



## Penser Access by Carnegie

Fastighetsutveckling | Sverige | 15 november 2024

**Arlandastad Group****Positiva signaler och potential för realiserat värdeskapande – Q3 review****Svagt Q3-resultat drivet av lägre intäkter inom den operativa verksamheten**

Intäkterna sjönk med 14% till 74,8 mkr (86,7), där hyresintäkter utgjorde 54% eller 40,3 mkr (42,8). Intäkterna från den operativa verksamheten minskade med 17% till 33,6 mkr (40,6), främst påverkat av lägre aktivitet i event- och flygverksamheten. Bruttoresultatet uppgick till 7,4 mkr (23,1), varav 18,7 mkr (17,1) härrörde från fastighetsdrift och -11,3 mkr (6,0) från den operativa verksamheten, som påverkades av lägre aktivitet i event- och flygverksamheten. Periodens resultat förbättrades till 12,2 mkr (-122,4), där orealiserade värdeförändringar i fastigheter bidrog med 43,9 mkr (-118,1). Periodens kassaflöde uppgick till -74 mkr, vilket minskade kassan till 174 mkr (247). Soliditeten var stabil på 60% (61), och belåningsgraden landade på 24% (25).

**Ökat intresse och strategiska transaktioner driver värdeskapande**

Vi ser en tydlig ökning i aktivitet genom nya samarbeten, avtal och strategiska transaktioner som stärker vår syn på värdet i Arlandastad Groups portfölj. Realiserade affärer, såsom försäljningen av 7 300 kvm mark i Skavsta för 17 mkr, vilket gav en reavinst på 15,5 mkr, ger en fingervisning om den potential som områdena i Arlandastad och Skavsta representerar. Räntorna är på väg ned, och flera stora förändringar i omvärlden bidrar ytterligare: mässverksamheten i Älvsjö är till salu, med möjlighet att flyttas till Arlandastad, och Ostlänkens byggstart kommer att minska pendlingstiden mellan Stockholm och Skavsta till under en timme, vilket förstärker Skavstas strategiska position. Samtidigt har bolaget byggt upp betydande värden i sin projekt- och byggrättsportfölj och har nu tagit steg för att synliggöra och realisera dessa värden i närtid.

**Stark balansräkning, likviditet och betydande dolda värden i byggrätter**

Bolaget är väl positionerat för att exekvera sin projektportfölj i takt med ett förbättrat affärsklimat. Vi bedömer att finansierings- och projektmarknaden utvecklas positivt framöver, vilket gynnar bolagets expansionsplaner. Bolagets substansvärde (NAV) är 85 kr per aktie, vilket innebär att aktien handlas med en rabatt på 65%. Marknadsvärdet på byggrätterna uppgår till 3 352 kr/kvm, motsvarande 53 kr per aktie, medan den senaste markavyttringen om 7 300 kvm i Skavsta gav 2 329 kr/kvm – ett pris långt över bokfört värde och en tydlig indikation på dolda värden. Med en soliditet på 60%, en belåningsgrad om 24% och en kassa om 174 mkr bedömer vi den finansiella risken som låg. Vi upprepar vårt värderingsintervall om 63-78 kr per aktie. Vi gör endast små justeringar i våra försäljnings och vinstprognoser.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk		
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	63,0 - 78,0 kr
Totala intäkter	-1,9%	-2,4%	-2,4%	422	346	444	477	Aktiekurs	30,3 kr
EBIT, just.	-3,8%	0,1%	0,2%	42%	-18%	28%	7%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	29,6%	-0,4%	-0,2%	57	8	86	88	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	4	-29	49	52		
Q4 - rapport	13 februari 2025		EPS, just.	-2,0	-1,1	6,7	4,5	<b>Intressekonflikter</b>	
Q1 - rapport	15 maj 2025		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	-33%	Yes No	
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	71,2	70,0	76,7	81,2	Likviditetsgarant	✓
Antal aktier	63m		EBIT-marginal	0,9%	Neg.	11,1%	10,9%	Certified adviser	✓
Börsvärde	1 917		ROE, just.	Neg.	Neg.	9,1%	5,7%	Transaktioner 12m	✓
Nettoskuld	1 410		ROCE, just.	0,2%	Neg.	0,9%	0,9%		
EV	3 325		EV/Sales	7,9x	9,6x	7,5x	7,0x		
Free float	39%		EV/EBITDA	58,3x	N.m.	38,7x	37,8x		
Daglig handelsvolym, snitt	3k		EV/EBIT	N.m.	Neg.	67,4x	63,9x		
Bloomberg Ticker	AGROUP SS EQUITY		P/E, just.	Neg.	Neg.	4,5x	6,8x		
<b>Analytiker</b>			P/EK	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x		
Mathias Carlson			FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	0%		
mathias.carlson@carnegie.se			Nettoskuld/EBITDA	24,0x	165,8x	16,1x	15,5x		

## Investment case

### Unik tillgångsmassa och projektpotential

Arlandastad Group bedriver aktiv fastighetsutveckling i strategiska lägen kring Arlanda och Stockholm Skavsta Flygplats, med en projektportfölj som uppskattas till ett värde om 45-50 miljarder kronor. Genom bolagets bedömning av projektportföljen förväntas en total projektvinst på cirka 30 %, vilket illustrerar potentialen i bolagets tillväxt- och investeringsstrategi.

### Låga ingångsvärden och värdeskapande detaljplanearbete

Bolaget har säkerställt fördelaktiga ingångsvärden genom förvärv av råmark i ett tidigt skede. Detta gör det möjligt för Arlandastad Group att fokusera på den mest värdehöjande delen av fastighetsutvecklingen: detaljplanearbete. Samarbeten med lokala kommuner, myndigheter och andra relevanta aktörer i detaljplanearbetet förstärker sannolikheten för godkännanden av nya projekt. Den låga råmarksnivån ger bolaget flexibilitet i projektutformningen och en stark bas för att leverera hög avkastning, med historiskt uppskattade projektvinster om 30 %. Vi bedömer även att det finns betydande dolda värden i balansräkningen som i dagsläget inte fullt återspeglas i bolagets aktievärdering.

### Operativa synergier genom verksamhetsdriven fastighetsutveckling

Arlandastad Group skiljer sig från traditionella fastighetsutvecklare genom att bedriva operativa verksamheter i sina befintliga fastigheter. Dessa verksamheter omfattar tre kärnområden: 1) DRIVELAB – en anläggning för utbildning, testverksamhet och event, 2) Scandinavian XPO – en internationell mötesplats som attraherar besökare från hela världen, och 3) Stockholm Skavsta Airport – en flygplats med stor regional och internationell potential. Genom att både äga fastigheter och bedriva verksamhet på plats kan Arlandastad Group öka intäkterna per kund, då man fångar en större del av kundens totala utgiftsbudget vid exempelvis mässor och event.

### Stark finansiell ställning som grund för framtida tillväxt

Arlandastad Group har en stark finansiell position, med en soliditet om 60 % och en belåningsgrad på fastighetsbeståndet om 24 %. Likvida medel uppgår till 174 miljoner kronor.

## Bolagsprofil

Arlandastad Group grundades 2005 och har ett långsiktigt investeringsperspektiv med fokus på att identifiera strategiska markområden och utveckla fastigheter till sin fulla potential. Bolaget äger och förfogar över cirka 8 miljoner kvm mark, eller 800 ha, och driver två av Sveriges största fastighetsutvecklingsprojekt under benämningarna Explore Arlandastad och Explore Skavsta. Explore Arlandastad omfattar totalt 290 ha, varav 200 ha är direktägt, 40 ha långtidsarrenderat och 50 ha kommer att tillträdas vid vunnen detaljplan. Under andra kvartalet 2022 förvärvade bolaget 90,1 % av aktierna i Stockholm Skavsta Flygplats AB, med Nyköpings kommun som ägare av resterande andel. Förvärvet inkluderade 4,84 miljoner kvm mark, motsvarande 484 ha. Vi bedömer att betydande infrastrukturinvesteringar kommer att ske i dessa två områden i takt med att Stockholm expanderar både norr- och söderut.

## Värdering

I vår värdering av Arlandastad Groups aktie utgår vi från det rapporterade substansvärdet (NAV) om 5,4 mdkr, vilket motsvarar 85 kr per aktie. Efter justeringar landar vårt bedömda substansvärde på 81 kr per aktie. Värdet härleds genom att addera tre huvudsakliga komponenter: 1) förvaltningsfastigheter om 2,6 mdkr, motsvarande 42 kr per aktie, 2) rörelsefastigheter om 540 mkr, vilket ger 8 kr per aktie, och 3) byggrätter om 3,4 mdkr, motsvarande 53 kr per aktie. Vi justerar för nettoskulden och applicerar en riskrabatt om 20 % på byggrättsvärdet, motsvarande 11 kr per aktie, för att beakta den utvecklingsrisk som är förknippad med fastighetsutveckling. Efter dessa justeringar landar vårt uppskattade värde per aktie på 71 kr, vilket representerar mittpunkten i vårt motiverade värdeintervall om 63-78 kr per aktie.

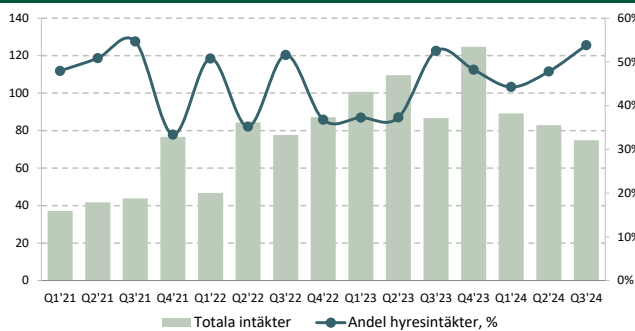
## Kvartalet i detalj

### Fastighetsförvaltning och förädling

Hyresintäkterna sjönk med 12% till 48 mkr y/y (55). Överskottsgraden på R12m var 75% (67), vilket genererade en direktavkastning på 5,8% (4,6). Finansnettot var -24 mkr (-25) och den genomsnittliga räntenivån var 6,44% (6,16%). Det underliggande hyresvärdet ökade med 8% till 238 mkr (221) och marknadsvärdet på förvaltningsportföljen steg med 4% till 2 684 mkr (2 590).

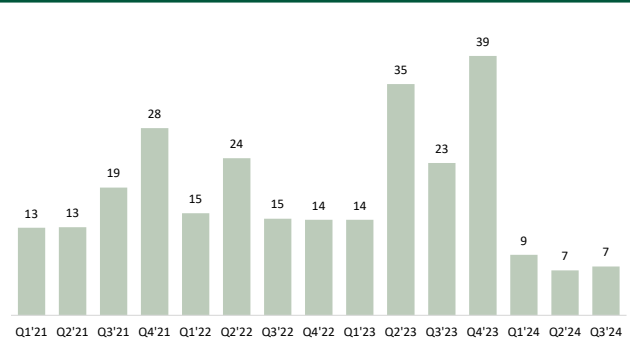
Värdet på byggrätterna uppgick till 3 371 mkr, vilket är en marginell ökning y/y. Det genomsnittliga värdet för en byggrätt i Explore Arlandastad var 3 170 kr per kvm (3 174) och i Explore Skavsta var värdet 313 kr per kvm (308). Under perioden tecknades avtal om förvärv av 50 procent av en fastighet om 57 000 kvm mark samt ett joint venture (JV) för fortsatt utveckling. Cirka 7 300 kvm mark såldes för 17 mkr, motsvarande ett markvärde om 2 329 kronor per kvm och med en reavinst på 15,5 mkr. Detta indikerar att det finns betydande övervärden i byggrätterna i Skavsta, vilket stärker potentialen för framtida värdetillväxt inom detta område.

Figur 1: Intäkter på kvartalsbasis, mkr



Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Figur 2: Bruttoresultat (mkr)

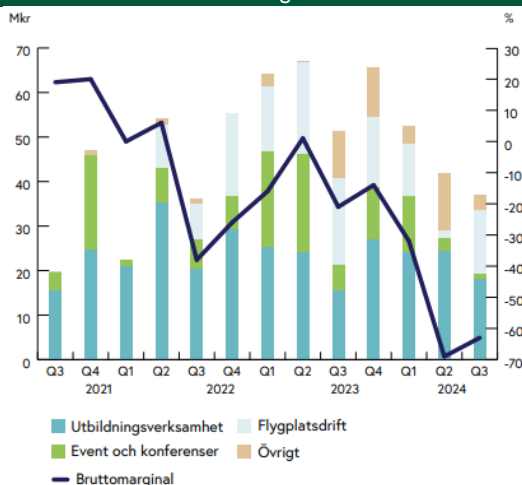


Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

### Operativa verksamheter

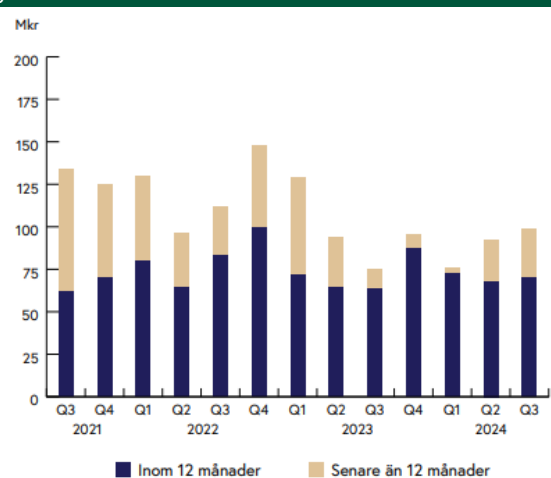
Intäkterna minskade med 17% till 34 mkr y/y (41), vilket förklaras av lägre intäkter inom både evenemangsverksamheten på Scandinavian XPO och flygverksamheten vid Skavsta flygplats. Inom eventverksamheten var aktivitetsnivån lägre jämfört med samma period föregående år, som inkluderade sex månaders uthyrning under Sveriges ordförandeskap i EU. Flygverksamheten i Skavsta påverkade också intäkterna negativt på grund av ett tillfälligt minskat antal flygavgångar under 2024. Den totala orderstocken för affärsområdet ökade till 99 mkr (75), varav 70 mkr förväntas bokas under de kommande tolv månaderna. Bruttoresultatet sjönk till -23 mkr (-11), huvudsakligen på grund av den lägre aktiviteten inom Skavsta flygplats och eventverksamheten.

Figur 3: Intäkter och bruttomarginal



Källa: Arlandastad Group

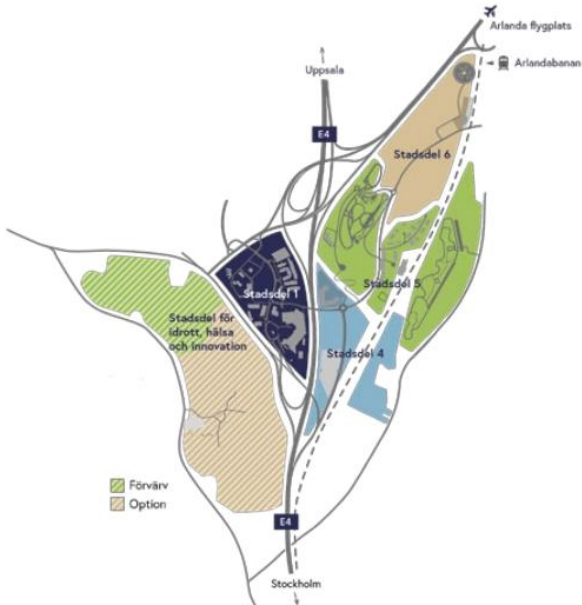
Figur 4: Orderstock



Källa: Arlandastad Group

# Arlandastad Group i bilder

Figur 5: Explore Arlandastad



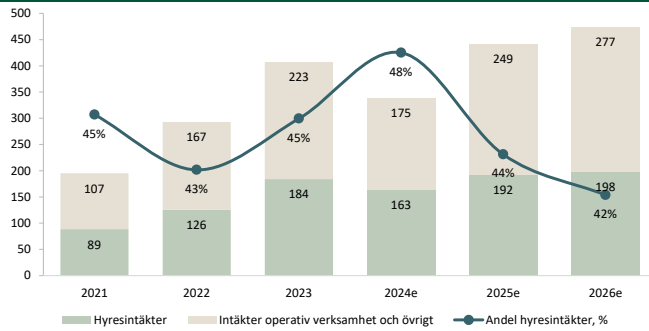
Källa: Arlandastad Group

Figur 6: Explore Skavsta



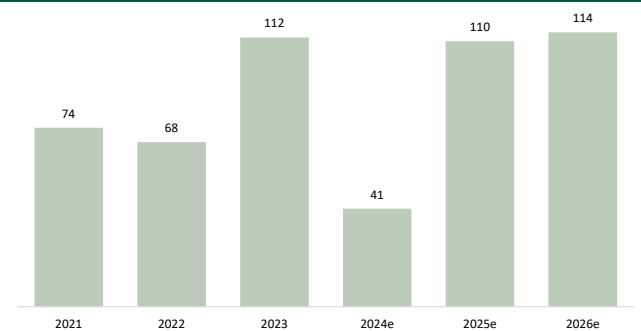
Källa: Arlandastad Group

Figur 7: Intäkter, mkr



Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Figur 8: Bruttoresultat, mkr



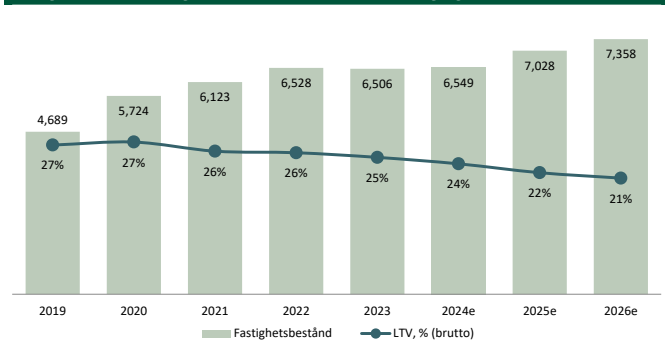
Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

Figur 9: Operativt kassaflöde (ex. rörelsekapital), mkr



Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

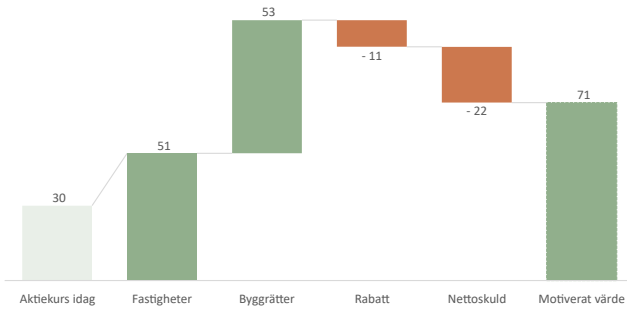
Figur 10: Fastighetsvärde och belåningsgrad, mkr



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	72	82
-10%	55	66	77	87
0%	61	71	82	93
10%	66	76	87	98
20%	71	81	92	103

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												
One More AB (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												
Scandinavian XPO Congress Center												
Scandinavian XPO – Co-working												Start 2027
Infrastruktur/väg Stadsdel 6												Start 2027
Stadsdel 6 - etapp 1												Start 2028
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 detaljplaner

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>346</b>	<b>444</b>	<b>477</b>
Kostnad sålda varor	-29	-69	-125	-228	-310	-306	-334	-363
<b>Bruttoresultat</b>	<b>72</b>	<b>50</b>	<b>74</b>	<b>68</b>	<b>112</b>	<b>41</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>8</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>8</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>-29</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>-29</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>-29</b>	<b>49</b>	<b>52</b>
Finansnetto	607	646	240	431	-132	-46	369	228
<b>Resultat före skatt</b>	<b>651</b>	<b>651</b>	<b>240</b>	<b>416</b>	<b>-128</b>	<b>-75</b>	<b>419</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>-75</b>	<b>419</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>-72</b>	<b>425</b>	<b>284</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>516</b>	<b>496</b>	<b>176</b>	<b>487</b>	<b>-127</b>	<b>-72</b>	<b>425</b>	<b>284</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	18%	68%	48%	42%	-18%	28%	7%
Bruttomarginal	71,2%	42,0%	37,3%	23,1%	26,5%	11,8%	24,9%	23,9%
EBIT-marginal, justerad	43,6%	4,2%	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	11,1%	10,9%
EPS, justerad	9,59	9,22	2,78	7,66	-2,00	-1,13	6,69	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	-29	49	52
Övriga kassaflödesposter	-20	-27	-17	-29	-20	-57	-37	-32
Förändringar i rörelsekapital	-1	30	1	-49	-90	-4	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>-90</b>	<b>12</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	-19	0	0
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>-29</b>	<b>-7</b>	<b>-80</b>	<b>-45</b>	<b>-36</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>-126</b>	<b>-4</b>	<b>4</b>
Förvärv och avyttringar	-219	-401	-133	41	-48	-28	-50	-50
Nyemission / återköp	0	105	426	0	0	0	0	0
Förändring av skulder	344	309	8	86	-60	-66	0	0
Övriga poster	0	0	0	0	100	126	68	68
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>126</b>	<b>13</b>	<b>301</b>	<b>126</b>	<b>-9</b>	<b>32</b>	<b>18</b>	<b>18</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>149</b>	<b>-8</b>	<b>278</b>	<b>-47</b>	<b>-160</b>	<b>-94</b>	<b>13</b>	<b>21</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>1 400</b>	<b>1 387</b>	<b>1 366</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	2	2	2
Materiella anläggningstillgångar	4 690	5 757	6 160	6 607	6 583	6 626	7 106	7 436
Andelar i intresseföretag	0	0	0	303	333	335	335	335
Övriga anläggningstillgångar	8	12	9	18	14	47	47	47
<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>7 025</b>	<b>7 505</b>	<b>7 835</b>
Kundfordringar	12	6	16	53	233	194	194	194
Övriga omsättningstillgångar	76	89	88	94	0	0	0	0
Likvida medel och kortfristiga placeringar	172	163	441	394	234	140	153	175
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>259</b>	<b>259</b>	<b>546</b>	<b>542</b>	<b>467</b>	<b>334</b>	<b>347</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>7 359</b>	<b>7 852</b>	<b>8 203</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	2 954	3 556	4 160	4 649	4 522	4 450	4 875	5 159
<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>4 450</b>	<b>4 875</b>	<b>5 159</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	1 193	1 261	1 328
<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>2 621</b>	<b>2 689</b>	<b>2 756</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	14	8	67	24	170	105	105	105
Leverantörsskulder	48	45	51	85	52	9	9	9
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>288</b>	<b>288</b>	<b>288</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>7 359</b>	<b>7 852</b>	<b>8 203</b>

Källa: Arlandastad Group, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	18%	68%	48%	42%	-18%	28%	7%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-66%	33%	-37%	348%	-85%	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%	24,9%	23,9%
EBITDA-marginal	44,6%	12,8%	10,1%	4,3%	13,6%	2,4%	19,4%	18,4%
EBITDA-marginal, justerad	44,6%	12,8%	10,1%	4,3%	13,6%	2,4%	19,4%	18,4%
EBIT-marginal	43,6%	4,2%	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	11,1%	10,9%
EBIT-marginal, justerad	43,6%	4,2%	Neg.	Neg.	0,9%	Neg.	11,1%	10,9%
Vinst-marginal, justerad	N.m.	N.m.	88,5%	N.m.	Neg.	Neg.	95,8%	59,6%

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%	56%	44%	41%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	4%	2%	-18%	3%	5%	4%	4%
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	1 400	1 387	1 366
Soliditet	60%	59%	62%	62%	61%	60%	62%	63%
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	165,8x	16,1x	15,5x

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	-1,13	6,69	4,47
EPS, justerad	9,59	9,22	2,78	7,66	-2,00	-1,13	6,69	4,47
FCF per aktie	0,43	-0,40	-0,36	-2,73	-2,38	-1,99	-0,06	0,06
Eget kapital per aktie	54,9	66,1	65,5	73,2	71,2	70,0	76,7	81,2
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

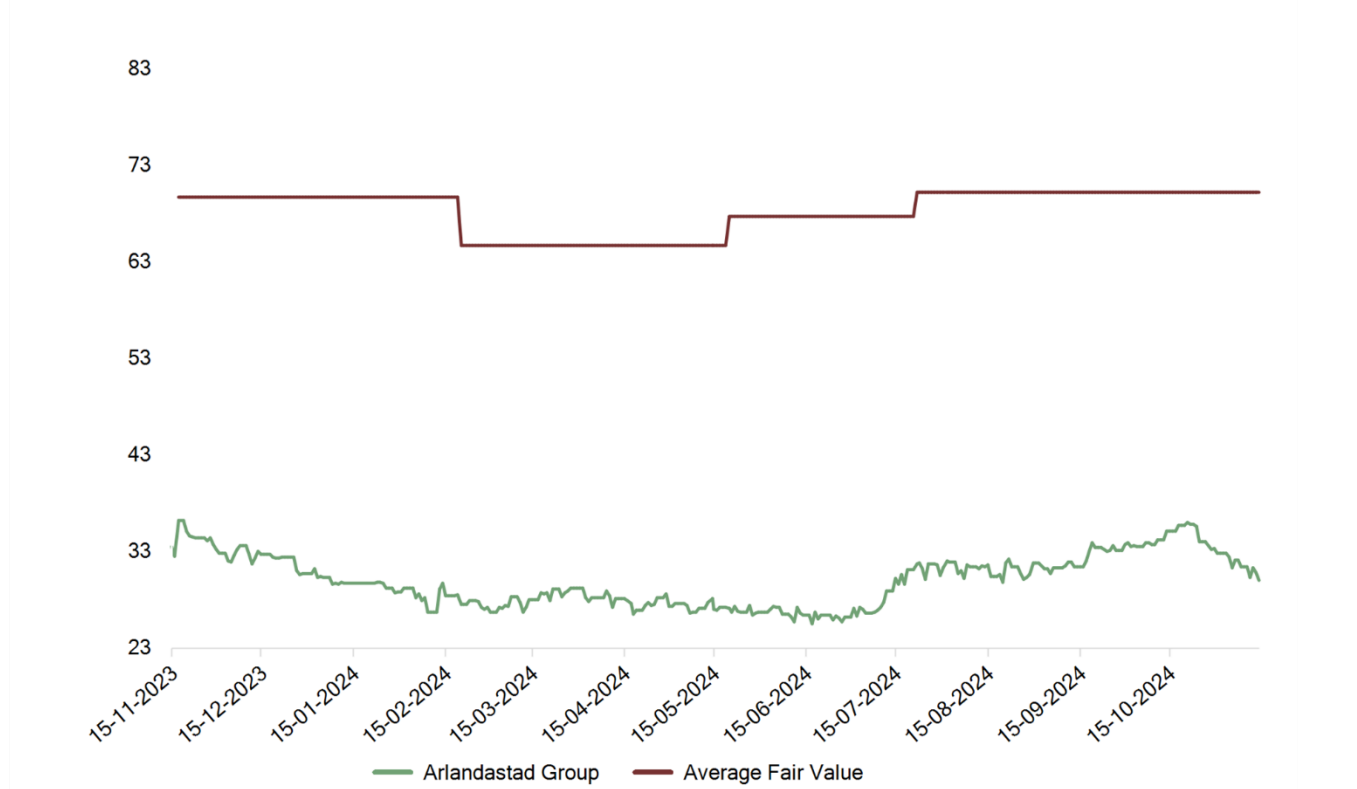
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	3,2x	3,3x	24,8x	6,0x	Neg.	Neg.	4,5x	6,8x
P/EK	0,6x	0,5x	1,1x	0,6x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x
P/FCF	70,7x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100x
FCF-yield	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	0%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, 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	9,6x	7,5x	7,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	100x	100x	58,3x	100x	38,7x	37,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100x	Neg.	67,4x	63,9x
EV	Neg.	Neg.	5 503	4 156	3 331	3 325	3 327	3 327
Aktiekurs	30,3	30,3	69,0	45,6	31,0	30,3	30,3	30,3

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, 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 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 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