



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 22 maj 2023

Arlandastad Group

Stabil ställning och ökade intäkter trots utmanande omvärldsläge

Högre intäkter drivet av operativa verksamheter

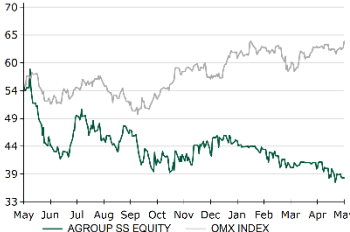
Totala intäkter under Q1'23 uppgick till 100,7 mkr (46,7 i Q1'22), varav hyresintäkter stod för cirka 37,5 mkr (23,7). Intäkter från den operativa verksamheten uppgick till cirka 62,5 mkr (23), och motsvarar en årlig tillväxt om mer än 170%. Hyresintäkternas ökning är huvudsakligen drivet av indexering, ökad omsättningshyra och verksamhet från Skavsta. Bruttoresultat uppgick till 14,5 mkr (15,5), motsvarande en bruttomarginal om 14,4% (33). Bruttoresultatet påverkades av avskrivningar på rörelsefastigheter om 8,5 mkr (4,5). Ökade totala kostnader, påverkade resultatet negativt som uppgick till - 71,3 mkr (-12). Substansvärdet uppgick till 87 kr (80), motsvarande en minskning med cirka 2,3% från årsskiftet. Intäkter från operativa bolag stod för 62% av totala intäkter. Vi bedömer att de operativa verksamheterna kommer att fortsätta bidra positivt i takt med ökad verksamhet på Skavsta flygplats och evenemangsverksamhet.

Höjer kostnadsestimaten för 2023–25

Vår bedömning är att verksamheten inom både fastighetsförvaltning och de operativa bolag går åt rätt håll, vilket syns i ökade intäkter från både fastighetsverksamheten och de operativa bolagen. Vi gör marginella förändringar i våra intäktsestimat för 2023–24 och höjer estimaten för 2025. Vi höjer våra kostnadsestimat för de operativa bolagen och räntekostnaderna under prognosperioden, vilket resulterar i ett minskat förvaltningsresultat (resultat före värdeförändringar). Vi bedömer att kostnadsbilden bör förbättras framöver, dels på grund av minskade vakanser i takt med att förädlingsarbetet slutförs och administrationskostnader normaliseras, dels att räntemarknaden stabiliseras.

Justerar ned motiverat värde med drygt 8%

Arlandastad Group-aktien värderas för närvarande till P/EPRA NAV 0,44x, motsvarande en rabatt om 56% mot substansvärde, att jämföra med en rabatt på omkring 40% för sektorn. Vi bedömer att rådande osäkerheter redan reflekteras i aktiekursen. På längre sikt, anser vi att Arlandastad Group står väl rustat då bolaget har en relativ låg belåning och en hållbar affärsmodell. Givet fortsatt osäkerhet på fastighetsmarknaden och turbulent finansieringsmarknad samt förändringar i våra prognoser, justerar vi ned vårt motiverade värde till 68–72 kr (74–78).

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	68 - 72 kr												
Hyresintäkter	1,2%	0,6%	8,8%	Hyresintäkter	123	138	191	210	Aktiekurs	38,0 kr												
PFFPM	-247,1%	-37,0%	-33,1%	Hyrestillväxt	39%	12%	38%	10%	Riskenivå	Medium												
EPRA NAV	-2,0%	-5,2%	4,1%	Driftnetto	64	86	128	138	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				Överskottsgrad	53%	62%	67%	66%														
Q2 - rapport		18 juli 2023		PFFPM	270	-10	30	35														
Q3 - rapport		15 november 2023		PFFPM, tillväxt	56%	33%	50%	7%														
Bolagsfakta (mkr)				EPRA NAV	88,0	87,8	91,7	106,3	<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		63m		EPRA NAV, tillväxt	10%	0%	4%	16%														
Börsvärde		2 404		CEPS	4,2	-0,2	0,4	0,4														
Nettoskuld		1 377		CEPS, tillväxt	>100%	-104%	>100%	14%														
EV		3 781		P/PFFPM per aktie	10,8x	-235,5x	79,3x	69,7x														
Free float		40%		P/CEPS	10,9x	-235,5x	99,9x	87,8x														
Daglig handelsvolym, snitt		3k		P/EPRA NAV	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x														
Bloomberg Ticker	AGROUP SS EQUITY			Implicit yield	2,1%	3,2%	4,5%	4,6%														
Analytiker				ROE	11,0%	Neg.	5,1%	17,2%														
Rodriguez Meshe				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
rodriguez.meshe@penser.se				Belåningsgrad	25,4%	26,9%	27,1%	24,6%														
				Räntetäckningsgrad	-0,3x	0,9x	1,3x	1,4x														
				Snittränta	3,2%	4,7%	4,5%	4,4%														

Investment case

Arlandastad Group är ett fastighetsutvecklingsbolag som bedriver aktiv fastighetsutveckling i närområden till Arlanda och Stockholm Skavsta Flygplats. Bolaget har genomfört förvärv av råmark till låga priser, vilket vidare möjliggör en hög avkastning på investerat kapital när beståndet utvecklats. Arlandastad Group skiljer sig från traditionella fastighetsbolag då bolaget kan äga och driva operativa verksamheter i det egna fastighetsbeståndet där de tillför värde för fastighetsverksamhet. Detta skapar och synliggör synergier mellan de olika verksamheterna såsom evenemang, samt hotell och restauranger, men också över affärsområdena.

Bolagsprofil

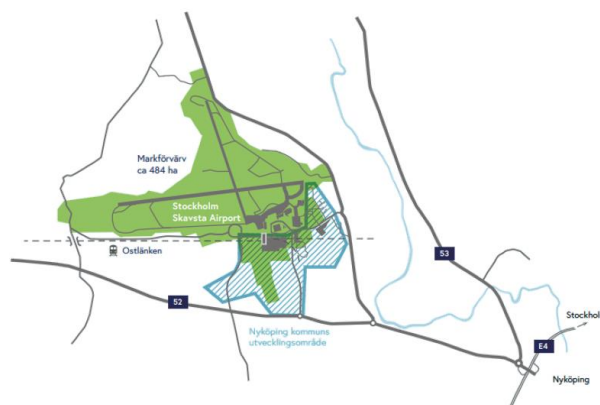
Arlandastad Group grundades 2005, och har ett långsiktigt investeringsperspektiv med fokus på att identifiera strategiska markområden och utveckla fastigheter till dess fulla potential. Bolaget äger och förfogar över närmare 8 miljoner kvm mark och bedriver två av Sveriges största fastighetsutvecklingsprojekt under benämning Explore Arlandastad och Explore Skavsta. Explore Arlandastad omfattar närmare 290 hektar. Av dessa är 200 hektar direktägt, 40 hektar är långtidsarrenderat och 50 hektar kommer tillträdas vid vunnen detaljplan. I andra kvartalet 2022, förvärvade bolaget 90,1% av aktierna i Stockholm Skavsta Flygplats AB tillsammans med Nyköpings kommun som äger resterande. Detta förvärv innefattar 4,84 miljoner kvm mark. Vi bedömer att stora infrastrukturinvesteringar kommer att ske i dessa områden då Arlanda behöver växa i takt med att Stockholm expanderar både norrut och söderut.

Figur 1: Explore Arlandastad



Källa: Bolaget

Figur 2: Explore Skavsta



Källa: Bolaget

Arlandastad Group skiljer sig från många traditionella fastighetsbolag och utvecklare då de bedriver verksamhet i sina fastigheter. De tre främsta verksamheterna idag är DRIVELAB-konceptet som främst innefattar test- och utbildningsverksamhet, men delvis även event. Den andra verksamheten är Scandinavian XPO som utgör en större internationell mötesplats och den tredje verksamheten Stockholm Skavsta Airport som bedriver driften av Skavsta flygplats. Genom att både äga fastigheten och bedriva verksamhet kan bolaget ta en större "share of wallet" av slutkunder för till exempel mässor och andra evenemang.

Arlandastad Group har förvärvat stora delar råmark till ett lågt ingångsvärde. Genom att förvärva råmark kan bolaget fokusera på den del av fastighetsutveckling som ger högst värdeökning; detaljplanarbete. Arlandastad Group samarbetar med samtliga intressenter (kommuner, myndigheter och övriga bolag verksamma i området) i detaljplanarbetet, vilket ökar chansen att få igenom detaljplanprojekt. De låga ingångsvärdena möjliggör också en hög flexibilitet i projekt och möjlighet att generera hög avkastning. Historiskt har projektvinsten på genomförda projekt uppgått till cirka 30%. Sammanfattningsvis ser vi att det finns mycket dolda värden på Arlandastad Groups balansräkning, vilket bör återspeglas i aktiekursen.

Värdering

I vår värderingsansats har vi utgått från en "sum-of-the-parts"-värdering ("SOTP"), som bygger på en separat värdering av fastighetsförädlingsportföljen samt förvaltningsfastigheter. Förädlingsportföljen och förvaltningsportföljen motiverar ett värde om ca 66,5 kr respektive 5 kr per aktie, vilket summerar till ett motiverat värde om 68–72 kr per aktie.

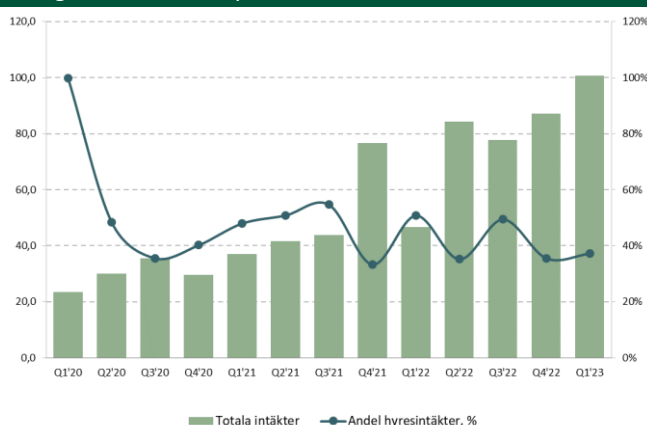
Kvartalet i detalj

Fastighetsförvaltning

Under kvartalet uppgick hyresintäkterna till 42,4 mkr (27,8), motsvarande en tillväxt y/y om 53% drivet av indexering och ökad omsättningshyra samt verksamheten i Skavsta. Driftnettot uppgick till 22,3 mkr, motsvarande en överskottsgrad på 53% (63). Samtidigt som intäkterna har stigit, fortsätter även kostnaderna att stiga. Fastighetskostnaderna uppgick till 11,6 mkr (10,4), administrationskostnaderna uppgick till 8,9 (2,8) drivet av kostnader kopplat till uppbyggnad av organisation samt omkostnader i Skavsta. Stigande marknadsräntor har bidragit till ökade finansiella kostnader som uppgick till -24,3 mkr (-8,8) och avser huvudsakligen räntekostnader för lånefinansiering. Ökningen beror på en högre räntebärande skuld och en högre ränta. Snitträntan uppgick i första kvartalet till 5,2% jämfört med 2,7% föregående period och 4,5% vid utgången av Q4'22.

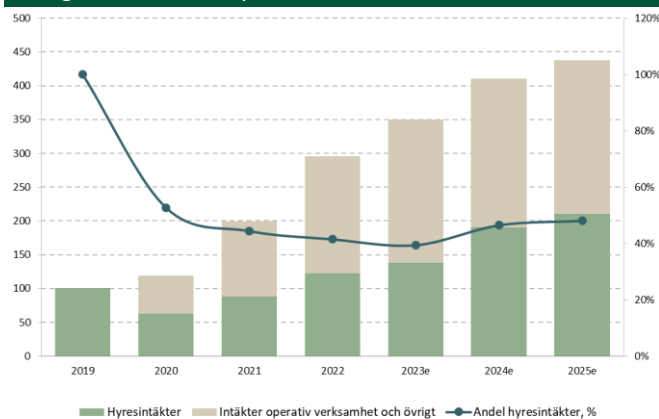
Marknadsvärdet på förvaltningsfastighetsportföljen uppgick till 2 333 mkr, motsvarande ett genomsnittligt avkastningskrav på 6,62% (5,92%).

Diagram 1: Intäkter på kvartalsbasis



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 2: Intäkter på årsbasis



Källa: EPB, Bolaget

Fastighetsförädling

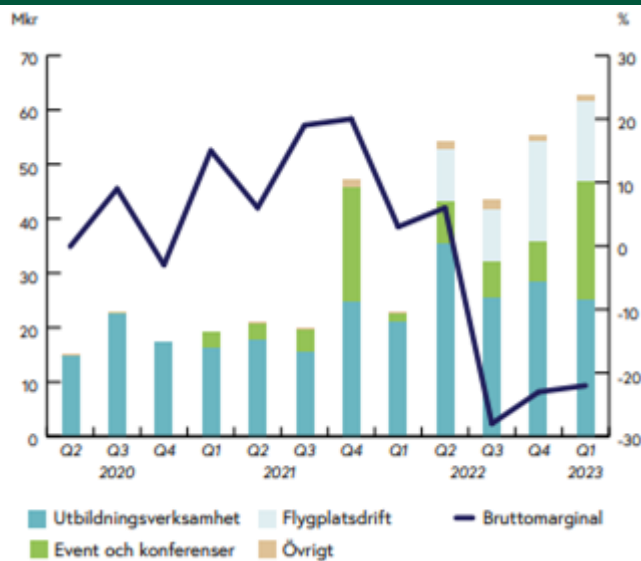
Verksamhetsområdet hanterar strategidelen, eller konceptutvecklingen, samt exploateringen av den befintliga markportföljen som bolaget förfogar över. Affärsmodellen bygger på att kontrollera hela värdekedjan från förvärv av mark och planprocesser till byggandet och sedermera förvaltning av fastigheterna.

Vid utgången av Q1'23 har bolaget utnyttjat mindre än 10% av de potentiella byggrätterna om cirka 1,3–1,4 miljoner kvm BTA inom Explore Arlandastad. Värdet på byggrätter och förädlingsfastigheterna i Arlandastad Group är i linje med föregående år och uppgår till 3 612 mkr (3 615). Byggrätterna i Explore Arlandastad värderas till 3 426 kr/kvm BTA, främst drivet av de affärer som bolaget har genomfört. Byggrätterna i Explore Skavsta värderas till ett genomsnittsvärde om 302 kr/kvm BTA.

Operativa verksamheter

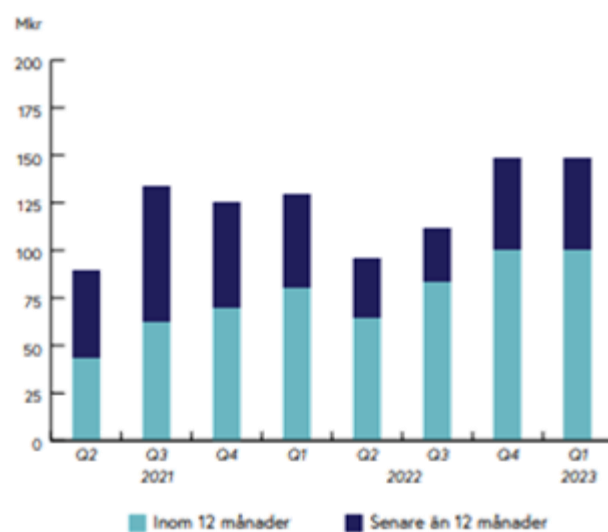
Verksamhetsområdet utgörs av tre dotterbolag, Training Partners och Scandinavian XPO samt Stockholm Skavsta Airport. Totala intäkter under Q1'23 uppgick till 62,5 mkr (23), drivet av ökade intäkter från evenemangsverksamheten, som ökade med 20 mkr, samt bidrag från utbildningsverksamhet om 4,2 mkr och flygplatsdriften om 14,8 mkr. Den totala orderstocken, förbokade evenemang och utbildningar med mera, uppgick till 129,0 mkr (128,4), varav 71,7 mkr bedöms redovisas under kommande 12 månader.

Diagram 3: Intäkter och bruttomarginal



Källa: Bolaget

Diagram 4: Orderstock



Källa: Bolaget

Estimatförändringar

Vi gör marginella förändringar i våra intäktsestimat för 2023–24 och höjer intäktsestimaten för 2025 med 9% för att reflektera projekt som färdigställs under samma period. Våra sänkta estimat för förvaltningsresultat reflekterar ökade totala kostnader, både fastighetskostnader och administrationskostnader samt finansiella kostnader.

Diagram 5: Estimatförändringar

	2022	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	122,8	137,9	190,7	210,4
Förändring	0,0%	1,2%	0,6%	8,8%
Intäkter från operativa bolag	170,2	212,1	219,6	227,4
Förändring	0,0%	21,2%	15,6%	10,9%
Totala intäkter	295,9	350,1	410,3	437,7
Förändring	0,0%	12,4%	8,1%	9,9%
Förvaltningsresultat	269,5	-10,3	30,4	34,6
Förändring	0,0%	-247,1%	-37,0%	-33,1%
EPRA NAV per aktie	89,0	87,8	91,7	106,3
Förändring	1,1%	-2,0%	-5,2%	4,1%

Källa: EPB

Värdering

I vår värderingsansats har vi utgått från en "sum of the part"-värdering (SOTP), som bygger på en separat värdering av fastighetsförädling samt förvaltningsfastigheter. I vår värdering har vi exkluderat de operativa verksamheterna givet att dessa värden blir relativt sett låga, men framför allt då vi ser Arlandastad Group som ett renodlat fastighetsbolag på lång sikt.

Fastighetsförädling

I vår värdering av affärsområdet fastighetsförädling (byggrättsportfölj) har vi utgått från det bokförda värdet på byggrätter per kvm. Därefter har vi gjort justeringar baserat på hur byggkostnaderna har utvecklats under de senaste tolv månaderna. Vi bedömer att flera faktorer bör tas i beaktning vid värderingen av byggrättsportföljen, såsom det bokförda värdet av byggrättsportföljen, senaste byggrättstransaktioner etc.

Tabell 1: Värdering

	Explore Arlandastad	Explore Skavsta	Totalt
Planerade byggrätter (kvm)	1 544 604	1 057 000	2 601 604
Värde/kvm	3 426	302	2 157
Totalt värde (mkr)	5 292	319	5 611
Antal aktier	63,3	63,3	63,3
Värde/aktie	84	5	89
Rabatt	25%	25%	25%
Värde/aktie	63	4	67

Källa: EPB

Tabell 2: Känslighetsanalys

Explore Arlandastad			Explore Skavsta		
Värde/kvm	Värde/aktie	Delta (%)	Värde/kvm	Värde/aktie	Delta (%)
426	10,4	-88%	152	2,5	-50%
1 426	34,8	-58%	202	3,4	-33%
2 426	59,2	-29%	252	4,2	-17%
3 426	83,7	0%	302	5,0	0%
4 426	108,1	29%	352	5,9	17%
5 426	132,5	58%	402	6,7	33%
6 426	156,9	88%	452	7,6	50%

Källa: EPB

Givet ovanstående beräkning är vår bedömning att värdet av bolagets byggrättsportfölj i skrivande stund uppgår till 66,5 kr/aktie. I värderingen av bolagets byggrättsportfölj har vi valt att sätta en rabatt om 25%. Anledningen till rabatten är enligt vår bedömning motiverad av flera faktorer: (i) den fortsatt höga osäkerheten kring prisutvecklingen av byggkostnader, (ii) turbulensen på finansieringsmarknaden samt (iii) fortsatt osäkerhet på transaktionsmarknaden. Vi utesluter inte möjligheten att minska eller ta bort rabatten, alternativt sätta en premie i takt med att marknaden återhämtar sig.

Fastighetsförvaltning

Givet att bolaget, med sina expansionsplaner, med tiden kommer att bredda och utöka sitt förvaltningsbestånd, har vi valt att värdera även denna del separat. Vi har i vår värderingsansats utgått från vad bolaget förväntas generera för förvaltningsresultat (minus skatt) år 2025, satt en multipel om 10x och därefter diskonterat det med en WACC om 10%. En multipel om 10x motiveras av jämförbara bolags värderingar och med hänsyn till storleksrabatt.

Arlandastad Group är unik i sin karaktär som fastighetsbolag, då bolaget fokuserar på värdeskapande i alla led av fastighetsutvecklingsprojekt från markförvärv till förvaltning av byggnaden. Detta gör det svårt att hitta jämförbara bolag. Däremot anser vi att Atrium Ljungberg är det bolag på börsen som är mest likt Arlandastad Group, givet dess fokus på Sicklaområdet. Vårt motiverade värde för förvaltningsverksamheten uppgår till cirka 5 kr per aktie

Tabell 3: Värdering

FFO (2025)	38,5
Multipel	10x
Värde	385
Aktier (m)	63,3
Värde per aktie	6,1
Antal perioder	2e
WACC	10%
Nuvärde	5,0

Källa: EPB

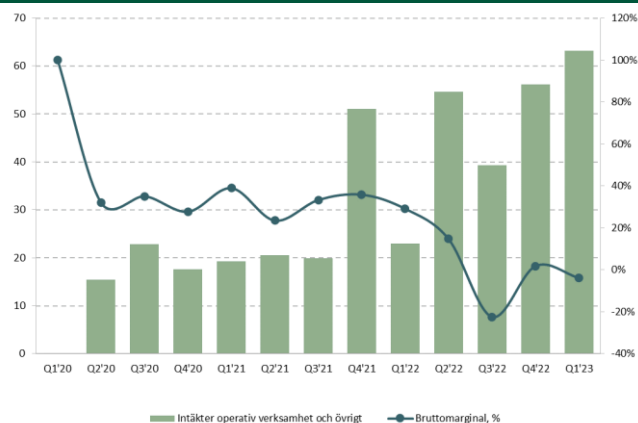
Diagram

Diagram 6: Intäkter



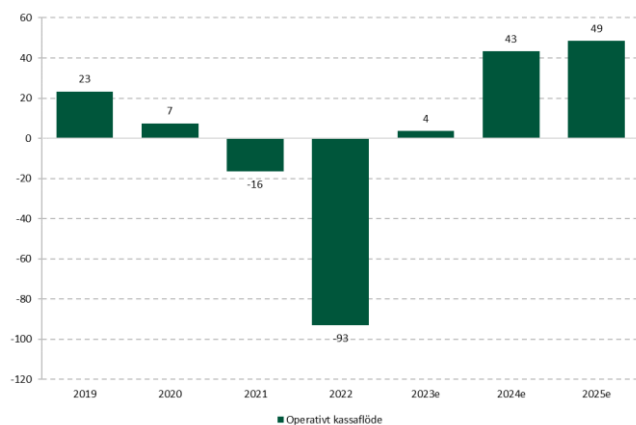
Källa: EPB, Bolaget

Diagram 7: Intäkter från operativa bolag



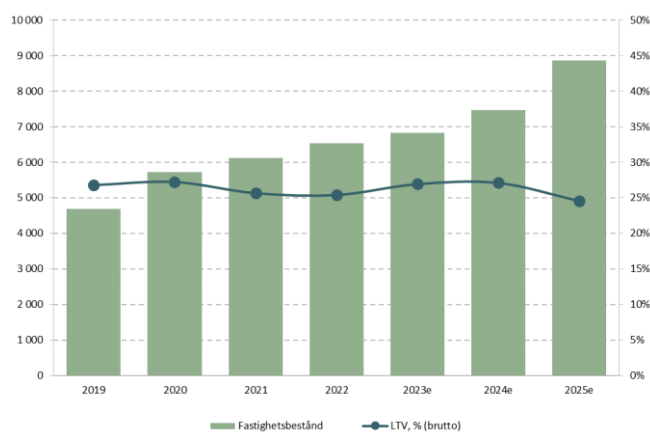
Källa: EPB, Bolaget

Diagram 8: Operativt kassaflöde



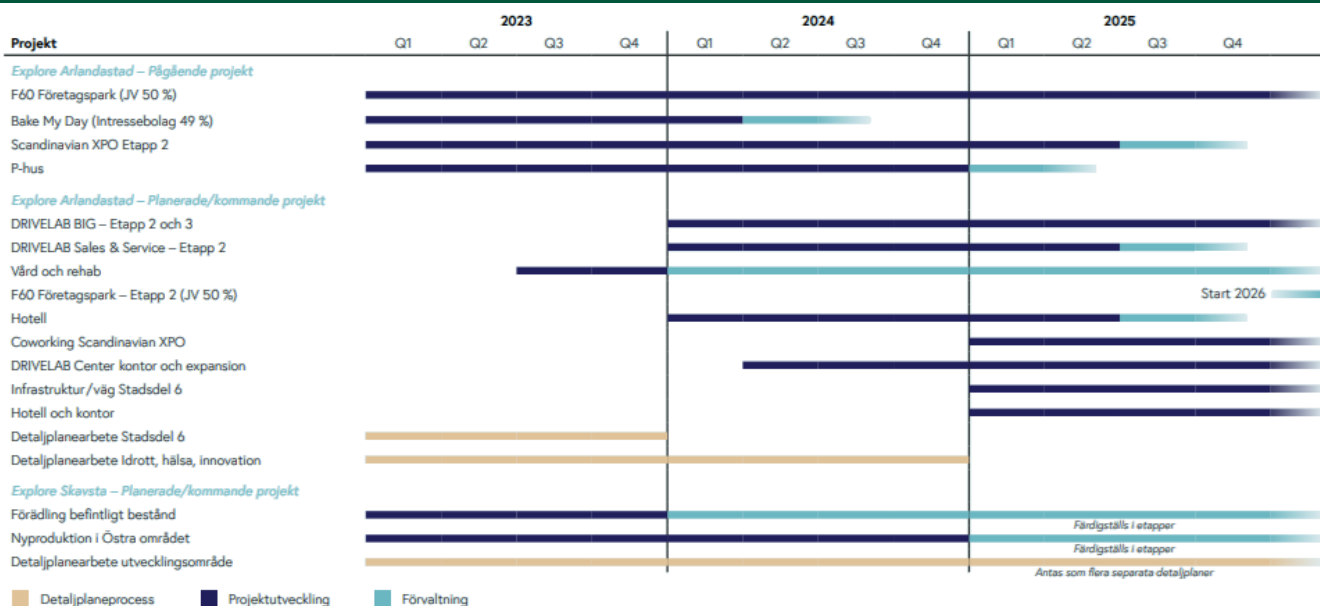
Källa: EPB, Bolaget

Diagram 9: Fastighetsvärde och belåningsgrad



Källa: EPB, Bolaget

Figur 3: Projektfaser kommande 3 åren



Källa: Bolaget

Figur 4: Projekt- och byggrättsportfölj

Explore Arlandastad – Byggrätter

Projekt	Typ av projekt	Byggrätter (kvm)	Status	Tidplan	Bedömd investering (Mkr)	Varav återstår, (Mkr)	Uthyrningsgrad
Antagna	Ej specificerat	493 524	Projektutveckling	-	-	-	-
Antagna i JV/intressebolag	Ej specificerat	134 120	Projektutveckling	-	-	-	-
Under detaljplanprocess Stadsdel 6	Ej specificerat	Bedömd 500 000	Detailplanprocess	-2023	-	-	-
Under detaljplanprocess Stadsdel för idrott, hälsa och innovation	Ej specificerat	Bedömd 150 000	Detailplanprocess	-2024	-	-	-
Delsumma		1 277 644					

Explore Arlandastad – Pågående projekt

Projekt	Typ av projekt	Planerad yta (kvm)	Status	Tidplan	Bedömd investering (Mkr)	Varav återstår, (Mkr)	Uthyrningsgrad
F60 Företagspark (JV 50 %)	Företagspark	124 444	Projektutveckling	2022-2027	1 813	1 725	1 %
Bake My Day (intressebolag 49 %)	Bageri	9 676	Projektutveckling	2022-2024	170	130	100 %
Scandinavian XPO – Etapp 2	Kontor, service, hotell, vård	16 550	Projektutveckling	2020-2025	160	99	28 %
P-hus	P-hus	19 500	Projektutveckling	2023-2024	68	65	0 %
Delsumma		170 170			2 211	2 019	-

Explore Arlandastad – Planerade/kommande projekt

Projekt	Typ av projekt	Planerad yta (kvm)	Status	Tidplan	Bedömd investering (Mkr)	Varav återstår, (Mkr)	Uthyrningsgrad
DRIVELAB BIG – Etapp 2 och 3	Utbildning och möten	12 000	Projektutveckling	2024-2026	180	180	-
DRIVELAB Sales & Service – Etapp 2	Bilförsäljning och -service	9 000	Projektutveckling	2024-2025	95	95	-
Vård och rehab	Vård och rehab	790	Projektutveckling	2023	12	12	-
F60 Företagspark – Etapp 2	Företagspark	38 000	Projektutveckling	2026-2028	551	551	-
Hotell	Hotell	6 000	Projektutveckling	2024-2025	150	150	-
Co-working Scandinavian XPO	Kontor	6 000	Projektutveckling	2025-2026	120	120	-
DRIVELAB Center kontor och expansion	Kontor/utbildning	8 000	Projektutveckling	2024-2026	170	170	-
Infrastruktur/väg Stadsdel 6	Infrastruktur/väg		Detailplanprocess	2025-2026	50	50	-
Stadsdel 6 – Etapp 1	Kontor och verksamheter	17 000	Detailplanprocess	2025-2026	375	375	-
Delsumma		96 790			1 703	1 703	-

Explore Skavsta – Byggrätter

Projekt	Typ av projekt	Byggrätter (kvm)	Status	Tidplan	Bedömd investering (Mkr)	Varav återstår, (Mkr)	Uthyrningsgrad
Antagna	Ej specificerat	612 000	Projektutveckling	-	-	-	-
Under detaljplanprocess	Ej specificerat	Bedömd 430 000	Detailplanprocess	-2024	-	-	-
Delsumma		1 042 000					

Explore Skavsta – Planerade/kommande projekt

Projekt	Typ av projekt	Byggrätter (kvm)	Status	Tidplan	Bedömd investering (Mkr)	Varav återstår, (Mkr)	Uthyrningsgrad
Förädling befintligt bestånd	Hyresgästpassning	5 000	Projektutveckling	2023-2025	100	100	0 %
Nyproduktion i Östra området	Kontor/verksamhet	10 000	Projektutveckling	2024-2025	150	150	0 %
Delsumma		15 000			250	250	-

Källa: Bolaget

Resultaträkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hysesintäkter	63	89	123	138	191	210
Övriga Hyresintäkter	7	4	3	0	0	0
Totala Intäkter	69	93	126	138	191	210
Fastighetskostnader	-31	-51	-61	-52	-62	-72
Driftnetto	38	41	64	86	128	138
Centrala Administrationskostnader	-45	-74	-83	-64	-62	-65
Övriga intäkter / kostnader	11	33	4	53	55	57
EBITDA	5	0	-15	75	121	130
EBITDA, justerad	5	0	-15	75	121	130
EBITA	5	0	-15	75	121	130
Totala avskrivningar	-5	0	0	0	0	0
EBIT	0	0	-15	75	121	130
Ränteintäkter	3	0	1	0	0	0
Räntekostnader	-34	-41	-54	-85	-91	-95
Övriga finansiella poster	0	3	337	0	0	0
Förvaltningsresultat (PFPm)	-31	-38	270	-10	30	35
Förvaltningsresultat (PFPm), justerat	-31	-38	270	-10	30	35
Värdeförändringar fastigheter	682	281	146	0	221	894
Resultat före skatt	651	243	416	-10	251	929
Resultat före skatt, justerad	651	243	416	-10	251	929
Skatt, aktuell	-154	-64	71	0	-6	-7
Nettoresultat	496	179	487	-10	245	922
Nettoresultat, justerad	496	179	487	-10	245	922

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Resultat före skatt	651	243	416	-10	251	929
Värdeförändringar, fastigheter	-682	-281	-146	0	-221	-894
Övriga kassaflödespåverkande poster	7	22	-312	14	19	21
Betald skatt	-3	2	-4	0	-6	-7
Kassaflöde före förändring i rörelsekapital	-22	-15	-46	4	43	49
Förändringar i rörelsekapital	30	1	-49	0	0	0
Kassaflöde från operativ verksamhet	7	-14	-96	4	43	49
Investeringar i befintliga fastigheter	-402	-133	-195	-316	-436	-524
Övriga FCF-påverkande poster	-28	-7	156	0	100	200
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-430	-140	-39	-316	-336	-324
Nyemission / återköp	105	426	0	0	0	0
Förändring i skulder	312	12	86	181	184	155
Övriga CF-poster	-3	-3	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	414	434	85	181	184	155
Kassaflöde	-8	281	-50	-132	-109	-120

Källa: EPB

Balansräkning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR						
Goodwill	16	16	16	16	16	16
Förvaltningsfastigheter	5 222	5 610	5 954	6 270	6 926	8 344
Intresseföretag och JVs	0	0	83	83	83	83
Övriga anläggningstillgångar	535	550	877	863	844	823
Summa anläggningstillgångar	5 784	6 185	6 944	7 246	7 884	9 280
Kundfordringar	95	105	148	148	148	148
Likvida medel och kortfristiga placeringar	163	441	394	262	154	33
Summa omsättningstillgångar	259	546	542	410	301	181
SUMMA TILLGÅNGAR	6 043	6 731	7 486	7 656	8 185	9 461
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Totalt eget kapital	3 556	4 160	4 649	4 639	4 884	5 805
Långfristiga räntebärande skulder	1 552	1 505	1 635	1 816	2 000	2 155
Långfristiga leasingskulder	8	5	4	4	4	4
Uppskjutna skatteskulder	826	889	918	918	918	918
Övriga långfristiga skulder	0	0	50	50	150	350
Summa långfristiga skulder	2 386	2 400	2 607	2 788	3 072	3 427
Kortfristiga räntebärande skulder	8	67	24	24	24	24
Övriga kortfristiga skulder	90	100	202	202	202	202
Summa kortfristiga skulder	101	171	229	229	229	229
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 043	6 731	7 486	7 656	8 185	9 461

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Hyrestillväxt	-	42%	39%	12%	38%	10%
Vakansgrad	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Överskottsgrad	62%	47%	53%	62%	67%	66%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	>100%	N.m.	>100%	>100%
CEPS, tillväxt	Neg.	Neg.	>100%	Neg.	>100%	13,8%
EPRA NAV, tillväxt	Neg.	3,8%	10,2%	Neg.	4,4%	15,9%
Eget kapital, tillväxt	Neg.	17,0%	11,7%	Neg.	5,3%	18,9%
Förvaltningsresultat, tillväxt	Neg.	7,6%	55,8%	32,8%	50,1%	7,3%
Utdelning per aktie, tillväxt	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: EPB

Avkastning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	5%	11%	Neg.	5%	17%
Yield	1%	1%	1%	1%	2%	2%
Implicit yield	Neg.	1%	2%	3%	4%	5%

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	1 408	1 140	1 273	1 585	1 878	2 153
Belåningsgrad	27,2%	25,7%	25,4%	26,9%	27,1%	24,6%
Soliditet	59%	62%	62%	61%	60%	61%
Nettoskultsättningsgrad	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x
Nettoskuld / EBITDA	284,7x	-56977,3x	-85,1x	21,1x	15,5x	16,6x
Snittränta	2,0%	2,7%	3,2%	4,7%	4,5%	4,4%

Källa: EPB

Aktiedata

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Förvaltningsresultat (PFPM) per aktie	-0,55	-0,60	4,24	-0,16	0,48	0,55
EPS	8,71	2,82	7,66	-0,16	3,85	14,5
EPS, justerad	8,71	2,82	7,66	-0,16	3,85	14,5
FCF per aktie	-0,60	-0,62	4,18	-0,16	0,38	0,43
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Antal aktier vid årets slut, m	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Antal aktier efter utspädning, snitt	57,0	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5
EPRA NAV per aktie	76,9	79,8	88,0	87,8	91,7	106

Källa: EPB

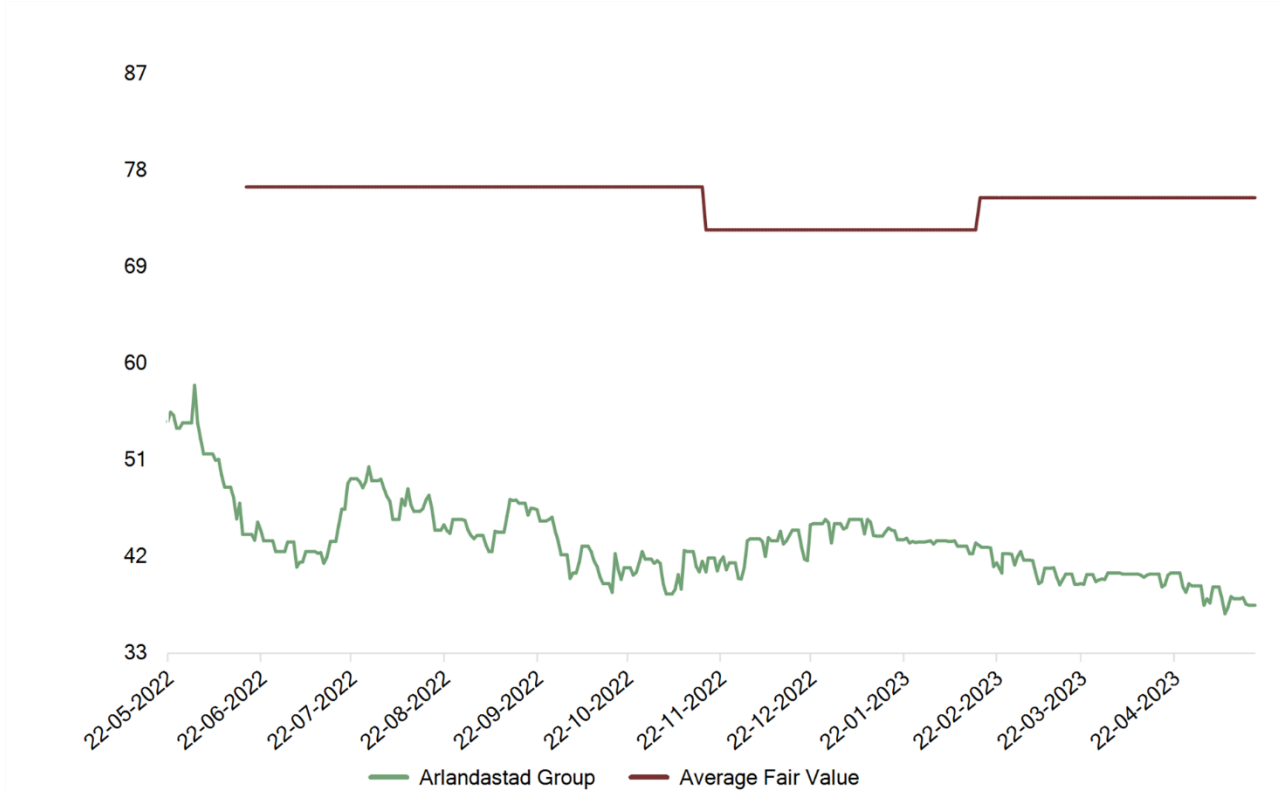
Värdering

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/PFPM per aktie	-	-114,7x	10,8x	-235,5x	79,3x	69,7x
P/E, justerad	-	24,5x	6,0x	-235,5x	9,9x	2,6x
P/EPRA NAV	-	0,9x	0,5x	0,4x	0,4x	0,4x
P/CEPS	-	-112,2x	10,9x	-235,5x	99,9x	87,8x
Direktavkastning	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBIT, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV	-	5 504	4 157	3 781	3 781	3 781
Aktiekurs	-	69,0	45,6	38,0	38,0	38,0

Källa: EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Arlandastad Group (AGROUP 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