

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 14 maj 2023

Alm Equity

Förändringsarbete med fokus på långsiktigt värdeskapande

Intensivt första kvartal 2023

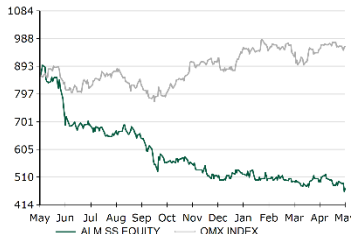
ALM rapporterade ett Q1'23 där fokus har legat på att anpassa bolaget efter rådande marknadssituation och stärka portföljbolagen både finansiellt och operationellt. Bolaget initierade en förändring av kapitalstruktur och finansieringsmodell i Svenska Nyttobostäder (SNB) där befintliga preferensaktier omvandlas till stamaktier. Vidare förändras villkor för kommande leveranser av bostäder där betalningen sker i form av stamaktier i stället för preferensaktier. Icke produktionsstartade byggrätter har överlåtits till SNB och ersättning sker genom nyemission. Under första kvartalet har bolaget skrivit ned det totala värdet på portföljbolagen med 9% till 6,7 mdkr sedan årsskiftet då värdet var 7,2 mdkr. På årsbasis motsvarar värdeminskningen cirka 47%. Justerat substansvärde uppgick till 508 kr per aktie (1 042) och 558 kr vid årsskiftet.

Värde flyttas från byggrättsportfölj till innehavsbolag

Under maj 2023 frånråde ALM Equity 13 byggråtsprojekt till SNB till ett värde av 1 270 mkr, som betalats med nyemitterade stamaktier i SNB. Dessutom har stamaktier för fastigheter i produktion emitterats till ett värde av 963 mkr som förskott och har pantsatts tills leveransen är klar. ALM:s byggråtsportfölj bestod av totalt 4 964 byggråtter vid utgången av Q1'23. Av dessa är det 1 271 enheter som är under produktion och ytterligare 2 254 enheter som ska levereras till SNB samt 1 050 enheter som ska levereras till Aros Bostad. Kvar återstår 385 byggråtter när samtliga frånråden är genomförda. Detta innebär även att värde flyttas från byggråtsportfölj till intressebolagen (Aros och SNB). Ledningen utesluter inte möjligheten att fortsätta förvärva byggråtter i linje med bolagets strategi när möjlighet att göra bra affärer till attraktiva värderingar visar sig.

Sänker motiverat värde till 490 – 540 kr

För närvarande värderas ALM-aktien med en rabatt om 7,5% mot rapporterat justerat substansvärde (NAV). På kort sikt, ser vi fortfarande en svag bostadsmarknad under 2023 och bedömer påbörjad återhämtning under 2024, vilket borde bidra till positiv NAV-tillväxt framöver. Givet fortsatta substansvärdeinsparningar i portföljen och turbulens på bostadsmarknaden, justerar vi ned vårt motiverade värde till 490 – 540 kr per aktie, vilket motsvarar en genomsnittlig P/NAV (2025e) på 0,82x.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	490 - 540 kr												
Totala intäkter	-33,8%	-39,1%	-97,7%	Totala intäkter	6 902	2 057	1 670	99	Aktiekurs	470 kr												
EBITDA, just.	-60,0%	-39,6%	-97,7%	Tillväxt	31%	-70%	-19%	-94%	Riskenivå	Medium												
EPS, just.	-106,3%	-71,0%	-132,1%	EBITDA, just.	-712	212	223	13	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-712	212	223	13														
Q2 - rapport	20 juli 2023			EPS, just.	-54,1	-1,5	4,2	-10,4														
Q3 - rapport	09 november 2023			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	540,8	534,7	530,3	509,3	<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	11m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	5 036			EBIT-marginal	Neg.	10,3%	13,4%	13,5%														
Nettoskuld	3 157			ROE, just.	Neg.	Neg.	0,8%	Neg.														
EV	8 193			ROCE, just.	Neg.	2,1%	2,3%	0,1%														
Free float	66%			EV/Sales	1,3x	4,0x	4,9x	82,7x														
Daglig handelsvolym, snitt	Ok			EV/EBITDA	-	38,7x	36,7x	612,3x														
Bloomberg Ticker	ALM SS EQUITY			EV/EBIT	-	38,7x	36,7x	612,3x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	111,8x	-														
Rodriguez Meshe				P/EK	1,0x	0,9x	0,9x	0,9x														
rodriguez.meshe@penser.se				FCF yield	-	0%	2%	-														
				Nettoskuld/EBITDA	-4,5x	15,4x	14,5x	258,8x														

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 Storstockholsregionen, Mälardalen och Uppsala. Med lång erfarenhet av att i tidigt skede förvärva mark och 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 utgången av första kvartalet 2023 uppgick till 971 mkr, vilket skapar goda möjligheter att kunna agera när marknaden så småningom börjar återhämta sig.

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 8,5% CAGR (2023-25e). Sammantaget justerar vi ned vårt motiverade värde till 490 – 540 kr per aktie, vilket motsvarar en genomsnittlig P/NAV (2025e) på 0,82x.

Kvartalet i detalj

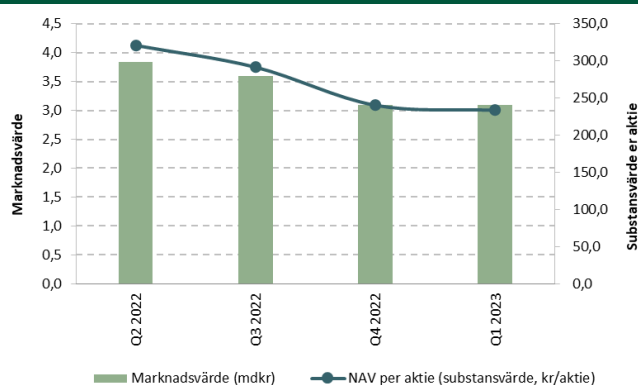
Nettoomsättningen enligt IFRS uppgick till 266 mkr (895) i Q1'23 och bruttomarginalen uppgick till 4,9% (15%). Rörelseresultatet uppgick till -12 mkr (105) och nettoresultatet för kvartalet uppgick till -84 mkr (274), dock är det viktigt att notera att perioderna inte är jämförbara på grund av stora engångsposter och förändrad struktur i bolaget.

KLÖVERN

Klövern utvecklar, äger och förvaltar hyresbostäder på 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%.

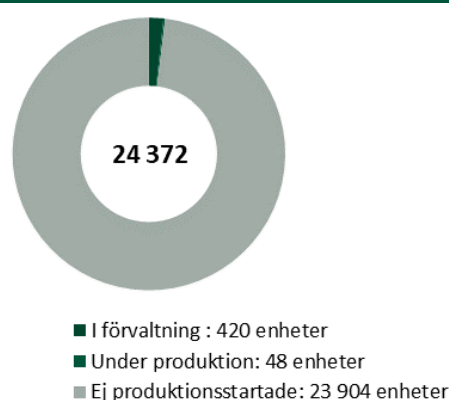
- Klövern har tecknat en avsiktsförklaring som avser att avyttra 4 fastigheter för cirka 500 mkr för att säkra finansiering av kommande åtagande.
- I april 2023 har ägarna tecknat en avsiktsförklaring med en internationell investerare avseende förvärv av 25% av aktierna i bolaget till ett värde om 1 350 mkr samt investerat upp till 3 000 mkr vid kommande byggnationer. Affären förväntas vara klar under andra kvartalet 2023.

Diagram 1: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 2: Enheter i fastighetsportföljen



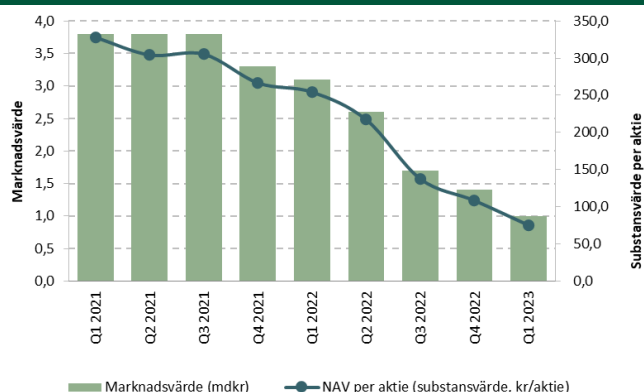
Källa: EPB, Bolaget

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%.

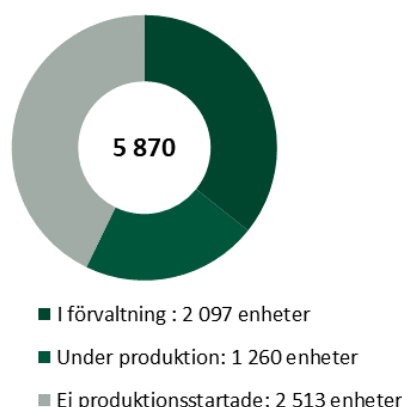
- Vid en extra bolagsstämma beslutades om förändrade villkor för avtalade leveranser av bostäder från ALM till SNB. 13 projekt såldes som byggrätter i stället för som färdiga fastigheter enligt den ursprungliga förvärvsmodellen mellan ALM och SNB. Betalning skedde i form av nyemitterade stamaktier värda cirka 1 270 mkr och stamaktier till ett värde om cirka 963 mkr emitterades som förskottsbetalning för fastigheter under produktion som ska levereras enligt den ursprungliga modellen. Däremot sker betalning med stamaktier i stället för preferensaktier. Efter den riktade emissionen och utbytesförfarandet kommer ALM Equitys ägarandel i SNB minska till cirka 39%.
- SNB justerade ned fastighetsvärden med 158 mkr i kvartalet till följd av ökade avkastningskrav.

Diagram 3: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 4: Enheter i fastighetsportföljen



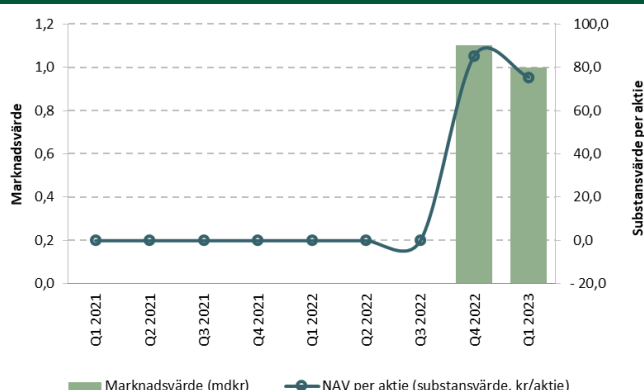
Källa: EPB, Bolaget

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 21%. Efter konvertering av konvertibler uppgår ägarandelen till 28% och efter fullständigt frånträde uppgår ALM Equitys andel till 33%.

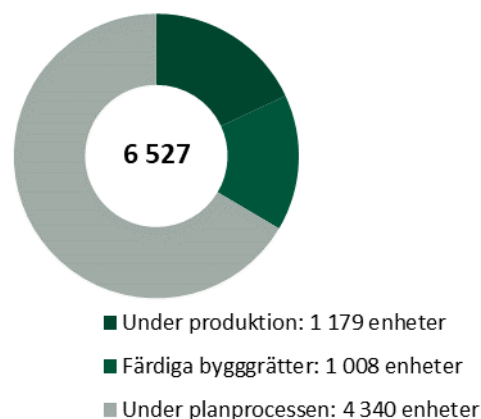
- ALM Equity har under kvartalet avyttrat 400 000 stamaktier och 690 000 preferensaktier i Aros Bostad.
- I maj beslutade ALM Equity på en extra bolagsstämma att dela ut stamaktier i Aros Bostad till egna stamaktieägare.

Diagram 5: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 6: Byggrättsportföljen



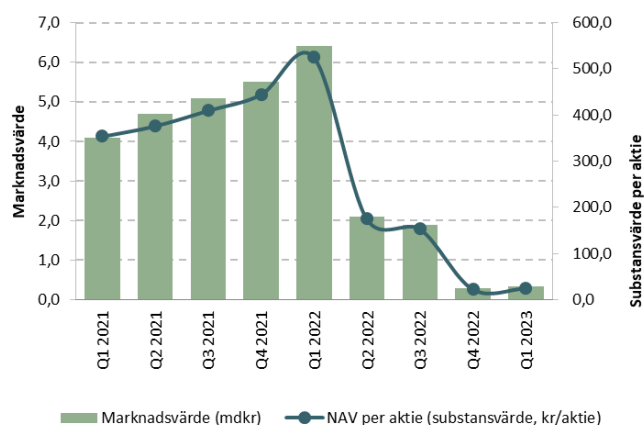
Källa: EPB, Bolaget

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.

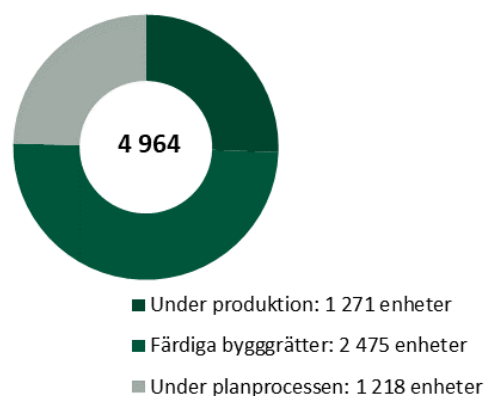
- Förändring i kvarvarande leveranser till SNB innebär att betalning sker i stamaktier i stället för preferensaktier samt att de 9 projekt som inte byggstartats säljs som byggrätter. Projekt under produktion färdigställs enligt det ursprungliga upplägget med undantag att betalningen sker i stamaktier i stället för preferensaktier. Ytterligare tre projekt säljs till SNB till marknadspris.

Diagram 7: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 8: Byggrättsportföljen



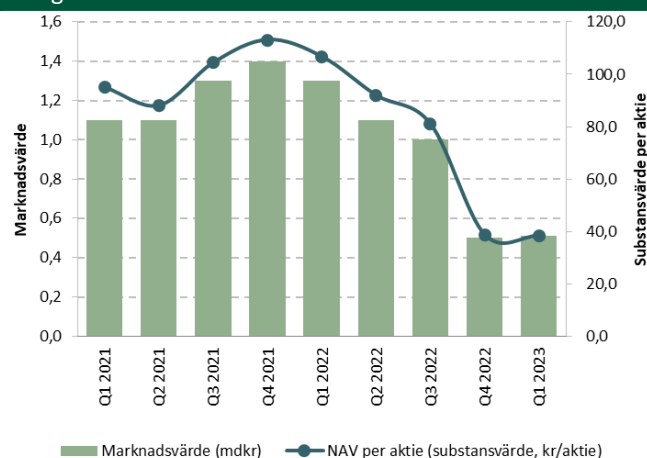
Källa: EPB, Bolaget

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

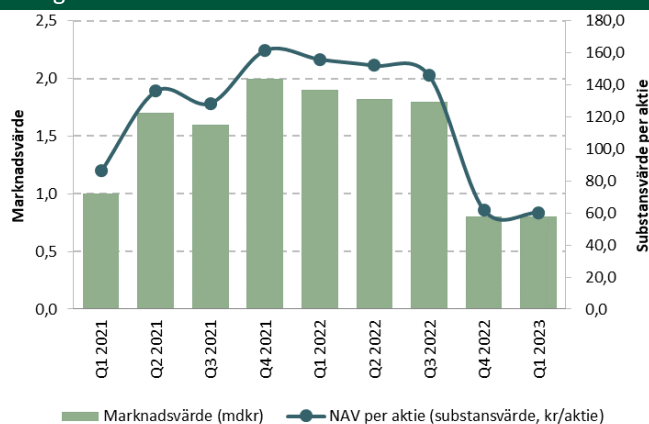
Tabell 1: Nyckeltal

Nyckeltal	Q1 2023	Q1 2022
Orderingång, mkr	416	0
Orderstock, mkr	499	1 120
Antal byggstartade enheter	0	21
Antal färdigställda enheter	132	451

Källa: EPB, Bolaget

ÖVRIGA TILLGÅNGAR

Diagram 10: Marknadsvärde och NAV



Källa: EPB, Bolaget

Tabell 2: Your Block Antal användare

	Q1 2023
Antal användare av app	14 150
Antal användare i fastigheter med digitala lås	1 800
Antal dörrar med digitala lås	575
Antal fastigheter med digitala lås	10

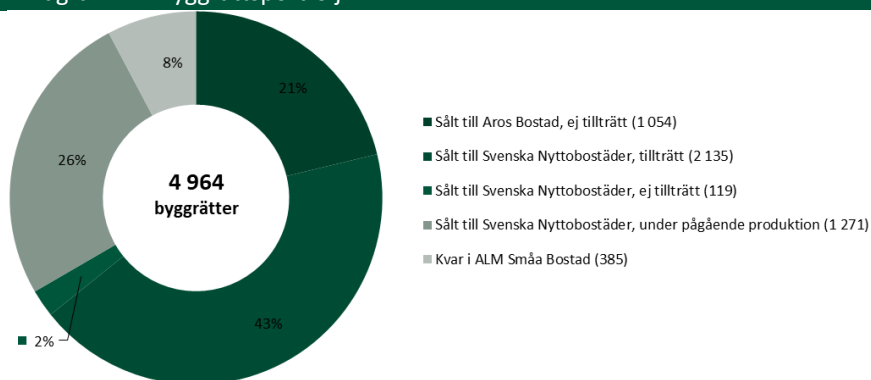
Källa: EPB, Bolaget

Byggrättsportfölj och prognoser

Våra prognoser för den operationella verksamheten har baserats på förädlingen av bolagets byggrättsportfölj och leveranser till SNB samt andra färdigställanden. Sedan 2021 har byggrättsportföljen minskat i takt med att bolagets verksamhet förändras. Byggrätter har använts som betalmedel för att genomföra strukturaffärer, bland annat bildandet av Klövern och ägande i Aros Bostad. Detta har medfört att värde förflyttas från byggrättsportföljen till intressebolagen, i linje med bolagets strategi.

Vid utgången av första kvartalet 2023 innehöll ALM Equitys byggrättsportfölj totalt 4 964 byggrätter, varav 1 271 är i pågående produktion och ytterligare 2 254 färdiga byggrätter såldes till Svenska Nyttobostäder. 1 054 byggrätter är sålda till Aros Bostad, men är ej frånträda. Efter frånträde av samtliga sålda byggrätter kvarstår 385 byggrätter i ALM:s regi.

Diagram 11: Byggrättsportfölj



Källa: Bolaget

Våra prognoser för 2023–25 baseras på byggrättsportföljen vid utgången av första kvartalet och tar hänsyn till kommande frånträden. Vi räknar inte med några framtida förvärv av byggrätter, men ledningen utesluter inte möjligheten att fortsätta förvärva byggrätter om möjlighet att göra bra affärer till attraktiva värderingar visar sig, byggrätter som sedan kan användas som betalningsmedel i samband med eventuella affärer.

Tabell 3: Estimatiförändringar

Mkr	Tidigare prognoser			Nya prognoser			Avvikelse		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
Omsättning	3 106	2 741	4 387	2 057	1 670	99	-33,8%	-39,1%	-97,7%
Produktions- och driftkostnader	-2 405	-2 248	-3 597	-1 722	-1 369	-81	-28,4%	-39,1%	-97,7%
Bruttoresultat	701	493	790	335	301	18	-52,1%	-39,1%	-97,7%
Försäljning- och administrationskostnader	-171	-123	-197	-123	-77	-4	-28,3%	-37,5%	-97,7%
Övriga poster	0	0	0	-1	0	0	-	-	-
Rörelseresultat	530	370	592	212	223	13	-60,0%	-39,6%	-97,7%
Finansnetto	-205	-174	-155	-200	-167	-154	-2,8%	-4,4%	-0,8%
Resultat efter finansiella poster	325	196	437	12	57	-140	-96,2%	-71,0%	-132,1%
Orealiserade värdeförändringar	0	0	0	-8	0	0	-	-	-
Resultat före skatt	325	196	437	4	57	-140	-98,6%	-71,0%	-132,1%
Betald skatt	-67	-40	-90	-21	-12	29	-69,2%	-71,0%	-132,1%
Nettoresultat Rapporterat	258	155	347	-16	45	-111	-106,3%	-71,0%	-132,1%

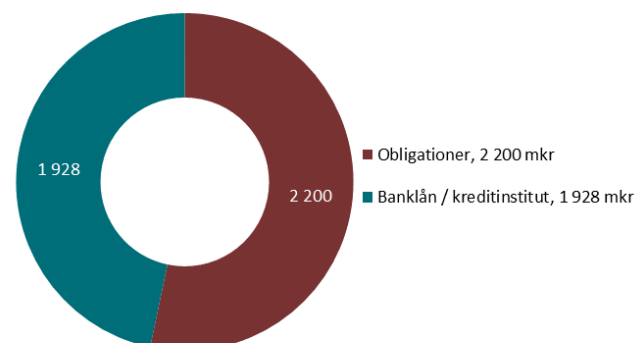
Källa:

Finansiell ställning

ALM Equitys tillgångar vid utgången av Q1'23 uppgick till 11 474 mkr, där andelar i intressebolag uppgick 6 209 mkr, motsvarande cirka 54% av totala tillgångar. De stora posterna hänförs till Svenska Nyttobostäder om 1 719 mkr, Klöver om 3 670 mkr och Aros Bostad om 754 mkr inkluderat det verkliga värdet för konvertiblerna som uppgår till 215 Mkr. Totala räntebärande skulder från kreditinstitut uppgick till 4 128 mkr. Bolagets kassa uppgick till 971 mkr och det egna kapitalet uppgick till 5 667 mkr med en soliditet 49%.

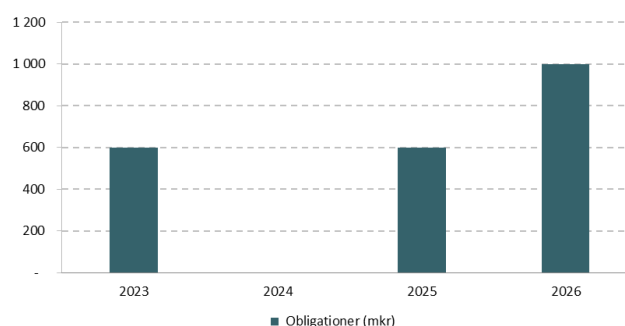
För närvarande har ALM tre utestående obligationer om totalt 2 200 mkr, varav 600 mkr i obligationslån som förfaller under 2023, 600 mkr som faller under 2025 och 1 000 mkr som för faller under 2026. Bolaget har meddelat att de arbetar med att hitta alternativ för refinansiering av obligationen som förfaller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

Diagram 12: Räntebärande skulder



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 13: Obligationsförfall



Källa: EPB, Bolaget

Värdering

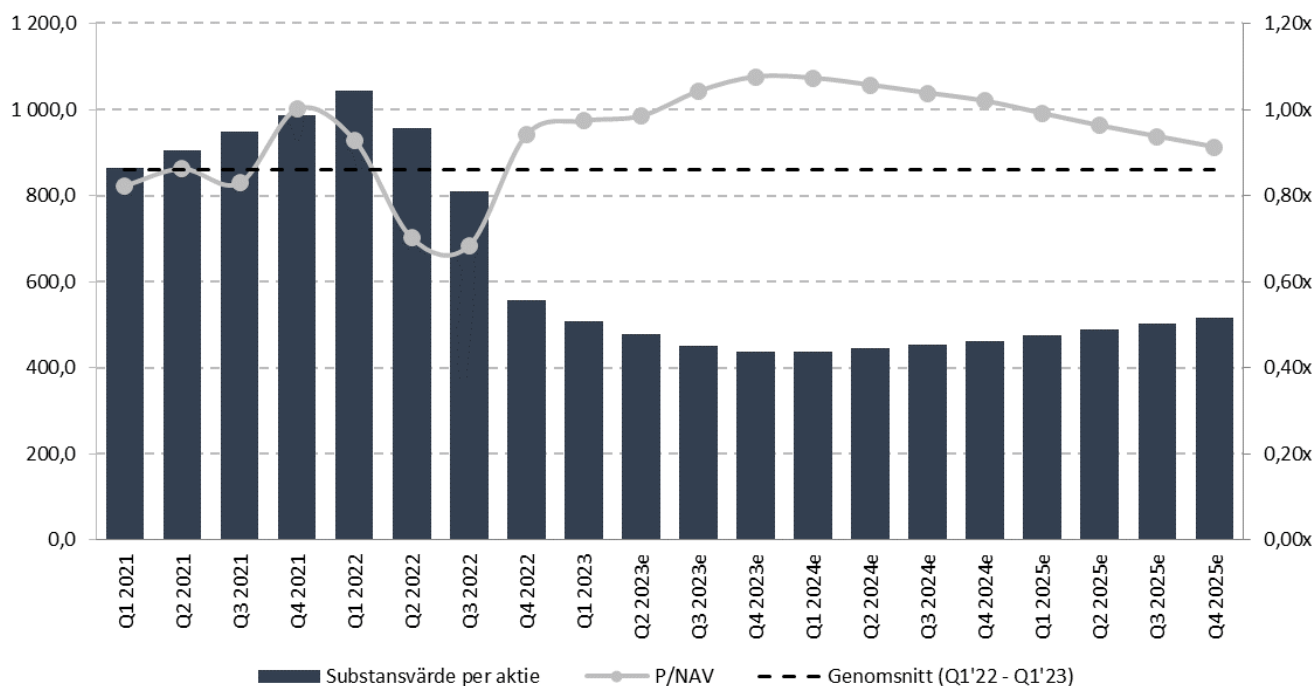
I vår värderingsansats har vi utgått ifrån det justerade substansvärdet per aktie som baseras på marknadsvärdering av samtliga innehav som genomförs av en fristående part. Innehaven värderas enligt kapitalandelsmetoden och ALM Equitys ägarandel redovisas till anskaffningsvärdet justerat för utvecklingen i bolagens nettovärde.

För närvarande värderas ALM-aktien med en rabatt om 7,5% mot rapporterat justerat substansvärde (NAV), att likställa med en genomsnittlig rabatt de senaste nio kvartalen sedan bolaget började rapportera NAV, på drygt 13%.

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.

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 positiv NAV-tillväxt under prognosperioden. Givet fortsatta substansvärdeminskningar i portföljen justerar vi ned vårt motiverade värde till 490 – 540 kr per aktie, vilket motsvarar en genomsnittlig P/NAV (2025e) på 0,82x.

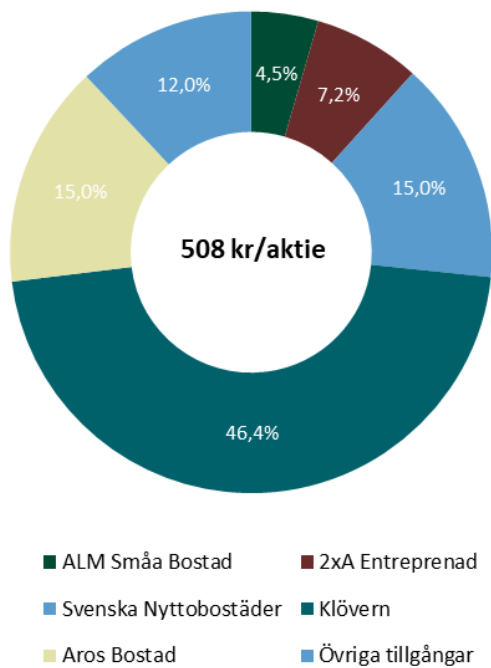
Diagram 14: NAV per aktie och P/NAV



Källa:

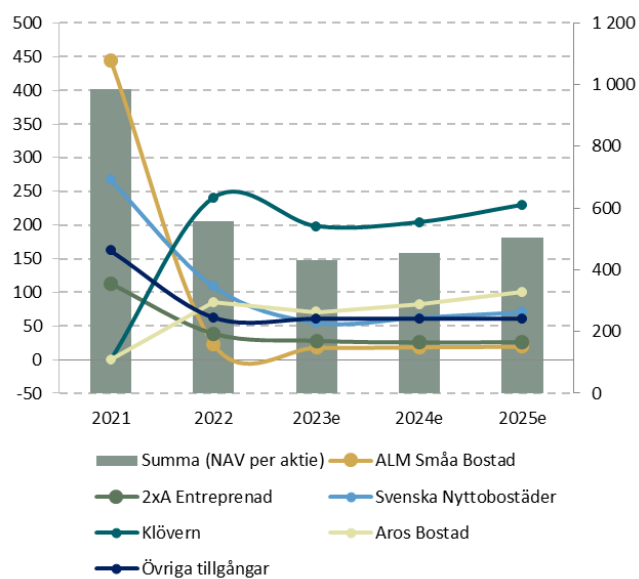
Diagram

Diagram 15: Fördelning av NAV per bolag



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 16: NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Resultaträkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	2 314	1 681	1 759	5 257	6 902	2 057	1 670	99
Totala intäkter	2 314	1 681	1 759	5 257	6 902	2 057	1 670	99
Kostnad sålda varor	-2 062	-1 394	-1 438	-1 934	-5 175	-1 722	-1 369	-81
Bruttoresultat	252	287	321	3 323	1 727	335	301	18
Försäljningskostnader	-145	-143	-118	-168	-121	-123	-77	-4
Övriga rörelsekostnader	-1	-5	28	160	-2 318	-1	0	0
EBITDA	106	139	231	3 315	-712	212	223	13
EBITDA, justerad	106	139	231	3 315	-712	212	223	13
EBITA, justerad	106	139	231	3 315	-712	212	223	13
EBIT	106	139	231	3 315	-712	212	223	13
EBIT, justerad	106	139	231	3 315	-712	212	223	13
Finansnetto	-90	293	2	142	53	-208	-167	-154
Resultat före skatt	16	432	233	3 457	-659	4	57	-140
Resultat före skatt, justerad	16	432	233	3 457	-659	4	57	-140
Total skatt	-11	2	-4	-34	83	-21	-12	29
Nettoresultat	5	434	229	3 423	-576	-16	45	-111
Nettoresultat, justerad	5	434	229	3 423	-576	-16	45	-111
Intäktstillväxt	-	-27%	5%	>100%	31%	-70%	-19%	-94%
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	63,2%	25,0%	16,3%	18,0%	18,0%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	10,3%	13,4%	13,5%
EPS, justerad	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-1,51	4,20	-10,4
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-48%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Alm Equity, EPB

Kassaflödesanalys								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	106	139	231	3 315	-712	212	223	13
Övriga kassaflödesposter	-76	-154	-109	-3 530	427	-219	-180	-154
Förändringar i rörelsekapital	-110	727	-180	1 047	-103	-52	79	8
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-80	712	-58	832	-388	-59	123	-132
Investeringar i anläggningstillgångar	-451	-1 788	-703	-2 587	-287	65	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	65	297	0	368	-354	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-386	-1 491	-703	-2 219	-641	65	0	0
Fritt kassaflöde	-466	-779	-761	-1 387	-1 029	6	123	-132
Nyemission / återköp	-24	1 036	835	617	57	25	0	0
Förändring av skulder	329	120	29	2 104	207	257	-741	-158
Utdelningar	-58	-68	-80	-102	-116	-92	-92	-92
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	247	1 088	784	2 619	148	189	-833	-250
Kassaflöde	-219	309	23	1 232	-881	504	-711	-383
Nettoskuld	3 589	3 527	4 076	3 040	3 207	3 268	3 238	3 463

Källa: Alm Equity, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
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
Andelar i intresseföretag	19	10	1	3 328	6 295	6 352	6 352	6 352
Övriga anläggningstillgångar	10	239	256	145	99	113	114	122
Summa anläggningstillgångar	1 241	3 359	5 509	4 322	6 486	6 557	6 558	6 566
Övriga omsättningstillgångar	5 341	4 444	3 234	6 856	3 959	3 891	3 810	3 802
Likvida medel och kortfristiga placeringar	390	699	722	1 954	1 073	1 268	558	175
Summa omsättningstillgångar	5 731	5 143	3 956	8 810	5 032	5 159	4 368	3 977
SUMMA TILLGÅNGAR	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	11 716	10 926	10 543
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	5 730	5 682	5 457
Summa eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	5 730	5 682	5 457
Långfristiga räntebärande skulder	1 076	1 864	2 920	2 639	2 027	2 027	2 027	2 027
Övriga långfristiga skulder	214	389	362	371	699	699	699	699
Summa långfristiga skulder	1 290	2 253	3 282	3 010	2 726	2 726	2 726	2 726
Kortfristiga räntebärande skulder	2 903	2 362	1 878	2 355	2 253	2 510	1 769	1 611
Övriga kortfristiga skulder	641	577	515	613	783	751	749	749
Summa kortfristiga skulder	3 544	2 939	2 393	2 968	3 036	3 260	2 517	2 359
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	11 716	10 926	10 543

Källa: Alm Equity, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-27%	5%	>100%	31%	-70%	-19%	-94%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	5%	-94%
EBIT-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	5%	-94%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-48%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	63,2%	25,0%	16,3%	18,0%	18,0%
EBITDA-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	10,3%	13,4%	13,5%
EBITDA-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	10,3%	13,4%	13,5%
EBIT-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	10,3%	13,4%	13,5%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	10,3%	13,4%	13,5%
Vinst-marginal, justerad	0,2%	25,8%	13,0%	65,1%	Neg.	Neg.	2,7%	Neg.

Källa: Alm Equity, EPB

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	16%	6%	63%	Neg.	Neg.	1%	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	2%	3%	32%	Neg.	2%	2%	0%
ROIC, justerad	Neg.	2%	3%	37%	Neg.	2%	2%	0%

Källa: Alm Equity, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	40%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	46%	>100%	>100%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,2x	0,2x	0,4x	0,7x	0,2x	0,2x	0,0x

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	3 268	3 238	3 463
Soliditet	31%	39%	40%	54%	50%	49%	52%	52%
Nettoskultsättningsgrad	1,7x	1,1x	1,1x	0,4x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Nettoskuld / EBITDA	33,9x	25,4x	17,6x	0,9x	-4,5x	15,4x	14,5x	258,8x

Källa: Alm Equity, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-1,51	4,20	-10,4
EPS, justerad	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-1,51	4,20	-10,4
FCF per aktie	-45,9	-76,7	-74,1	-130	-96,7	0,55	11,5	-12,4
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	211	326	369	668	541	535	530	509
Antal aktier vid årets slut, m	10,2	10,2	10,3	10,7	10,6	10,7	10,7	10,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,2	10,2	10,3	10,7	10,6	10,7	10,7	10,7

Källa: Alm Equity, EPB

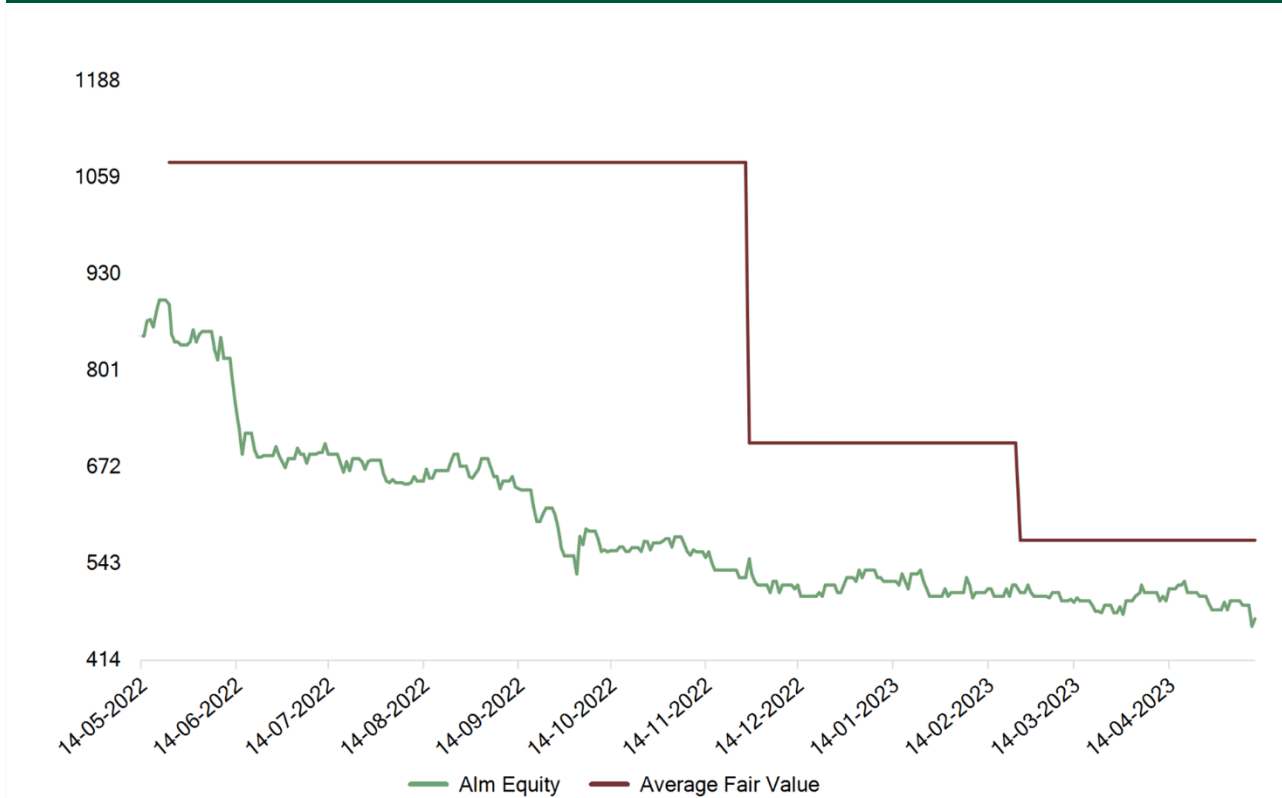
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	355,4x	7,3x	31,4x	3,1x	Neg.	Neg.	111,8x	Neg.
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.	847,5x	41,0x	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%	2%	Neg.
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	2,6x	1,3x	4,0x	4,9x	82,7x
EV/EBITDA, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	38,7x	36,7x	612,3x
EV/EBIT, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	38,7x	36,7x	612,3x
EV	5 366	6 675	11 222	13 521	8 795	8 193	8 193	8 193
Aktiekurs	175	310	700	986	525	470	470	470

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