



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Property Development | Sweden | 17 November 2023

Arlandastad Group

According to plan

On track towards full-year revenue estimates

Revenues for Q3 came in at SEK 86.7m, of which SEK 45.5m was rental income and SEK 37.9m stemmed from operational businesses. The figures were higher than required to reach full-year estimates. Results before value changes – came in at SEK -21m. The reasons for the red figure were higher financing costs and expenses associated with the acquisition of Skavsta. The pre-tax result for the quarter was SEK -144.8m. The result was burdened by unrealised value changes of SEK 118.1m. These stem from increased yield requirements for the building rights portfolio. The average value of building rights at Arlandastad was SEK 3,174 per sqm, down by 8.7% y/y. At Skavsta, values rose marginally to SEK 308 per sqm (302). After the end of the quarter, the company received preventive damage compensation of SEK 385m for damage caused by Ostlänken affecting Skavsta. The amount will be paid out until 2027, with SEK 100m in Q4 2023 and another SEK 100m in Q1 2024.

Adjusting for the clearer view of the future

Given the revenues reported for the quarter, we raise our estimate for total revenues by 3%, largely attributable to Q3 rental income surpassing the level needed to reach the full-year estimate. For the rest of our forecast period, we lift total revenue estimates by 5% on average. Owing to the higher cost base in the quarter, partly on account of higher interest rates, we lower our estimates for results before value changes to SEK -68m (-8m) for this year and by SEK -4m for 2024. We leave our estimate for 2025 unchanged as property development is running according to plan.

Unchanged fair value

We consider Arlandastad Group to be one of the most interesting property companies listed in Stockholm thanks to 1) its high portfolio yield of 6.8%, and 2) its low loan-to-value ratio of 25% combined with the cash injection from Trafikverket (Swedish Transport Administration). During Q3, the company demonstrated strong business acumen through a JV with BRA Bygg that achieved value-creating property development in a challenging market. Moreover, the increased activity at Skavsta suggests the company will see a high return on invested capital in the future.

Estimate changes				Forecasts (SEKm)				Valuation and risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Fair value	SEK 68,0 - 72,0												
Rental income	12,0%	1,6%	9,1%	Rental income	126	169	198	235	Share price	SEK 32,8												
PFPm	nm	-17,2%	-1,9%	Rental growth	42%	35%	17%	19%	Risk level	Medium												
EPRA NAV	-3,1%	-3,1%	-2,7%	Net operating income	67	104	133	158	<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 2px;">12-mth share price development</div>													
<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 2px;">Coming events</div>				Surplus ratio	54%	62%	67%	67%														
Q4 - report	15 February 2024			PFPm	270	-68	19	22														
Q1 - report	16 May 2024			PFPm, growth	62%	55%	28%	18%														
<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 2px;">Company details (SEKm)</div>				EPRA NAV	88,0	85,1	88,8	103,3														
Number of shares	63m			EPRA NAV, growth	10%	-3%	4%	16%														
Market capitalisation	2 075			CEPS	4,2	-0,8	0,2	0,3														
Net debt	1 391			CEPS, growth	>100%	-120%	>100%	17%														
EV	3 466			P/PFPm per share	10,8x	-30,5x	108,1x	92,7x														
Free float	40%			P/CEPS	10,9x	-39,8x	136,2x	116,8x														
Daily trading volume, average	2k			P/EPRA NAV	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x														
Bloomberg Ticker	AGROUP SS EQUITY			Implicit yield	11,4%	15,9%	16,6%	19,3%														
<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 2px;">Analyst</div>				ROE	11,0%	Neg.	5,1%	17,7%														
Rikard Engberg				Dividend per share	0,0	0,0	0,0	0,0														
rikard.engberg@penser.se				Loan-to-value ratio	25,4%	27,5%	27,6%	25,0%														
				Interest coverage ratio	-0,3x	0,3x	1,2x	1,2x														
				Average interest rate	3,2%	5,1%	5,1%	5,3%														
										<div style="background-color: #004a99; color: white; padding: 2px;">Conflicts of interest</div> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Market maker</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transactions, 12 mth</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> </tbody> </table>		Yes	No	Market maker		✓	Certified adviser		✓	Transactions, 12 mth		✓
	Yes	No																				
Market maker		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transactions, 12 mth		✓																				

Investment case

Unik asset: Arlandastad Group is a property development company engaged in active property development in the vicinity of Stockholm's Arlanda and Skavsta airports. We judge there to be good opportunities to drive both property development and the businesses at these sites.

Low input values: Arlandastad Group has acquired large areas of undeveloped land at a low initial value. By doing so, the company can focus on the area of property development that offers the greatest value increase: detailed planning work. Arlandastad Group collaborates with all stakeholders (municipalities, authorities, and other companies operating in the area) in this detailed planning work, thus increasing its chances of getting detailed planning projects approved. The low input values also allow for a greater degree of flexibility in projects and the opportunity for higher returns. Historically, profits from completed projects have been around 30%. In conclusion, we believe there are many hidden values on Arlandastad Group's balance sheet that should be reflected in the share price.

Substantial operating synergies: Arlandastad Group is fairly unique in that it is also the operating company at its existing properties. One of its three key activities today is the DRIVELAB concept, which includes the testing and training activities, as well as events to some extent. The second, Scandinavian XPO, is a major international meeting place, while the third is Stockholm Skavsta Airport, which operates Skavsta airport. By both owning the property and conducting business there, the company can take a larger share of end-customers' wallet, such as through trade fairs and similar events.

Company profile

Arlandastad Group was founded in 2005 and applies a long-term investment view that focuses on identifying strategic parcels of land and developing properties to their full potential. The company owns and has at its disposal more than 8m sqm of land and runs two of Sweden's largest property development projects: Explore Arlandastad and Explore Skavsta. Explore Arlandastad totals almost 290 hectares. Of these, it directly owns 200 hectares, while 40 hectares are on long-term leases, and it can access 50 hectares should it be approved in zoning planning. During Q2 2022, the company acquired 90.1% of the shares in Stockholm Skavsta Flygplats AB, while Nyköping municipality owns the remainder. This acquisition brought with it 4.84 million sqm of land. We anticipate major infrastructure investments in these areas, as Arlanda will need to expand as Stockholm grows to both the north and the south.

Arlandastad Group differs from many traditional real estate companies and developers in that it operates out of its properties. One of its three key activities today is the DRIVELAB concept, which includes the testing and training activities, as well as events to some extent. The second, Scandinavian XPO, is a major international meeting place, while the third is Stockholm Skavsta Airport, which operates Skavsta airport. By both owning the property and conducting business there, the company can take a larger share of end-customers' wallet, such as through trade fairs and similar events.

Valuation

Our valuation approach uses a sum-of-the-parts (SOTP) valuation, based on a separate valuation of the property development portfolio and the investment properties. The development portfolio and the property management portfolio justify a valuation of approximately SEK 66 and SEK 5.6 per share, respectively, totalling a fair value of SEK 68–72 per share.

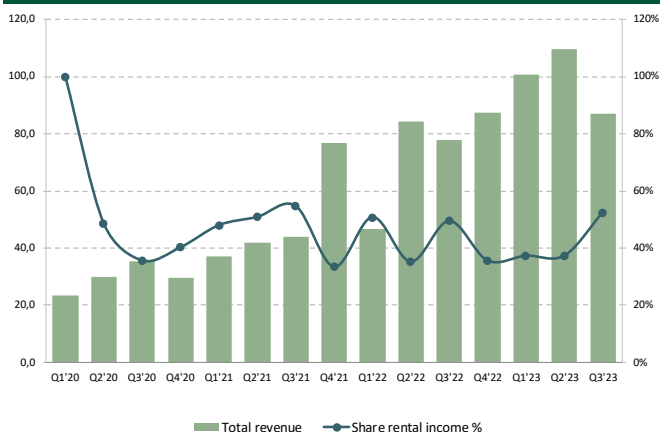
The quarter in detail

Property management and development

Rental income for the quarter came in at SEK 45.5m, suggesting growth of 14%. This healthy increase is partly the result of indexation but also a good development in turnover-based rent. During Q3, Arlandastad continued its rental work at Explore Arlandastad; six companies have signed new rental contracts for the area. The first, Skincare by us, provides training and products in the skincare field and can thus take advantage of the unique geographical placement of Arlandastad. As training will occur at the site, this should be able to spur occupancy and turnover-based rent for Arlandastad's tenants. The second is NIO, which will open a battery exchange station. This too will benefit extensively from Arlandastad's location. The last – including Traveller Buss, Brunkeberg, and Kemteknik – are companies with business able to take advantage of the geographical placement.

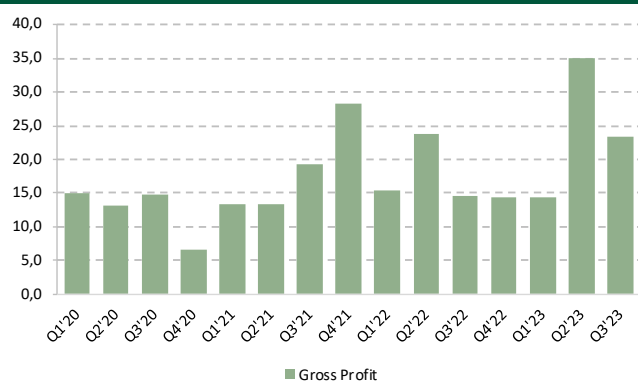
Arlandastad Group has signed a 15-year rental agreement with Bankomat AB, a company owned by the large Swedish banks that is Sweden's leader in cash handling. The contract is for around 1,700 sqm in gross total area (GTA), with the possibility of adding a further 200 sqm. Occupancy is expected from Q3 2024. To develop the project, Arlandastad Group has sold off parts to a JV with BRA Bygg, a subsidiary of Veidekke. The divestments to the JV have been based on the underlying property value of SEK 4,550 per sqm in building rights. This price provides Arlandastad Group with a particularly high IRR and developing the property in the JV is cash flow-neutral for Arlandastad Group.

Quarterly revenues SEKm (entire group)



Source: EPB, Company

Gross profits (SEKm)



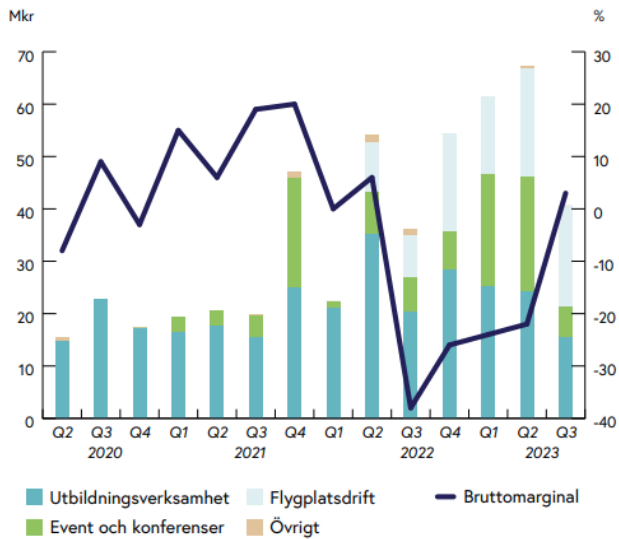
Source: EPB, Company

Operational businesses

Revenues from operational businesses came in at SEK 168.9m for the first nine months of the year. The airport businesses saw revenues of SEK 54.7m, while the educational/training activities reported SEK 64.8m and the event business SEK 49.3m. Gross profits for the first nine months of the year were SEK -25.5m, impacted by costs at Skavsta. After the end of the quarter, Norwegian added Palma as a destination from Stockholm Skavsta Airport.

Revenues and gross margin Operational businesses

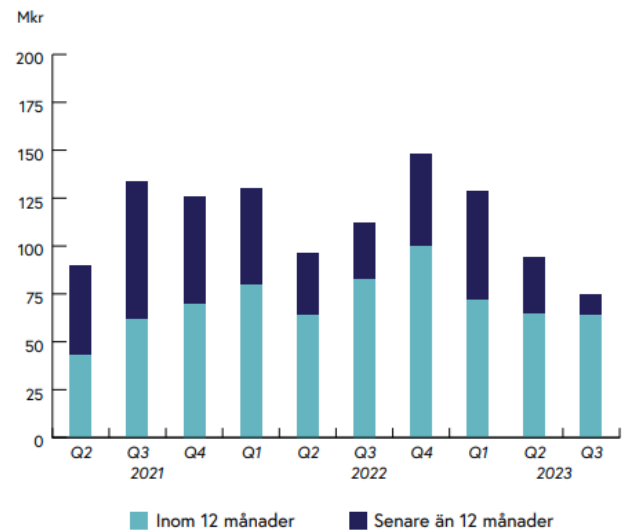
Totala intäkter och bruttomarginal



Source: Company

Order backlog Operational businesses

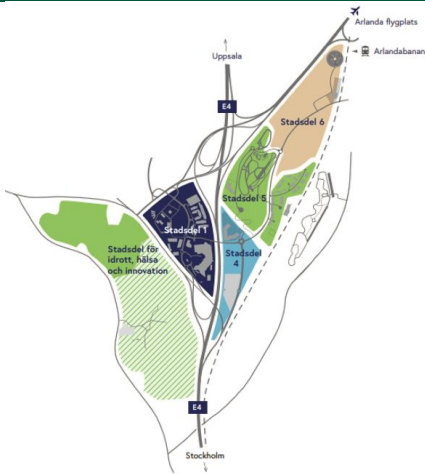
Orderstock



Source: Company

Arlandastad Group in pictures

Diagram 1: Explore Arlandastad



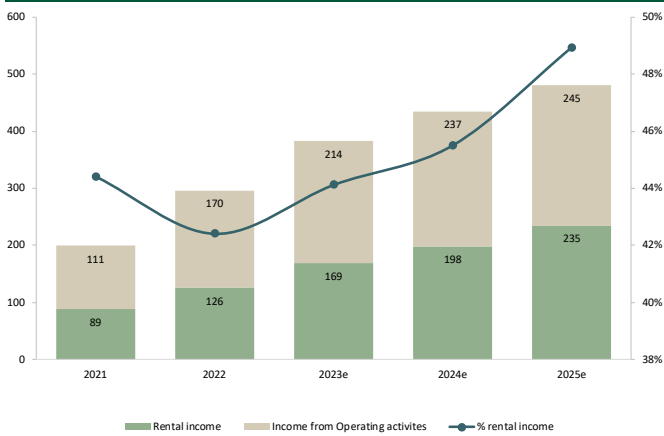
Source: Company

Diagram 2: Explore Skavsta



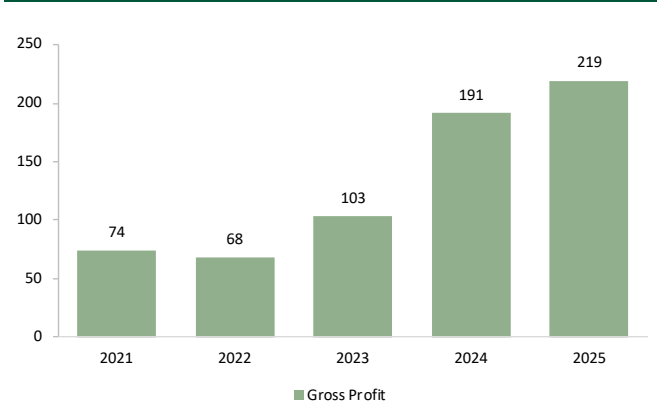
Source: Company

Revenues (SEKm)



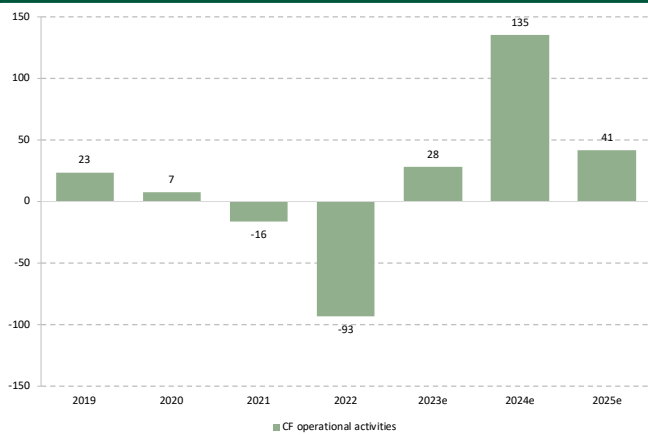
Source: EPB, Company

Gross profits (SEKm)



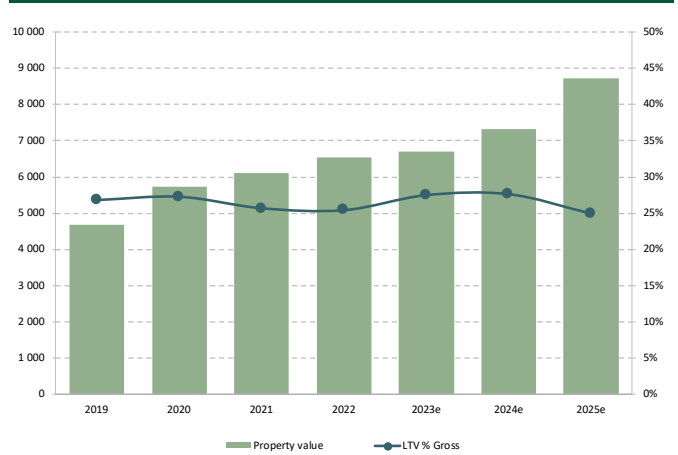
Source: EPB, Company

Operational cash flows (SEKm)



Source: EPB, Company

Property values and loan-to-value (SEKm)



Valuation

Property development

We base our valuation of the property development business area (building rights portfolio) on the book value of the building rights per sqm. We subsequently make adjustments based on the development of construction costs over the previous 12 months. We take into consideration several factors when valuing the building rights portfolio, such as the book value of this portfolio, recent building rights transactions, and so on.

Building rights portfolio

Project	Building rights	Value/sqm	Total value (SEKm)	Number of shares	Value/share	Discount	Value/share
Explore Arlandastad (inkl. Golf)	1 516 314	3 178	4 819	63,3	76,2	20%	61
Explore Skavsta	1 057 000	308	326	63,3	5,1	20%	4
Totalt	2 573 314	1 999	5 144	63,3	81,3		65

Source: EPB

Sensitivity analysis

Explore Arlandastad			Explore Skavsta		
Value/sqm	Value/share	Delta (%)	Value/sqm	Value/share	Delta (%)
318	7,6	-90%	157	2,6	-49%
1 318	31,6	-60%	207	3,5	-33%
2 318	55,6	-30%	257	4,3	-16%
3 318	79,5	0%	307	5,1	0%
4 318	103,5	30%	357	6,0	16%
5 318	127,5	60%	407	6,8	33%
6 318	151,5	90%	457	7,6	49%

Source: EPB

Source: EPB

Given the calculations above, we believe the value of the company's building rights portfolio is SEK 66 per share. When valuing this, we have chosen to apply an average discount of 20%. We see this discount as justified for several reasons: (i) the continued high uncertainty associated with the price development of construction costs, (ii) the volatility in the financial market, and (iii) the ongoing uncertainty in the transactional market. We do not rule out the possibility of reducing or eliminating the discount, or setting a premium as the market recovers.

Property management

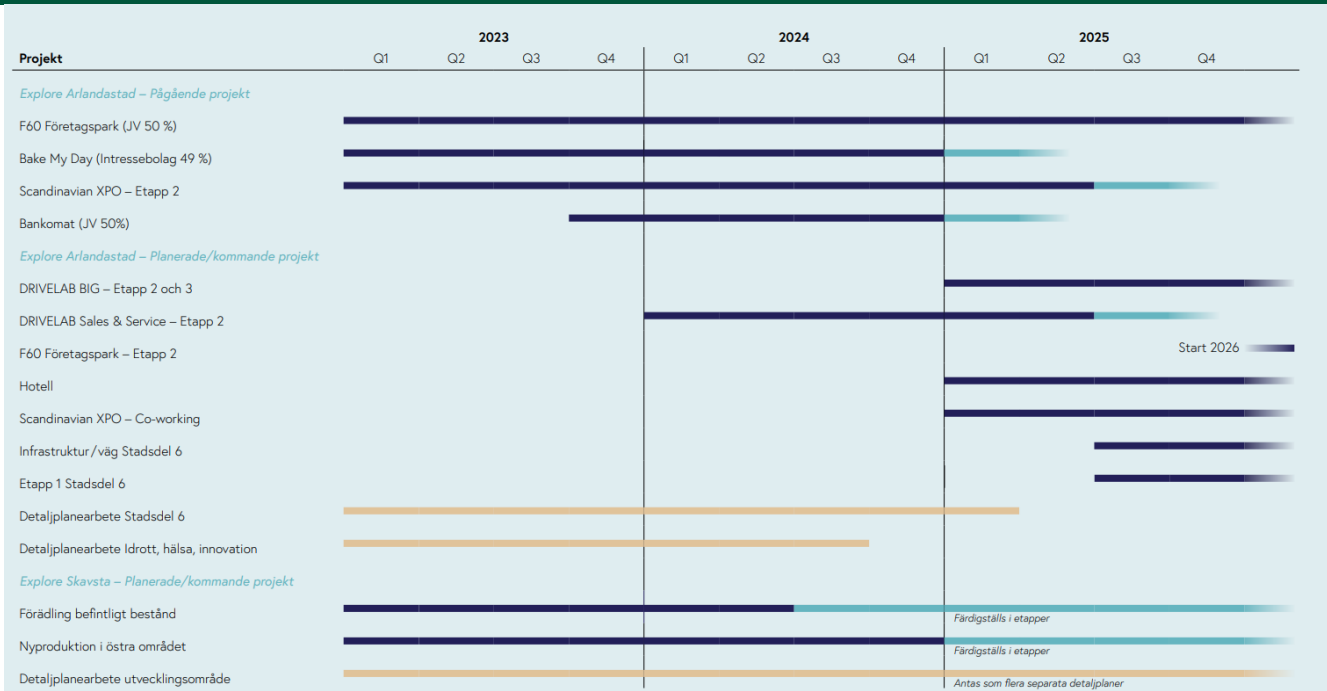
Given that the company's expansion plans imply it broadening and expanding its property management portfolio over time, we choose to value this area separately. Our valuation approach is based on what profits (minus tax) the company is expected to generate from property management in 2025, and we thus arrive at a multiple of 10x, which we then discount with a WACC of 10%. A multiple of 10x is realistic given comparable companies' valuations when taking the size discount into account.

Valuation

FFO (2025)	42,2
Multiple	10x
Value	422
Shares (m)	63,3
Value/share	6,7
Number of years	2e
WACC	10%
Present value	5,6

Source: EPB

Project phases over the coming three years



Source: Company

Building rights

Explore Arlandastad – Byggrätter

Projekt	Typ av projekt	Byggrätter (kvm)	Status	Tidplan	Bedömd investering (Mkr)	Varav återstår, (Mkr)	Uthyrningsgrad
Antagna	Ej specificerat	491 834	Projektutveckling	-	-	-	-
Antagna i JV/intressebolag	Ej specificerat	134 120	Projektutveckling	-	-	-	-
Under detaljplanprocess Stadsdel 6	Ej specificerat	Bedömd 500 000	Detaljplanprocess	-2025	-	-	-
Under detaljplanprocess Stadsdel för idrott, hälsa och innovation	Ej specificerat	Bedömd 150 000	Detaljplanprocess	-2024	-	-	-
Delsumma		1 275 954					

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	1 700	1 %
Bake My Day (intressebolag 49 %)	Bageri	9 676	Projektutveckling	2022-2024	190	110	100 %
Scandinavian XPO – Etapp 2	Kontor, service, hotell, vård	16 550	Projektutveckling	2020-2025	160	98	30 %
Bankomat (JV 50%)	Lager och distribution	1 690	Projektutveckling	2023-2024	40	40	100 %
Delsumma		152 360			2 203	1 948	-

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	2025-2026	180	180	-
DRIVELAB Sales & Service – Etapp 2	Bilförsäljning och service	9 000	Projektutveckling	2024-2025	95	95	-
F60 Företagspark – Etapp 2	Företagspark	38 000	Projektutveckling	2026-2028	551	551	-
Hotell	Hotell	6 000	Projektutveckling	2025-2026	150	150	-
Scandinavian XPO – Co-working	Kontor	6 000	Projektutveckling	2025-2026	120	120	-
Infrastruktur / väg Stadsdel 6	Infrastruktur / väg		Detaljplanprocess	2025-2026	50	50	-
Stadsdel 6 – Etapp 1	Kontor och verksamheter	17 000	Detaljplanprocess	2025-2026	375	375	-
Delsumma		88 000			1 521	1 521	-

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	Detaljplanprocess	2023-	-	-	-
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	Hyresgäst Anpassning	5 000	Projektutveckling	2024-2025	100	100	0 %
Nyproduktion i Östra området	Kontor/verksamhet	10 000	Projektutveckling	2024-2025	150	150	0 %
Delsumma		15 000			250	250	-

Source: Company

Income statement

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Rental income	63	89	126	169	198	235
Other rental income	7	4	3	0	0	0
Total revenues	69	93	128	169	198	235
Property expenses	-31	-51	-61	-65	-64	-77
Net operating income	38	41	67	104	133	158
Central administration costs	-45	-74	-83	-80	-70	-83
Other revenues / costs	11	33	1	-1	58	61
EBITDA	5	0	-15	23	121	136
EBITDA, adjusted	5	0	-15	23	121	136
EBITA	5	0	-15	23	121	136
Total depreciations	-5	0	0	0	0	0
EBIT	0	0	-15	23	121	136
Interest income	3	0	1	0	0	0
Interest expenses	-34	-41	-54	-92	-102	-113
Other financial items	0	3	337	0	0	0
Profit from property management (PFPM)	-31	-38	270	-68	19	22
Profit from property management (PFPM), adjusted	-31	-38	270	-68	19	22
Changes in property value	682	281	146	-130	221	894
Profit/loss before tax	651	243	416	-198	240	916
Profit/loss before tax, adjusted	651	243	416	-198	240	916
Tax, current	-154	-64	71	16	-4	-5
Net income	496	179	487	-182	236	912
Net income, adjusted	496	179	487	-182	236	912

Source: EPB

Cash flow analysis

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Profit/loss before tax	651	243	416	-198	240	916
Changes in property value	-682	-281	-146	130	-221	-894
Other items affecting cash flow	7	22	-312	15	20	23
Tax paid	-3	2	-4	16	-4	-5
Cash flows before changes in working capital	-22	-17	-44	-37	35	41
Changes in working capital	30	1	-49	65	100	0
Cash flows from operating activities	7	-16	-93	28	135	41
Investments in existing properties	-402	-133	-195	-316	-436	-524
Other items affecting FCF	-28	-7	156	0	100	200
Cash flows from investment activities	-430	-140	-39	-316	-336	-324
Rights issues / buybacks	105	426	0	0	0	0
Changes in debt	312	12	86	181	184	155
Other cash flow items	-3	-3	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	414	434	85	181	184	155
Cash flows	-8	278	-47	-108	-17	-128

Source: EPB

Balance sheet

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ASSETS						
Goodwill	16	16	16	16	16	16
Management properties	5 222	5 610	5 954	6 140	6 796	8 214
Associated companies and JVs	0	0	83	83	83	83
Other fixed assets	535	550	877	853	833	810
Total fixed assets	5 784	6 185	6 944	7 106	7 742	9 137
Trade receivables	95	105	148	152	152	152
Cash and cash equivalents and short-term investments	163	441	394	287	270	142
Total current assets	259	546	542	439	422	294
TOTAL ASSETS	6 043	6 731	7 486	7 544	8 165	9 431
EQUITY AND LIABILITIES						
Total equity	3 556	4 160	4 649	4 467	4 703	5 614
Long-term interest-bearing liabilities	1 552	1 505	1 635	1 816	2 000	2 155
Non-current lease liabilities	8	5	4	4	4	4
Deferred tax liabilities	826	889	918	918	918	918
Other long-term liabilities	0	0	50	50	150	350
Total long-term liabilities	2 386	2 400	2 607	2 788	3 072	3 427
Short-term interest-bearing liabilities	8	67	24	24	24	24
Other current liabilities	90	100	202	263	363	363
Total current liabilities	101	171	229	290	390	390
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	6 043	6 731	7 486	7 544	8 165	9 431

Source: EPB

Growth and margins

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Rental growth	-	42%	42%	35%	17%	19%
Vacancy rate	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Surplus ratio	62%	47%	54%	62%	67%	67%
EPS growth, adjusted	-	N.m.	>100%	N.m.	>100%	>100%
CEPS, growth	Neg.	Neg.	>100%	Neg.	>100%	16,6%
EPRA NAV, growth	Neg.	3,8%	10,2%	Neg.	4,4%	16,2%
Equity per share, growth	Neg.	17,0%	11,7%	Neg.	5,3%	19,4%
Income from property management, growth	Neg.	7,6%	62,4%	54,9%	28,1%	18,1%
Dividend per share growth	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Source: EPB

Profitability

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, adjusted	Neg.	5%	11%	Neg.	5%	18%
Yield	1%	6%	6%	7%	7%	7%
Implicit yield	Neg.	7%	11%	16%	17%	19%

Source: EPB

Financial position

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Net debt	1 408	1 140	1 273	1 561	1 762	2 044
Loan-to-value ratio	27,2%	25,7%	25,4%	27,5%	27,6%	25,0%
Equity asset ratio	59%	62%	62%	59%	58%	60%
Net debt/equity ratio	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,4x
Net debt / EBITDA	284,7x	-56977,3x	-85,1x	66,5x	14,5x	15,1x
Average interest rate	2,0%	2,7%	3,2%	5,1%	5,1%	5,3%

Source: EPB

Share data

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Profit from property management (PFPM) per share	-0,55	-0,60	4,24	-1,08	0,30	0,35
EPS	8,71	2,82	7,66	-2,87	3,71	14,4
EPS, adjusted	8,71	2,82	7,66	-2,87	3,71	14,4
FCF per share	-0,60	-0,62	4,18	-0,82	0,24	0,28
Dividend per share	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Number of shares at year-end, m	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Number of shares after dilution, average	57,0	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5
EPRA NAV per share	76,9	79,8	88,0	85,1	88,8	103

Source: EPB

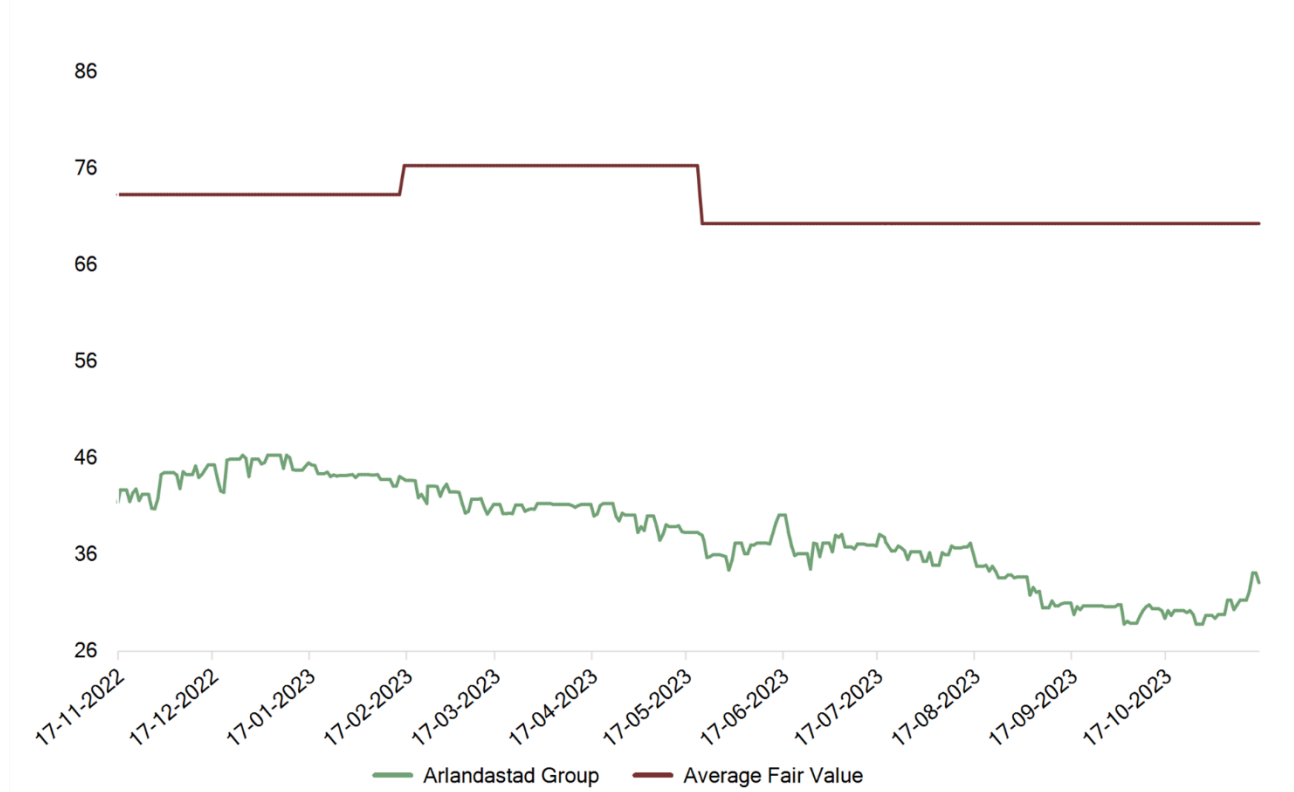
Valuation

	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/PFPM per share	-59,9x	-114,7x	10,8x	-30,5x	108,1x	92,7x
P/E, adjusted	3,8x	24,5x	6,0x	-11,4x	8,8x	2,3x
P/EPRA NAV	0,4x	0,9x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x
P/CEPS	-55,0x	-112,2x	10,9x	-39,8x	136,2x	116,8x
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/EBIT, adjusted	0,0%	0,0%	0,0%	20,5x	17,5x	14,8x
EV	-	5 504	4 157	147,6x	28,5x	25,5x
Share price	-	69,0	45,6	147,6x	28,5x	25,5x

Source: EPB

Share price and average fair value

Arlandastad Group (AGROUP SS EQUITY)



Source: 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftigt rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 informations spridning, 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