 19,4% (26,9). Rörelseresultatet uppgick till 48,8 mkr (20,8), motsvarande en tillväxt y/y om 135% och rörelsemarginal om 12,5%.

Enligt IFRS redovisas intäkter först då en övervägande del av (>50%) av bostadsrättssköparna har tillträtt bostäderna i respektive projekt. Totala intäkter enligt IFRS uppgick till 496,2 mkr (8,4), drivet av betydligt högre antal vinstavräknade bostäder under kvartalet. Bruttoresultat uppgick till 40,7 mkr (8,4) och rörelseresultat uppgick till 71,4 mkr (-9,3), motsvarande bruttomarginal om 8,2% och rörelsemarginal om 14,4%. Viktigt att notera att marginalerna på helårsbasis ger bättre visibilitet över bolagets prestation på grund av fluktuationer mellan kvartalen.

- Under perioden har projekt Alba 1, Eds Allé och Kavalleristen vinstavräknats då över 50 % av bostäderna har tillträtts. Antal vinstavräknade bostäder enligt IFRS uppgick till 252 (29).
- Antal sålda bostäder under perioden uppgick till 10 (93). Andelen bokade eller sålda bostäder i pågående produktion uppgick till 91%, vilket till stor del förklarar de förhållandevis låga antalet sålda bostäder under kvartalet
- Antal av bostadsrättssköpare tillträdde bostäder under perioden uppgick till 188 (29).

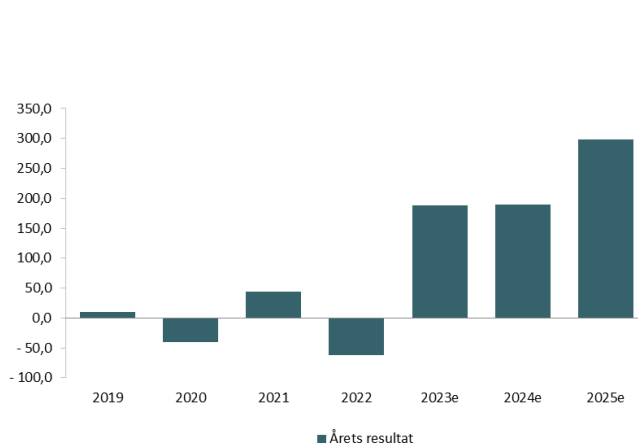
Aros Bostads totala byggrättsportfölj vid lagakraftvunnen detaljplan externvärderades per 31 december 2022 till ett värde om 9,5 mdkr, motsvarande 15 496 kr per kvm BTA. Värdet på bolagets andel uppgick till 128 kr per aktie. Övervärdet, bedömt marknadsvärde jämfört med anskaffningsvärde, uppgick vid 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			ROE		
				2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
JM	145,1	22 387	8 812	9,5x	10,5x	9,5x	1,1x	1,1x	1,0x	15,9x	17,1x	16,7x	5,9%	3,2%	4,0%	11,6%	10,2%	10,9%
Bonava	17,2	9 667	1 844	3,8x	36,4x	10,9x	0,2x	0,2x	0,2x	9,9x	27,0x	19,6x	5,3%	-1,0%	0,3%	5,8%	0,3%	2,0%
Selvaag	34,3	5 100	3 215	8,9x	11,3x	12,4x	1,4x	1,4x	1,4x	11,0x	14,3x	15,3x	0,8%	-2,1%	-0,5%	16,5%	11,4%	9,5%
Veiddeke	101,6	11 263	13 706	12,4x	11,7x	11,6x	4,4x	4,3x	4,2x	-	-	-	2,1%	3,3%	0,9%	36,8%	38,8%	38,6%
Average	12 104	6 894		8,7x	17,5x	11,1x	1,8x	1,7x	1,7x	12,2x	19,5x	17,2x	3,5%	0,9%	1,2%	17,7%	15,2%	15,3%
Median		10 465	6 013	9,2x	11,5x	11,2x	1,2x	1,2x	1,2x	11,0x	17,1x	16,7x	3,7%	1,1%	0,6%	14,1%	10,8%	10,2%
Aros Bostad, EPBe	36,4	2 571	-	9,5x	9,4x	6,0x	1,0x	0,9x	0,8x	10,8x	9,5x	6,6x	51,1%	12,8%	7,8%	-5,2%	11,2%	10,1%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

I värderingen har vi beräknat ett nuvärde på samtliga vinster i Aros Bostads 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	363	519	539	1 280	698	1 221
Tillväxt	-	43%	43%	4%	137%	-45%	75%
Nuvärde vinster	253	330	429	405	874	434	689
Summa nuvärde	3 413						
Multipel (P/B)	1,0x						
Avkastningskrav	10,0%						
Värde	3 516						
Antal aktier	47,9						
Nuvärde per aktie	73						

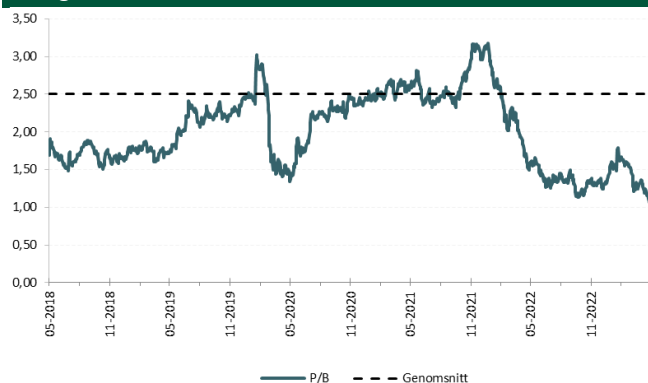
Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Antagande - avkastningskrav

Risikfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Extra riskpremie	2,0%
Beta	1,0
Avkastningskrav	10,0%

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 sina korta historik jämfört med exempelvis JM som i dagsläget värderas till P/B 1,0x, vilket är långt under 10-årsgenomsnitt. 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 112%.

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%	55,6	63,2	70,9	78,5	86,1	93,7	101,3
9,0%	53,8	61,2	68,5	75,9	83,3	90,6	98,0
10,0%	52,1	59,2	66,3	73,5	80,6	87,7	94,8
11,0%	50,4	57,3	64,2	71,1	78,0	84,9	91,8
12,0%	48,8	55,5	62,2	68,9	75,6	82,3	89,0

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 Q1'23 till 36 mdkr. Värdet bygger på intäktsantagande om 75 000 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 5,1 mdkr. För att bedöma hur mycket som tillfaller aktieägarna har vi antagit att 70% av intäkterna tillfaller Aros Bostad och resten till JV-partners samt att projekten ligger i genomsnitt 5 år 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 betalda kurs om 34,4 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
Projektmarginall	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
Nettoomsättning	28	16	105	41	1 646	1 834	2 787
Totala intäkter	28	16	105	41	1 646	1 834	2 787
Kostnad sålda varor	-7	0	0	0	-1 358	-1 450	-2 258
Bruttoresultat	21	16	105	41	288	384	529
Administrationskostnader	-28	-35	-50	-57	-63	-68	-82
Övriga rörelsekostnader	-23	-27	-30	-64	-36	-35	-42
EBITDA	-30	-46	25	-79	189	281	405
EBITDA, justerad	-30	-46	25	-79	189	281	405
EBITA, justerad	-30	-46	25	-79	189	281	405
EBIT	-30	-46	25	-79	189	281	405
EBIT, justerad	-30	-46	25	-79	189	281	405
Finansnetto	39	6	19	17	31	-43	-62
Resultat före skatt	10	-40	45	-63	220	238	344
Resultat före skatt, justerad	10	-40	45	-63	220	238	344
Total skatt	0	0	0	0	-32	-49	-45
Nettoresultat	10	-40	45	-63	189	189	298
Nettoresultat, justerad	10	-40	45	-63	189	189	298
Intäktstillväxt	-	-41%	>100%	-61%	>100%	11%	52%
Bruttomarginal	76,0%	100,0%	100,0%	100,0%	17,5%	20,9%	19,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	11,5%	15,3%	14,5%
EPS, justerad	0,29	-1,25	1,17	-1,41	3,94	3,95	6,23
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	0%	58%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-30	-46	25	-79	189	281	405
Förändringar i rörelsekapital	-147	-9	-109	-337	426	-338	-332
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-178	56	-59	-412	561	-152	-38
Investeringar i anläggningstillgångar	-54	-24	-80	26	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-54	-24	-80	26	0	0	0
Fritt kassaflöde	-233	31	-139	-387	561	-152	-38
Förvärv och avyttringar	-19	0	0	-16	-6	-120	-160
Nyemission / återköp	174	59	288	0	55	0	0
Förändring av skulder	113	88	-129	415	178	440	48
Utdelningar	-40	-42	-42	-42	-47	-42	-42
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	229	105	117	357	180	278	-153
Kassaflöde	-4	136	-22	-30	740	126	-191
Nettoskuld	115	65	-113	754	-55	259	499

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1	1
Andelar i intresseföretag	129	48	126	172	230	230	230
Övriga anläggningstillgångar	33	31	28	27	27	27	27
Summa anläggningstillgångar	161	79	155	199	257	257	257
Övriga omsättningstillgångar	563	708	622	2 320	1 638	2 093	2 581
Likvida medel och kortfristiga placeringar	86	222	200	175	915	1 041	850
Summa omsättningstillgångar	649	930	822	2 494	2 553	3 134	3 431
SUMMA TILLGÅNGAR	810	1 009	977	2 694	2 810	3 391	3 688
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	553	529	820	1 564	1 805	1 946	2 194
Summa eget kapital	553	529	820	1 564	1 805	1 946	2 194
Långfristiga räntebärande skulder	50	69	19	169	319	319	319
Långfristiga leasingsskulder	3	2	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	53	71	19	169	319	319	319
Kortfristiga räntebärande skulder	148	216	68	759	542	981	1 030
Övriga kortfristiga skulder	57	193	70	202	145	145	145
Summa kortfristiga skulder	205	409	138	961	686	1 126	1 175
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	810	1 009	977	2 694	2 811	3 391	3 688

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-41%	>100%	-61%	>100%	11%	52%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	48%	44%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	48%	44%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	0%	58%
Bruttomarginal	76,0%	100,0%	100,0%	100,0%	17,5%	20,9%	19,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	11,5%	15,3%	14,5%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	11,5%	15,3%	14,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	11,5%	15,3%	14,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	11,5%	15,3%	14,5%
Vinst-marginal, justerad	34,3%	Neg.	42,5%	Neg.	11,5%	10,3%	10,7%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	7%	Neg.	11%	10%	14%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	3%	Neg.	7%	10%	12%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	4%	Neg.	9%	14%	17%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	47%	73%	49%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	91%	>100%	87%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,1x	0,0x	0,6x	0,6x	0,8x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	115	65	-113	754	-55	259	499
Soliditet	68%	52%	84%	58%	64%	57%	59%
Nettoskultsättningsgrad	0,2x	0,1x	-0,1x	0,5x	0,0x	0,1x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	-1,4x	-4,5x	-9,5x	-0,3x	0,9x	1,2x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,29	-1,25	1,17	-1,41	3,94	3,95	6,23
EPS, justerad	0,29	-1,25	1,17	-1,41	3,94	3,95	6,23
FCF per aktie	-7,21	0,97	-3,65	-8,73	11,7	-3,18	-0,79
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	17,1	16,4	21,6	32,7	36,9	39,7	44,8
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	47,9	47,9	47,9

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

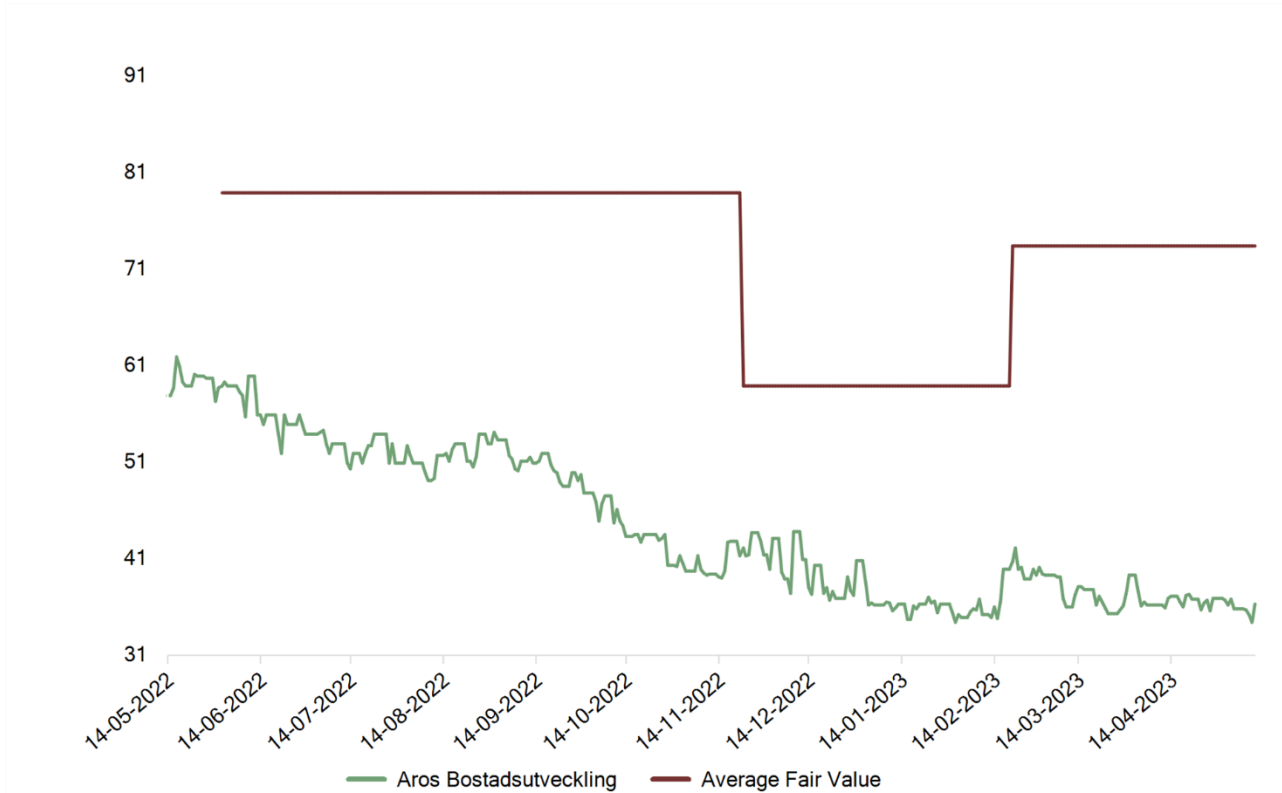
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	53,0x	Neg.	9,2x	9,2x	5,8x
P/EK	Neg.	Neg.	2,9x	1,3x	1,0x	0,9x	0,8x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	3,1x	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	32%	Neg.	Neg.
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.	21,2x	65,5x	1,6x	1,5x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	87,3x	Neg.	13,8x	9,5x	6,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	87,3x	Neg.	13,8x	9,5x	6,6x
EV	Neg.	Neg.	2 219	2 695	2 604	2 662	2 662
Aktiekurs	-	-	62,1	40,9	36,4	36,4	36,4

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