



Aros Bostadsutveckling

Fortsätter att visa styrka i en utmanande marknad

Fortsätter att leverera enligt plan

Omsättningen enligt IFRS uppgick till 434 mkr i kvartalet, nettoomsättningen under årets första månader 994 mkr. I kvartalet har 158 st vinstavräknats enligt IFRS, detta ska ställas mot 20 st i Q3'22. Under kvartalet har 67 bostäder byggstartats i olika småhusprojekt. Antalet enheter i produktion uppgick till 1 251 st, av dessa är 87% redan sålda eller bokade. Rörelseresultatet i kvartalet uppgick till 61,6 mkr vilket motsvarar en marginal om 14,1%. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 57,6 mkr. Efter kvartalets utgång har ett antal projekt överlämnats vilket kommer stärka kassaflödet.

Genomför justeringar för från- och tillträden

Baserat på nuvarande status av byggerettsportföljen flyttar vi delar av de frånträden vi räknat med under Q4'23 till 2024. Detta får konsekvensen att intäkterna sjunker med ca 5% på innevarande år och EBITDA med 33 mkr. 2024 ökar vi därför intäktsestimaten med ca 13%. EBITDA stiger 47 mkr nästkommande år baserat på justeringarna av tillträden. Sammanfattningsvis ser vi att bolaget rör sig åt rätt håll. Efter denna rapport kommer vi att gå över till att ställa estimat baserat på segmentsredovisning då detta bättre reflekterar verksamheten.

Kommer komma starkare ut ur denna marknad

Givet Aros starka finansiella ställning med en god soliditet och möjlighet att fortsätta byggstarta projekt i en utmanande marknad anser vi att bolaget kommer vara ett av de bolag inom fastighetsutveckling som bäst kommer klara denna utmanande finansiella marknad. Vi bibehåller således vårt motiverade värde om 72–75 kr. Vi anser att risk-reward i aktien nu är god då Aros Bostads börsvärde uppgår till ~1 400 mkr vs Aros andel av marknadsvärdet på byggrättstportföljen om 7 500 mkr, övervärdet kontra bokfört kapital uppgår till 1 300 mkr vilket gör Aros mindre känsligt för fluktuationer i marknadsvärdet.

Estimatändring

23e24e25e

Totala intäkter-4,9%12,8%0,0%

EBITDA, just.-25,7%16,8%0,0%

EPS, just.-10,5%19,7%0,0%

Kommande händelser

Q4 - rapport16 februari 2024

Q2 - rapport08 maj 2024

Bolagsfakta (mSEK)

Antal aktier48m

Börsvärde1 423

Nettoskuld497

EV1 840

Free float31%

Daglig handelsvolym, snitt2k

Bloomberg TickerAROS SS EQUITY

Analysiker

Rikard Engberg

rikard.engberg@penser.se

Prognos (mSEK)

20222023e2024e2025e

Totala intäkter411 3792 0702 740

Tillväxt-61%>100%50%32%

EBITDA, just.-79105328397

EBIT, just.-79105328397

EPS, just.-1,43,04,76,1

EPS-tillväxt, just.N.m.N.m.56%29%

EK/aktie32,734,838,543,5

Utdelning per aktie0,00,00,00,0

EBIT-marginalNeg.7,6%15,8%14,5%

ROE, just.Neg.9,0%12,9%14,9%

ROCE, just.Neg.4,3%11,1%11,7%

EV/Sales59,3x1,3x0,9x0,7x

EV/EBITDA-30,8x17,6x5,9x4,8x

EV/EBIT-30,8x17,6x5,9x4,8x

P/E, just.-28,9x9,8x6,3x4,9x

P/EK1,3x0,9x0,8x0,7x

FCF yield-21%11%21%-3%

Nettoskuld/EBITDA-9,5x3,4x0,7x1,2x

Värde och risk

Motiverat värde72,0 - 75,0 SEK

Aktiekurs29,7 SEK

RiskenivåMedium

Kursutveckling 12 mån

Intressekonflikter

YesNo

Likviditetsgarant✓

Certified adviser✓

Transaktioner 12m✓

Investment case

Attraktiva tillgångar: Aros har i dagsläget ca 6 400 byggrätter fördelade på 19 kommuner i 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 om att utveckla hyresrätter eller bostadsrätter. I juli 2022 sålde man 879 lägenheter till den tyska kapitalförvaltaren Patrizia för 3 600 mkr.

Finansiell styrka: Aros har en soliditet om 68,9%, kassa om 125 mkr och inga utestående obligationer. Givet försäljningen till Patrizia har man möjlighet att starta projekt trots att marknaden för nyproduktion i dagsläget är utmanande. Vi bedömer också att man, givet sin finansiella styrka, kommer kunna addera projekt med goda ingångsvärden då man har finansiell flexibilitet. Dessa projekt kan sedan säljas och byggstartas när marknaden för nyproduktion vänder.

Bolagsprofil

Aros Bostad är en bostadsutvecklare med fokus på Stockholmsregionen. Bolaget har byggt upp en växande byggrättsportfölj om över 6 400 byggrätter i olika delar av Stockholm och fortsätter att växa i takt med nya förvärv. Fokus har varit på områden med ett bra pendlingsläge och i områden som domineras av småhus. Man har således undvikit de stora exploateringsområdena i Stockholm.

Historiskt har Aros Bostad 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. Genom att ha låga ingångsvärden på projekt har man möjlighet till flexibel prissättning. Historiskt har Aros Bostad positionerat sig inom ett övre medelsegment. I dagsläget har Aros Bostad ett stort antal projekt i sent planskede vilket möjliggör en acceleration av byggstartar, som i sin tur leder till en god vinst och kassaflödestillväxt. För att reflektera detta höjde Aros Bostad i samband med kapitalmarknadsdagen (maj 2022) sina mål gällande antalet bostäder i produktion till 1 200–1 400 från tidigare 800–1 000. Då bolaget har förvärvat en byggrättsportfölj omfattande 1 500 byggrätter belägna i Storstockholm, som finansieras med aktier, bedömer vi att CapEx kommer vara lågt de kommande åren vilket möjliggör en skarp tillväxt i både kassaflöde och vinst.

Aros Bostad har historiskt agerat agilt och hittat finansiering genom både JV-strukturer och fondstrukturer. Vidare har man konverterat bostadsrättsbyggrätter till hyresrättsbyggrätter och lyckats sälja dessa med en god projektmarginal (+20%). Vi bedömer att denna finansiella flexibilitet kommer vara nyckeln i den osäkra makromiljö vi ser ut att röra oss mot. Genom att ha en flexibel finansiering kan projekt startas med låg försäljningsgrad. Vi bedömer att framtida projekt kommer säljas nära inpå inflytt då bostadsköpare, historiskt, i oroliga tider tenderar att inte köpa på ritning. Aros Bostad har även som strategi att utveckla fastigheter i egen förvaltning. Vi anser att detta på sikt kommer leda till att Aros Bostad kan få tillgång till mer flexibel finansiering. Givet de låga priser Aros Bostad har förvärvat sina byggrätter för anser vi vidare att detta affärsområde kommer generera en god avkastning på eget kapital.

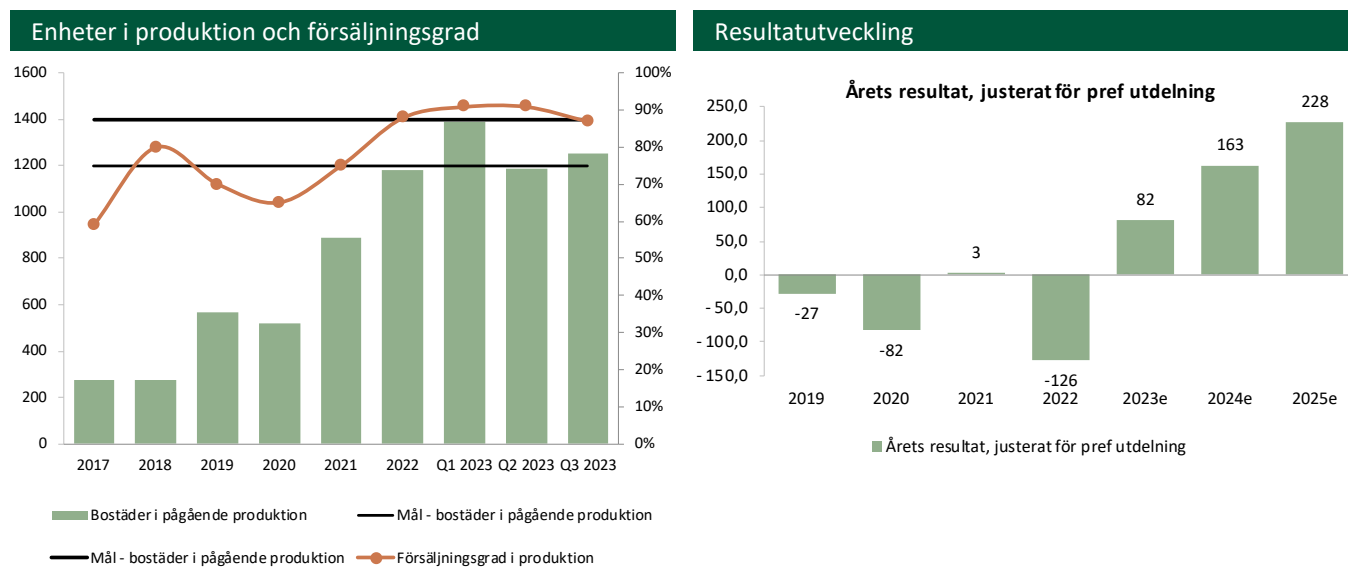
Värdering

Vi värderar Aros efter det diskonterade nuvärdet på nuvarande projektportfölj. Vi har diskonterat detta med 11% och använder oss av en P/B multiplikator på de ackumulerade vinsterna om 1,2x.

Kvartalet i detalj

Aros har nu 1 251 bostäder i produktion vilket är i linje med bolagets långsiktiga mål. Under kvartalet har 67 bostäder byggstartats i tre olika radhusprojekt. Bolaget har under kvartalet tecknat entreprenadavtal med två projekt innefattande 170 lägenheter i Danderyd och 156 lägenheter i Huddinge. Båda dessa projekt ingår i en sedan tidigare såld hyresrättportfölj. Sammanfattningsvis visar Aros att man kommer kunna bibehålla en hög produktionstakt även under kommande år då försäljning av nyproduktion kommer vara utmanande kommande kvartal. Vi ser det som ett styrketecken att kunna byggstarta projekt i denna marknad; under kvartalet har 67 bostäder byggstartas.

Efter kvartalets utgång har ytterligare en etapp av projektet Viggby Ängar lämnats över till CBRE som en del i en affär som genomfördes i juli 2021. Vidare har Aros tecknat entreprenadavtal om ytterligare 111 bostäder i Viggby Ängar i Täby. Detta projekt var en del av portföljen som såldes till Patrizia.



Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Värdering

I vår värderingsansats har vi använt oss av en diskontering av framtida vinster och en multipelvärdering. Vi har valt att fokusera på justerad P/B-multipel, då vi anser multipeln vara mest lämplig för att värdera bostadsutvecklingsbolag och därmed Aros Bostad.

Jämförbara bolag												
Bolag	Aktiekurs	EV	Mcap	P/E			P/B			EV/EBIT		
				2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
JM	143,9	24 066	9 282	11,8x	18,6x	14,4x	1,1x	1,1x	1,0x	20,2x	29,5x	26,0x
Bonava	13,6	8 864	1 458	7,7x	-	-	0,2x	0,2x	0,2x	12,0x	41,1x	36,4x
Selvaag	29,45	4 750	2 760	10,0x	11,7x	13,7x	1,2x	1,2x	1,2x	13,5x	16,5x	18,4x
Veiddekke	99,5	12 073	13 423	13,3x	12,4x	11,9x	4,6x	4,4x	4,3x	-	-	-
Average		12 438	6 731	10,7x	14,2x	13,4x	1,8x	1,7x	1,7x	15,3x	29,0x	26,9x
Median		10 468	6 021	10,9x	12,4x	13,7x	1,1x	1,1x	1,1x	13,5x	29,5x	26,0x
Aros Bostad, EPBe	29,7	2 250	-	9,8x	6,3x	4,9x	0,9x	0,8x	0,7x	18,6x	6,2x	5,1x
Aros Bostad, FactSe	29,7	2 250	-	10,6x	10,3x	8,8x	1,0x	1,0x	0,8x	7,1x	6,5x	5,7x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

I värderingen har vi beräknat ett nuvärde på samtliga vinster i Aros Bostads projektportfölj. Dessa har vi sedan diskonterat med ett avkastningskrav om 10%. Vi bedömer att 11% reflekterar avkastningskravet om man tar hänsyn till bolagets preferensaktie som i dagsläget har en direktavkastning om 9,8%.

Värdering och diskontering av framtida vinster								Antagande - avkastningskrav	
	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	Antagande - Avkastningskrav	
Aros vinstandel	253	349	855	443	1 181	794	1 221	Risikfri ränta	2,5%
Tillväxt	-	38%	145%	-48%	167%	-33%	54%	Risikpremie	5,5%
Nuvärde vinster	253	315	694	324	778	471	653	Extra riskpremie	3,0%
Summa nuvärde	3 487							Beta	1,0
Multipel (P/B)	1,15x							Avkastningskrav	11,0%
Avkastningskrav	11,0%								
Värde	3 510								
Antal aktier	47,9								
Nuvärde per aktie	73								

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Känslighetstabell							
P/B							
	0,85x	0,95x	1,05x	1,15x	1,25x	1,35x	1,45x
9,0%	55,5	63,3	71,1	78,8	86,6	94,4	102,1
10,0%	53,5	61,0	68,5	76,0	83,5	91,1	98,6
11,0%	51,5	58,8	66,1	73,3	80,6	87,9	95,2
12,0%	49,6	56,7	63,7	70,8	77,9	84,9	92,0
13,0%	47,8	54,7	61,5	68,4	75,2	82,1	88,9

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoomsättning	28	16	105	41	1 379	2 070	2 740
Totala intäkter	28	16	105	41	1 379	2 070	2 740
Kostnad sålda varor	-7	0	0	0	-1 163	-1 639	-2 219
Bruttoresultat	21	16	105	41	216	431	521
Administrationskostnader	-28	-35	-50	-57	-67	-68	-82
Övriga rörelsekostnader	-23	-27	-30	-64	-45	-35	-42
EBITDA	-30	-46	25	-79	105	328	397
EBITDA, justerad	-30	-46	25	-79	105	328	397
EBITA, justerad	-30	-46	25	-79	105	328	397
EBIT	-30	-46	25	-79	105	328	397
EBIT, justerad	-30	-46	25	-79	105	328	397
Finansnetto	39	6	19	17	48	-42	-61
Resultat före skatt	10	-40	45	-63	153	286	335
Resultat före skatt, justerad	10	-40	45	-63	153	286	335
Total skatt	0	0	0	0	-8	-59	-44
Nettoresultat	10	-40	45	-63	145	227	292
Nettoresultat, justerad	10	-40	45	-63	145	227	292
Intäktstillväxt	-	-41%	>100%	-61%	>100%	50%	32%
Bruttomarginal	76,0%	100,0%	100,0%	100,0%	15,7%	20,8%	19,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	7,6%	15,8%	14,5%
EPS, justerad	0,29	-1,25	1,17	-1,41	3,04	4,74	6,10
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	56%	29%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	-30	-46	25	-79	105	328	397
Förändringar i rörelsekapital	-147	-9	-109	-337	10	73	-335
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-178	56	-59	-412	170	297	-47
Investeringar i anläggningstillgångar	-54	-24	-80	26	-20	0	0
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-54	-24	-80	26	-20	0	0
Fritt kassaflöde	-233	31	-139	-387	150	297	-47
Förvärv och avyttringar	-19	0	0	-16	-9	-120	-160
Nyemission / återköp	174	59	288	0	0	0	0
Förändring av skulder	113	88	-129	415	368	427	61
Utdelningar	-40	-42	-42	-42	-58	-42	-42
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	229	105	117	357	301	265	-140
Kassaflöde	-4	136	-22	-30	451	562	-188
Nettoskuld	115	65	-113	754	356	221	469

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Balansräkning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
TILLGÅNGAR							
Finansiella anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1	1
Andelar i intresseföretag	129	48	126	172	170	170	170
Övriga anläggningstillgångar	33	31	28	27	27	27	27
Summa anläggningstillgångar	161	79	155	199	197	197	197
Övriga omsättningstillgångar	563	708	622	2 320	1 982	2 026	2 517
Likvida medel och kortfristiga placeringar	86	222	200	175	625	1 187	1 000
Summa omsättningstillgångar	649	930	822	2 494	2 607	3 213	3 516
SUMMA TILLGÅNGAR	810	1 009	977	2 694	2 804	3 410	3 714
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	553	529	820	1 564	1 665	1 843	2 085
Summa eget kapital	553	529	820	1 564	1 665	1 843	2 085
Långfristiga räntebärande skulder	50	69	19	169	319	319	319
Långfristiga leasingsskulder	3	2	0	0	75	75	75
Summa långfristiga skulder	53	71	19	169	394	394	394
Kortfristiga räntebärande skulder	148	216	68	759	587	1 014	1 075
Övriga kortfristiga skulder	57	193	70	202	159	159	159
Summa kortfristiga skulder	205	409	138	961	746	1 173	1 234
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	810	1 009	977	2 694	2 805	3 410	3 713

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Tillväxt och marginaler							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	-41%	>100%	-61%	>100%	50%	32%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	21%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	21%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	56%	29%
Bruttomarginal	76,0%	100,0%	100,0%	100,0%	15,7%	20,8%	19,0%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	7,6%	15,8%	14,5%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	7,6%	15,8%	14,5%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	7,6%	15,8%	14,5%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	24,2%	Neg.	7,6%	15,8%	14,5%
Vinst-marginal, justerad	34,3%	Neg.	42,5%	Neg.	10,5%	11,0%	10,6%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Avkastning							
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	7%	Neg.	9%	13%	15%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	3%	Neg.	4%	11%	12%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	4%	Neg.	5%	16%	17%

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	59%	67%	53%
Rörelsekapital / totala intäkter	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	90%	86%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,0x	0,1x	0,0x	0,5x	0,6x	0,8x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	115	65	-113	754	356	221	469
Soliditet	68%	52%	84%	58%	59%	54%	56%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,1x	-0,1x	0,5x	0,2x	0,1x	0,2x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	-1,4x	-4,5x	-9,5x	3,4x	0,7x	1,2x

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,29	-1,25	1,17	-1,41	3,04	4,74	6,10
EPS, justerad	0,29	-1,25	1,17	-1,41	3,04	4,74	6,10
FCF per aktie	-7,21	0,97	-3,65	-8,73	3,13	6,20	-0,99
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	17,1	16,4	21,6	32,7	34,8	38,5	43,5
Antal aktier vid årets slut, m	32,3	32,3	37,9	47,9	47,9	47,9	47,9
Antal aktier efter utspädning, snitt	32,3	32,3	38,1	44,3	47,9	47,9	47,9

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

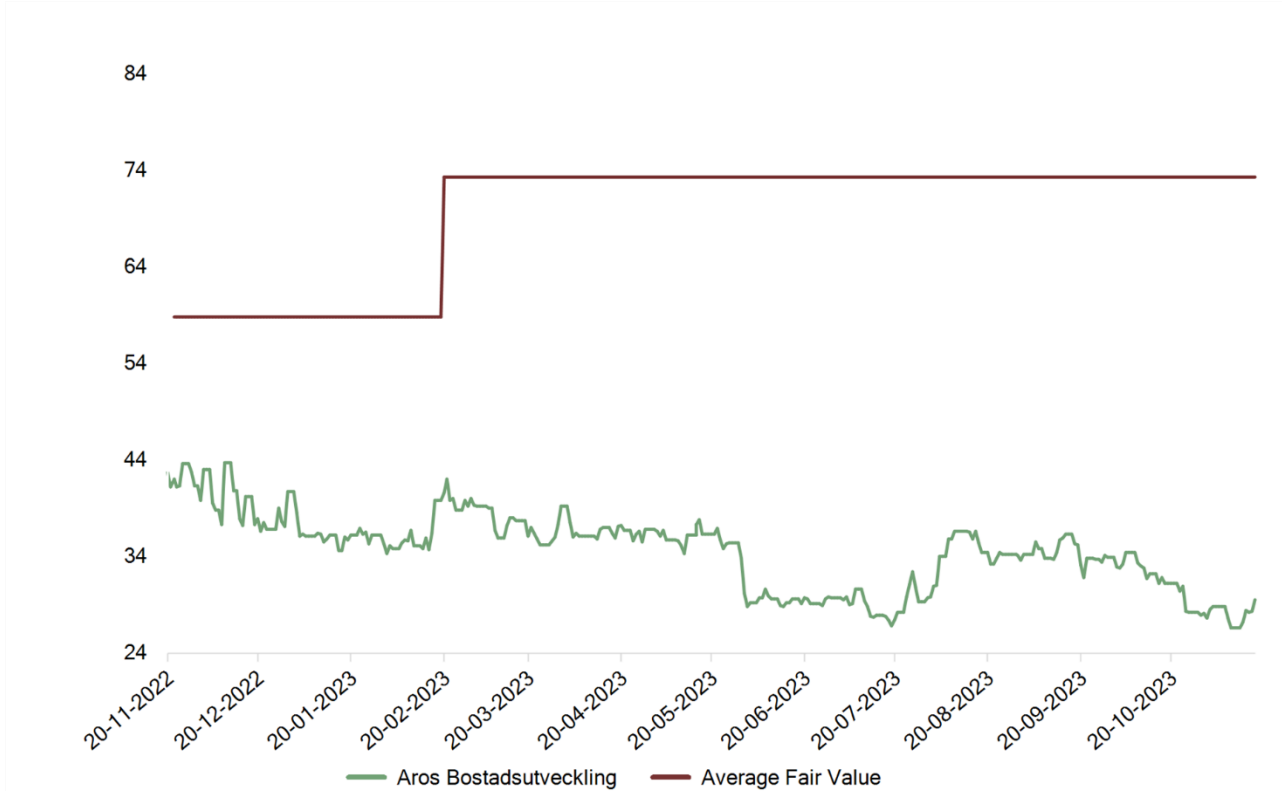
Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	100,7x	Neg.	53,0x	Neg.	9,8x	6,3x	4,9x
P/EK	1,7x	1,8x	2,9x	1,3x	0,9x	0,8x	0,7x
P/FCF	Neg.	30,5x	Neg.	Neg.	9,5x	4,8x	Neg.
FCF-yield	Neg.	3%	Neg.	Neg.	11%	21%	Neg.
Direktavkastning	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%
EV/Sales	Neg.	Neg.	21,2x	65,5x	1,3x	0,9x	0,7x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	87,3x	Neg.	17,0x	5,7x	4,7x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	87,3x	Neg.	17,0x	5,7x	4,7x
EV	Neg.	Neg.	2 219	2 695	1 783	1 862	1 862
Aktiekurs	-	-	62,1	40,9	28,5	29,7	29,7

Källa: Aros Bostadsutveckling, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Aros Bostadsutveckling (AROS SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Motiverat värde och risk

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

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

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

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

Allmänt

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

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

Erik Penser Bank (publ.)
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se