Penser Access by Carnegie

Förnyelsebar energi | Sverige | 16 februari 2024

Arise

Bra startposition för att öka tillväxten

Bra tillväxt och goda marginaler y/y

Arise rapporterade ett starkt resultat för Q4'23 med en försäljningstillväxt på 80% och en EBIT på 65 mkr, en klar förbättring y/y (37 mkr). Affärsområde Production fortsätter att leverera starka resultat med en fortsatt positiv trend, trots relativt svag elproduktion under kvartalet, då flera verk stod still på grund av underhållsstopp. Development fortsätter att gå starkt med en marginal på 48% i kvartalet och 61% på helåret. Bolaget skapar stora värden med höga marginaler samtidigt som man vidtar aktieägarvänliga åtgärder. Med en uppdaterad värderingsmetodik sätter vi ett nytt motiverat värde på 69-80 kr.

Lägre prognoser i 2024e men högre i 2025e

Vi har justerat våra prognoser med en högre produktion av egen vindkraftsproduktion men till lägre elspotpriser än tidigare. Trots kallt väder i stora delar av Sverige har spotpriserna varit relativt svaga y/y i början av 2024, och vi ser ingen faktor som skulle kunna driva elpriserna högre i närtid. Priserna på naturgas i Europa, som styr marginalproduktionen, är tillbaka på de låga nivåer som varade under en stor del av 2010-2020. Även priserna på utsläppsrätter har utvecklats svagt under 2024. Med det sagt ser vi inte en tillbakagång till de elpriser som varade perioden 2010-2020 då alltför mycket elproduktion i Europa har lagts ner eller är mindre effektiv på grund av klimatförändringar. Inom Development skjuter vi vissa projektintäkter från 2024e till 2025e.

Nytt motiverat värde på 69-80 baserat på SOTP

Vi har justerat upp vårt motiverade värde på grund av högre prognoser 2025e och en uppdaterad metodik. Vi värderar aktien med en SOTP där vi använder EV/EBIT 10x på Development och centrala kostnader/övrigt, i linje med Eolus. För att hantera den stora volatiliteten mellan åren applicerar vi EV/EBIT 10x på snittet av EBIT 2021a-2026e för Development. För centrala kostnader applicerar vi EV/EBIT 10x men på 2024e. Production värderar vi med DCF baserat på normaliserade elpriser på 0,6 kr/KWh från 2026 med en inflationsjustering på 1% per år och ett avkastningskrav på 8% för den återstående livslängden för vindkrafttillgångarna. Detta ger sammantaget den övre delen av vårt värderingsintervall. För den lägre delen av intervallet har vi justerat ner EBIT i Development med 50% i 2024e-2026e, för att simulera en återgång till de EBIT-marginaler som affärsområdet genererade under 2015-2020 (33% i snitt), vilket vi anser vara möjligt, men inte troligt.

Estimatändring

	24e	25e	26e
Totala intäkter	-1,8%	22,2%	-
EBIT, just.	-16,3%	25,9%	-
EPS, just.	-21,8%	18,2%	-

Kommande händelser

Q1 - rapport	07 maj 2024
Q2 - rapport	17 juli 2024

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	42m
Börsvärde	1 686
Nettoskuld	348
EV	2 034
Free float	55%
Daglig handelsvolym, snitt	78k
Bloomberg Ticker	ARISE SS EQUITY

Analytiker

Örjan Rödén
orjan.roden@carnegie.se

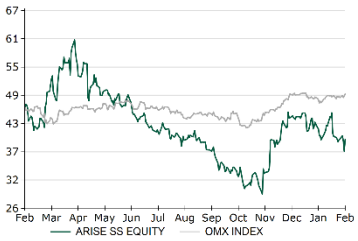
Prognos (mkr)

	2023	2024e	2025e	2026e
Totala intäkter	507	535	654	712
Tillväxt	-57%	6%	22%	9%
EBITDA, just.	287	326	383	443
EBIT, just.	223	249	306	365
EPS, just.	4,5	5,4	6,7	8,1
EPS-tillväxt, just.	-74%	20%	23%	21%
EK/aktie	50,1	54,8	60,1	66,7
Utdelning per aktie	1,2	1,4	1,5	1,8
EBIT-marginal	44,3%	46,6%	46,8%	51,3%
ROE, just.	10,5%	10,1%	11,7%	12,8%
ROCE, just.	7,4%	7,2%	8,5%	9,4%
EV/Sales	4,9x	4,2x	3,2x	2,9x
EV/EBITDA	8,7x	6,9x	5,4x	4,7x
EV/EBIT	11,2x	9,1x	6,7x	5,7x
P/E, just.	10,0x	7,4x	6,0x	4,9x
P/EK	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x
Direktavkastning	2,6%	3,4%	3,8%	4,4%
FCF yield	-12%	24%	15%	20%
Nettoskuld/EBITDA	1,0x	0,0x	-0,5x	-1,1x

Värde och risk

Motiverat värde	69,0 - 80,0 kr
Aktiekurs	40,0 kr
Risknivå	Låg

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Denna rapport har tagits fram på uppdrag av, och är betald av, emittenten. Commissioned research (uppdragsanalys) anses utgöra marknadsföringskommunikation (alltså inte investeringsanalys enligt MiFID II). Denna rapport kan vara föremål för distributionsrestriktioner i vissa jurisdiktioner. För mer information, se upplysningar och disclaimer i slutet av rapporten.

Investment case

I skärningspunkten mellan högre efterfrågan från elektrifiering och omställning mot ett mer hållbart samhälle

Arise befinner sig i skärningspunkten mellan samhällets behov av elektrifiering, vilket driver efterfrågan på energi, och omställningen mot ett mer hållbart samhälle där framför allt fossilberoende kraftgenerering ersätts av förnyelsebara alternativ. Många äldre produktionsanläggningar som exempelvis den svenska kärnkraften börjar dessutom nå sin tekniska livslängd och behöver ersättas. Ett allt varmare klimat begränsar tidigare stabila kraftgenereringsmetoder som vattenkraft, då ökad avdunstning minskar vattenreservoarerna. Kärnkraften drabbas då låga vattennivåer och höga vattentemperaturer minskar möjligheten till kylning. Projektutvecklare inom förnyelsebar energi bidrar därmed till att lösa en av samhällets stora utmaningar – vår framtida energiförsörjning, där kostnadseffektiva och miljövänliga produktionsresurser är nödvändiga.

Stark tillväxt i projektportföljen lyfter tillväxten inom Development

Arise projektportfölj har utvecklats starkt från 0,8 GW 2019 till 6,9 GW vid utgången av 2023. Bolaget bör därför kunna öka försäljningstillväxten betydligt inom affärsområde Development. Givet att bolaget uppnår sin målsättning om 10 GW projektportfölj i 2025 ökar tillväxtförutsättningarna ytterligare. Affärsområdet har historiskt levererat höga marginaler med konstant positivt resultat sedan 2015. Med fortsatt höga marginaler, då kostnadsmassan i stort sett är fast i reala termer, ser vi goda förutsättningar för en betydande vinsttillväxt inom affärsområde Development framöver.

Kraftig ökning av den egna vindkraftsproduktionen ökar vinsttillväxten väsentligt

Med färdigställandet av den egna vindkraftparken Lebo kommer affärsområde Production att öka tillväxten väsentligt under 2024. Även inom Production är kostnadsmassan fast då den främst består av avskrivningar, utöver vissa underhållskostnader, vilket ger ett väsentligt, uthålligt resultat- och kassaflödesbidrag från produktionsökningen. Vi har en försiktig inställning till elspotpriser under 2024 och 2025 då det svenska kraftsystemet kommer att präglas av en stor utbudsökning som inte matchas av motsvarande efterfrågeökning, enligt Energimyndigheten. Under den senare delen av decenniet är prisbilden betydligt mer positiv då stora elkonsumerande industriprojekt rullar igång, samtidigt som utbudet av framför allt ny vindkraftsproduktion ser ut att minska betydligt. Vi ser dock inte en återgång till de låga elpriser som varade fram till 2020. Det nordeuropeiska kraftsystemet är förändrat i grunden med nedlagd kärnkraft och högre pris på utsläppsrätter, vilket har drivit upp kostnader både för baskraft och marginalproduktion.

Stark balansräkning leder till högre tillväxt och aktieägarvänliga åtgärder: Arise har förbättrat sin balansräkning under senare år tack vare starka resultat inom alla affärsområden, och den trenden kommer sannolikt att fortsätta. Vi förväntar oss goda kassaflöden från realiseringen av projektportföljen och den egna produktionen. Vi bedömer att Arise kommer att utnyttja det ökade finansiella utrymmet till att öka tillväxten via förvärv, uppbyggnad av egen elproduktion i kombination med aktieägarvänliga åtgärder som det nuvarande återköpsprogrammet.

Bolagsprofil

Arise är en kombinerad projektutvecklare och kraftproducent. Bolaget är verksamt i Sverige, UK och Polen, och fokuserar på vindenergi, solenergi och batterilagring. Den egna produktionen är förlagd till södra Sverige, där elpriserna förväntas vara fortsatt höga under den närmaste tiden.

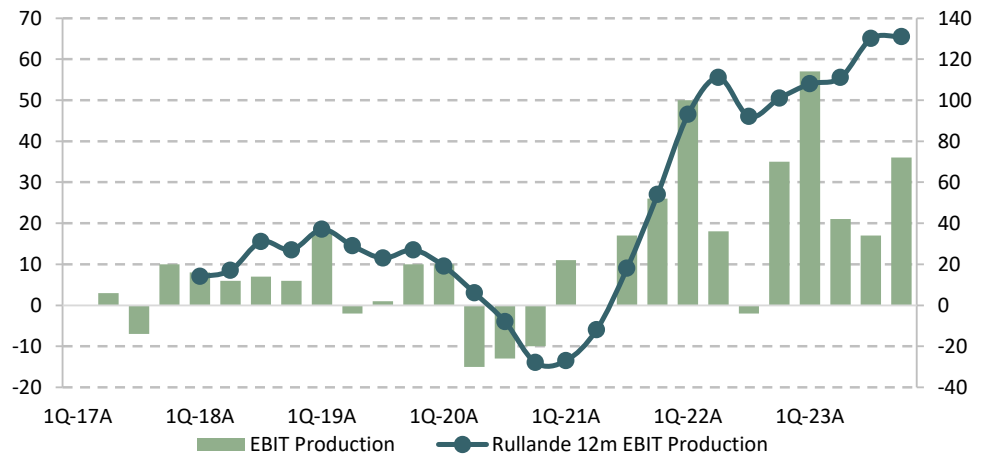
Värdering

Vi värderar aktien med en SOTP där vi använder EV/EBIT 10x på Development och centrala kostnader/övrigt. Eolus, den bästa relativa jämförelsen, har historiskt värderats till EV/EBIT 10x justerat för perioder av underlönsamhet. För att hantera den stora volatiliteten mellan åren applicerar vi EV/EBIT 10x på snittet av EBIT 2021a-2026e för Development. För centrala kostnader applicerar vi EV/EBIT 10x men på 2024e. Production värderar vi med DCF baserat på normaliserade elpriser på 0,6 kr/KWh från 2026 med en inflationsjustering på 1% per år och ett avkastningskrav på 8% för den återstående livslängden för vindkrafttillgångarna.

Kvartalet i korthet

Arise rapporterade ett starkt resultat för Q4'23 med en försäljningstillväxt på 80% och en EBIT på 65 mkr, en klar förbättring y/y (37 mkr). Affärsområde Production fortsätter att leverera starka resultat med en fortsatt stigande trend i rullande 12M EBIT, trots relativt svag produktion under kvartalet, då flera verk stod stilla på grund av underhållsstopp.

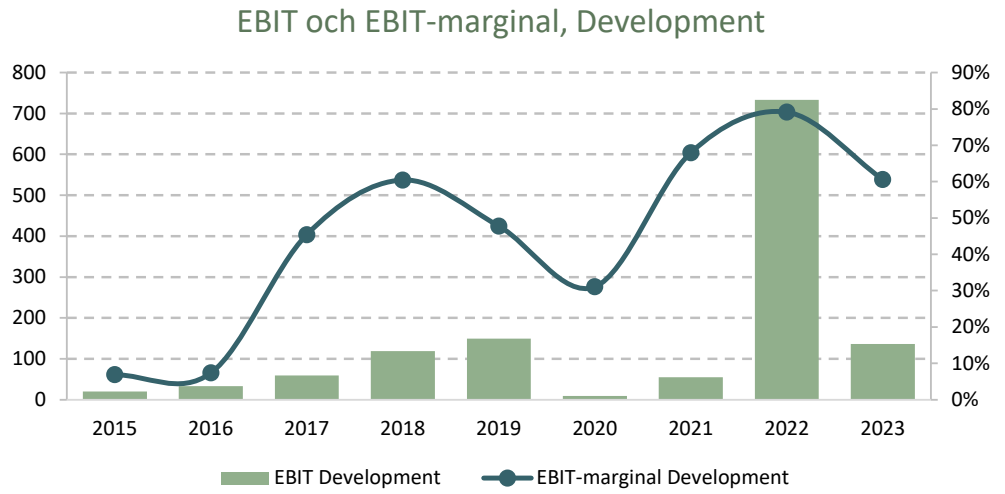
Figur 1: EBIT, Production, kvartalsvis och R12M



Källa: Arise, Penser by Carnegie

Development fortsätter att gå stark med en marginal på 48% i kvartalet och 61% på helåret.

Figur 2: EBIT och EBIT-marginal, Development



Källa: Arise, Penser by Carnegie

Prognosjusteringar

Vi har justerat våra prognoser med en högre produktion av egen vindkraftsproduktion men till lägre elspotpriser än tidigare. Trots kallt väder i stora delar av Sverige har spotpriserna i södra Sverige, där Arise har sin produktion, varit relativt svaga y/y i början av 2024, och vi ser ingen faktor som skulle kunna driva upp elpriserna högre i närtid. Priserna på naturgas i Europa, som styr marginalproduktionen, är tillbaka på de låga nivåer som varade under en stor del av 2010-2020. Även priserna på utsläppsrätter har utvecklats svagt under 2024. Med det sagt så ser vi inte en tillbakagång till de elpriser som varade perioden 2010-2020,

eftersin alltför mycket elproduktion i Europa har lagts ner eller är mindre effektiv på grund av klimatförändringar. Inom Development skjuter vi vissa projektintäkter från 2024e till 2025e.

Värdering och motiverat värde

Vi har justerat upp vårt motiverade värde på grund av högre prognoser för 2025e och en uppdaterad metodik. Vi värderar aktien med en SOTP där vi använder EV/EBIT 10x på Development och centrala kostnader/övrigt. Eolus, den bästa relativa jämförelsen, har historiskt värderats till EV/EBIT 10x justerat för perioder av underlönsamhet. Vi har satt ett tak 12x för att hantera extremvärden. För att hantera den stora volatiliteten mellan åren applicerar vi EV/EBIT 10x på snittet av EBIT 2021a-2026e för Development. För centrala kostnader applicerar vi EV/EBIT 10x men på 2024e. Production värderar vi med en DCF baserat på normaliserade elpriser på 0,6 kr/KWh från 2026, med en inflationsjustering på 1% per år, och ett avkastningskrav på 8% för den återstående livslängden för vindkrafttillgångarna. Ett avkastningskrav på 8% anses vara ett standardiserat avkastningskrav i industrin för vindkrafttillgångar, och sammanfaller även med vårt standardiserade avkastningskrav för tillgångar med låg risk, vilket lönsamma vindkraftstillgångar får anses vara.

Detta ger sammantaget den övre delen av vårt värderingsintervall. För den lägre delen av intervallet har vi justerat ner EBIT i Development med 50% i 2024e-2026e, för att simulera en återgång till de EBIT-marginaler som affärsområdet genererade under 2015-2020 (33% i snitt), vilket vi anser vara möjligt, men inte troligt.

Figur 3: Beräkning motiverat värde, övre del av intervall

	EBIT	Multipel	Värde
Developm, snitt EBIT 2021a-2026e, aktuella prognoser	246	10	2 457
Centrala kostnader & Övrigt, 2024e	-50	10	-500
Värde Production, DCF			1 863
Totalt värde			**3 819**
Övrigt (Min, skatt, fin. tillg.)			-200
Företagsvärde			**3 619**
Nettoskuld, aktuell			-348
Värde			**3 271**
Aktier, 2024e			41
Värde per aktie			**80**

Källa: Arise, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 4: Beräkning motiverat värde, nedre del av intervall

	EBIT	Multipel	Värde
Developm., snitt EBIT 2021a-2026e, aktuella prognoser -50%	200	10	1 998
Centrala kostnader & Övrigt, 2024e	-50	10	-500
Värde Production, DCF			1 863
Totalt värde			**3 361**
Övrigt (Min, skatt, fin. tillg.)			-200
Företagsvärde			**3 161**
Nettoskuld, aktuell			-348
Värde			**2 813**
Aktier, 2024e			41
Värde per aktie			**69**

Källa: Arise, FactSet, Penser by Carnegie

I känslighetsanalysen nedan har vi simulerat olika nivåer för genomsnittlig EBIT för Development men hållit övriga parametrar (värde av Production, Centrala kostnader & Övrigt och Nettoskuld) oförändrade.

Figur 5: Känslighetstabell, EBIT Development

EV/EBIT \ EBIT	177	209	246	312	378
6	46	51	56	66	76
8	55	61	68	81	94
10	64	71	**80**	96	113
12	72	81	92	112	131
14	81	92	104	127	150

Källa: Arise, FactSet, Penser by Carnegie

Figur 6: DCF, sammanfattning

Värdering	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 090
Nuvärdet av terminalvärde	1 632
Företagsvärde (EV)	**3 722**
Nettoskuld, senast rapporterad	348
Minoritetsintressen och övrigt	200
Eget kapital	**3 174**
Antal utstående aktier, full utspädning	41
Eget kapital per aktie	**78**

WACC-antaganden	
Riskfri ränta	2,5%
Riskpremie	5,5%
Småbolagspremie	4,0%
Extra risk-premie	0,0%
WACC	**12,0%**

Antaganden terminalvärde	
Långsiktig tillväxt	2,0%
Långsiktig EBIT-marginal	50,0%
Avskrivningar, % av omsättning	4,0%
Capex, % av omsättning	4,0%
Rörelsekapital, % av omsättning	16,8%
Skattesats	5,0%

Källa: Arise, Penser by Carnegie

Figur 7: DCF, känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	11,0%	82	85	89	93	97
	11,5%	77	80	83	87	91
WACC	12,0%	72	75	78	81	84
	12,5%	68	71	73	76	79
	13,0%	65	67	69	71	74

		Långsiktig EBIT-marginal				
		45,0%	47,5%	50,0%	52,5%	55,0%
	11,0%	82	85	89	92	95
	11,5%	77	80	83	86	89
WACC	12,0%	72	75	78	81	83
	12,5%	68	71	73	76	78
	13,0%	64	67	69	71	74

Källa: Arise, Penser by Carnegie

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	**343**	**454**	**130**	**341**	**1 164**	**503**	**535**	**654**	**712**
Övriga rörelseintäkter	0	1	0	2	5	4	0	0	0
Totala intäkter	**343**	**455**	**130**	**343**	**1 169**	**507**	**535**	**654**	**712**
Övriga rörelsekostnader	-152	-235	-97	-200	-319	-220	-209	-271	-269
EBITDA	**191**	**220**	**33**	**143**	**850**	**287**	**326**	**383**	**443**
EBITDA, justerad	**191**	**220**	**33**	**143**	**850**	**287**	**326**	**383**	**443**
Avskrivningar	-72	-76	-70	-64	-61	-64	-77	-77	-77
EBITA, justerad	**118**	**144**	**-37**	**79**	**789**	**223**	**249**	**306**	**365**
EBIT	**118**	**144**	**-37**	**79**	**789**	**223**	**249**	**306**	**365**
EBIT, justerad	**118**	**144**	**-37**	**79**	**789**	**223**	**249**	**306**	**365**
Finansnetto	-90	-375	-71	-21	-17	-23	-20	-20	-20
Resultat före skatt	**28**	**-231**	**-108**	**58**	**772**	**200**	**229**	**286**	**345**
Resultat före skatt, justerad	**28**	**-231**	**-108**	**58**	**772**	**200**	**229**	**286**	**345**
Total skatt	-7	-2	0	-1	0	0	0	-3	-4
Nettoresultat	**21**	**-233**	**-108**	**57**	**772**	**200**	**229**	**283**	**341**
Nettoresultat, justerad	**21**	**-233**	**-108**	**57**	**772**	**200**	**229**	**283**	**341**
Intäktstillväxt	*-*	*33%*	*-71%*	*>100%*	*>100%*	*-57%*	*6%*	*22%*	*9%*
Bruttomarginal	*N.m.*	*>100%*	*N.m.*	*>100%*	*>100%*	*>100%*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*
EBIT-marginal, justerad	*34,5%*	*31,7%*	*Neg.*	*23,0%*	*67,8%*	*44,3%*	*46,6%*	*46,8%*	*51,3%*
EPS, justerad	*0,63*	*-6,95*	*-3,12*	*1,47*	*17,3*	*4,54*	*5,43*	*6,71*	*8,10*
EPS-tillväxt, justerad	*-*	*N.m.*	*N.m.*	*N.m.*	*>100%*	*-74%*	*20%*	*23%*	*21%*

Källa: Arise, Carnegie

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	118	144	-37	79	789	223	249	306	365
Övriga kassaflödesposter	-23	250	-1	119	135	28	57	54	53
Förändringar i rörelsekapital	-70	129	38	-68	-41	-90	171	-19	-9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	**25**	**523**	**0**	**130**	**883**	**161**	**478**	**341**	**409**
Investeringar i anläggningstillgångar	-33	-66	-34	-124	-176	-354	-75	-80	-80
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	-130	0	0	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	0	0	0	0	-47	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	**-33**	**-66**	**-34**	**-124**	**-306**	**-401**	**-75**	**-80**	**-80**
Fritt kassaflöde	**-8**	**457**	**-34**	**6**	**577**	**-240**	**403**	**261**	**329**
Förvärv och avyttringar	27	79	0	0	1	-137	0	0	0
Nyemission / återköp	0	2	0	0	3	-24	-75	0	0
Förändring av skulder	-104	47	-236	-18	505	150	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	-44	-51	-57	-63
Övriga poster	0	-5	-5	-6	-6	-9	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	**-77**	**123**	**-241**	**-24**	**503**	**-64**	**-126**	**-57**	**-63**
Kassaflöde	**-85**	**580**	**-275**	**-18**	**1 080**	**-304**	**277**	**204**	**266**
Nettoskuld	**1 041**	**570**	**541**	**505**	**-211**	**277**	**0**	**-205**	**-471**

Källa: Arise, Carnegie

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR									
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	25	25	30	30	30	30
Materiella anläggningstillgångar	1 812	1 322	1 276	1 223	1 218	2 236	2 234	2 236	2 239
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	0	50	190	244	244	244	244
Summa anläggningstillgångar	**1 812**	**1 322**	**1 276**	**1 298**	**1 433**	**2 510**	**2 508**	**2 510**	**2 513**
Varulager	8	8	1	1	0	0	0	0	0
Kundfordringar	0	0	2	3	7	7	7	7	7
Övriga omsättningstillgångar	187	100	53	139	256	373	321	392	427
Likvida medel och kortfristiga placeringar	61	365	86	70	1 220	917	1 194	1 399	1 665
Summa omsättningstillgångar	**256**	**473**	**142**	**213**	**1 483**	**1 297**	**1 522**	**1 798**	**2 099**
SUMMA TILLGÅNGAR	**2 068**	**1 795**	**1 418**	**1 511**	**2 916**	**3 807**	**4 030**	**4 308**	**4 612**
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	824	698	703	676	1 616	2 206	2 309	2 535	2 813
Summa eget kapital	**824**	**698**	**703**	**676**	**1 616**	**2 206**	**2 309**	**2 535**	**2 813**
Långfristiga räntebärande skulder	922	932	609	370	925	1 070	1 070	1 070	1 070
Långfristiga leasingskulder	0	0	0	55	55	65	65	65	65
Övriga långfristiga skulder	46	46	47	49	62	290	290	290	290
Summa långfristiga skulder	**968**	**978**	**656**	**474**	**1 042**	**1 425**	**1 425**	**1 425**	**1 425**
Kortfristiga räntebärande skulder	180	3	18	146	27	57	57	57	57
Leverantörsskulder	96	116	26	23	49	21	22	27	30
Kortfristiga leasingskulder	0	0	0	4	2	2	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	0	0	15	188	180	96	214	262	285
Summa kortfristiga skulder	**276**	**119**	**59**	**361**	**258**	**176**	**295**	**348**	**373**
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	**2 068**	**1 795**	**1 418**	**1 511**	**2 916**	**3 807**	**4 030**	**4 308**	**4 612**

Källa: Arise, Carnegie

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	-	33%	-71%	>100%	>100%	-57%	6%	22%	9%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	15%	-85%	>100%	>100%	-66%	14%	17%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	22%	N.m.	N.m.	>100%	-72%	12%	23%	19%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	-74%	20%	23%	21%
Bruttomarginal	100,0%	>100%	100,0%	>100%	>100%	>100%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	55,6%	48,5%	25,4%	41,9%	73,0%	57,1%	61,0%	58,6%	62,2%
EBITDA-marginal, justerad	55,6%	48,5%	25,4%	41,9%	73,0%	57,1%	61,0%	58,6%	62,2%
EBIT-marginal	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	44,3%	46,6%	46,8%	51,3%
EBIT-marginal, justerad	34,5%	31,7%	Neg.	23,0%	67,8%	44,3%	46,6%	46,8%	51,3%
Vinst-marginal, justerad	6,2%	Neg.	Neg.	16,6%	66,3%	39,8%	42,8%	43,3%	47,9%

Källa: Arise, Carnegie

Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	8%	67%	10%	10%	12%	13%
ROCE, justerad	Neg.	8%	Neg.	6%	41%	7%	7%	8%	9%
ROIC, justerad	Neg.	9%	Neg.	6%	61%	11%	10%	13%	16%

Källa: Arise, Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	2%	2%	1%	0%	-	-	-	-	-
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	51%	61%	>100%	81%	80%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	29%	-2%	12%	-20%	3%	52%	17%	17%	17%
Kapitalomsättningshastighet	0,2x	0,3x	0,1x	0,3x	0,4x	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x

Källa: Arise, Carnegie

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	1 041	570	541	505	-211	277	0	-205	-471
Soliditet	40%	39%	50%	45%	55%	58%	57%	59%	61%
Nettoskuldsättningsgrad	1,3x	0,8x	0,8x	0,7x	-0,1x	0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x
Nettoskuld / EBITDA	5,5x	2,6x	16,4x	3,5x	-0,2x	1,0x	0,0x	-0,5x	-1,1x

Källa: Arise, Carnegie

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	4,54	5,43	6,71	8,10
EPS, justerad	0,63	-6,95	-3,12	1,47	17,3	4,54	5,43	6,71	8,10
FCF per aktie	-0,23	13,6	-0,98	0,15	12,9	-5,45	9,55	6,20	7,81
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00	1,20	1,35	1,50	1,75
Eget kapital per aktie	24,7	20,8	20,3	17,5	36,2	50,1	54,8	60,1	66,7
Antal aktier vid årets slut, m	33,4	33,5	34,6	38,6	44,7	44,1	42,2	42,2	42,2
Antal aktier efter utspädning, snitt	33,4	33,5	34,6	38,6	44,7	44,1	42,2	42,2	42,2

Källa: Arise, Carnegie

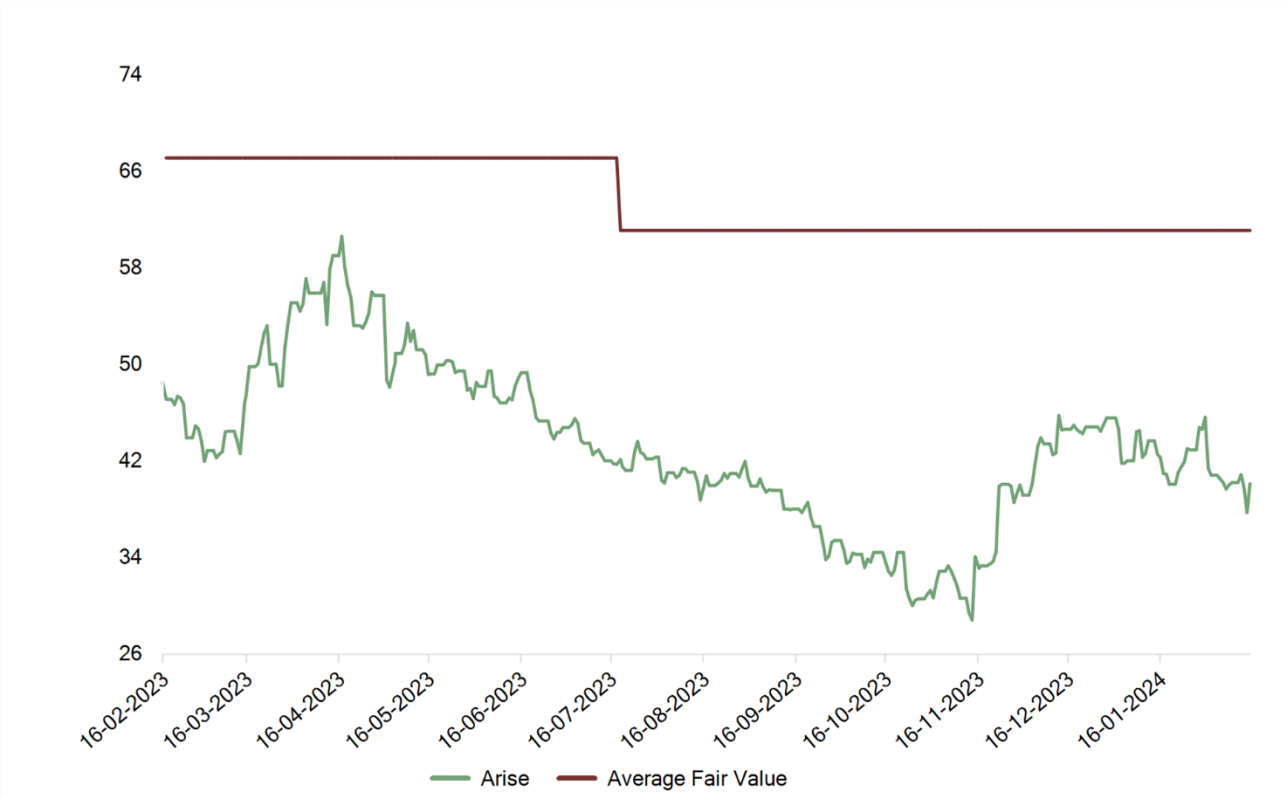
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	26,8x	Neg.	Neg.	31,1x	2,9x	10,0x	7,4x	6,0x	4,9x
P/EK	0,7x	1,4x	2,0x	2,6x	1,4x	0,9x	0,7x	0,7x	0,6x
P/FCF	Neg.	2,2x	Neg.	314,7x	3,9x	Neg.	4,2x	6,5x	5,1x
FCF-yield	Neg.	45%	Neg.	0%	26%	Neg.	24%	15%	20%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	2,6%	3,4%	3,8%	4,4%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,8%	26,4%	24,8%	22,4%	21,6%
EV/Sales	4,3x	3,1x	12,2x	6,0x	1,6x	4,9x	3,8x	3,1x	2,9x
EV/EBITDA, justerad	7,7x	6,4x	48,0x	14,5x	2,2x	8,7x	6,2x	5,3x	4,6x
EV/EBIT, justerad	12,5x	9,8x	Neg.	26,3x	2,3x	11,2x	8,2x	6,6x	5,6x
EV	1 475	1 413	1 583	2 067	1 830	2 493	2 034	2 034	2 034
Aktiekurs	13,0	17,0	30,1	40,5	45,7	40,0	40,0	40,0	40,0

Källa: Arise, Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Arise (ARISE SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

Disclaimer

Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans ”Carnegie”, adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analystjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

Värdering, metodologi och antaganden

Penser Access by Carnegie
Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka här.

Penser Future by Carnegie
Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intygar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till häri, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde (”känslig information”) hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten (“issuer-paid research”)

Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Canegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (FInansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc (“non-US affiliates”) som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

Analysdisclaimer

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Denmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys I Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

Företagsspecifika upplysningar

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

Carnegie Investment Bank AB
Regeringsgatan 56
SE-103 38 Stockholm
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95