



## Penser Access by Carnegie

Fastighetsutveckling | Sverige | 22 juli 2024

# Arlandastad Group

## Ökad marknadsaktivitet synliggörs under andra halvåret

### Svagt Q2-resultat drivet av fallande intäkter inom den operativa verksamheten

Intäkterna sjönk med 24% till 83 mkr (110), varav hyresintäkter stod för 48% eller 40 mkr (41). Intäkterna från den operativa verksamheten föll med 43% till 39 mkr (69). Två faktorer förklarar nedgången; 1) ett starkt jämförelsekvartal då uthyrningen var hög p.g.a. Sveriges EU-ordförandeskap under H1'23, och 2) temporärt färre flygningar från Skavsta flygplats. Bruttoresultatet sjönk till 7 mkr (35), vilket förklaras av de lägre intäkterna. Operativt kassaflöde var -45 mkr, vilket tillsammans med amorteringar av skulder gjorde att kassan föll till 247 mkr (365 i Q1). Soliditeten var 60% (61) och belåningsgraden på fastighetsbeståndet var oförändrad på 25%.

### Tydliga signaler om ökat intresse för de strategiskt belägna områdena i Arlanda och Skavsta

Vår bedömning är att Q2 var ett lågvattenmärke och att tidvattnet kommer tillbaka under H2'24. H1'24 återspeglar inte det ökade intresset som bolaget upplever, drivet av förväntade räntesänkningar, infrastruktursatsningar och ökat intresse för flygningar från Skavsta. Vi lyfter fram signaler som pekar på ett förbättrat affärsclima; bolaget sålde nyligen en tomt i Skavsta på 7 300 kvm, köpeskilling 17 mkr, eller 2 329 kr/kvm, vilket ger en reavinst på 16,8 mkr. En byggrätt i Skavsta värderas i snitt till 313 kr/kvm i bolagets böcker, vilket signalerar betydande dolda värden. Bolaget bildade ett JV gällande en fastighet med 10 000 kvm byggrätter i Skavsta. Transaktionen indikerar ett värde om 1 800 kr/kvm. Enligt våra beräkningar gick Skavsta miste om 25 mkr i intäkter i H1'24 p.g.a. temporärt färre flygningar. Vi räknar med att dessa normaliseras i början av 2025, vilket får till följd att våra intäcks- och EBIT-estimat 24e sjunker med 20% respektive 30 mkr.

### Stark balansräkning, stor kassa och betydande dolda värden i byggrätter

Bolaget är väl positionerat för att exekvera nuvarande projektportfölj i ett förbättrat affärsclima. Vår bedömning är att finansierings- och projektmarknaden kommer utvecklas i positiv riktning i den överskådliga framtiden. Bolagets NAV är 85 kr per aktie, vilket innebär att aktien värderas med 63% rabatt. Marknadsvärdet på byggrätterna är 3 352 kr/kvm, vilket motsvarar 53 kr per aktie. Bolagets senaste avyttring, i andra kvartalet, av 3 000 kvm mark i Arlanda inbringade 4 450 kr/kvm. Försäljningspriset indikerar en premie på 41% gentemot bokfört värde. Vår bedömning är att den finansiella risken är låg givet en soliditet på 60%, belåningsgrad på fastighetsbeståndet på 25% och en stor kassa om 250 mkr. Vi justerar upp värderingsintervallet till 63-78 kr (62-74).

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk	
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	63,0 - 78,0 kr
Totala intäkter	-21,3%	-3,5%	-1,0%	422	353	455	488	Aktiekurs	31,4 kr
EBIT, just.	N.m.	1,9%	5,1%	42%	-16%	29%	7%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	N.m.	-0,1%	0,2%	57	9	86	88	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	4	-28	49		
Q3 - rapport	14 november 2024			EBIT, just.	-2,0	-1,6	6,7	23 Jul Aug Sep Oct Nov Dec Jan Feb Mar Apr May Jun Jul	
Q4 - rapport	13 februari 2025			EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	— AGROUP SS EQUITY — OMX INDEX	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	-33%		
Antal aktier	63m			EK/aktie	71,2	69,6	76,3		
Börsvärde	1 986			EBIT-marginal	0,9%	Neg.	10,8%		
Nettoskuld	1 345			ROE, just.	Neg.	Neg.	9,2%		
EV	3 317			ROCE, just.	0,2%	Neg.	0,9%		
Free float	39%			EV/Sales	7,9x	9,4x	7,3x		
Daglig handelsvolym, snitt	7k			EV/EBITDA	58,3x	N.m.	38,8x		
Bloomberg Ticker	AGROUP SS EQUITY			EV/EBIT	847,9x	Neg.	67,6x		
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	Neg.	Neg.	4,7x	<b>Intressekonflikter</b>	
Mathias Carlson				P/EK	0,4x	0,5x	0,4x	Yes	No
mathias.carlson@carnegie.se				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	Likviditetsgarant	✓
				Nettoskuld/EBITDA	24,0x	139,2x	15,8x	Certified adviser	✓
								Transaktioner 12m	✓

## Investment case

### Unik tillgångsmassa

Arlandastad Group bedriver aktiv fastighetsutveckling i närområden till Arlanda och Stockholm Skavsta Flygplats. Projektportföljen uppgår till 45-50 mdkr och bolagets bedömning är att den totala projektvinsten kommer uppgå till cirka 30%.

### Låga ingångsvärden

Arlandastad Group har förvärvat stora delar råmark till ett lågt ingångsvärde. Genom att förvärva råmark kan bolaget fokusera på den del av fastighetsutveckling som ger högst värdeökning – detaljplanearbete. Bolaget samarbetar med samtliga intressenter (kommuner, myndigheter och övriga bolag verksamma i området) i detaljplanearbetet, vilket ökar chansen att få igenom detaljplansprojekt. De låga ingångsvärdena möjliggör också en hög flexibilitet i projekt och möjlighet att generera hög avkastning. Historiskt har projektvinsten på genomförda projekt uppgått till cirka 30%. Vi bedömer att det finns betydande dolda värden i balansräkningen som inte återspeglas i värderingen av bolagets aktie.

### Operativa synergier

Arlandastad Group är unikt i den bemärkelse att bolaget driver operativa verksamheter i befintliga fastigheter. De tre främsta verksamheterna är 1) DRIVELAB – som innefattar test- och utbildningsverksamhet, men även event, 2) Scandinavian XPO – som utgör en större internationell mötesplats, och 3) Stockholm Skavsta Airport – som driver Skavsta flygplats. Genom att både äga fastigheten och bedriva verksamhet kan bolaget ta en större "share of wallet" av slutkunder för till exempel mässor och andra evenemang.

### Stark finansiell ställning

Bolaget har en soliditet på 60% och en belåningsgrad på fastighetsbeståndet om 25%. Kassan uppgår till 250 mkr.

## Bolagsprofil

Arlandastad Group grundades 2005, och har ett långsiktigt investeringsperspektiv med fokus på att identifiera strategiska markområden och utveckla fastigheter till dess fulla potential. Bolaget äger och förfogar över cirka 8 miljoner kvm mark, eller 800 hektar, och bedriver två av Sveriges största fastighetsutvecklingsprojekt under benämningen Explore Arlandastad och Explore Skavsta. Explore Arlandastad omfattar 290 hektar. Av dessa är 200 hektar direktägt, 40 hektar långtidsarrenderat och 50 hektar kommer tillträdas vid vunnen detaljplan. I andra kvartalet 2022 förvärvade bolaget 90,1% av aktierna i Stockholm Skavsta Flygplats AB tillsammans med Nyköpings kommun som äger resterande del. Detta förvärv innefattade 4,84 miljoner kvm mark, eller 484 hektar. Vi bedömer att stora infrastrukturinvesteringar kommer att ske i dessa två områden i takt med att Stockholm expanderar både norr- och söderut.

## Värdering

I vår värdering av bolagets aktie utgår vi från det rapporterade substansvärdet (NAV) om 5,4 mdkr eller 85 kr per aktie. Vårt justerade substansvärde är 81 kr per aktie. Vi har härlett värdet genom att addera förvaltningsfastigheter om 2,6 mdkr, eller 41 kr per aktie, rörelsefastigheter om 540 mkr, eller 9 kr per aktie, och byggrätter om 3,4 mdkr, eller 53 kr per aktie. Vi har justerat för nettoskulden om 1,3 mdkr eller 21 kr per aktie. Vi har applicerat en rabatt om 20% av byggrättsvärdet, eller 10 kronor per aktie, för att ta hänsyn till den risk som vi anser är förknippad med fastighetsutveckling. Värdet per aktie blir då 71 kronor, vilket är mittpunkten i vårt motiverade värdeintervall om 63-78 kr.

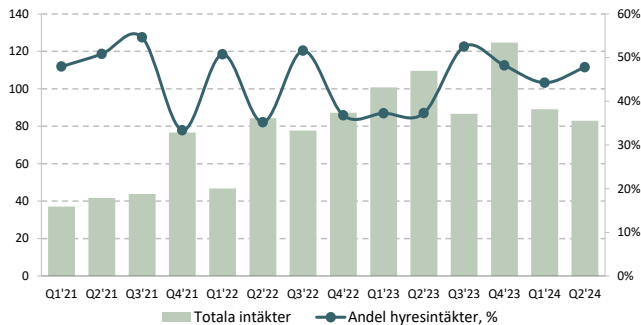
## Kvartalet i detalj

### Fastighetsförvaltning och förädling

Hyresintäkterna ökade med 3% till 46 mkr y/y (45), vilket till största delen drevs av indexering. Överskottsgraden på R12m var 78% (65), vilket genererade en direktavkastning på 6,5%. Bruttoresultatet var oförändrat på 30 mkr. Finansnettot var -24 mkr (-23) och den genomsnittliga räntenivån var 6,5% (6,2%). Det underliggande hyresvärdet ökade med 11% till 237 mkr (214) och marknadsvärdet på förvaltningsportföljen steg med 2% till 2 587 mkr (2 547).

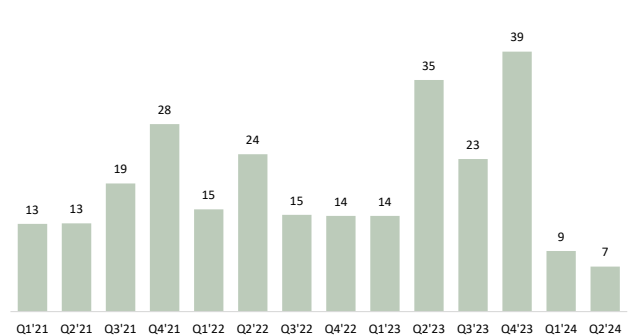
Värdet på byggrätterna uppgick till 3 352 mkr, vilket är en minskning med 4% y/y. Det genomsnittliga värdet för en byggrätt i Explore Arlandastad var 3 165 kr per kvm (3 318) och i Explore Skavsta var värdet 313 kr per kvm (307).

Figur 1: Intäkter på kvartalsbasis, mkr



Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Figur 2: Bruttoresultat (mkr)

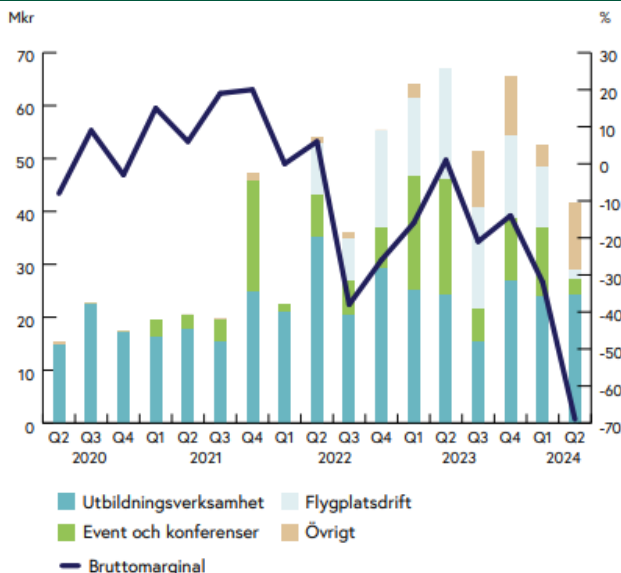


Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

### Operativa verksamheter

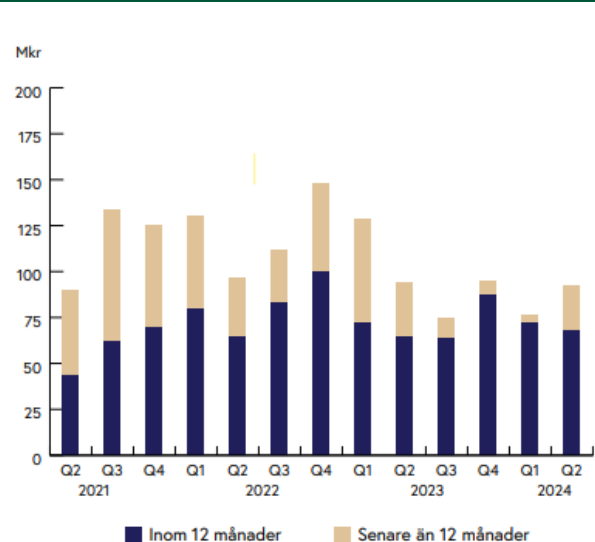
Intäkterna sjönk med 38% till 42 mkr y/y (68), vilket till största delen förklaras med lägre intäkter inom evenemangsverksamheten i Scandic XPO. Regeringskansliets förhyrning under EU-ordförandeskapet under H1'23 gjorde att jämförelsetalet i Q2'23 var högt. Flygverksamheten i Skavsta bidrog negativt till intäktsutvecklingen på grund av temporärt färre flygavgångar under första halvåret 2024. Den totala orderstocken för affärsområdet uppgick till 92 mkr (94), varav 68 mkr kommer att bokas under de kommande tolv månaderna. Bruttoresultatet sjönk till -29 mkr (0,3), primärt drivet av den lägre aktiviteten på Skavsta flygplats.

Figur 3: Intäkter och bruttomarginal



Källa: Arlandastad Group

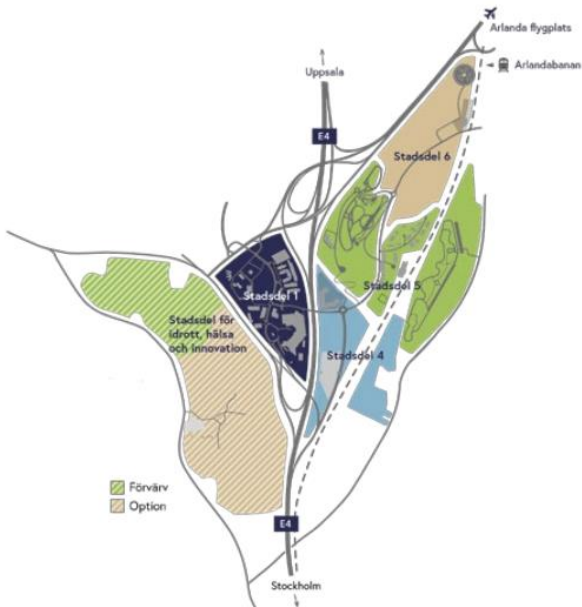
Figur 4: Orderstock



Källa: Arlandastad Group

# Arlandastad Group i bilder

Figur 5: Explore Arlandastad



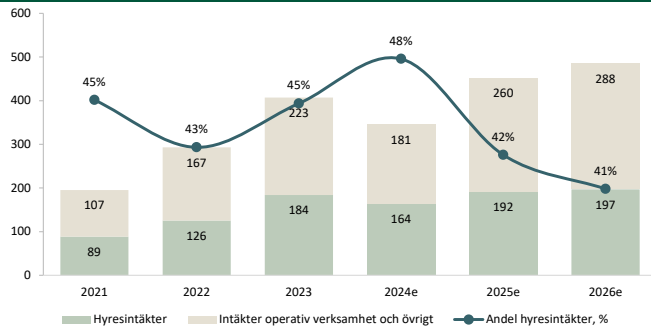
Källa: Arlandastad Group

Figur 6: Explore Skavsta



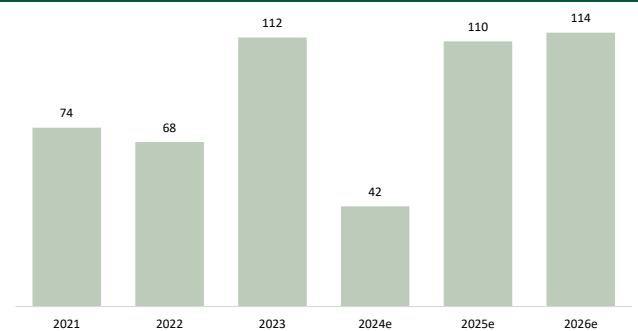
Källa: Arlandastad Group

Figur 7: Intäkter, mkr



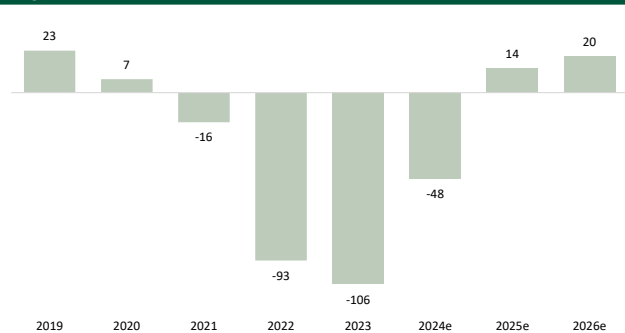
Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Figur 8: Bruttoresultat, mkr



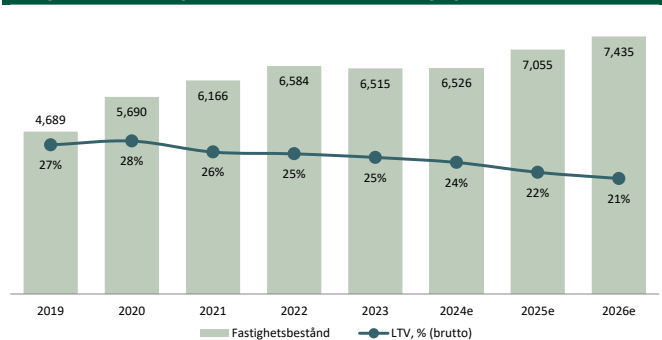
Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Figur 9: Operativt kassaflöde, mkr



Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

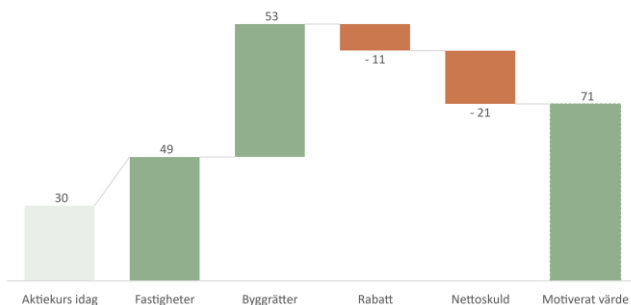
Figur 10: Fastighetsvärde och belåningsgrad, mkr



Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

# Värdering

Figur 11: Värderingsbrygga, per aktie



Källa: Penser by Carnegie

Figur 12: Känslighetstabell

X-axel rabatt byggrätter, Y-axel rabatt fastigheter

	-40%	-20%	0%	20%
-20%	50	61	71	82
-10%	55	66	76	87
0%	60	71	81	92
10%	65	76	86	97
20%	70	80	91	102

Källa: Penser by Carnegie

Figur 13: Projektfaser under kommande treårsperiod

Projekt	2024				2025				2026			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>Explore Arlandastad – Pågående projekt</b>												
F60 Företagspark (JV 50 %)												
Bake My Day (Intressebolag (49 %))												
Scandinavian XPO etapp 2												
Bankomat (JV 50%)												
Ej namngiven hyresgäst (JV 50%)												
<b>Explore Arlandastad – Planerade/kommande projekt</b>												
DRIVELAB BIG Evroc (50%)												
DRIVELAB BIG etapp 2												
DRIVELAB Sales & Service etapp 2												
F60 Företagspark etapp 2												
XPO Congress Center												
Scandinavian XPO – Co-working												Start 2027
Infrastruktur/väg Stadsdel 6												Start 2027
Stadsdel 6 etapp 1												Start 2027
Detaljplanearbete Stadsdel 6												
Detaljplanearbete Idrott, hälsa, innovation												
<b>Explore Skavsta – Planerade/kommande projekt</b>												
Förädling befintligt bestånd												Färdigställs i etapper
Nyproduktion i östra området												Färdigställs i etapper
Skavstalund (JV 50%)												Färdigställs i etapper
Detaljplanearbete utvecklingsområde												Antas som flera separata detaljplane

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>101</b>	<b>119</b>	<b>199</b>	<b>296</b>	<b>422</b>	<b>353</b>	<b>455</b>	<b>488</b>
Kostnad sålda varor	-29	-69	-125	-228	-310	-312	-344	-374
<b>Bruttoresultat</b>	<b>72</b>	<b>50</b>	<b>74</b>	<b>68</b>	<b>112</b>	<b>42</b>	<b>110</b>	<b>114</b>
Administrationskostnader	-28	-45	-74	-83	-108	-35	-26	-27
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	-35	-35	-35
<b>EBITDA</b>	<b>45</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>57</b>	<b>9</b>	<b>86</b>	<b>88</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>45</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>57</b>	<b>9</b>	<b>86</b>	<b>88</b>
Avskrivningar	-1	-10	-20	-28	-53	-37	-37	-36
<b>EBITA, justerad</b>	<b>44</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>-28</b>	<b>49</b>	<b>52</b>
<b>EBIT</b>	<b>44</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>-28</b>	<b>49</b>	<b>52</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>44</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>-28</b>	<b>49</b>	<b>52</b>
Finansnetto	607	646	240	431	-132	-77	372	228
<b>Resultat före skatt</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>240</b>	<b>416</b>	<b>-128</b>	<b>-105</b>	<b>421</b>	<b>280</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>240</b>	<b>416</b>	<b>-128</b>	<b>-105</b>	<b>421</b>	<b>280</b>
Total skatt	-135	-154	-64	71	1	3	6	4
<b>Nettoresultat</b>	<b>516</b>	<b>496</b>	<b>176</b>	<b>487</b>	<b>-127</b>	<b>-102</b>	<b>427</b>	<b>284</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>516</b>	<b>496</b>	<b>176</b>	<b>487</b>	<b>-127</b>	<b>-102</b>	<b>427</b>	<b>284</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	18%	68%	48%	42%	-16%	29%	7%
Bruttomarginal	71,2%	42,0%	37,3%	23,1%	26,5%	11,8%	24,3%	23,3%
EBIT-marginal, justerad	43,6%	4,2%	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	10,8%	10,6%
EPS, justerad	9,59	9,22	2,78	7,66	-2,00	-1,61	6,72	4,47
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-4%	-70%	176%	N.m.	N.m.	N.m.	-33%

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	44	5	0	-15	4	-28	49	52
Övriga kassaflödesposter	-20	-27	-17	-29	-20	-57	-36	-32
Förändringar i rörelsekapital	-1	30	1	-49	-90	37	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>23</b>	<b>7</b>	<b>-16</b>	<b>-93</b>	<b>-106</b>	<b>-48</b>	<b>14</b>	<b>20</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	0	-30	-7	-22	-16	-16	-16	-16
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	-1	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	0	1	0	-58	-29	0	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-29</b>	<b>-7</b>	<b>-80</b>	<b>-45</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>23</b>	<b>-22</b>	<b>-23</b>	<b>-173</b>	<b>-151</b>	<b>-65</b>	<b>-2</b>	<b>4</b>
Förvärv och avyttringar	-219	-401	-133	41	-48	-35	-100	-100
Nyemission / återköp	0	105	426	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	344	309	8	86	-60	-56	0	0
Övriga poster	0	0	0	0	100	150	68	68
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>126</b>	<b>13</b>	<b>301</b>	<b>126</b>	<b>-9</b>	<b>59</b>	<b>-33</b>	<b>-33</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>149</b>	<b>-8</b>	<b>278</b>	<b>-47</b>	<b>-160</b>	<b>-6</b>	<b>-35</b>	<b>-28</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>1 090</b>	<b>1 408</b>	<b>1 138</b>	<b>1 272</b>	<b>1 372</b>	<b>1 321</b>	<b>1 356</b>	<b>1 385</b>

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	0	16	16	16	16	16	16	16
Övriga immateriella tillgångar	0	0	0	0	1	1	1	1
Materiella anläggningstillgångar	4 690	5 757	6 160	6 607	6 583	6 604	7 133	7 514
Andelar i intresseföretag	0	0	0	303	333	346	346	346
Övriga anläggningstillgångar	8	12	9	18	14	14	14	14
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4 698</b>	<b>5 784</b>	<b>6 185</b>	<b>6 944</b>	<b>6 947</b>	<b>6 982</b>	<b>7 511</b>	<b>7 891</b>
Kundfordringar	12	6	16	53	233	203	203	203
Övriga omsättningstillgångar	76	89	88	94	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	172	163	441	394	234	228	193	165
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>259</b>	<b>259</b>	<b>546</b>	<b>542</b>	<b>467</b>	<b>431</b>	<b>396</b>	<b>368</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>4 957</b>	<b>6 043</b>	<b>6 731</b>	<b>7 486</b>	<b>7 414</b>	<b>7 413</b>	<b>7 907</b>	<b>8 259</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	2 954	3 556	4 160	4 649	4 522	4 419	4 846	5 131
<b>Summa eget kapital</b>	<b>2 954</b>	<b>3 556</b>	<b>4 160</b>	<b>4 649</b>	<b>4 522</b>	<b>4 419</b>	<b>4 846</b>	<b>5 131</b>
Långfristiga räntebärande skulder	1 242	1 552	1 504	1 634	1 427	1 427	1 427	1 427
Långfristiga leasingkulder	5	8	5	4	1	1	1	1
Övriga långfristiga skulder	675	826	890	969	1 067	1 217	1 285	1 352
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>1 922</b>	<b>2 386</b>	<b>2 400</b>	<b>2 607</b>	<b>2 495</b>	<b>2 645</b>	<b>2 713</b>	<b>2 780</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	14	8	67	24	170	114	114	114
Leverantörsskulder	48	45	51	85	52	59	59	59
Kortfristiga leasingkulder	1	4	3	3	7	7	7	7
Övriga kortfristiga skulder	19	45	50	116	167	167	167	167
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>81</b>	<b>101</b>	<b>171</b>	<b>229</b>	<b>397</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>348</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>4 957</b>	<b>6 043</b>	<b>6 731</b>	<b>7 486</b>	<b>7 414</b>	<b>7 413</b>	<b>7 907</b>	<b>8 259</b>

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	18%	68%	48%	42%	-16%	29%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-66%	33%	-37%	348%	-83%	N.m.	2%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	-89%	Neg.	N.m.	Neg.	Neg.	Neg.	5%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	-4%	-70%	176%	N.m.	N.m.	N.m.	-33%
Bruttomarginal	71,2%	42,0%	37,3%	23,1%	26,5%	11,8%	24,3%	23,3%
EBITDA-marginal	44,6%	12,8%	10,1%	4,3%	13,6%	2,7%	18,9%	18,0%
EBITDA-marginal, justerad	44,6%	12,8%	10,1%	4,3%	13,6%	2,7%	18,9%	18,0%
EBIT-marginal	43,6%	4,2%	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	10,8%	10,6%
EBIT-marginal, justerad	43,6%	4,2%	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	10,8%	10,6%
Vinst-marginal, justerad	N.m.	N.m.	88,5%	N.m.	Neg.	Neg.	93,9%	58,2%

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	15%	5%	11%	Neg.	Neg.	9%	6%
ROCE, justerad	Neg.	0%	0%	Neg.	0%	Neg.	1%	1%
ROIC, justerad	Neg.	0%	Neg.	Neg.	0%	Neg.	1%	1%

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	11%	5%	8%	18%	55%	57%	45%	42%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	4%	2%	-18%	3%	-7%	-5%	-5%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x	0,1x	0,1x

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	1 090	1 408	1 138	1 272	1 372	1 321	1 356	1 385
Soliditet	60%	59%	62%	62%	61%	60%	61%	62%
Nettoskuldsättningsgrad	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
Nettoskuld / EBITDA	24,2x	92,5x	56,4x	99,7x	24,0x	139,2x	15,8x	15,8x

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	9,59	9,22	2,78	7,66	-2,00	-1,61	6,72	4,47
EPS, justerad	9,59	9,22	2,78	7,66	-2,00	-1,61	6,72	4,47
FCF per aktie	0,43	-0,40	-0,36	-2,73	-2,38	-1,02	-0,04	0,07
Eget kapital per aktie	54,9	66,1	65,5	73,2	71,2	69,6	76,3	80,7
Antal aktier vid årets slut, m	53,8	53,8	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5
Antal aktier efter utspädning, snitt	53,8	53,8	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5	63,5

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Värdering

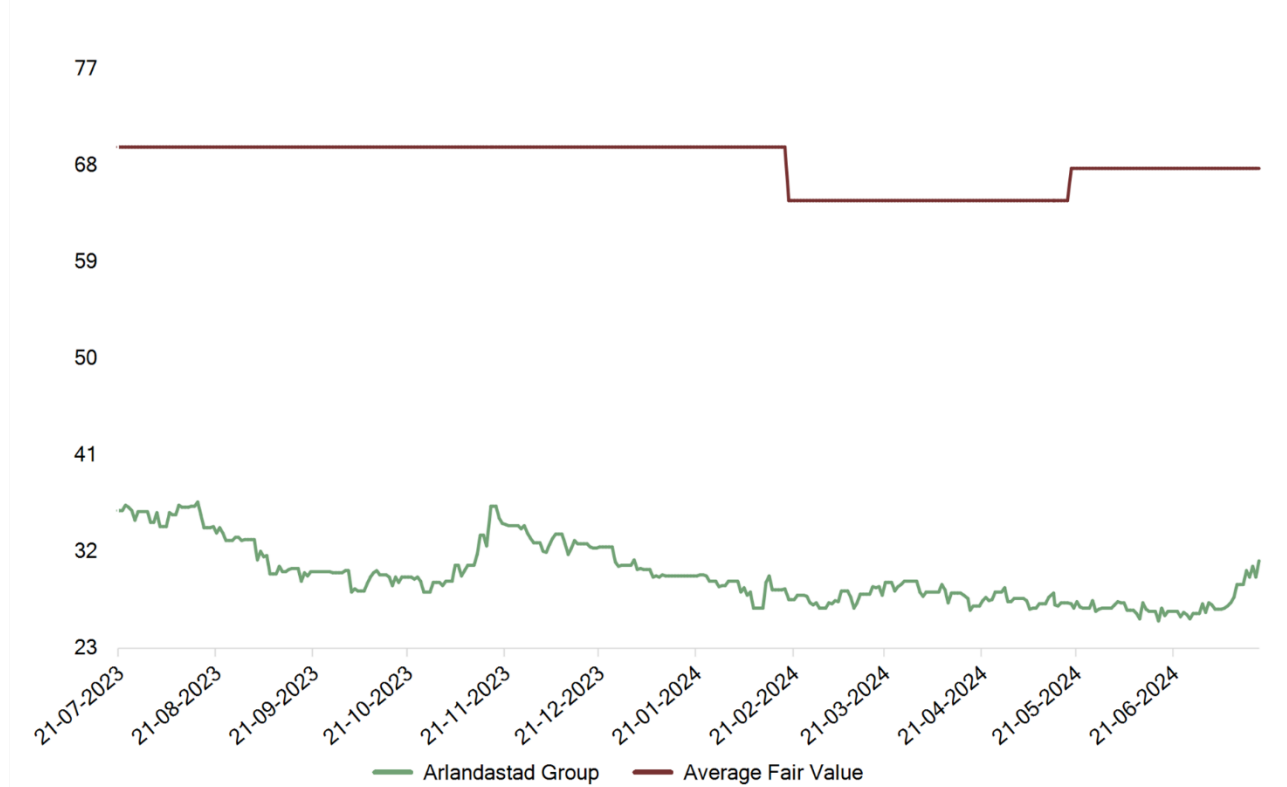
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	3,3x	3,4x	24,8x	6,0x	Neg.	Neg.	4,7x	7,0x
P/EK	0,6x	0,5x	1,1x	0,6x	0,4x	0,5x	0,4x	0,4x
P/FCF	73,3x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100x
FCF-yield	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	Neg.	27,6x	14,0x	7,9x	9,4x	7,3x	6,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	58,3x	100x	38,8x	37,9x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100x	Neg.	67,6x	64,1x
EV	Neg.	Neg.	5 503	4 156	3 331	3 317	3 331	3 331
Aktiekurs	31,4	31,4	69,0	45,6	31,0	31,4	31,4	31,4

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie



## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Arlandastad Group (AGROUP 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 analytjänsterna 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 företagens 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 här, 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 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 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. 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