



Penser Access by Carnegie

Fastighetsutveckling | Sverige | 11 april 2024

Aros Bostadsutveckling

Välpositionerade för att möta skifte i marknaden

Skapar ett konkurrenskraftigt bolag i regionen

Samgåendet mellan Aros och Besqab skapar en av de ledande bostadsutvecklarna i Stockholmsregionen med en portfölj om ca 8 400 byggrätter i olika stadier av projektutveckling. Den konsoliderade entiteten hade 2 480 lägenheter i produktion i Q3'23 där närmare 80% var sålda. Vid årsskiftet hade Besqab även ett förvaltningsfastighetsbestånd som färdigutvecklat värderades till 1 624 mkr med ett driftsnetto om 68 mkr. Av dessa fastigheter har delar sålts till ett värde om 770 mkr, vilket ger ett likviditetstillskott om 242 mkr under 2024. Vi bedömer även att bolaget kommer kunna se operativa och finansiella synergier framöver då storleken stärker relationen mot banker och underleverantörer.

Försiktigt lagda estimat givet marknadsläge

I och med att antalet bostäder i produktion stiger kraftigt och att Besqab höjer vi våra intäktestimat med, i snitt, 77% under 2024-2025. Vi har dock varit försiktiga i våra estimat för byggstartar; under 2024 har Aros potential att starta ca 1 300 bostäder och 2 000 under 2025. Vi räknar med att den konsoliderade enheten startar 500 respektive 1 000 bostäder dessa år. Under 2024 sjunker EBITDA med ca 34%. Detta beror på att Besqab tillför ett antal lågmarginalprojekt samt en ökad kostnadsbas. 2025-2026 stiger EBITDA kraftigt. Vår konservativa syn på det konsoliderade bolagets byggstartar under 2024 och 2025 innebär att vi justerar ner EPS med ca 17% 2025 som en följd av ett ökat antal aktier. 2026 stiger EPS med 21%.

Oförändrad syn på långsiktig potential

Vi anser att den långsiktige investeraren bör blicka åt det värde vi ser på den färdigutvecklade portföljen, som efter justeringar för det nya antalet aktier och en förenkling av nuvärdesberäkningen uppgår till 50-60 kr. I närtid anser vi dock att det rapporterade egna kapitalet och den implicita avkastningen bör vara den avgörande faktorn i värderingen. Vi bedömer att det konsoliderade bolaget bör värderas på en P/B-multipel om 1,1x, vilket ger ett motiverat värde om 40-44 kr. På dessa nivåer är den implicita avkastningen på eget kapital ca 8% under 2025-2026, vilket är i paritet med det historiska snittet för sektorkollegan JM de senaste tio åren. Givet våra konservativt lagda estimat ser vi en uppsida i både estimat och värdering när potentiella synergier realiserar och att sentimentet på bostadsmarknaden vänder.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	40,0 - 44,0 kr
Totala intäkter	82,7%	70,0%	>100%	1 433	2 549	2 624	3 424	Aktiekurs	27,1 kr
EBITDA, just.	-34,4%	77,5%	>100%	50%	78%	3%	30%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-111,4%	-17,0%	20,8%	174	122	367	556	Kursutveckling 12 mån	
Kommande händelser				EBIT, just.	174	122	367		
Q1 - rapport	30 maj 2024			EBIT, just.	174	122	367	Kursutveckling 12 mån	
Q2 - rapport	30 augusti 2024			EPS, just.	2,7	-0,4	2,7	Kursutveckling 12 mån	
Bolagsfakta (mkr)				EPS-tillväxt, just.	-23%	N.m.	N.m.	Kursutveckling 12 mån	
Antal aktier	97m			EK/aktie	42,8	36,5	39,6	Kursutveckling 12 mån	
Börsvärde	2 631			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	Kursutveckling 12 mån	
Nettoskuld	186			EBIT-marginal	12,4%	4,9%	14,4%	Kursutveckling 12 mån	
EV	2 817			ROE, just.	10,2%	Neg.	7,1%	Kursutveckling 12 mån	
Free float	31%			ROCE, just.	7,3%	2,6%	4,8%	Kursutveckling 12 mån	
Daglig handelsvolym, snitt	32k			EV/Sales	1,3x	1,1x	1,1x	Kursutveckling 12 mån	
Bloomberg Ticker	AROS SS EQUITY			EV/EBITDA	10,2x	23,0x	7,7x	Kursutveckling 12 mån	
Analytiker				EV/EBIT	10,2x	23,0x	7,7x	Kursutveckling 12 mån	
Rikard Engberg				P/E, just.	12,2x	Neg.	10,1x	Kursutveckling 12 mån	
rikard.engberg@carnegie.se				P/EK	0,8x	0,7x	0,7x	Kursutveckling 12 mån	
				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Kursutveckling 12 mån	
				Nettoskuld/EBITDA	0,8x	27,0x	10,9x	Kursutveckling 12 mån	
								Intressekonflikter	
								Yes	No
								Likviditetsgarant	✓
								Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

Investment case

Attraktiva tillgångar: Aros har i dagsläget ca 8 400 byggrätter fördelade över främst Stockholmsregionen. Vi bedömer att dessa byggrätter är belägna i attraktiva mikrolägen där försäljning till goda priser är möjligt. Vidare har Aros låga ingångsvärden på sina byggrätter, vilket gör att man är mindre känslig mot prisfall på bomarknaden.

Flexibilitet: Givet Aros låga ingångsvärden i byggrättsportföljen samt ett starkt planarbete har man möjlighet att vara flexibel i prissättning och upplåtandeform. Vidare finns en potential i att bygga upp ett förvaltningsfastighetsbestånd som kan vara ett komplement i planeringsprocesser och generera ett stabilt kassaflöde.

Storlek ger skalfördelar: Vi bedömer att den konsoliderade enheten kommer kunna dra fördel av sin storlek både i relationen med banker och andra motparter. Genom att vara en större motpart till banker finns möjlighet att genomföra byggstarter vid en lägre försäljningsgrad. Vi har observerat att i dagens utmanande marknad tenderar att leda till att projekt säljs nära tillträde snarare än i ett skede när tillträde ligger två-tre år bort i tiden. Vidare bedömer vi att den större entiteten kommer vara i en bättre förhandlingsposition i entreprenadupphandlingar, vilket kommer stärka marginalerna.

Bolagsprofil

Aros är en bostadsutvecklare med fokus på Stockholmsregionen. Bolaget kommer genom transaktionen med Besqab ha en byggrättsportfölj innefattandes ca 8 400 bostäder. Fokus har varit på områden med ett bra pendlingsläge och områden som domineras av småhus. Man har således undvikit de stora exploateringsområdena i Stockholm.

Historiskt har Aros varit skickliga på att investera i råmark och driva planprocesser. Detta resulterar i att man har relativt låga ingångsvärden på sina byggrätter. Bolaget har därför en hög projektmarginal och ROI på sina projekt. Aros har haft som målsättning att ha en projektmarginal om minst 20% och de åtta senaste kvartalen har denna varit i snitt 23%, vilket är imponerande givet en utmanande marknad. Genom att ha låga ingångsvärden på projekt har man möjlighet till flexibel prissättning. Historiskt har Aros positionerat sig inom ett övre medelsegment. I dagsläget har Aros ett stort antal projekt i sent planskede, vilket möjliggör en acceleration av byggstarter, vilket i sin tur leder till en god vinst och kassaflödestillväxt. Efter förvärvet har bolaget en mycket balanserad struktur med från- och tillträden kommande år. Detta medför att vi bedömer att bolaget kommer kunna röra sig mot att ha 2 500 bostäder i produktion från 2025 och framåt. Vidare kommer man genom förvärvet över ett av branschens starkaste varumärken, i form av Besqab.

Givet de positiva marknadssignaler vi nu börjat se, i form av stigande boprisindikator, ett tydligt konsensus om att vi nått räntetoppen samt den, underliggande, strukturella, bostadsbristen, bedömer vi att marknadsförutsättningarna kommer att se mer gynnsamma ut under 2025-2026. Detta i kombination med en låg byggkostnadsinflation gör att vi bedömer att Aros under 2025-2026 kommer kunna röra sig mot sina historiska projektmarginaler. Vidare ser vi potential för en tydlig uppsida i våra estimat då vi inte har skattat för några synergier på kostnads- eller finansieringssidan. Vi bedömer dock att det kommer finnas möjliga kostnadssynergier då Aros jobbar med totalentreprenader och Besqab delade, vilket syns i att Aros vid årsskiftet hade 37 anställda och Besqab 110.

Värdering

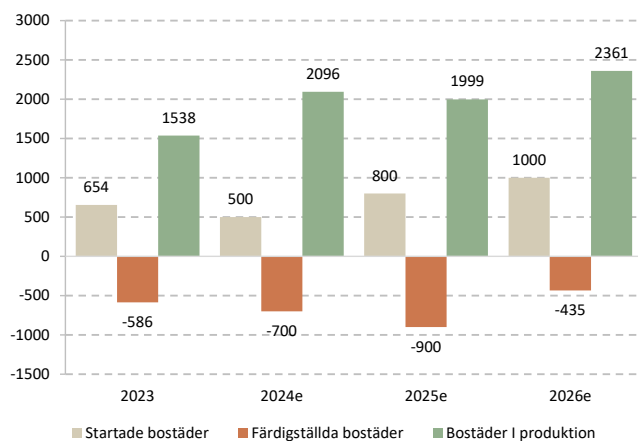
Vi anser att den långsiktige bör blicka mot det färdigutvecklade värdet på den kombinerade byggrättsportföljen, vilket vi bedömer vara 50-60 kr. Givet rådande marknadsläge anser vi att aktien bör värderas baserat på värdet av eget kapital. Här bedömer vi att en multipel om P/B 1,1x reflekterar dagens marknadsläge. Det motsvarar en rabatt om 30% jämfört med Aros historiska P/B-multipel. Detta ger oss ett motiverat värde om 40-44 kr. Den implicita avkastningen på eget kapital vid vårt motiverade värde blir 8%. Vi bedömer dock att denna kommer stiga när vi får klarhet i de synergier affären medför. Vi bedömer att den då kan stiga till JMs historiska nivåer strax över 8%.

Genomgång av transaktionen

Vi bedömer att transaktionen har ett klart strategiskt syfte av främst tre anledningar:

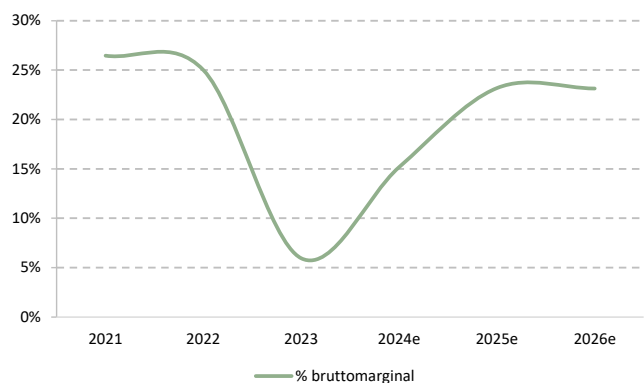
- **Kompletterande byggrättsportföljer:** Besqab har i dagsläget en relativt kort duration på sina byggstartade projekt och kommer överlämna projekt under 2024. Vidare har bolaget haft endast 57 stycken byggstarter under 2023, vilket kan ställas mot Aros som produktionsstartade 561 bostäder under 2023. Under 2024 beräknas Besqab färdigställa 900 bostäder, vilket kan ställas mot Aros som under 2024 kommer färdigställa ca 300 bostäder. Vi ser således att det konsoliderade bolaget kommer att ha en bra balans mellan byggstarter och frånträden under 2024. Vi räknar med att det konsoliderade bolaget kommer genomföra ca 500 byggstarter under 2024. Den nya balansen mellan starter och frånträden kommer således att stärka likviditetssituationen för det konsoliderade bolaget.

Överlämnanden 2024 bygger kassa för framtida starter



Källa: Aros, Penser by Carnegie

Viss återhämtning ligger i våra estimat



Källa: Aros, Penser by Carnegie

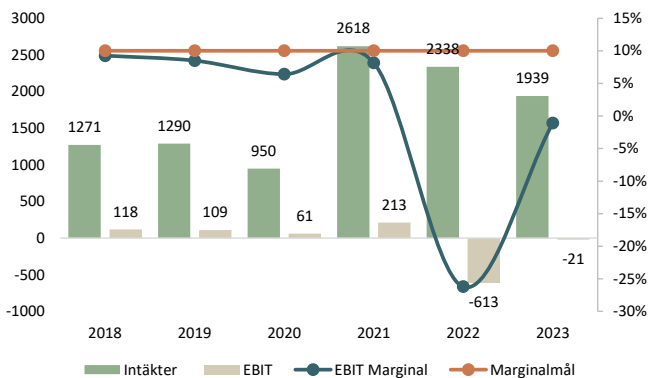
- **Skalfördelar i finansiering:** Vi bedömer att det konsoliderade bolaget kommer att kunna stärka sina relationer till banker och på detta sett kunna påvisa kostnadssynergier för de finansiella kostnaderna. Vidare bedömer vi att det nya bolaget kommer kunna få tillgång till tidigare byggkreditiv, vilket möjliggör fler starter framöver. Vi anser att detta kommer vara en nyckel framöver då vi noterat att slutkunder inte köper projekt på ritning i samma omfattning som tidigare.
- **Möjlighet till kostnadssynergier:** Vi har i våra konsoliderade estimat inte räknat med några operativa kostnadssynergier för det konsoliderade bolaget. Vi bedömer dock att det kommer att synas skalfördelar på främst kostnadssidan framöver, men inväntar tecken på detta innan vi estimerar dessa i våra modeller. Vi bedömer att det finns potential till 30-50 mkr årligen i kostnadssynergier, främst drivet av skalfördelar.

Sammanfattningsvis anser vi att transaktionen kommer skapa en stark utmanare till JM i främst Stockholmsregionen. Vi bedömer att det pris som transaktionen kommer stänga på utgör en ytterst attraktiv värdering om P/B 0,7x vilket kan ställas mot JM som värderas till P/B 1,6x. Vi bedömer att det konsoliderade bolaget kommer att ha en implicit avkastning på eget kapital om 7%, något vi bedömer kan stiga när bostadsmarknaden börjar tina upp under kommande år.

Genomgång av Besqab

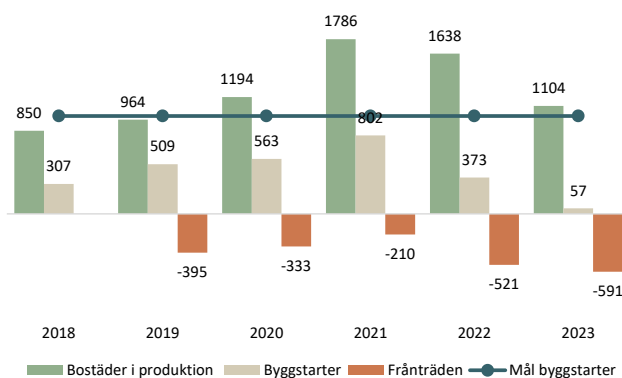
Besqab grundades 1989 av ett antal personer med bakgrund på JM. Bolaget har historiskt haft ett av de starkaste varumärkena i branschen och har vunnit pris för Sveriges nöjdaste kunder ett antal gånger de senaste åren. 2020 lanserade bolaget ambitiösa mål om att produktionsstarta 1 000 bostäder årligen senast 2023 och bygga upp ett fastighetsbestånd med ett driftsnetto om 100 mkr 2023. Dessa finansiella mål ledde till att bolaget 2021 emitterade en obligation om totalt 800 mkr med ett förfall 2024.

Inledde en kraftig expansion i volym 2020-2021...



Källa: Besqab

...drivet av en acceleration av byggstartar



Källa: Besqab

Besqabs acceleration i byggstartar och uppbygganden av förvaltningsfastigheter ledde till att man 2023 tvingades göra en företrädesemission om 833 mkr för att kunna refinansiera obligationen. Detta då transaktionsmarknaden för nyproduktion stannade av som en följd av de räntehöjningarna 2022. Kombination med en hög osäkerhet kring byggpriserna gjorde att bolaget tvingades till nedskrivningar då projektkalkylerna ändrades.

Under Q4 2022 genomfördes avsättningar om 335 mkr samt nedskrivningar om 330 mkr på bolagets exploateringsfastigheter. Dessa projekt kommer att frånträdas under 2024 vilket gör att den konsoliderade rörelsemarginalen kommer att pressas innevarande år. Vi bedömer dock att de åtgärder som genomfördes under 2022 och 2023 har gjort Besqab till ett starkare bolag som nu kommer konsolideras med Aros.

Genomgång av Besqabs fastighetsbestånd

Per årsskiftet 2023 ägde Besqab tre vårdboenden om totalt 180 lägenheter och 127 bostadslägenheter. De färdigställda fastigheterna hade ett värde om 938 mkr och de i produktion 406 mkr. Driftsnettot i beståndet uppgick till 37 mkr. Direktavkastningskravet vid årsskiftet var i intervallet 3,7-4,3%. Besqab har sålt ca hälften av beståndet för 770 mkr i Q1'24. Ytan i den sålda portföljen uppgick till 15 200 kvm. Driftsnettot på den kvarvarande delen av beståndet blir såldes ca 20 mkr när det är färdigutvecklat, vilket väntas ske under 2024.

Besqabs förvaltningsbestånd

Färdigställda fastigheter							
Namn	Kommun	Kategori	Antal bostäder	Yta	Driftsnetto (mkr)	Uthyrningsgrad	Färdigställt
Sarahemmet	Nacka	Vårdboende	54	3 920		100%	Q2 2018
Villa Solhem	Stockholm	Vårdboende	64	4 120		100%	Q2 2019
Juliahemmet	Uppsala	Vårdboende	69	4 800		100%	Q1 2021
Kapellgärdet	Uppsala	Hysesbostäder	127	6 540		100%	Q4 2023
Summa			314	19 380	41		
I produktion							
Kapellgärdet	Uppsala	Hysesbostäder	19	760			2024
Kapellgärdet	Uppsala	Vårdboende	80	5 050		100%	2024
Kapellgärdet	Uppsala	Förskola	-	564		100%	2024
Ulltuna	Uppsala	Hysesbostäder	137	6 060		23%	2024
Summa			236	12 434	27		

Källa: Besqab

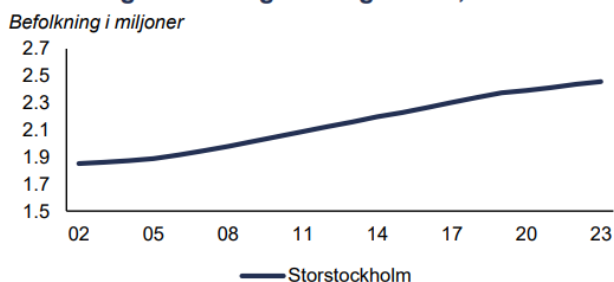
Genomgång av marknaden

Demografin och efterfrågan i Stockholm

Aros är främst beroende av två underliggande marknader – bostadsmarknaden i Stockholm och marknaden för upphandling av byggentreprenad. Vi bedömer att Stockholm som marknad har mycket goda förutsättningar då länet ser en kraftig befolkningstillväxt, vilket driver fram ett behov av nyproduktion. Detta bekräftas av att det i dagsläget står ca 83 000 personer i Stockholms bostadsförmedlings bostadskö.

En stark befolkningstillväxt...

Stark årlig befolkningsökning om ~1,4 %

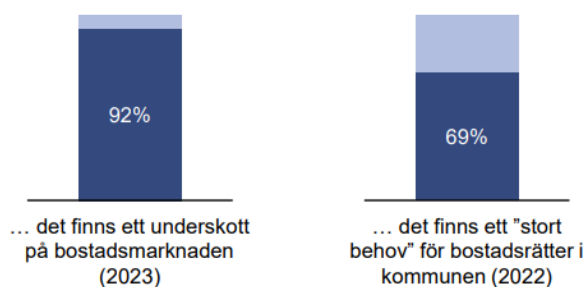


Källa: Boverket, SCB och Svensk mäklarstatistik

...driver fram ett tydligt bostadsunderskott...

Tydligt underskott av bostäder

Kommuner i Storstockholm uttrycker sig att...

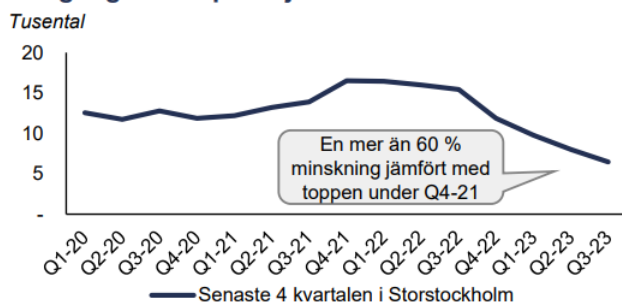


Källa: Boverket, SCB och Svensk mäklarstatistik

För att möta den strukturellt starka efterfrågan har Stockholms län lagt fram ett mål om att det ska färdigställas 20 000 bostäder årligen fram till 2050, vilket kan ställas mot att det färdigställdes 13 000 bostäder 2022. Under 2023 har dock antalet byggstarter minskat med 70%, vilket tyder på att de kommande åren kommer domineras av ett lågt tillskott av bostäder på en marknad med en hög strukturell efterfrågan. Vi bedömer att denna utveckling kommer gynna en bostadsutvecklare som har torrt krut i påsen i form av en stark projektportfölj och god finansiell ställning.

...samtidigt som byggstarter är på rekordlåga nivåer

Nedgång i antal påbörjade flerbostadshus



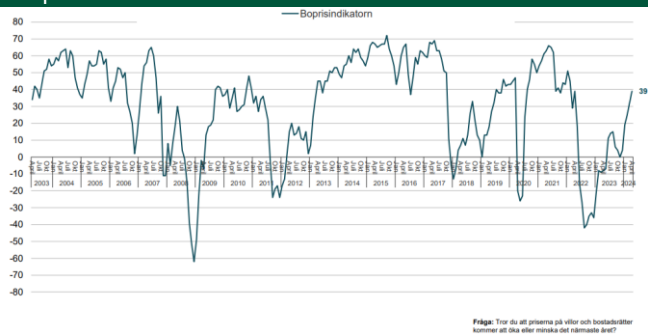
Källa: Boverket, SCB och Svensk mäklarstatistik

Marknadssituation bostadspriser

Vi bedömer att det framför allt är två aspekter som har lett till en avvaktande marknad för nyproduktion under 2022-2023. Den första var osäkerhet kring räntemarknaden, vilket har en inverkan på perceptionen av prisutvecklingen. Detta kan bäst illustreras av SEB:s boprisindikator som mäter hushållens förväntningar på bostadspriser och räntenivåer. Under 2022 trodde marknaden för första gången sedan finanskrisen 2008 på kraftigt sjunkande bopriser. Den andra aspekten var en skenande inflation i byggkostnader som medförde att det var svårt att få en god marginal i projekt.

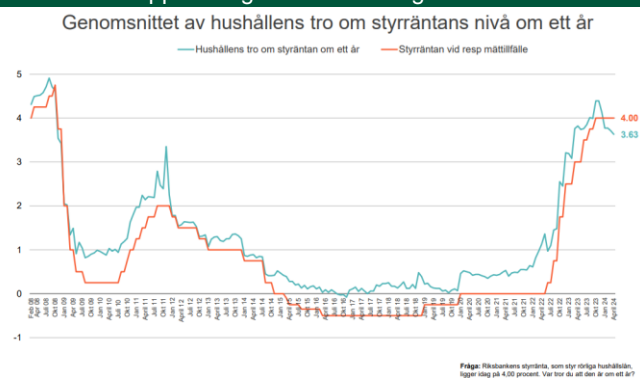
Här ser vi att det har skett ett tydligt skifte under de senaste månaderna, där hushållen nu tror på stigande bostadspriser och att räntetoppen är nådd. Historiskt har mönstret varit tydligt – försäljningen av nyproduktion, då tillträdena sker ca ett-två år i framtiden, är som starkast i marknader med stigande priser. Osäkerheten på bostadsmarknaden har således bidragit till att folk blir mindre benägna att köpa en bostad där tillträde ligger i framtiden.

Boprisindikatorn indikerar ett skifte i marknadssentiment



Källa: SEB Boprisindikator

Hushållens uppfattning om räntor viktig drivkraft



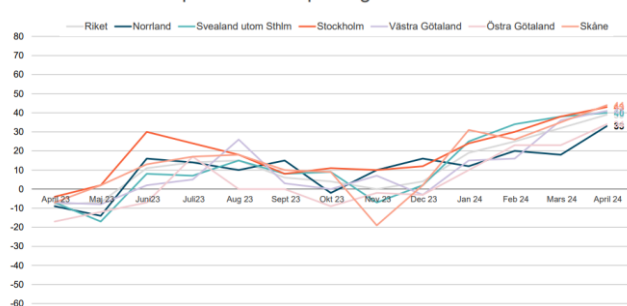
Källa: SEB Boprisindikator

Vi bedömer att Aros kommer gynnas av denna utveckling då de två regioner där marknaden är mest övertygade om stigande bostadspriser är Stockholm och Svealand, exklusive Stockholm, dvs. de marknader där Aros är aktiva.

Vidare har vi valt att studera data på kommunnivå genom SBAB Booli Housing Market Index. Detta index mäter efterfråganivån per kommun, där ett värde på 1 indikerar balans, under 1 indikerar underskott och över 1 överskott. Här noterar vi att de kommuner där Aros+Besqab har stora projekt uppvisar ett underskott, vilket stärker vår tes att försäljningen av nya projekt bör kunna ta fart kommande sex-tolv månader.

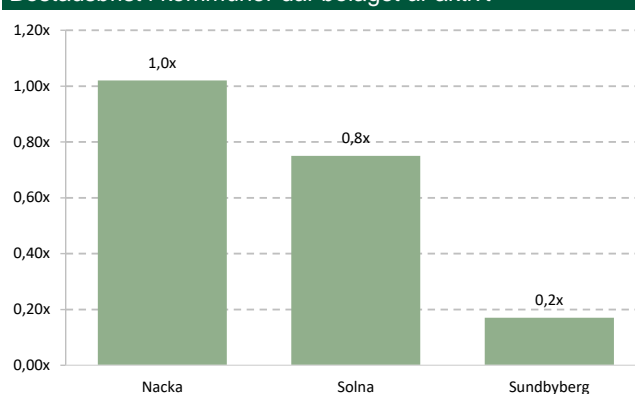
Aros marknader har det starkaste sentimentet i Sverige

Boprisindikatorn per region senaste året



Källa: SEB Boprisindikator

Bostadsbrist i kommuner där bolaget är aktivt



Källa: SBAB Booli Housing Market Index

Sammanfattningsvis bedömer vi att det kommer finnas goda förutsättningar för Aros kommer att nå sina produktionsmål under 2025-2026 om att ha 2 500 bostäder i produktion, då vi nu ser en stabilisering i räntenivåer samt en fortsatt optimism i synen på boprisernas utveckling.

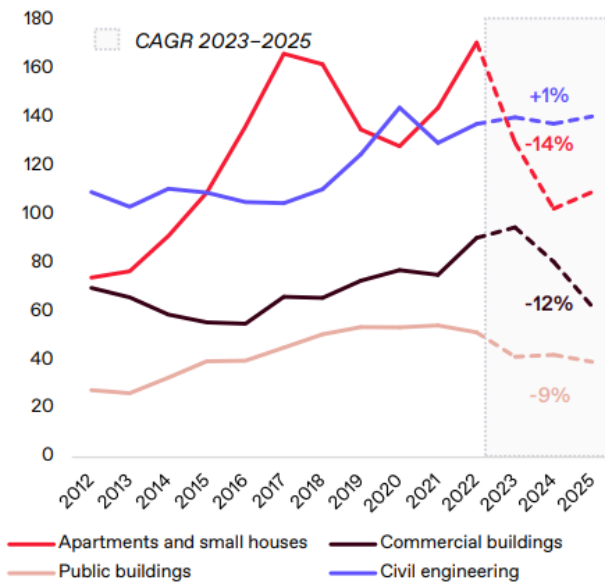
Genomgång av byggmarknaden

Vi bedömer att de två viktigaste insatsvarorna för Aros framöver är finansieringsmarknaden för hushåll, där vi ser att ränteförväntningarna börjar komma ned vilket kommer kunna driva försäljning och starter av nya projekt. Den andra aspekten, som främst är viktig för Aros lönsamhet, är hur byggprismarknaden utvecklas. För att analysera denna marknad framöver har vi valt att studera det norska byggbolaget Veidekkes senaste rapport över aktivitet i sektorn. Här ser vi att aktiviteten för bostadsbyggande har sjunkit kraftigt under 2023 och väntas vara fortsatt svag under perioden 2024-2025 med en CAGR om minus 14% under perioden 2023-2025. Detta i kombination med en svag marknad för kommersiell fastighetsutveckling under perioden 2024-2025 gör att vi bedömer att prognosen om endast en modest höjning i byggpriser om 2,5% under 2024 som rimlig. Vidare bedömer vi att marknaden för fastpriskontrakt kommer att vara fortsatt stark givet de svaga orderböckerna för byggbolag generellt.

Sjunkande produktion...

Sweden, production by sector

NOK billion, fixed prices

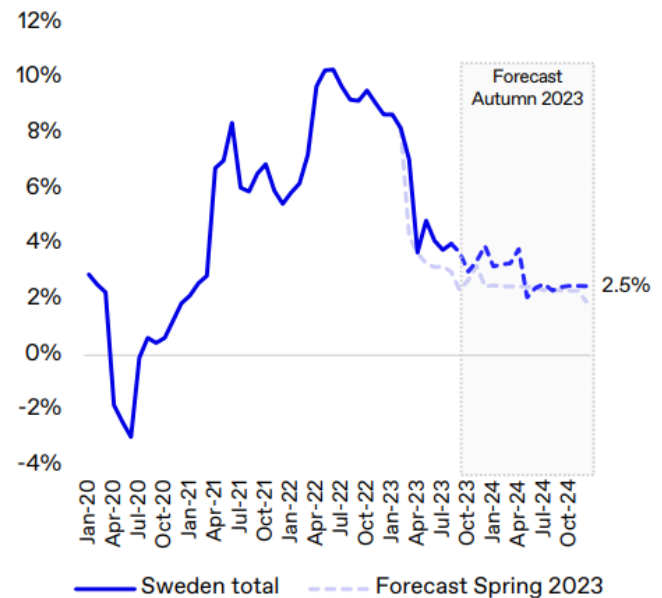


Källa: Veidekke

...leder till fortsatt låga byggkostnader

Sweden, Construction cost index, residential block

Percentage change since same month last year



Källa: Veidekke

Givet att byggpriserna kommer vara relativt stabila, bedömer vi det som rimligt att Aros kommer kunna se en stigande projektmarginal under perioden 2024-2026. Detta i kombination med en acceleration i antalet byggstarter och avslut gör att vi bedömer att vinstutvecklingen kommer vara stark under 2025-2026.

Genomgång av estimat

Vi har byggt våra estimat baserat på en successiv vinstavräkning med följande antaganden:

- Pris per kvadratmeter till slutkund 60 000 under perioden 2024-H1 2025, därefter 62 000 kr per kvadratmeter under H2-2025 till 2026. I dagsläget uppgår snittpriset för en brf i Stockholms län till 62 971 kr/kvm enligt Svensk Mäklarstatistik
- Lån till förening om 10 000 kr per kvadratmeter under hela prognosperioden. Historiskt har denna siffra pendlat mellan 10-15 000 kr/kvm under de senaste åren har den varit närmare 10 000 givet ränteläget på marknaden
- Snittstorlek om 65 kvm per lägenhet. Detta kan ställas mot snittet i Stockholms innerstad där snitt storleken är 57 kvm. Utanför innerstaden och i nyproduktion är dock storleken något större.

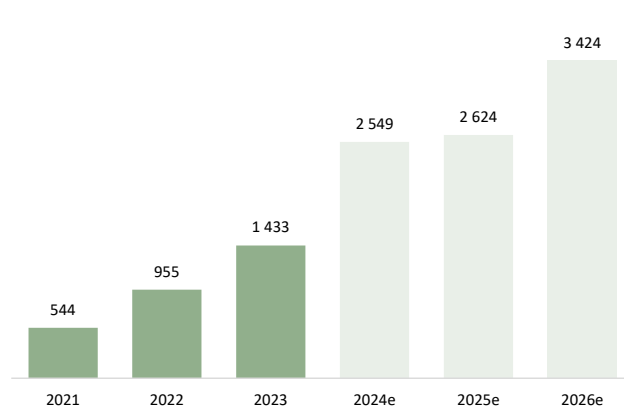
Vi räknar med att projekten i genomsnitt tar fyra år att färdigställa. Detta för att ta höjd för eventuella förseningar och vara konservativa i vår vinstavräkning.

Bostäder i produktion kommande år (st)



Källa: Aros, Penser by Carnegie

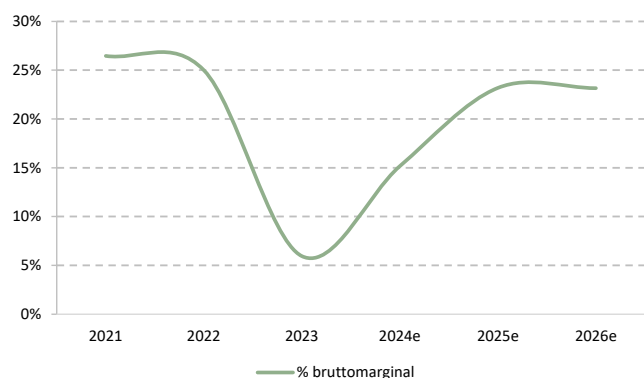
Intäkter (mkr)



Källa: Aros, Penser by Carnegie

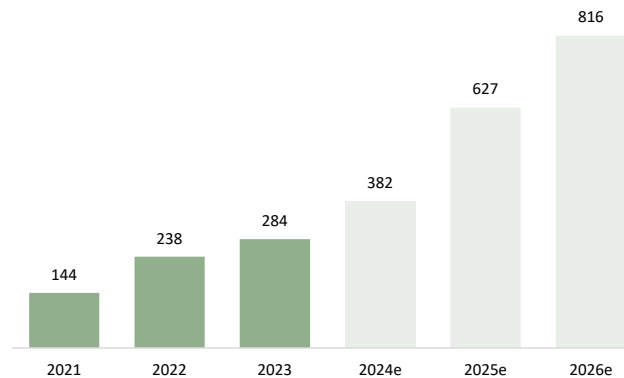
För att beräkna bruttovinsten antar vi en marginal i linje med Aros historiska snitt om strax över 20%. Under perioden 2021 - 2023 uppgick Aros bruttomarginal till i snitt 25%. För 2024 räknar vi dock med en lägre marginal om 15%. Detta då man under 2024 kommer vinstavräkna ett antal Besqabprojekt där marginalen är väsentligt lägre än Aros historiska projekt. Detta är en följd av att Besqab gjort dyra markförvärv vilket pressar marginalen. Vi bedömer dock att dessa projekt med lägre marginal kommer fasas ut under 2024.

Vi bedömer att en återhämtning i bruttomarginalen är trolig 2025-2026...



Källa: Aros, Penser by Carnegie

...vilket stödjer en kraftig tillväxt i bruttoresultat under 2025-2026



Källa: Aros, Penser by Carnegie

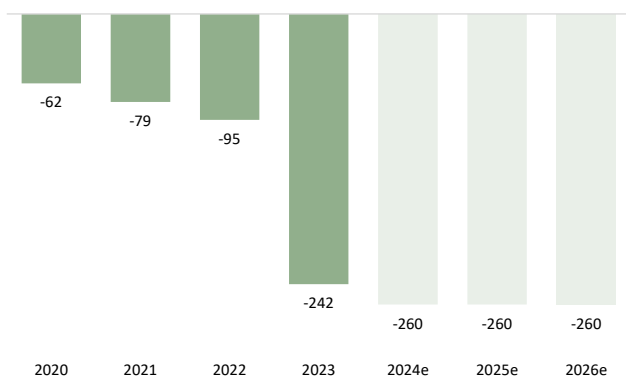
I våra estimat för kassaflöde och finansiering har vi räknat med att byggkreditiv täcker 60% av kostnaderna i projekten. Byggkreditiven betalas sedan av vid frånträde. Det rörelsekapital som bolaget bygger upp under perioden består således av skillnaden mellan upparbetat arbete och utbetald byggkreditiv. Vi bedömer att bolaget under 2026 kommer att ha ett negativt kassaflöde givet att fler byggstartar än frånträden krävs för att bolaget ska kunna röra sig mot sina finansiella mål.

Kostnader

Vi har varit relativt konservativa i våra estimat för kostnadsbasen framöver. Vi räknar med att övriga externa kostnader och personalkostnader kommer att vara i linje med de konsoliderade siffrorna då bolaget inte har annonserat några tydliga mål för kostnadssynergier.

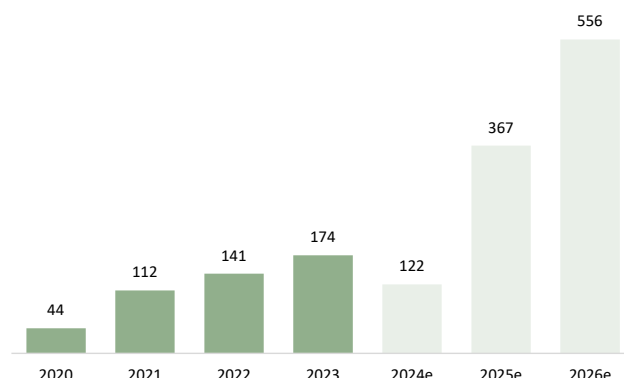
Vi bedömer dock att det kan uppstå kostnadssynergier framöver eftersom Besqab har en betydligt större organisation än Aros. Vi ser också stora möjligheter till kostnadssynergier då Aros historiskt har jobbat med totalentreprenader och Besqab med delade entreprenader, vilket förklarar att Besqab vid årets utgång hade 110 anställda och Aros 37.

Kostnadsutveckling (mkr)



Källa: Aros, Penser by Carnegie

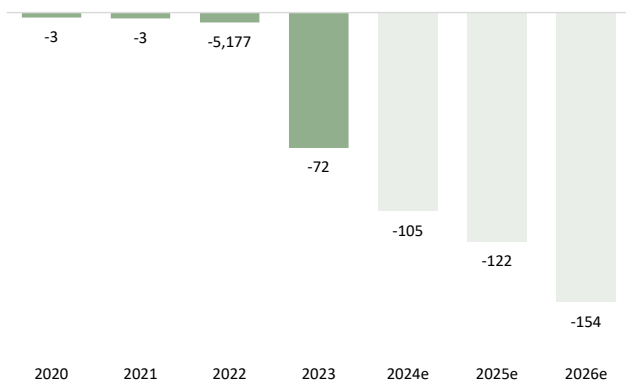
EBIT utveckling (mkr)



Källa: Aros, Penser by Carnegie

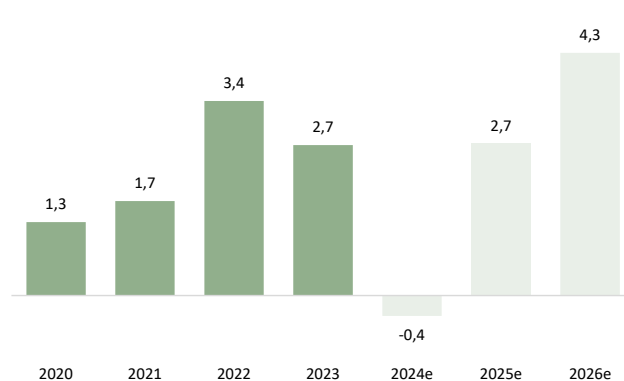
Vi har i våra estimat inte räknat med några kostnadssynergier för byggkreditiv eller någon räntesänkning, vilket gör att vi får följande estimat för finansieringskostnader och EPS.

Räntekostnader (mkr)



Källa: Aros, Penser by Carnegie

EPS



Källa: Aros, Penser by Carnegie

Känslighetstabell EPS 2025

	X-bruttomarginal, Y kostnadssynergier				
	17%	20%	23%	26%	30%
30	1,1	1,9	2,7	3,6	4,6
40	1,2	2,0	2,9	3,7	4,7
50	1,3	2,1	3,0	3,8	4,8
60	1,4	2,2	3,1	3,9	5,0
70	1,5	2,4	3,2	4,0	5,1

Källa: Penser by Carnegie

Känslighetstabell EPS 2026

	X-bruttomarginal, Y kostnadssynergier				
	17%	20%	24%	26%	30%
30	2,2	3,3	4,7	5,4	6,8
40	2,3	3,4	4,8	5,5	6,9
50	2,4	3,5	4,9	5,6	7,0
60	2,5	3,6	5,0	5,7	7,1
70	2,6	3,7	5,1	5,8	7,2

Källa: Penser by Carnegie

I våra modeller räknar vi att all byggkreditiv konsolideras vilket förklarar utvecklingen av nettoskulden i prognosperioden. I realiteten hamnar byggkreditiven hos bostadsrättsföreningarna, vilket gör att den reella skuldsättningen är lägre än våra modeller antyder. Ovan presenterar vi en känslighetstabell för EPS 2025-2026 vid potentiella kostnadssynergier och bruttomarginal.

Värdering

Historiskt har vi värderat Aros baserat på den färdigutvecklade byggportföljen och sedan diskonterat detta värde för att komma fram till vårt motiverade värde. Givet att byggrättsportföljen nu är betydligt större och mer komplex har vi gjort följande förenklingar:

- Snittpris inklusive BRF-lån: 75 000 kr/kvm
- Snittstorlek: 70 kvm
- Utveckling på i snitt 5 år
- P/EK 1,1x

Beräkning av Aros portfölj färdigutvecklad	
Värdering byggrättsportfölj	
Antal byggrätter	8 400
Snittvärde ink lån	75 000
Storlek (kvm)	70
Färdigutvecklat värde (mkr)	44 100
Bruttomarginal	20%
Bruttovinst (mkr)	8 820
Nuvärde vinst (mkr)	5 477
Preferensaktier	705,5
EK (mkr)	4 771
Per aktie	49
P/EK 1,1	54

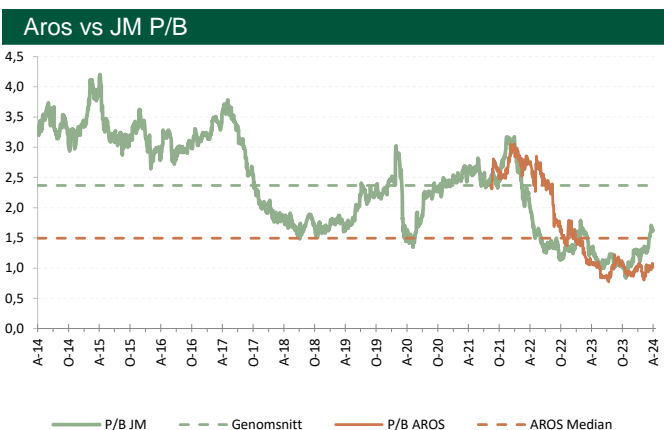
Källa: Penser by Carnegie

Känslighetstabell värde per aktie					
	X-pris/kvm ink. lån, Y diskonteringsränta				
	70 000	72 500	75 000	77 500	80 000
8%	55	58	60	62	65
9%	53	55	57	59	61
10%	50	52	54	56	58
11%	47	49	51	53	55
12%	45	47	49	51	52

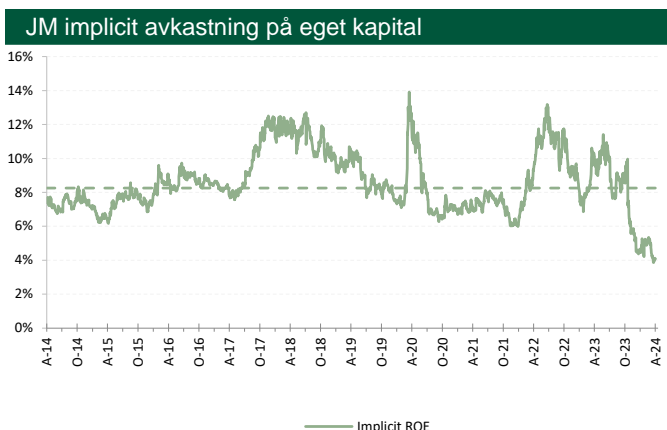
Källa: Penser by Carnegie

Diskrepansen från vårt tidigare motiverade värde om 72-75 kr beror främst på tidsvärdet samt ett större antal aktier i bolaget. Tidigare har vi beräknat vinsterna från varje projekt och diskonterat i och med planerat frånträde, nu väljer vi att samla samtliga frånträden till fem år fram i tiden. Av det färdigutvecklade värdet utgör affären med Patrizia ca 10%. Givet Vi det utmanande läget på bostadsmarknaden i dagsläget, bedömer vi dock att aktien bör värderas baserat på nuvarande eget kapital.

Det bokförda egna kapitalet i Q4 för det konsoliderade bolaget uppgick till ~3,5 mdkr och det kombinerade börsvärdet för Aros Besqab uppgick till ~2,6 mdkr vilket gör att aktien i dagsläget handlas till ett P/B om 0,7x, vilket ger en implicit avkastning på eget kapital om ~13% för perioden 2025-2026. Detta kan ställas mot JM som dagsläget handlas till P/B 1,6x, vilket ger en implicit avkastning på eget kapital om ca 4%.



Källa: Factset



Källa: Factset

Vi bedömer att det i rådande marknadsläge är rimligt att värdera Aros på P/B 1,1x vilket är en rabatt om ca 30% jämfört det historiska snittet om P/B 1,5x och jämfört med JM. Vi anser att rabatten gentemot JM och det historiska snittet går att förklara med en lägre implicit avkastning på eget kapital mot JMs historiska snitt om 8,3%. Med denna värderingsmetodik får vi ett motiverat värde om 40-44 kr.

Precis som vi antyder i vår scenarioanalys är Aros mycket exponerade mot bostadspriserna i Storstockholm. I vår scenarioanalys stiger den implicita avkastningen på eget kapital till ca 12% på dagens kursnivåer. Detta skulle motivera ett större premium jämfört med bokfört eget kapital.

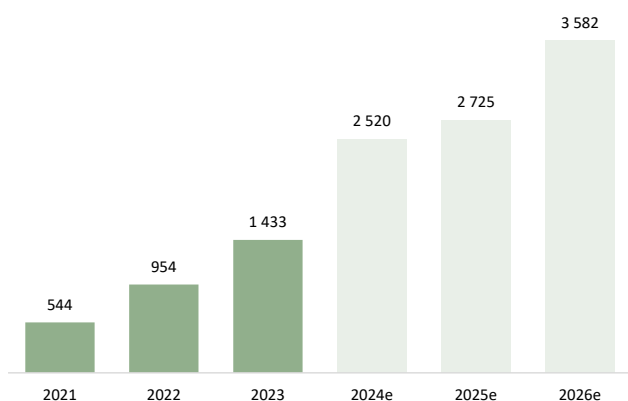
Den långsiktige investeraren bör dock blicka mot nuvärdet på byggrättsportföljen, vilket vi uppskattar till minst 50-60 kr per aktie baserat på våra konservativa antaganden. Dagens aktiekurs motsvarar ett värde till slutkund om ca 30 000 kr/kvm vilket är långt under dagens marknadsvärden på de marknader där Aros är aktiva. Sammanfattningsvis ser vi att samgåendet med Besqab skapar ett bolag som kommer kunna möta det uppdämda behovet på marknaden väl.

Scenarioanalys

Givet att Aros har en tydlig exponering mot bostadspriserna har vi genomfört en scenarioanalys där vi presenterar hur omsättningen respektive EPS skulle utvecklas vid ett snittpris om 65 000 kr/kvm 2025 och 66 000 kr/kvm 2026. Detta skulle motsvara en prisökning om ca 5,6% över våra grundantaganden.

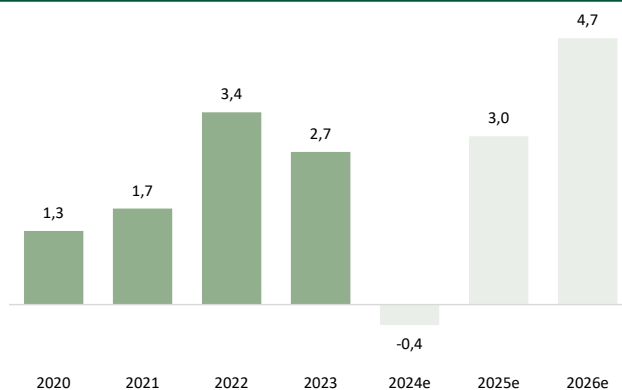
I detta scenario skulle EPS vara ca 10% högre 2025-2026, den implicita avkastningen på eget kapital skulle stiga till strax över 13%. Vidare bedömer vi att vid ett scenario likt det som presenteras nedan skulle försäljningen öka, vilket förmodligen skulle leda till fler bostäder i produktion. Vi ser således att det finns en potentiell uppsida i våra estimat mht priserna på bostadsmarknaden. Givet de indikationer vi har gällande marknaden i form av stigande boprisindikator och bostadsbrist i många kommuner där Aros är aktiva, bedömer vi en prisuppgång som mer sannolik än sjunkande priser. Vidare bedömer vi att potentiella kostnadssynergier om 30-50 mkr kommande år kan öka EPS 0,3-0,5 kr vilket skulle stärka våra estimat ytterligare.

Intäkter mkr



Källa: Aros, Penser by Carnegie

EPS



Källa: Aros, Penser by Carnegie

Proforma siffror

I samband med förvärvet upprättades en proforma redovisning för 2023. Denna redovisning bygger på IFRS vilket gör jämförelsen mellan denna och våra modeller som bygger på Aros segmentsredovisning svår. I IFRS genomförs vinstavräkningen i ett projekt vid frånträde medan det i segmentsredovisningen sker en succesiv vinstavräkning under projektets gång. Över en lång tid kommer dessa två principer att ge samma resultat men, IFRS gör resultatet slagit då tillräden kan ske över en tidsperiod. För att få en bättre jämförelse mellan Aros innan transaktionen och det konsoliderade bolaget har vi valt att i våra modeller utgå ifrån Aros segmentsredovisning. Nedan följer en tabell över 2023 års resultaträkning konsoliderat.

Proforma IFRS 2023 resultaträkning				
	Aros	Besqab	Just.	Proforma
Nettoomsättning	1 488	2 385	-	3 873
COGS	- 1 239	- 2 391	-	- 3 630
Bruttoresultat	249	- 6	-	243
Försäljning och admin	- 114	- 128	-	- 242
Övriga intäkter	-	-	156	156
Resultat från intressebolag	74	- 23	-	52
Resultat före värdoförändring	209	- 157	-	209
Orealiserade värdoförändringar	-	- 141	-	- 141
Rörelseresultat	209	- 298	-	68
Finansiella intäkter	5	13	-	18
Finansiella kostnader	- 46	- 44	-	- 90
Resultat efter finansiella poster	168	- 328	-	4
Skatt	-	74	-	74
Periodens resultat	168	- 254	-	71

Källa: Aros, Besqab

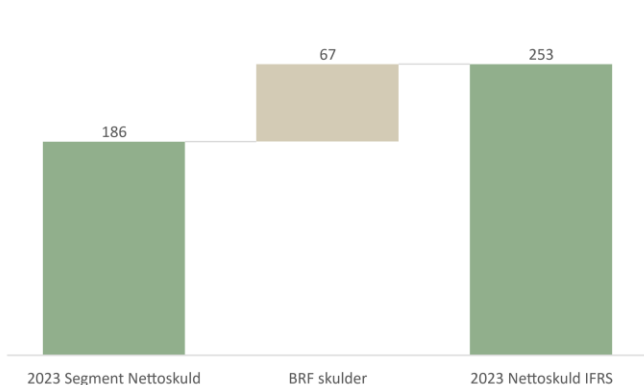
Proforma IFRS 2023 resultaträkning				
Tillgångar				
	Aros	Besqab	Just.	Proforma
Förvaltningsfastigheter	-	1 344	-	1 344
Inventarier	-	196	-	196
Finansiella anläggningstillgångar	193	-	-	193
Summa anläggningstillgångar	193	1 540	-	1 733
Projektfastigheter	1 220	667	-	1 887
Pågående arbeten	657	2 792	-	3 448
Övriga kostfristiga fodringar	215	1 328	-	1 543
Förutbetalda k. och upp. Intäkter	17	-	-	17
Likvida medel	239	332	- 20	551
Summa omsättningstillgångar	2 348	5 119	- 20	7 447
Summa tillgångar	2 541	6 659	- 20	9 180
Skulder och EK				
Eget kapital	1 788	1 696	- 20	3 464
Räntebärande skulder	329	172	-	501
Övriga långfristiga skulder	19	85	-	103
Långfristiga skulder	348	257	-	604
Räntebärande skulder	191	2 841	-	3 032
Övriga kortfristiga skulder	214	1 865	-	2 079
Kortfristiga skulder	405	4 706	-	5 111
EK och skulder	2 541	6 659	- 20	9 180

Källa: Aros, Besqab

Kommentar kring nettoskulsättning

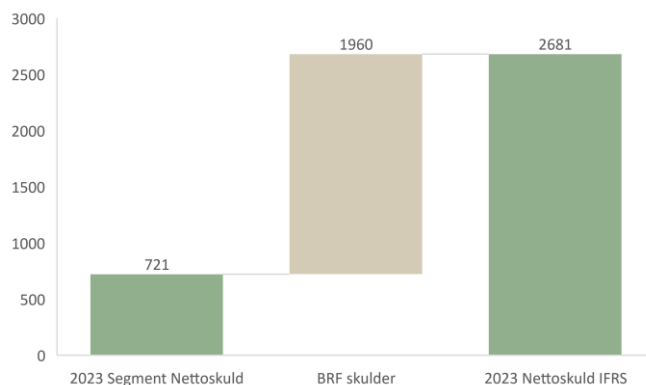
De tillgängliga siffror som presenterats proforma är enligt IFRS redovisningsstandard. Enligt dessa så konsolideras bostadsrättsföreningar på utvecklarens balansräkningar vilket innebär att skuldsättningen blir väsentligt högre enligt IFRS än bolagens segmentsredovisning som ligger till grund för våra estimat. Nedan följer en överblick på skillnaden mellan segmentsredovisning och IFRS enligt både Aros och Besqab bokslutskommunikéer för år 2023. Besqabs höga andel skulder till bostadsrättsföreningar är hänförligt till att man har ett stort antal frånträden under 2024.

Aros översikt mellan Nettoskuld segment vs IFRS



Källa: Aros

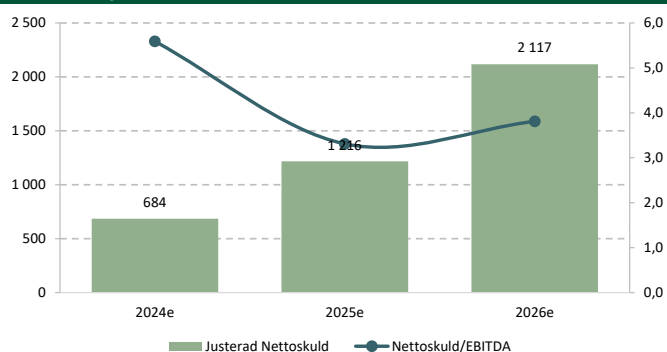
Besqab översikt mellan Nettoskuld segment vs IFRS



Källa: Besqab

Baserat på våra uppskattningar utgör skulder i bostadsrättsföreningar lite mer än 2/3 av skuldsättningen i de presenterade proforma siffrorna enligt IFRS. I våra modeller ökar nettoskulden kopplad till byggkreditiv och bostadsrättsföreningar med 592 mkr 2024, 783 mkr 2025 och 1 200 mkr 2026.. Justeras för ingångsvärdet ovan samt dessa utbetalningar får vi följande utveckling av nettoskuld i koncernen framöver. Vi är således inte oroliga för skuldsättningen trots att den, vid en första anblick, kan ses som hög. Noterbart är att av nettoskulden är ca 900 mkr 2024 och 700 mkr resterande år kopplat till de förvaltningsfastigheter som det konsoliderade bolaget kommer att äga. Justeras äve de skulder bort som är kopplade till förvaltningsbiståndet sjunker EV/EBITDA till 1,4x 2025 och 2,6x 2026.

Utveckling i nettoskuld justerat för IFRS

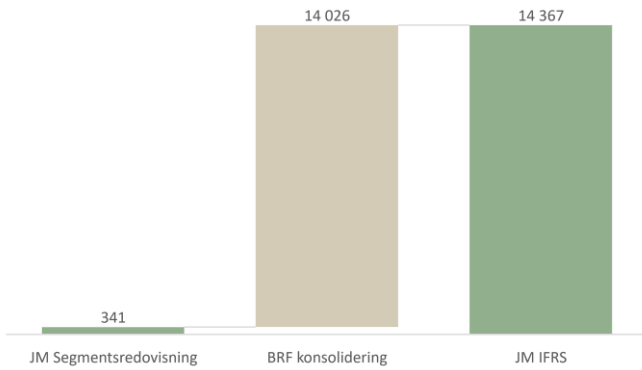


Källa: Aros, Besqab, Penser by Carnegie

En annan aspekt som är viktig att ta i beaktande är att när Aros utvecklar den portfölj som kommer säljas till Patricia tas byggkreditiven på balansräkningen vilket delvis förklarar ökningen kommande år.

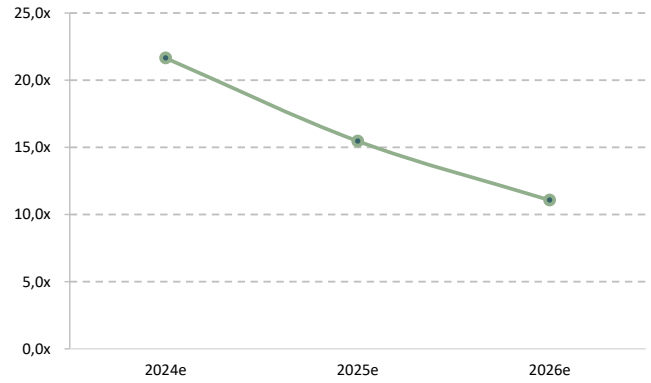
För att få en uppfattning om skuldsättningen har vi valt att jämföra Aros med JM. Utan konsolidering av bostadsrättsföreningar är JM i princip skuldfritt. Konsolideras brf-skulderna blir förhållandet Nettoskuld 2023/EBITDA estimat snarlik den i Aros/Besqab ojusterat. Vi bedömer således att en rabatt mot JM i förhållande till eget kapital inte kan förklaras med en högre skuldsättning.

JM segmentsredovisning vs konsoliderad nettoskuld



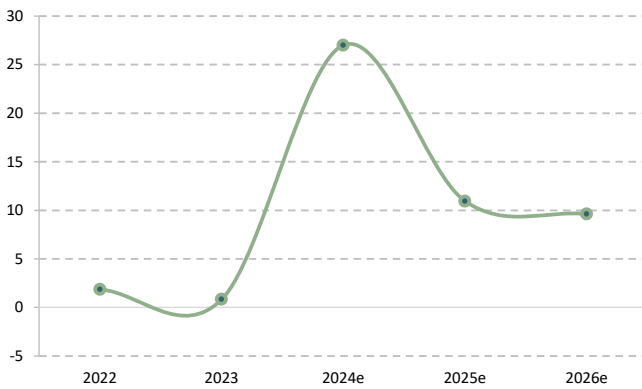
Källa: JM

JM nettoskuld/EBITDA (IFRS)



Källa: JM

AROS Nettoskuld (IFRS)/EBITDA

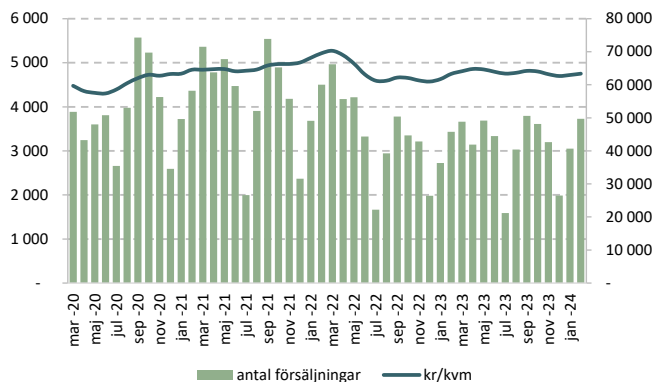


Källa: Aros

Den främsta anledningen att Aros kommer ha en högre skuldsättning framöver är kopplat till finansieringen av förvaltningsbiståndet. Innan de annonserade avyttringarna uppgick LTV i förhållande till fastigheternas värde till 70% vilket får anses som högt. Genom avyttringarna minskar dock nettoskulden kopplat till fastighetsbeståndet med 242 mkr.

Vi bedömer att våra estimat på främst EBITDA är relativt konservativt lagda. Vi ser i dagsläget flertalet indikatorer att bostadspriserna kommer gå in i en stigande trend, detta då vi ser att både antalet affärer har ökat under inledningen av året samtidigt som priserna stiger i Stockholms län. Detta i kombination med en stigande boprisindikator gör att vi bedömer att marknaden för nyproduktion kan komma ingång under H2'24 och framförallt under perioden 2025-2026. Nettoskuld i förhållande till EBITDA torde då fortsätta sjunka.

Stigande volymer samt boprisindikatorn talar för prisökningar



Källa: Svensk mäklarstatistik

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	208	45	510	913	1 395	2 480	2 560	3 356
Övriga rörelseintäkter	24	61	33	42	38	69	64	68
Totala intäkter	232	106	544	955	1 433	2 549	2 624	3 424
Kostnad sålda varor	-159	0	-400	-717	-1 148	-2 166	-1 996	-2 608
Bruttoresultat	73	106	144	238	284	382	627	816
Övriga rörelsekostnader	-51	-62	-29	-95	-111	-260	-260	-260
EBITDA	23	44	115	144	174	122	367	556
EBITDA, justerad	23	44	115	144	174	122	367	556
Avskrivningar	0	0	-3	-2	0	0	0	0
EBITA, justerad	23	44	112	141	174	122	367	556
EBIT	23	44	112	141	174	122	367	556
EBIT, justerad	23	44	112	141	174	122	367	556
Finansnetto	-3	-3	-3	-5	-43	-157	-107	-139
Resultat före skatt	19	42	109	136	130	-35	261	417
Resultat före skatt, justerad	19	42	109	136	130	-35	261	417
Total skatt	0	0	0	0	74	0	0	0
Nettoresultat	19	42	109	136	205	-35	261	417
Nettoresultat, justerad	19	42	109	136	205	-35	261	417
Omsättningstillväxt	Neg.	-54%	410%	76%	50%	78%	3%	30%
Bruttomarginal	35,3%	N.m.	28,2%	26,1%	20,4%	15,4%	24,5%	24,3%
EBIT-marginal, justerad	10,8%	98,5%	21,9%	15,5%	12,4%	4,9%	14,4%	16,6%
EPS, justerad	0,60	1,30	1,67	3,44	2,66	-0,36	2,69	4,29
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	116%	28%	106%	-23%	N.m.	N.m.	60%

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	23	44	112	141	174	122	367	556
Förändringar i rörelsekapital	-117	-18	-108	-291	-90	-1 162	-1 002	-1 709
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-118	79	-10	-207	91	-1 145	-756	-1 307
Investeringar i anläggningstillgångar	-92	-31	-80	-193	-140	735	-20	-20
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-92	-31	-80	-193	-140	735	-20	-20
Fritt kassaflöde	-210	48	-91	-400	-49	-410	-776	-1 327
Förändring av skulder	250	10	279	363	177	592	783	1 200
Utdelningar	-45	-45	-45	-45	-64	-45	-51	-51
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	205	-35	234	318	113	547	732	1 149
Kassaflöde	-5	13	143	-82	64	138	-44	-178
Nettoskuld	122	61	-137	268	147	3 299	4 022	5 339

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Balansräkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	0	0	1	0	-	196	196	196
Materiella anläggningstillgångar	0	0	0	0	1 750	1 344	1 344	1 344
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	0	1	1	1
Andelar i intresseföretag	281	163	214	298	0	166	166	166
Övriga anläggningstillgångar	0	0	87	1 167	0	27	27	27
Summa anläggningstillgångar	281	163	302	1 465	1 750	1 733	1 733	1 733
Kundfordringar	0	0	18	2	0	6	7	9
Övriga omsättningstillgångar	445	561	600	855	652	7 319	8 341	10 068
Likvida medel och kortfristiga placeringar	84	97	191	108	201	271	331	213
Summa omsättningstillgångar	529	658	808	965	853	7 596	8 679	10 291
SUMMA TILLGÅNGAR	809	821	1 110	2 430	2 604	9 329	10 412	12 023
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	604	663	968	1 910	2 096	3 546	3 845	4 256
Summa eget kapital	604	663	968	1 910	2 096	3 546	3 845	4 256
Långfristiga räntebärande skulder	53	57	19	169	348	1 094	1 877	3 077
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	-	103	103	103
Summa långfristiga skulder	53	57	19	169	348	1 197	1 980	3 180
Kortfristiga räntebärande skulder	153	102	35	207	-	2 476	2 476	2 476
Leverantörsskulder	0	0	3	17	0	3	3	4
Övriga kortfristiga skulder	0	0	86	127	160	2 107	2 107	2 107
Summa kortfristiga skulder	153	102	124	351	160	4 586	4 587	4 588
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	809	821	1 110	2 430	2 604	9 329	10 412	12 023

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Tillväxt och marginaler								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-54%	410%	76%	50%	78%	3%	30%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	97%	158%	25%	21%	-30%	200%	51%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	97%	151%	27%	23%	-30%	200%	51%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	116%	28%	106%	-23%	N.m.	N.m.	60%
Bruttomarginal	35,3%	N.m.	28,2%	26,1%	20,4%	15,4%	24,5%	24,3%
EBITDA-marginal	10,8%	98,5%	22,5%	15,7%	12,4%	4,9%	14,4%	16,6%
EBITDA-marginal, justerad	10,8%	98,5%	22,5%	15,7%	12,4%	4,9%	14,4%	16,6%
EBIT-marginal	10,8%	98,5%	21,9%	15,5%	12,4%	4,9%	14,4%	16,6%
EBIT-marginal, justerad	10,8%	98,5%	21,9%	15,5%	12,4%	4,9%	14,4%	16,6%
Vinst-marginal, justerad	9,3%	92,9%	21,3%	14,9%	14,7%	Neg.	10,2%	12,4%

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Avkastning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	7%	13%	9%	10%	Neg.	7%	10%
ROCE, justerad	Neg.	5%	12%	9%	7%	3%	5%	6%
ROIC, justerad	Neg.	6%	14%	9%	8%	3%	5%	6%

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	-	-	3%	0%	-	0%	0%	0%
Leverantörsskulder / KSV	-	-	1%	2%	-	0%	0%	0%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	73%	>100%	29%	43%	13%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	97%	75%	34%	>100%	>100%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	0,3x	0,1x	0,5x	0,4x	0,6x	0,4x	0,3x	0,3x

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	122	61	-137	268	147	3 299	4 022	5 339
Soliditet	75%	81%	87%	79%	81%	38%	37%	35%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,1x	-0,1x	0,1x	0,1x	0,9x	1,0x	1,3x
Nettoskuld / EBITDA	5,4x	1,4x	-1,2x	1,9x	0,8x	27,0x	10,9x	9,6x

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,60	1,30	1,67	3,44	2,66	-0,36	2,69	4,29
EPS, justerad	0,60	1,30	1,67	3,44	2,66	-0,36	2,69	4,29
FCF per aktie	-6,51	1,50	-2,38	-9,03	-1,00	-4,22	-7,99	-13,7
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	18,7	20,5	25,5	39,9	42,8	36,5	39,6	43,8
Antal aktier vid årets slut, m	32,3	32,3	37,9	47,9	49,0	97,1	97,1	97,1
Antal aktier efter utspädning, snitt	32,3	32,3	38,1	44,3	49,0	97,1	97,1	97,1

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

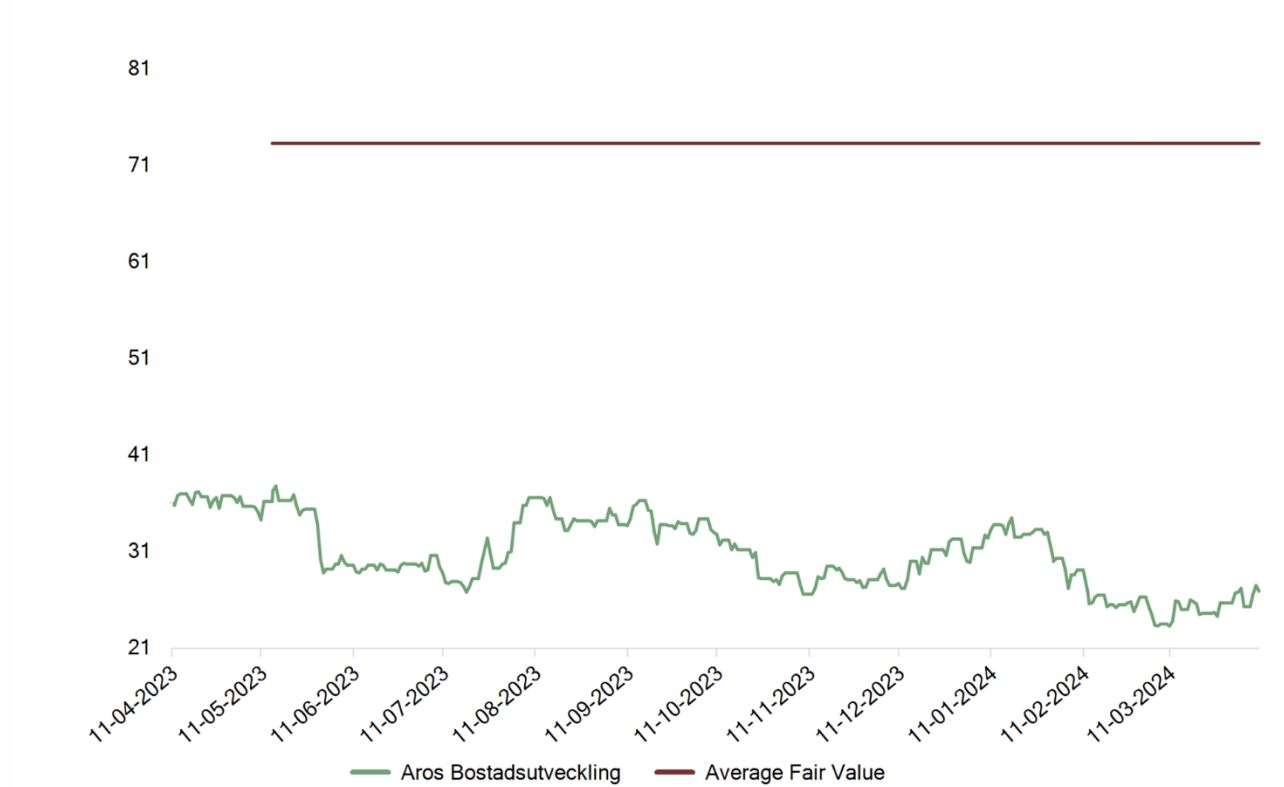
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	45,1x	20,8x	37,2x	11,9x	12,2x	Neg.	10,1x	6,3x
P/EK	1,4x	1,3x	2,4x	1,0x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x
P/FCF	Neg.	18,1x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
FCF-yield	Neg.	6%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	4,3x	2,4x	1,1x	1,1x	1,1x	0,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	19,3x	15,5x	8,9x	23,0x	7,7x	5,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	19,9x	15,8x	8,9x	23,0x	7,7x	5,1x
EV	Neg.	Neg.	2 218	2 226	1 544	2 817	2 817	2 817
Aktiekurs	27,1	27,1	62,1	40,9	32,5	27,1	27,1	27,1

Källa: Aros Bostadsutveckling, Penser by Carnegie

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Aros Bostadsutveckling (AROS 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 intyggar, 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 relaterad 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, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns 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 följskada, 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 Carnegie 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 analytikerns 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. Värdepappren 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, Danmark 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