



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Fastighetsutveckling | Sverige | 21 juli 2023

Alm Equity

Tungt kvartal med lite ljus i tunneln, men inte där än

Värdenedskrivningar drivet av senaste strukturaffärer

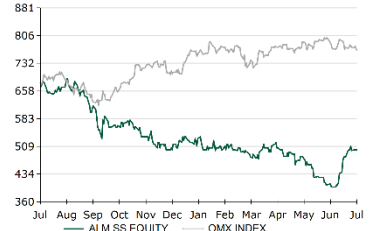
ALM Equity avslutade ett intensivt första halvår som präglades av fortsatt anpassningsarbete och finansiella omstruktureringar av bolaget och innehaven. Under andra kvartalet minskat det totala värdet av portföljbolagen med 24% till 5,1 mdkr från 6,7 mdkr i Q1'23. På årsbasis motsvarar värdeminskningen cirka 61%. Värdeminskningen beror främst på nedskrivningar i Klövern och Aros Bostad som minskade med 36% resp. 30%. Justerat substansvärde minskade med 26% och uppgick till 380 kr per aktie och 508 kr i Q1'23.

Välkapitaliserat Klövern och ljuset i tunneln för 2xA Entreprenad

Nrep förvärvade 51% av aktierna i Klövern för 2,5 mdkr, varav ALM Equitys andel av köpeskillingen uppgick till ca 1,2 mdkr med möjlighet till tilläggsköpeskillning vid en exit om 230 mkr. Vidare har Nrep åtagit sig att över tid investera 4 mdkr. Detta skapar goda förutsättningar för att synliggöra de värden som finns i bolagets byggrättsportfölj över tid. Hittills i år har 2xA Entreprenad (som stod för 25% av portföljvärde i Q2'23) tecknat avtal om sju nya totalentreprenader för uppförande av bostäder. Totalt ordervärde uppgår till cirka 1 550 mkr, varav 430 mkr för Klövern och resterande avtal är tecknade med fem helt externa beställare. Vi bedömer att detta är positivt för bolaget då det visar att bolaget har god förmåga att stå på egna ben och etablera sig på marknaden.

Sänker motiverat värde med ~18% men behåller positiv syn på längre sikt

Vid skrivandets stund värderas ALM-aktien med en premie om 32% mot rapporterat justerat substansvärde (NAV). På kort sikt ser vi fortfarande en svag bostadsmarknad under 2023 och bedömer påbörjad återhämtning under 2024. Detta borde bidra till positiv NAV-tillväxt framöver, vilket vårt långsiktiga case i bolaget bygger på. På kort sikt, behåller vi en försiktig syn, givet fortsatta värdenedskrivningar i portföljen och pågående anpassningsarbete samt turbulens på ränte- och bostadsmarknaden. Vi justerar ned vårt motiverade värde till 400 – 440 kr per aktie (490 – 540).

Estimatändring				Prognos (mSEK)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	400 - 440 SEK												
Totala intäkter	28,3%	2,1%	>100%	Totala intäkter	6 902	2 640	1 704	309	Aktiekurs	500 SEK												
EBITDA, just.	-593,4%	2,4%	>100%	Tillväxt	31%	-62%	-35%	-82%	Riskenivå	Medel												
EPS, just.	N.m	-1,5%	19,6%	EBITDA, just.	-712	-1 046	229	42	Kursutveckling 12 mån 													
Kommande händelser				EBIT, just.	-712	-1 046	229	42														
Q3 - rapport	09 november 2023			EPS, just.	-54,1	-123,5	4,1	-8,4														
Q4 - rapport	22 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.														
Bolagsfakta (mSEK)				EK/aktie	540,8	340,0	334,8	315,1														
Antal aktier	11m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	Intressekonflikter <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td>✓</td><td></td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant	✓		Certified adviser	✓		Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant	✓																					
Certified adviser	✓																					
Transaktioner 12m		✓																				
Börsvärde	5 358			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	13,4%	13,5%														
Nettoskuld	3 590			ROE, just.	Neg.	Neg.	1,2%	Neg.														
EV	8 948			ROCE, just.	Neg.	Neg.	2,9%	0,5%														
Free float	67%			EV/Sales	1,3x	3,4x	5,3x	29,0x														
Daglig handelsvolym, snitt	0k			EV/EBITDA	-	-	39,1x	214,8x														
Bloomberg Ticker	ALM SS EQUITY			EV/EBIT	-	-	39,1x	214,8x														
Analytiker				P/E, just.	-	-	120,8x	-														
Rodriguez Meshe	rodriguez.meshe@penser.se			P/EK	1,0x	1,5x	1,5x	1,6x														
FCF yield				-	-	2%	-															
Nettoskuld/EBITDA				-4,5x	-3,3x	15,0x	87,5x															

Investment case

Med rötter i bostadsutveckling, fortsätter ALM Equity profilera sig som ett nischat investmentbolag med fokus på bolagsbyggande inom fastighetssektorn. Med en tydlig strategi och affärsmodell, erbjuder bolaget exponering mot bostadssegmentet i Storstockholmsregionen, Mälardalen och Uppsala. Med lång erfarenhet av att i tidigt skede förvärva mark och driva detaljplanprocessen och därmed skapa byggrätter för att sedan driva utvecklingsprojekt, kommer bolaget kunna tillföra viktig kunskap för att skapa mervärde.

Välkapitaliserat inför en eventuell vändning

Bostadsutvecklare står inför stora utmaningar i det korta till medellånga perspektivet – fallande bostadspriser, högre byggkostnader, sjunkande konsumentförtroende och snabbt stigande finansieringskostnader för att nämna några. Vi bedömer att bolaget har en stabil balansräkning med en kassa som vid utgången av andra kvartalet 2023 uppgick till 671 mkr, vilket skapar goda möjligheter att kunna agera när marknaden så småningom börjar återhämta sig.

Strukturaffärer med starka samarbetspartner

De senaste genomförda strukturaffärerna med Corem Property Partner och Aros Bostad skapar utrymme för ytterligare uppsida på sikt. Tillsammans med Corem har man bildat en ledande aktör inom bostadsförvaltning med 24,000 planerade lägenheter med fokus på Storstockholm och Mälardalen. Aros Bostad har ett väldokumenterat track-record att utveckla bostäder i Storstockholm. Genom dessa innehav har bolaget fortsatt exponering mot både hyresrätts- och bostadsrättsmarknaderna med kapitalstarka partners.

Möjlighet att dra nytta av synergier mellan innehavsbolagen

Genom sina fyra affärsområden är ALM Equity verksam och skapar värde i alla led av fastighetsutvecklingsprojekt. Att ha entreprenadverksamhet "in-house" minskar risken att vara beroende av externa parter samt att man har större möjligheter att styra produktionsstarter utifrån marknadsläge.

Bolagsprofil

ALM Equity utvecklar och investerar i bolag inom fastighetssektorn och genererar affärsmöjligheter i olika led av värdekedjan. Bolagets verksamheter bedrivs i fyra olika affärsområden med fristående bolag och varumärken inom förvaltning, projektutveckling, entreprenad och digitala tjänster. Affärsområdena och dess bolag kan växa organiskt eller genom förvärv med fokus på att leverera god riskjusterad avkastning. Den gemensamma nämnaren för bolagen är en vision om hållbara och yteffektiva boenden i kommunikationsnära lägen.

ALM Equitys verksamheter kan kategoriseras i två olika delar; koncernbolag respektive intressebolag. Koncernbolagen drivs operativt av ALM Equity som har ett direkt inflytande över dem. Intressebolagen utgörs av både noterade och onoterade bolag, där ALM Equitys påverkan och inflytande över dessa bolag främst sker via styrelserepresentation.

Bolagets tillväxtstrategi bygger på att förvärva, strategiskt utveckla och organisera verksamheter för att optimera värdeskapandet. På sikt, när verksamheterna når rätt mognadsgrad, möjliggörs fortsatt utveckling mot att bli självständiga bolag. Intressebolagen härstammar från tidigare verksamheter inom ALM Equity enligt denna modell och har synliggjort värdeskapandet som skett på vägen.

Värdering

Vi värderar ALM-aktien baserad på rapporterat justerat substansvärde (NAV per aktie). För att härleda vårt motiverade värde utgår vi ifrån P/NAV-multipel för 2025. I genomsnitt uppskattar vi en årligt NAV-tillväxt på 12% CAGR (2023-25e). Sammantaget justerar vi ned vårt motiverade värde till 440 – 440 kr per aktie, vilket motsvarar en genomsnittlig P/NAV (2025e) på 1,0x.

Kvartalet i detalj

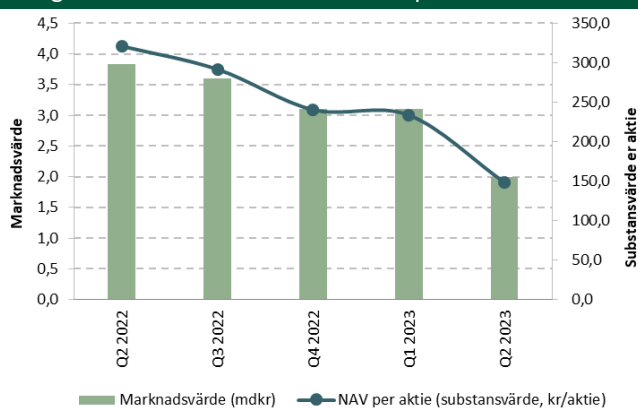
Nettoomsättningen enligt IFRS uppgick till 1 347 mkr (4 438) i Q2'23 och bruttomarginalen uppgick till ca 29,6% (30,3). Rörelseresultatet uppgick till -1 162 mkr (1 314) och nettoresultatet för kvartalet uppgick till -2 047 mkr (1 265). Dock är det viktigt att notera att perioderna inte är jämförbara på grund av stora engångsposter och förändrad struktur i bolaget.

KLÖVERN

Klövern utvecklar, äger och förvaltar hyresbostäder på privatmarknaden i Stockholm och Mälardalen. Klövern erbjuder yteffektiva bostäder anpassade för framtidens hållbara livsstil. Bolaget ägs tillsammans med Corem Property Group och ALM:s ägarandel vid utgången av Q1'23 uppgick till 46%.

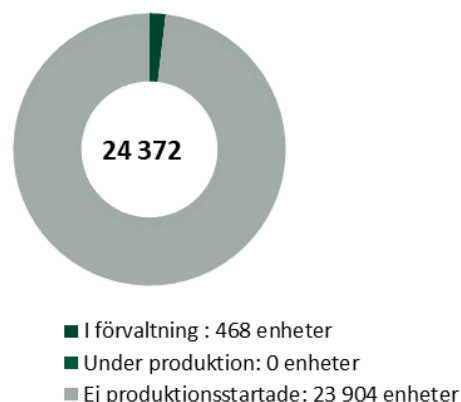
- Resultatandelen från Klövern uppgick till -349 mkr för kvartalet till följd av nedjusterade fastighetsvärden. Samtidigt justerar ALM Equity ned värdet på både intresseandelen som går över till Nrep i tredje kvartalet och det kvarvarande innehavet i Klövern, vilket medfört en ytterligare negativ resultateffekt om 730 mkr.
- Delägarna i Klövern avtalade med Nrep om att sälja 51% av sina aktier i Klövern för cirka 2,5 mdkr. Vidare har Nrep åtagit sig att investera ytterligare cirka 4 mdkr fram till 2027. Överlåtelsen beräknas ske under augusti 2023. I samband med det genomför Klövern en riktad nyemission om 1 mdkr där Nrep är ensam tecknare och kommer därefter att äga 65% av Klövern. Affären möjliggör färdigställande av Klöverns projektportfölj om cirka 24 300 bostäder och med Nrep som ny huvudägare säkrar bolaget den finansiering som krävs för att fånga möjligheter i dagens marknadsläge. ALM Equitys andel i Klövern kommer efter nyemissionen uppgå till 16%.

Diagram 1: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 2: Enheter i fastighetsportföljen



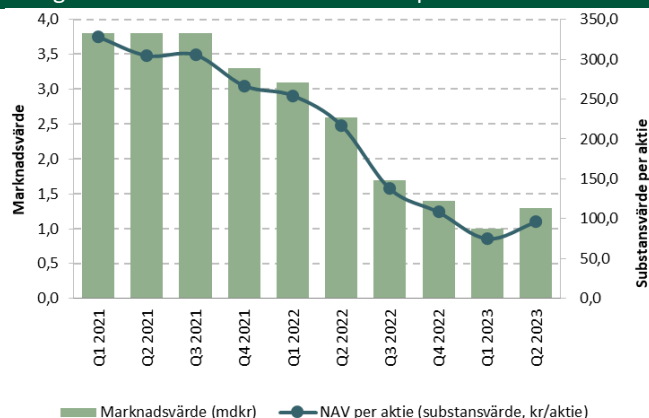
Källa: EPB, Bolaget

SVENSKA NYTTOBOSTÄDER

Svenska Nyttobostäder (SNB) är ett noterat förvaltningsbolag som äger och förvaltar nyproducerade bostadsfastigheter i kommunikationsnära lägen inom Stockholmsområdet. Hyresgästerna är företag, myndigheter och privatpersoner. ALM:s ägarandel uppgår till 38%.

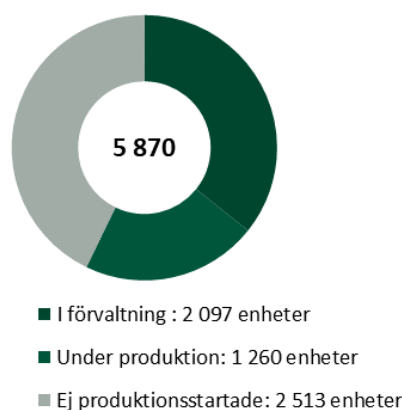
- ALM Equity antog utbyteserbjudandet att byta sina preferensaktier i SNB till stamaktier. Utöver det genomfördes förändringarna i avtalen mellan ALM Småa Bostad och SNB där stamaktier erhållits för betalning av förskott för fastigheter i produktion och för överlåtelse av de ej produktionsstartade fastigheter som tillträdades som byggrätter. ALM Equitys ägarandel kommer efter den riktade nyemissionen och utbytet att uppgå till cirka 38%.
- ALM Equity har ingått avtal om att teckna stamaktier för cirka 98 mkr i SNBs företrädesemission om totalt 250 mkr. Åtagandet speglar ägarandelen och totalt finns det teckningsåtaganden för 80%.

Diagram 3: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 4: Enheter i fastighetsportföljen



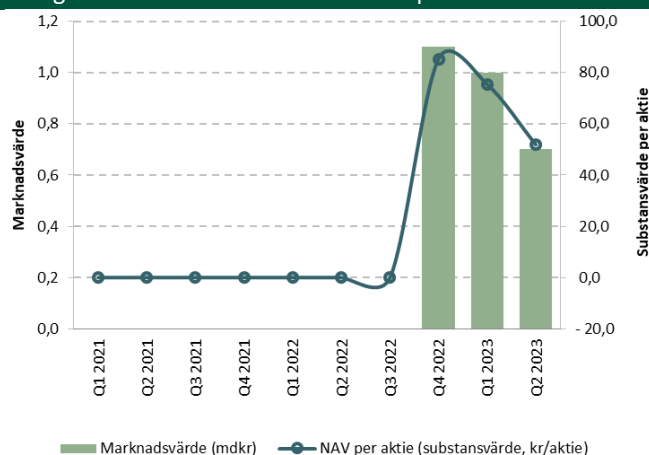
Källa: EPB, Bolaget

AROS BOSTAD

Aros Bostad är ett noterat bolag som erbjuder välplanerade bostäder av hög kvalitet som står sig över tid. Geografiskt fokus är områden med goda kommunikationer inom Storstockholm, Uppsala och Mälardalen. ALM:s ägarandel uppgår till 19%. Efter konvertering av konvertibler uppgår ägarandelen till 26% och efter fullständigt frånträde uppgår ALM Equitys andel till 32%.

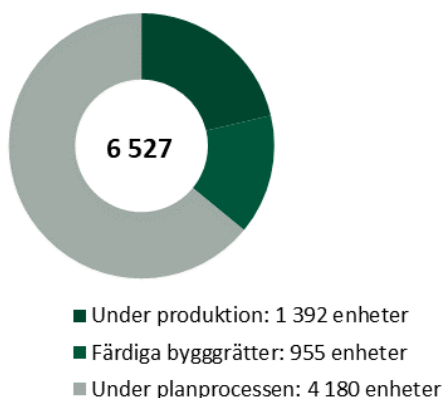
- ALM Equity beslutade på en extra bolagsstämma att dela ut stamaktier i Aros Bostad till de egna stamaktieägarna. Bakgrunden till sakutdelningen är en överenskommelse som slöts i samband med strukturaffären med Aros Bostad.
- Bolaget har tillträtt ett byggrättsprojekt från ALM Småa Bostad då samtliga villkor för projektet uppfyllts. Totalt uppgår köpeskillingen till 61 mkr.

Diagram 5: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 6: Byggrättsportföljen



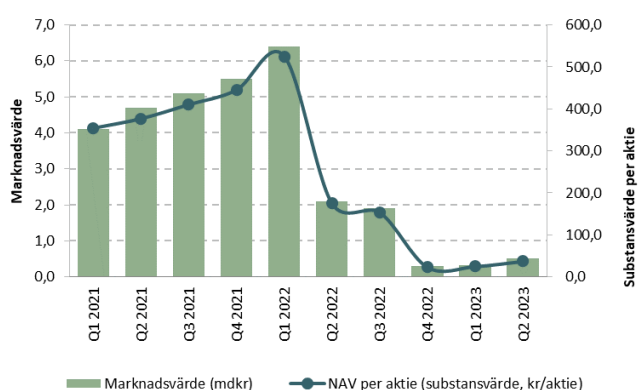
Källa: EPB, Bolaget

ALM SMÅA BOSTAD

ALM Småa Bostad är ett bolag med fokus på större stadsutvecklingsprojekt som genom fyra varumärken erbjuder ett brett utbud av bostäder med service och kommersiella inslag i kommunikationsnära lägen. Ägs till 100% av ALM.

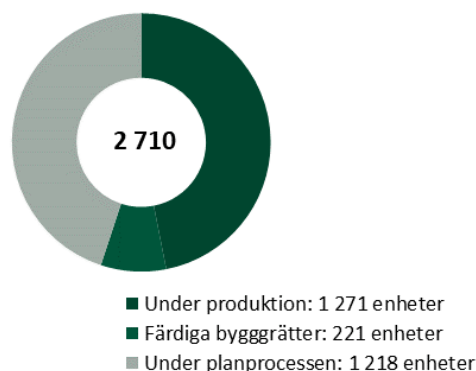
- ALM Småa Bostad frånträdde 13 projekt till SNB för utveckling i egen regi och betalningen skedde i stamaktier i stället för preferensaktier. De projekt som är under produktion färdigställs i enlighet med tidigare upplägg.
- Bolaget frånträdde ett projekt då samtliga villkor för projektet uppfyllts, köpeskillingen uppgick till 61 mkr.

Diagram 7: Marknadsvärde och NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 8: Byggrättsportföljen



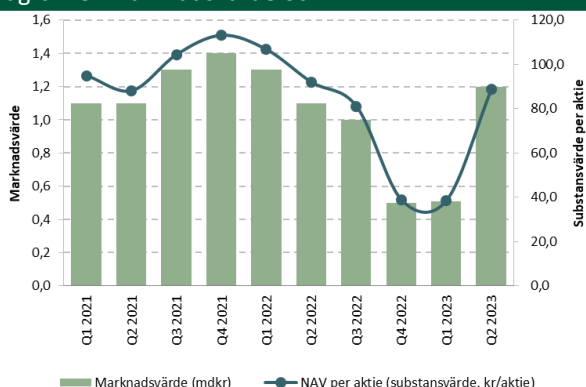
Källa: EPB, Bolaget

2xA ENTREPRENAD

2xA Entreprenad erbjuder totalentreprenad vid ny-, till- eller ombyggnationer av fastigheter, liksom andra entreprenadtjänster i specifika delar av fastighetsprojekt. En samarbetspartner som ritar, optimerar, effektiviserar och uppför både små och stora projekt. ALM:s ägarandel uppgår till 80%.

- Under det första halvåret 2023 har bolaget ingått entreprenadavtal med fyra externa partner, till ett värde om cirka 1,12 mdkr. Avtalen har utestående villkor innan de är fullt bindande. Efter kvartalets slut har bolaget tecknat avtal om två totalentreprenader till ett värde om 430 mkr med Klövern.

Diagram 9: Marknadsvärde och NAV



Källa: EPB, Bolaget

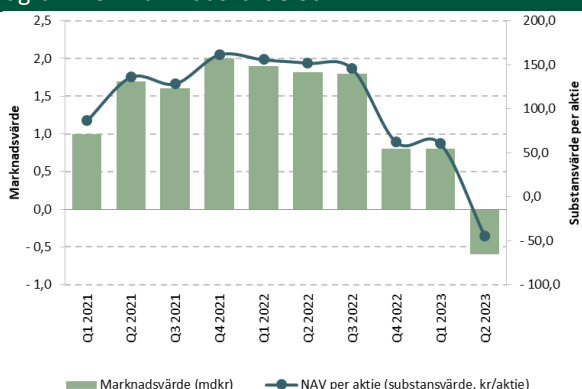
Tabell 1: Nyckeltal

Nyckeltal	Q2 2023	Q2 2022
Orderingång, mkr	665	141
Orderstock, mkr	405	956
Antal byggstartade enheter	0	154
Antal färdigställda enheter	0	0

Källa: EPB, Bolaget

ÖVRIGA TILLGÅNGAR

Diagram 10: Marknadsvärde och NAV



Källa: EPB, Bolaget

Tabell 2: Your Block Antal användare

	Q2 2023
Antal användare av app	14 200
Antal användare i fastigheter med digitala lås	1 850
Antal dörrar med digitala lås	575
Antal fastigheter med digitala lås	10

Källa: EPB, Bolaget

Prognosuppdatering

Vår bedömning av motiverat värde baseras på antagande om tillväxten i substansvärde (NAV). Vi bedömer att 2023 kommer att fortsätta vara ett tufft år, givet fortsatt osäkerhet på finansieringsmarknaden. Överlag bedömer vi att marknaden har börjat stabiliseras och förväntas börja återhämta sig under 2024, vilket borde gynna många av ALM Equitys portföljbolag. Vi sänker våra estimat för NAV-tillväxt för 2023 från tidigare -22% till -40% på grund av fortsatta nedskrivningar i portföljen. Vi lämnar estimat för 2024 och höjer tillväxtestimat för 2025 från 12% till 19%, främst drivet av positiv utveckling i 2xA Entreprenad och Klövern.

Tabell 3: ABC

Innehav	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ALM Småa Bostad	n/a	-94,8%	34,7%	4,1%	4,1%
2xA Entreprenad	n/a	-65,7%	111,2%	17,0%	21,6%
Svenska Nyttobostäder	n/a	-59,3%	-25,0%	-11,9%	12,6%
Klövern	n/a	n/a	-44,4%	4,0%	17,0%
Aros Bostad	n/a	n/a	-41,6%	15,9%	21,6%
Övriga tillgångar	n/a	-61,6%	-171,6%	0,0%	0,0%
ALM Equity - NAV-tillväxt	n/a	-43,4%	-40,2%	5,6%	19,0%

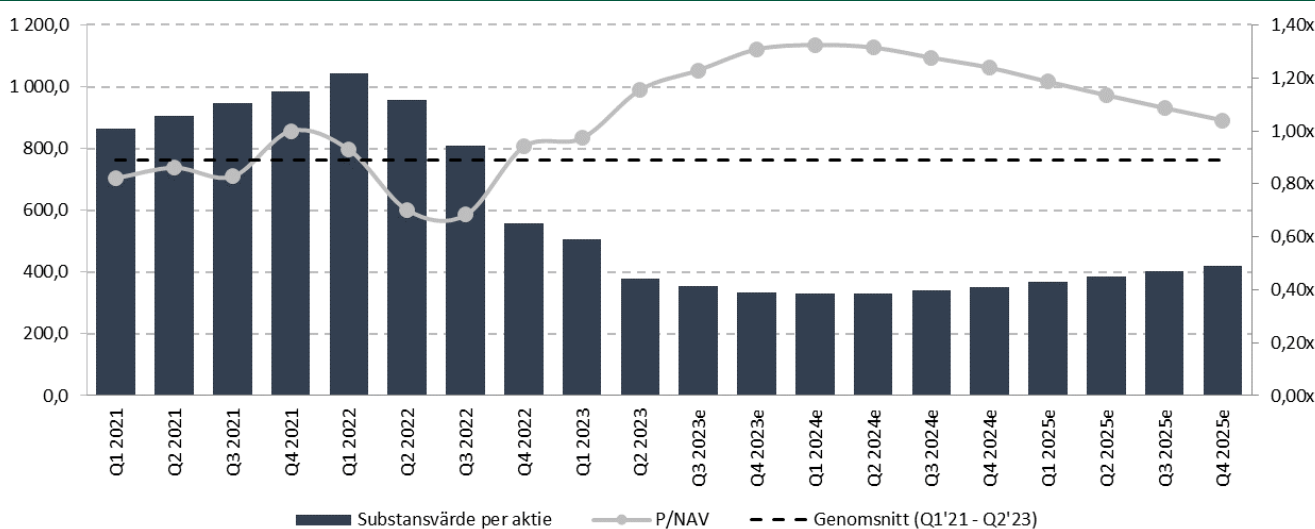
Källa: EPB

Värdering

I vår värderingsansats har vi utgått ifrån det justerade substansvärdet per aktie som baseras på marknadsvärdering av samtliga innehav som genomförs av en fristående part. Innehaven värderas enligt kapitalandelsmetoden och ALM Equitys ägarandel redovisas till anskaffningsvärdet, justerat för utvecklingen i bolagens nettovärde.

Vår bedömning är att de senaste genomförda strukturaffärerna har börjat avtryck, vilket kommer att bidra till högre NAV-tillväxt i takt med att marknaden stabiliseras på längre sikt. På kort sikt ser vi fortsatt svag bostadsmarknad under 2023. Vår syn är att marknaden kommer att börja återhämta sig under 2024, vilket borde bidra till positiv NAV-tillväxt under prognosperioden. Givet fortsatta substansvärdeminskningar i portföljen justerar vi ned vårt motiverade värde med drygt 18% till 400 – 440 kr per aktie (490 – 540), vilket motsvarar en genomsnittlig P/NAV (2025e) på 1,00x.

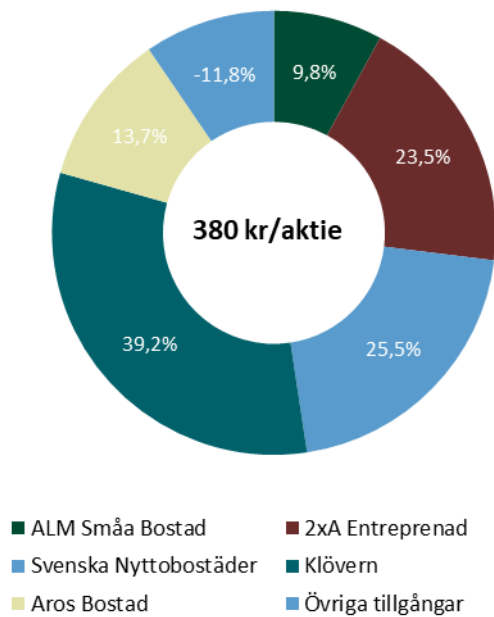
Diagram 11: NAV per aktie och P/NAV



Källa: EPB, Bolaget

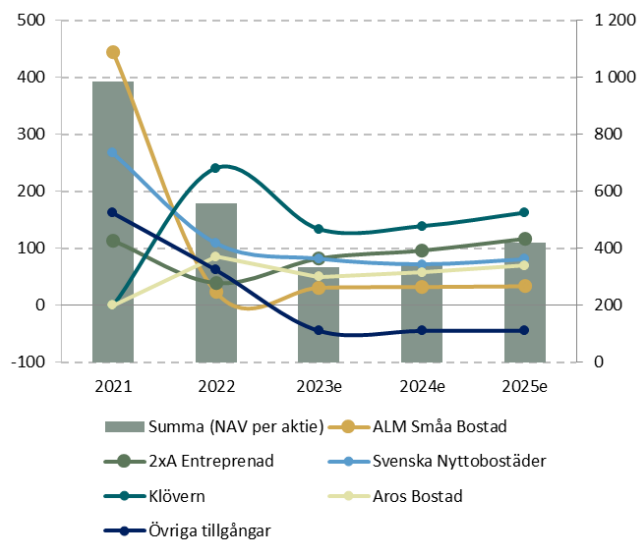
Diagram

Diagram 12: Fördelning av NAV per bolag



Källa: EPB, Bolaget

Diagram 13: NAV per aktie



Källa: EPB, Bolaget

Resultaträkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	2 314	1 681	1 759	5 257	6 902	2 640	1 704	309
Totala intäkter	2 314	1 681	1 759	5 257	6 902	2 640	1 704	309
Kostnad sålda varor	-2 062	-1 394	-1 438	-1 934	-5 175	-2 044	-1 397	-253
Bruttoresultat	252	287	321	3 323	1 727	596	307	56
Försäljningskostnader	-145	-143	-118	-168	-121	-106	-78	-14
Övriga rörelsekostnader	-1	-5	28	160	-2 318	-1 536	0	0
EBITDA	106	139	231	3 315	-712	-1 046	229	42
EBITDA, justerad	106	139	231	3 315	-712	-1 046	229	42
EBITA, justerad	106	139	231	3 315	-712	-1 046	229	42
EBIT	106	139	231	3 315	-712	-1 046	229	42
EBIT, justerad	106	139	231	3 315	-712	-1 046	229	42
Finansnetto	-90	293	2	142	53	-280	-173	-154
Resultat före skatt	16	432	233	3 457	-659	-1 326	56	-113
Resultat före skatt, justerad	16	432	233	3 457	-659	-1 326	56	-113
Total skatt	-11	2	-4	-34	83	2	-12	23
Nettoresultat	5	434	229	3 423	-576	-1 324	44	-90
Nettoresultat, justerad	5	434	229	3 423	-576	-1 324	44	-90
Intäktstillväxt	-	-27%	5%	>100%	31%	-62%	-35%	-82%
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	63,2%	25,0%	22,6%	18,0%	18,0%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	13,4%	13,5%
EPS, justerad	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-124	4,14	-8,35
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-48%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Alm Equity, EPB

Kassaflödesanalys								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	106	139	231	3 315	-712	-1 046	229	42
Övriga kassaflödesposter	-76	-154	-109	-3 530	427	932	-187	-154
Förändringar i rörelsekapital	-110	727	-180	1 047	-103	-346	79	8
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-80	712	-58	832	-388	-459	120	-105
Investeringar i anläggningstillgångar	-451	-1 788	-703	-2 587	-287	65	0	0
Övrigt Kassaflöde från investeringar	65	297	0	368	-354	0	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-386	-1 491	-703	-2 219	-641	65	0	0
Fritt kassaflöde	-466	-779	-761	-1 387	-1 029	-394	120	-105
Nyemission / återköp	-24	1 036	835	617	57	25	0	0
Förändring av skulder	329	120	29	2 104	207	144	-741	-158
Utdelningar	-58	-68	-80	-102	-116	-98	-100	-100
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	247	1 088	784	2 619	148	70	-841	-258
Kassaflöde	-219	309	23	1 232	-881	504	-721	-363
Nettoskuld	3 589	3 527	4 076	3 040	3 207	3 440	3 435	3 646

Källa: Alm Equity, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR								
Övriga immateriella tillgångar	1 212	1 602	2 763	755	0	0	0	0
Materiella anläggningstillgångar	0	1 508	2 489	94	92	92	92	92
Andelar i intresseföretag	19	10	1	3 328	6 295	5 271	5 271	5 271
Övriga anläggningstillgångar	10	239	256	145	99	100	126	126
Summa anläggningstillgångar	1 241	3 359	5 509	4 322	6 486	5 463	5 489	5 489
Övriga omsättningstillgångar	5 341	4 444	3 234	6 856	3 959	3 798	3 709	3 709
Likvida medel och kortfristiga placeringar	390	699	722	1 954	1 073	821	826	615
Summa omsättningstillgångar	5 731	5 143	3 956	8 810	5 032	4 619	4 535	4 324
SUMMA TILLGÅNGAR	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	10 083	10 024	9 814
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	3 643	3 587	3 376
Summa eget kapital	2 138	3 310	3 790	7 154	5 756	3 643	3 587	3 376
Långfristiga räntebärande skulder	1 076	1 864	2 920	2 639	2 027	1 882	2 781	2 781
Övriga långfristiga skulder	214	389	362	371	699	109	109	109
Summa långfristiga skulder	1 290	2 253	3 282	3 010	2 726	1 991	2 890	2 890
Kortfristiga räntebärande skulder	2 903	2 362	1 878	2 355	2 253	2 379	1 480	1 480
Övriga kortfristiga skulder	641	577	515	613	783	2 070	2 067	2 067
Summa kortfristiga skulder	3 544	2 939	2 393	2 968	3 036	4 448	3 547	3 547
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	6 972	8 502	9 465	13 132	11 518	10 083	10 024	9 814

Källa: Alm Equity, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-27%	5%	>100%	31%	-62%	-35%	-82%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	-82%
EBIT-tillväxt, justerad	-	31%	66%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	-82%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	-48%	>100%	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	10,9%	17,1%	18,2%	63,2%	25,0%	22,6%	18,0%	18,0%
EBITDA-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	13,4%	13,5%
EBITDA-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	13,4%	13,5%
EBIT-marginal	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	13,4%	13,5%
EBIT-marginal, justerad	4,6%	8,3%	13,1%	63,1%	Neg.	Neg.	13,4%	13,5%
Vinst-marginal, justerad	0,2%	25,8%	13,0%	65,1%	Neg.	Neg.	2,6%	Neg.

Källa: Alm Equity, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	16%	6%	63%	Neg.	Neg.	1%	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	2%	3%	32%	Neg.	Neg.	3%	1%
ROIC, justerad	Neg.	2%	3%	37%	Neg.	Neg.	3%	1%

Källa: Alm Equity, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	40%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	46%	65%	96%	>100%
Kapitalomsättningshastighet	0,4x	0,2x	0,2x	0,4x	0,7x	0,3x	0,2x	0,0x

Källa: Alm Equity, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	3 589	3 527	4 076	3 040	3 207	3 440	3 435	3 646
Soliditet	31%	39%	40%	54%	50%	36%	36%	34%
Nettoskultsättningsgrad	1,7x	1,1x	1,1x	0,4x	0,6x	0,9x	1,0x	1,1x
Nettoskuld / EBITDA	33,9x	25,4x	17,6x	0,9x	-4,5x	-3,3x	15,0x	87,5x

Källa: Alm Equity, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-124	4,14	-8,35
EPS, justerad	0,49	42,7	22,3	320	-54,1	-124	4,14	-8,35
FCF per aktie	-45,9	-76,7	-74,1	-130	-96,7	-36,7	11,2	-9,78
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	211	326	369	668	541	340	335	315
Antal aktier vid årets slut, m	10,2	10,2	10,3	10,7	10,6	10,7	10,7	10,7
Antal aktier efter utspädning, snitt	10,2	10,2	10,3	10,7	10,6	10,7	10,7	10,7

Källa: Alm Equity, EPB

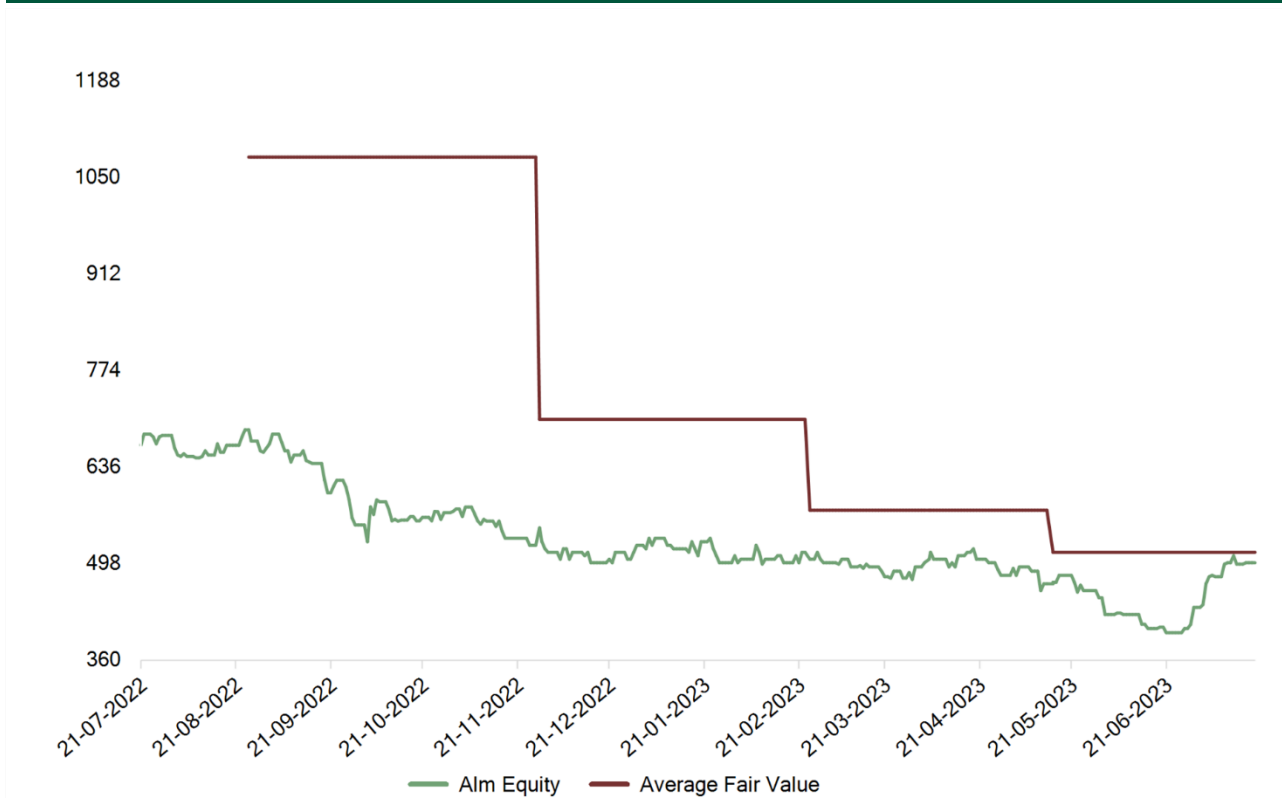
Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	355,4x	7,3x	31,4x	3,1x	Neg.	Neg.	120,8x	Neg.
P/EK	0,8x	1,0x	1,9x	1,5x	1,0x	1,5x	1,5x	1,6x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	44,5x	Neg.
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2%	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	2,3x	4,0x	6,4x	2,6x	1,3x	3,4x	5,3x	29,0x
EV/EBITDA, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	Neg.	39,1x	214,8x
EV/EBIT, justerad	50,6x	48,0x	48,6x	4,1x	Neg.	Neg.	39,1x	214,8x
EV	5 366	6 675	11 222	13 521	8 795	8 948	8 948	8 948
Aktiekurs	175	310	700	986	525	500	500	500

Källa: Alm Equity, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Alm Equity (ALM SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

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

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se