Analysavdelningen | +46 8 463 80 00
Johan.widmark@penser.se

This report was completed and disseminated 18 July 2019, 08:00 CET

Nytäckning ☐
Rapport ☑
Viktig händelse ☐

# Arise

## Sätter hoppet om helårsmålet till Skaftåsen

### Risk och avkastningspotential

| | |
|---|---|
| **Kurspotential** | **Hög** |
| **Risknivå** | **Hög** |
| Kurs | 22,00 |
| Högsta/Lägsta (12M) | 23,60/16,15 |
| Antal aktier (m) | 33,4 |
| Börsvärde (SEKm) | 983 |
| Nettoskuld (SEKm) | 664 |
| Enterprise Value (SEKm) | 1 647 |
| Reuters/Bloomberg | ARISE.ST/ARISE SS |
| Listning | Nasdaq OMX |

### Estimat och värdering (SEK)

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| Försäljning | 343 | 379 | 412 | 436 |
| EBITDA | 191 | 188 | 242 | 253 |
| EBIT | 118 | 112 | 169 | 181 |
| Vinst f. skatt | 28 | -255 | 104 | 110 |
| EPS, just. | 0,63 | -5,88 | 1,83 | 1,95 |
| EK/A | 24,28 | 14,43 | 16,31 | 18,20 |
| Utdelning | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| V/A Tillv. | NM | NM | NM | 6,3 |
| EBIT Marg. | 34,5 | 29,5 | 41,2 | 41,4 |
| ROE | 2,5 | -35,8 | 11,9 | 11,3 |
| ROCE | 6,6 | 7,3 | 13,1 | 14,0 |
| Nettoskuld/EK | 1,15 | 1,01 | 0,78 | 0,59 |
| EV/Fsg. | 4,45 | 4,35 | 3,99 | 3,78 |
| EV/EBITDA | 8,0 | 8,8 | 6,8 | 6,5 |
| EV/EBIT | 12,9 | 14,8 | 9,7 | 9,1 |
| P/E, just. | 27,2 | NM | 12,0 | 11,3 |
| P/EK | 0,70 | 1,52 | 1,35 | 1,21 |
| Direktavk. | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

### Kursutveckling, 12 månader

Källa: FactSet

**Fortsatt minskning av nettoskulden**

Omsättningen på 67 mkr var grovt i linje med vår förväntan på 69 mkr, medan EBITDA på 9 mkr blev lägre än vi räknat med. Resultatet tyngdes delvis av 10 mkr i fastighetsskatt för projektet Svartnäs, vilket bolaget flaggade för i Q1 men som gav en resultateffekt högre än vi förväntat i Q2. Trots det uppgick den totala resultatavräkningen för Svartnäs till 98 mkr, i linje med den ursprungliga förväntan på 97 mkr. Nettoskulden är nu nere på 664 mkr. Med ett starkt kassaflöde i kvartalet har bolaget nu betalat av hela sin bankskuld och väntas fortsätta stärka kassan markant det kommande året.

**Över 30% vinstavräkning av Skaftåsen**

Etableringarna av Bröcklingeberget och Enviksberget löper enligt plan. Om den pågående försäljningsprocessen av Skaftåsen på 230 MW kan avslutas under hösten så räknar bolaget med att kunna rapportera ett högre underliggande resultat för helåret i år än resultatet för 2018 (motsvarande en justerad EBIT över 118 mkr). Huruvida bolaget kommer kunna nå det målet beror på hur stor andel av Skaftåsen man kommer kunna vinstavräkna i år. Vi beräknar att det kommer krävas en vinstavräkning över 30% före årsskiftet för att nå målet, men vi tolkar bolagets kommentarer som att man siktar på en betydligt högre nivå. Efter det svaga resultatet i Q2'19 och något justerade antaganden för vinstavräkning, el och certifikatpriser har vi nu sänkt vår prognos för EBIT med 10% i år och 5% för 2020e.

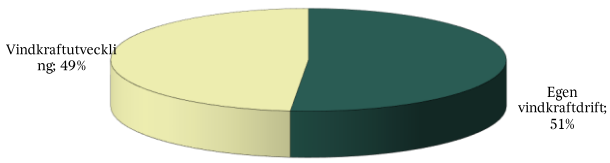
**Rabatt på projektutvecklingsverksamheten**

Kursen balanserar nu runt konverteringskursen på 22 kr. Med Skaftåsen, Ranasjöhöjden och Salsjöhöjden på sammanlagt över 400 MW, så räknar vi med fortsatt reduktion av nettoskulden, där en konvertering av konvertibeln på 245 mkr kan reducera nettoskulden ytterligare. Bokfört värde på egenägda parker uppgår till 1246 mkr samtidigt som vi räknar med att projektutvecklingsverksamheten ska generera ett resultatbidrag på över 400 mkr bara de kommande tre åren. Vår förväntade minskning av nettoskulden motsvarar nu en FCF-yield på 13% per år i snitt till 2021, medan P/E är 9x '20e (9% resp. 12x efter utspädning från konvertibeln). Sammantaget ser vi fortsatt en hög potential i aktien till en hög risk.

| Datum | Händelse | Plats |
|---|---|---|
| 08/11/2019 | Q3-rapport | |

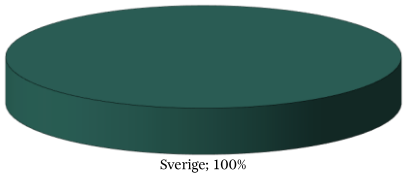
Se sista sidan för disclaimer.

## Arise – Försäljning per segment



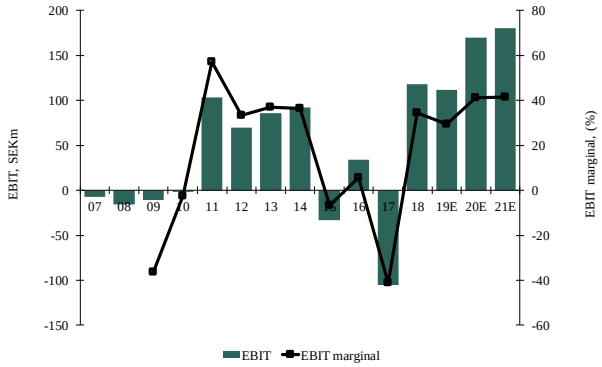

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Försäljning per marknad



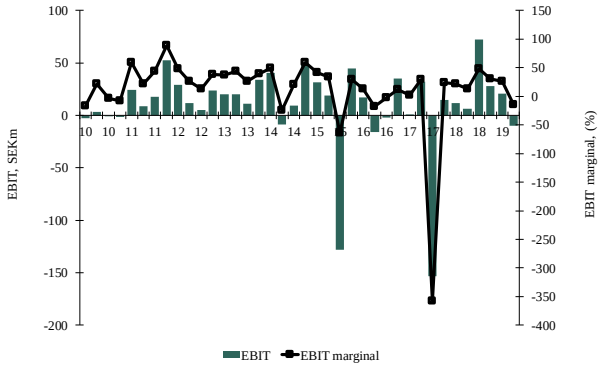

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Resultatutveckling, helår



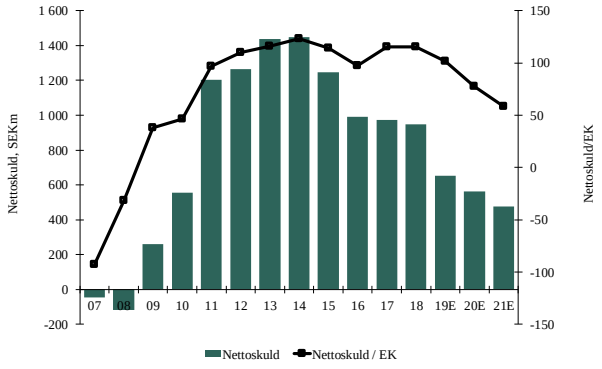

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Resultatutveckling, kvartal




Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Finansiell ställning




Notera att negativa siffror indikerar nettokassa
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Aktiestruktur, ledning

| | |
|---|---|
| Börsvärde (SEKm) | 983 |
| Antal utestående aktier (m) | 33,4 |
| Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s) | 27 |
| Fritt handlade aktier | 100,0% |

| **Största aktieägare** | **Röster** | **Aktier** |
|---|---|---|
| Johan Claesson | 20,0% | 20,0% |
| Briban Invest | 15,8% | 15,8% |
| AP3 | 9,7% | 9,7% |
| Peter Gyllenhammar | 4,5% | 4,5% |
| Övriga | 50,0% | 50,0% |

| | |
|---|---|
| Ordförande | Joachim Gahm |
| Verkställande direktör | Daniel Johansson |
| Finansdirektör | Linus Hägg |
| Investerarkontakt | Linus Hägg |
| Telefon / Internet | 00 46 35 20 20 900 / arise.se |
| Nästa rapport | 8 November 2019 |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

# Investment case

*Omsättningen på 67 mkr var grovt i linje med vår förväntan medan EBITDA på 9 mkr blev lägre än vi räknat med. Nettoskulden är nu nere på 664 mkr och väntas stärkas markant det kommande året. Huruvida bolaget kommer kunna nå målet om ett högre underliggande resultat för helåret än för 2018, beror på hur stor andel av Skaftåsen man kommer kunna vinstavräkna i år. Vi beräknar att det kommer kräva en vinstavräkning över 30% före årsskiftet men tolkar bolagets kommentarer som att man siktar på en betydligt högre nivå. Efter det svaga resultatet i Q2'19 har vi sänkt vår EBIT-prognos med 10% i år och 5% för 2020e. Bokfört värde på egenägda parker uppgår till 1246 mkr samtidigt som vi räknar med att projektutvecklingsverksamheten ska generera ett resultatbidrag på över 400 mkr bara de kommande tre åren. Vår förväntade minskning av nettoskulden motsvarar nu en FCF-yield på 13% per år i snitt till 2021, medan P/E är 9x '20e (9% resp. 12x efter utspädning från konvertibeln). Sammantaget ser vi fortsatt en hög potential i aktien till en hög risk.*

**Fokus på projektaffärer och förvaltning snarare än egen produktion**

Som en följd av den svaga utvecklingen för kraft- och elcertifikatpriserna beslutade Arise redan hösten 2014, att ändra bolagets mål och fokus. Istället för tidigare mål om att uppföra ytterligare ca 650 MW landbaserad vindkraft till år 2017 blev bolagets mål att *"genom effektiv finansiering, förvaltning, drift och projektutveckling inom området förnyelsebar energi ge aktieägarna en god avkastning i form av utdelning samt aktievärdetillväxt."*

Det sker genom ett fokus på kassaflöden snarare än tillväxt i den egna produktionskapaciteten. Vidare satsar Arise på att skapa projektutvecklingsintäkter genom utveckling och försäljning av 50-100 MW om året, vilket bolaget räknar med ska inbringa SEKm 50-100. Bolaget har nu en gedigen pipeline av utvecklingsprojekt som omfattar nära 1000 MW.

**Arise – Projektportfölj**

| Projekt | Storlek | Tid, FC | Lönsamhets-potential |
|---|---|---|---|
| Skaftåsen, SWE | 33 WTGs / ~230 MW | 2019 | Moderate |
| Ranasjöhöjden, SWE | 23 WTGs / ~138 MW | 2020 | Good |
| Salsjöhöjden, SWE | 13 WTGs / ~65 MW | 2020 | Moderate |
| Fasikan, SWE | 15 WTGs / ~90 MW | 2021-2022 | Good to Excellent |
| Kölvallen, SWE | 47 WTGs / ~282 MW | 2021-2022 | Excellent |
| Finnåberget, SWE | 25 WTGs / ~150 MW | 2021-2022 | Good to Excellent |
| Tormsdale, Scotland | 16 WTGs / ~72 MW | 2022-2023 | Excellent |

Source: Arise, Erik Penser Bank

**Finansiering och utveckling för balansräkningen**

Vid slutet av andra kvartalet 2019 uppgick soliditeten till 35%. Vid ett antagande om att bolagets konvertibla skuldebrev konverteras i sin helhet samt att befintlig kassa räknas av mot räntebärande skulder skulle soliditeten motsvara 56%. Kassan uppgår vid andra kvartalets utgång till 205 mkr, samtidigt som bruttoskulden uppgår till 977 mkr. Nettoskulden/EBITDA uppgår till anmärkningsvärt höga 3,6x, men är hanterbar efter att man säkerställt finansieringen vid förra vårens konvertibelemission och en nylig refinansiering av bolagets obligation.

**Antaganden och värdering**

Med en stabilisering i totalintäkten och en nolltillväxt i egenägd produktionskapacitet de närmaste åren, och ett kraftigt fluktuerande bidrag från projekteringsverksamheten så räknar vi nu med att vinsten före skatt 2018 på 28 mkr ska öka markant kommande år. Eftersom Arise har höga

skulder och ränteutgifter relativt nivån på vinsterna så får förändrade antagande om finanskostnader och säkringar stort genomslag på sista raden. Sammantaget översätter vår prognos till ett P/E-tal på 9x 2020e och 9x 2021e. Även om de senaste årens ökade inslag av svårprognosticerade projektaffärer motiverar en rabatt i värderingen, så ser vi sammantaget en hög potential i aktien till en hög risk.

**Arise – Våra estimatförändringar (SEK)**

| | 2019E | | | 2020E | | | 2021E | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Förr | Nu | Förändr. | Förr | Nu | Förändr. | Förr | Nu | Förändr. |
| Försäljning | 330 | 379 | 14,6% | 394 | 412 | 4,6% | 511 | 436 | -14,6% |
| EBIT | 124 | 112 | -9,9% | 178 | 169 | -4,9% | 251 | 181 | -28,1% |
| EPS just. | -7,23 | -5,88 | NM | 2,51 | 1,83 | -27,2% | 4,12 | 1,95 | -52,7% |

Source: Erik Penser Bank

## Arise – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

### Resultaträkning

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | 210 | 231 | 254 | 487 | 594 | 257 | 343 | 379 | 412 | 436 |
| Övriga intäkter | 38 | 49 | 34 | 21 | 1 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kostnad för sålda varor | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Bruttovinst | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Försäljningskostnader | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Administrationskostnader | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Forsknings- och utvecklingskostnader | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga rörelsekostnader | -80 | -100 | -90 | -291 | -456 | -138 | -152 | -191 | -169 | -184 |
| **Resultat före avskrivningar** | **168** | **180** | **198** | **217** | **139** | **124** | **191** | **188** | **242** | **253** |
| Avskrivningar | -98 | -94 | -106 | -250 | -105 | -230 | -72 | -76 | -73 | -72 |
| Goodwill-avskrivningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Rörelseresultat** | **70** | **86** | **92** | **-33** | **34** | **-106** | **118** | **112** | **169** | **181** |
| Extraordinära poster | -24 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultatandelar i intresseföretag | 9 | 16 | -1 | -25 | 0 | 7 | 0 | -272 | 0 | 0 |
| Finansnetto | -77 | -69 | -116 | -106 | -87 | -80 | -90 | -95 | -65 | -71 |
| **Resultat före skatt** | **-22** | **33** | **-25** | **-164** | **-53** | **-179** | **28** | **-255** | **104** | **110** |
| Skatter | 6 | -4 | -1 | 8 | 11 | -1 | -7 | -7 | -23 | -23 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Nettoresultat, rapporterat** | **-16** | **29** | **-26** | **-156** | **-42** | **-180** | **21** | **-263** | **81** | **87** |

### Kassaflödesanalys

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Resultat före avskrivningar | 168 | 180 | 198 | 217 | 139 | 124 | 191 | 188 | 242 | 253 |
| Förändring av rörelsekapital | 64 | 28 | -23 | -48 | 43 | -23 | -70 | 94 | 0 | 0 |
| Övriga kassaflödespåverkande poster | -57 | -16 | -12 | 1 | 17 | 12 | 0 | -75 | -50 | -50 |
| **Kassaflöde från löpande verksamheten** | **175** | **192** | **163** | **170** | **199** | **113** | **121** | **207** | **192** | **203** |
| Finansiella nettokostnader | -81 | -69 | -38 | -85 | -89 | -81 | -95 | -68 | -65 | -71 |
| Betald skatt | 6 | -4 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Investeringar | -176 | -292 | -118 | -28 | -43 | -60 | -33 | -31 | -41 | -44 |
| **Fritt kassaflöde** | **-76** | **-173** | **6** | **57** | **67** | **-28** | **-7** | **107** | **86** | **88** |
| Utdelningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Förvärv | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Avyttringar | 0 | 0 | 0 | 145 | 0 | 0 | 0 | 193 | 0 | 0 |
| Nyemission/återköp av egna aktier | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| Övriga justeringar | 281 | 21 | -39 | -155 | 17 | -113 | -77 | -146 | 0 | 0 |
| **Kassaflöde** | **205** | **-152** | **-33** | **47** | **84** | **-141** | **-84** | **156** | **86** | **88** |
| Icke kassaflödespåverkande justeringar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Nettoskuld, rapporterad** | **1 265** | **1 436** | **1 449** | **1 248** | **992** | **973** | **949** | **654** | **564** | **476** |

### Balansräkning

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | | |
| Goodwill | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga immateriella tillgångar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Materiella anläggningstillgångar | 66 | 47 | 47 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Innehav i intresseföretag och andelar | 84 | 69 | 69 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga anläggningstillgångar | 2 012 | 2 814 | 2 585 | 2 345 | 2 082 | 1 878 | 1 812 | 1 452 | 1 467 | 1 489 |
| **Summa anläggningstillgångar** | **2 162** | **2 930** | **2 701** | **2 345** | **2 082** | **1 878** | **1 812** | **1 452** | **1 467** | **1 489** |
| Varulager | 0 | 27 | 0 | 0 | 0 | 4 | 8 | 5 | 5 | 0 |
| Kundfordringar | 114 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga omsättningstillgångar | 591 | 130 | 109 | 219 | 91 | 97 | 187 | 100 | 100 | 100 |
| Likvida medel | 341 | 191 | 157 | 203 | 287 | 146 | 61 | 215 | 305 | 393 |
| **Övriga omsättningstillgångar** | **1 046** | **364** | **266** | **422** | **378** | **247** | **256** | **320** | **410** | **493** |
| SUMMA TILLGÅNGAR | **3 208** | **3 294** | **2 967** | **2 767** | **2 460** | **2 125** | **2 068** | **1 773** | **1 877** | **1 982** |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | | |
| Eget kapital | 1 152 | 1 240 | 1 178 | 1 090 | 1 020 | 843 | 824 | 644 | 726 | 813 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Summa eget kapital** | **1 152** | **1 240** | **1 178** | **1 090** | **1 020** | **843** | **824** | **644** | **726** | **813** |
| Långfristiga finansiella skulder | 1 427 | 1 449 | 1 581 | 1 499 | 1 413 | 1 079 | 922 | 852 | 852 | 852 |
| Pensionsavsättningar | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Uppskjutna skatteskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga långfristiga skulder | 20 | 20 | 0 | 0 | 0 | 0 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| **Summa långfristiga skulder** | **1 447** | **1 469** | **1 581** | **1 499** | **1 413** | **1 079** | **968** | **898** | **898** | **898** |
| Kortfristiga finansiella skulder | 179 | 178 | 208 | 0 | 0 | 50 | 180 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Skatteskulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga kortfristiga skulder | 430 | 407 | 0 | 179 | 28 | 153 | 96 | 231 | 254 | 271 |
| **Kortfristiga skulder** | **609** | **585** | **208** | **179** | **28** | **203** | **276** | **231** | **254** | **271** |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | **3 208** | **3 294** | **2 967** | **2 767** | **2 460** | **2 125** | **2 068** | **1 773** | **1 877** | **1 982** |

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Värdering och nyckeltal (SEK)

### Aktiedata

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Vinst per aktie, rapporterad | -0,48 | 0,86 | -0,77 | -4,67 | -1,26 | -5,38 | 0,64 | -7,84 | 2,43 | 2,59 |
| Vinst per aktie, justerad | 0,23 | 0,84 | -0,75 | -4,60 | -1,24 | -5,29 | 0,63 | -5,88 | 1,83 | 1,95 |
| Rörelsens kassaflöde/aktie | 2,83 | 3,13 | 2,40 | 3,51 | 1,86 | 1,28 | 2,76 | 1,91 | 3,47 | 3,56 |
| Fritt kassaflöde per aktie | -2,22 | -5,08 | 0,18 | 1,68 | 1,97 | -0,83 | -0,21 | 2,41 | 1,94 | 1,97 |
| Utdelning per aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Eget kapital per aktie | 34,46 | 36,38 | 35,30 | 32,66 | 30,06 | 24,84 | 24,28 | 14,43 | 16,31 | 18,20 |
| Eget kapital per aktie, ex goodwill | 34,46 | 36,38 | 35,30 | 32,66 | 30,06 | 24,84 | 24,28 | 14,43 | 16,31 | 18,20 |
| Substansvärde per aktie | 34,46 | 36,38 | 35,30 | 32,66 | 30,06 | 24,84 | 24,28 | 14,43 | 16,31 | 18,20 |
| Nettoskuld per aktie | 37,84 | 43,03 | 43,42 | 37,39 | 29,72 | 29,15 | 28,44 | 19,48 | 16,82 | 14,19 |
| EV per aktie | 61,53 | 63,43 | 59,83 | 56,10 | 49,23 | 41,67 | 44,97 | 36,63 | 34,68 | 32,66 |
| Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m) | 34,3 | 34,1 | 33,9 | 33,9 | 33,9 | 33,9 | 33,9 | 44,7 | 44,5 | 44,7 |
| Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m) | 33,4 | 34,1 | 33,4 | 33,4 | 33,9 | 33,9 | 33,9 | 44,7 | 44,5 | 44,7 |

### Värdering

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| P/E-tal, rapporterat | NM | 24,9 | NM | NM | NM | NM | 26,7 | NM | 9,1 | 8,5 |
| P/E-tal, justerat | 105,3 | 25,4 | NM | NM | NM | NM | 27,2 | NM | 12,0 | 11,3 |
| Kurs/rörelsens kassaflöde | 8,7 | 6,8 | 7,1 | 5,5 | 10,8 | 10,2 | 6,2 | 11,5 | 6,3 | 6,2 |
| Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie | NM | NM | 96,6 | 11,5 | 10,1 | NM | NM | 9,1 | 11,3 | 11,2 |
| Fritt kassaflöde/börsvärde | -9,0 | -23,8 | 1,0 | 8,7 | 9,9 | -6,3 | -1,2 | 10,9 | 8,8 | 8,9 |
| Direktavkastning | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0 | 0,0 | NM | NM | NM | NM | 0,0 | NM | 0,0 | 0,0 |
| Kurs/eget kapital | 0,71 | 0,59 | 0,48 | 0,59 | 0,67 | 0,52 | 0,70 | 1,52 | 1,35 | 1,21 |
| Kurs/eget kapital, ex goodwill | 0,71 | 0,59 | 0,48 | 0,59 | 0,67 | 0,52 | 0,70 | 1,52 | 1,35 | 1,21 |
| Kurs/substansvärde | 0,71 | 0,59 | 0,48 | 0,59 | 0,67 | 0,52 | 0,70 | 1,52 | 1,35 | 1,21 |
| EV/omsättning | 10,04 | 9,36 | 7,99 | 3,91 | 2,81 | 5,49 | 4,45 | 4,35 | 3,99 | 3,78 |
| EV/EBITDA | 12,5 | 12,0 | 10,2 | 8,8 | 12,0 | 11,4 | 8,0 | 8,8 | 6,8 | 6,5 |
| EV/rörelseresultat | 30,1 | 25,3 | 22,0 | NM | 49,1 | NM | 12,9 | 14,8 | 9,7 | 9,1 |
| Aktiekurs, årsslut | 24,60 | 21,30 | 17,10 | 19,30 | 20,00 | 13,00 | 17,00 | 22,00 | 22,00 | 22,00 |
| Aktiekurs, årshögsta | 39,40 | 28,50 | 27,10 | 20,50 | 21,00 | 22,10 | 19,40 | 23,60 | - | - |
| Aktiekurs, årslägsta | 23,20 | 20,00 | 15,90 | 15,30 | 14,00 | 11,95 | 12,25 | 16,75 | - | - |
| Aktiekurs, årssnitt | 29,56 | 24,11 | 21,13 | 18,08 | 17,36 | 15,34 | 15,30 | 19,54 | - | - |
| Börsvärde, årsslut och nuvarande | 843 | 726 | 580 | 654 | 679 | 441 | 577 | 983 | 979 | 983 |
| Enterprise Value, årsslut och nuvarande | 2 108 | 2 162 | 2 029 | 1 902 | 1 671 | 1 414 | 1 526 | 1 647 | 1 643 | 1 647 |

### Tillväxt och marginaler

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Omsättningstillväxt, årsförändring | 16,7 | 10,0 | 10,0 | 91,7 | 22,0 | -56,7 | 33,1 | 10,5 | 8,8 | 5,9 |
| Rörelseresultat, årsförändring | -32,0 | 22,3 | 7,9 | NM | NM | NM | NM | -5,6 | 51,8 | 6,6 |
| Vinst per aktie, årsförändring | -83,7 | 259,3 | NM | NM | NM | NM | NM | NM | NM | 6,3 |
| EBITDA marginal | 80,0 | 77,7 | 78,1 | 44,6 | 23,4 | 48,3 | 55,6 | 49,6 | 58,9 | 57,9 |
| EBITA marginal | 33,3 | 37,1 | 36,4 | -6,8 | 5,7 | -41,0 | 34,5 | 29,5 | 41,2 | 41,4 |
| Rörelsemarginal | 33,3 | 37,1 | 36,4 | -6,8 | 5,7 | -41,0 | 34,5 | 29,5 | 41,2 | 41,4 |
| Vinstmarginal, justerad | 1,0 | 14,1 | -9,7 | -33,7 | -8,9 | -69,4 | 8,2 | -67,5 | 25,4 | 25,1 |
| Nettomarginal, justerad | 3,8 | 12,4 | -10,1 | -32,0 | -7,1 | -69,7 | 6,2 | -69,4 | 19,8 | 19,9 |
| Skattesats | NM | 12,3 | NM | NM | NM | NM | 24,8 | NM | 22,0 | 20,6 |

### Lönsamhet

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Avkastning på eget kapital | 0,7 | 2,4 | -2,1 | -13,8 | -4,0 | -19,3 | 2,5 | -35,8 | 11,9 | 11,3 |
| Avkastning på eget kapital, 5-års snitt | -0,1 | 0,7 | 0,6 | -1,8 | -3,4 | -7,3 | -7,3 | -14,1 | -8,9 | -5,9 |
| Avkastning på sysselsatt kapital | 2,9 | 3,4 | 3,5 | -1,3 | 1,6 | -5,5 | 6,6 | 7,3 | 13,1 | 14,0 |
| Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt | -1,3 | 1,8 | 2,9 | 2,7 | 2,0 | 0,3 | 1,0 | 1,7 | 4,6 | 7,1 |

### Investeringar och kapitaleffektivitet

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Investeringar | 176 | 292 | 118 | 28 | 43 | 60 | 33 | 31 | 41 | 44 |
| Investeringar/omsättning | 83,8 | 126,4 | 46,5 | 5,7 | 7,2 | 23,3 | 9,6 | 8,2 | 10,0 | 10,0 |
| Investeringar/avskrivningar | 1,8 | 3,1 | 1,1 | 0,1 | 0,4 | 0,3 | 0,5 | 0,4 | 0,6 | 0,6 |
| Varulager/omsättning | 0,0 | 11,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,6 | 2,3 | 1,3 | 1,2 | 0,0 |
| Kundfordringar/omsättning | 54,3 | 6,9 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Leverantörsskulder/omsättning | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Rörelsekapital/omsättning | 54,3 | 18,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 1,6 | 2,3 | 1,3 | 1,2 | 0,0 |
| Kapitalomsättningshastighet | 0,07 | 0,07 | 0,08 | 0,17 | 0,23 | 0,11 | 0,16 | 0,20 | 0,23 | 0,23 |

### Finansiell ställning

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoskuld, rapporterad | 1 265 | 1 436 | 1 449 | 1 248 | 992 | 973 | 949 | 654 | 564 | 476 |
| Soliditet | 35,9 | 37,6 | 39,7 | 39,4 | 41,5 | 39,7 | 39,8 | 36,4 | 38,7 | 41,0 |
| Skuldsättningsgrad | 1,10 | 1,16 | 1,23 | 1,14 | 0,97 | 1,15 | 1,15 | 1,01 | 0,78 | 0,59 |
| Nettoskuld/börsvärde | 1,50 | 1,98 | 2,50 | 1,91 | 1,46 | 2,21 | 1,65 | 0,67 | 0,58 | 0,48 |
| Nettoskuld/EBITDA | 7,5 | 8,0 | 7,3 | 5,8 | 7,1 | 7,8 | 5,0 | 3,5 | 2,3 | 1,9 |

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

**Resultaträkning**

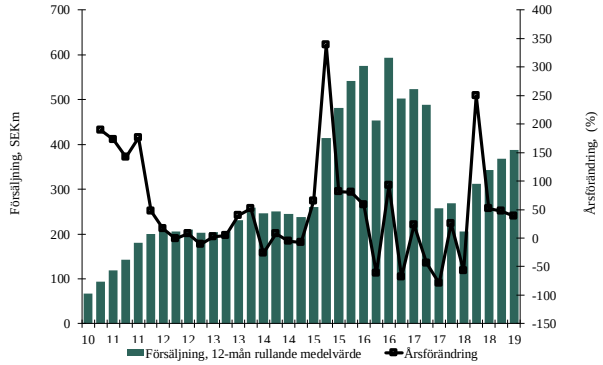
| | Q316 | Q416 | Q117 | Q217 | Q317 | Q417 | Q118 | Q218 | Q318 | Q418 | Q119 | Q219 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | 77 | 291 | 44 | 111 | 43 | 60 | 55 | 48 | 150 | 90 | 81 | 67 |
| Övriga intäkter | 0 | 0 | 2 | 2 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Övriga rörelsekostnader | -48 | -220 | -15 | -53 | -15 | -19 | -15 | -15 | -51 | -29 | -32 | -48 |
| **Resultat före avskrivningar** | **20** | **62** | **21** | **51** | **20** | **33** | **30** | **24** | **91** | **46** | **40** | **9** |
| Avskrivningar och amorteringar | -22 | -27 | -20 | -19 | -173 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 | -19 | -19 |
| **Rörelseresultat** | **-2** | **35** | **1** | **32** | **-153** | **15** | **12** | **6** | **73** | **28** | **21** | **-10** |
| Extraordinära poster | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultatandelar i intresseföretag | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | -272 | 0 |
| Finansnetto | -21 | -24 | -21 | -23 | -20 | -16 | -28 | -19 | -20 | -23 | -43 | -20 |
| **Resultat före skatt** | **-23** | **11** | **-20** | **9** | **-173** | **6** | **-16** | **-13** | **53** | **5** | **-294** | **-30** |
| **Resultat före skatt, justerat** | **-23** | **11** | **-20** | **9** | **-173** | **6** | **-16** | **-13** | **53** | **5** | **-294** | **-30** |
| Skatter | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | -1 | 3 | -1 | -6 | -3 | 7 | 1 |
| Minoritetsintressen | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Nettoresultat, rapporterat** | **-23** | **10** | **-20** | **9** | **-173** | **5** | **-13** | **-14** | **47** | **2** | **-287** | **-29** |

**Tillväxt och marginaler**

| | Q316 | Q416 | Q117 | Q217 | Q317 | Q417 | Q118 | Q218 | Q318 | Q418 | Q119 | Q219 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nettoomsättning | -61,1 | 92,7 | -67,7 | 23,5 | -44,5 | -79,5 | 25,1 | -56,8 | 249,6 | 51,2 | 47,2 | 38,5 |
| Rörelseresultat | NM | -22,2 | -94,4 | NM | NM | -58,4 | 1 157,6 | -81,2 | NM | 90,1 | 74,9 | NM |
| EBITDA marginal | 26,0 | 21,3 | 47,7 | 46,0 | 46,2 | 54,7 | 54,6 | 50,0 | 60,5 | 51,1 | 49,4 | 13,6 |
| Rörelsemarginal | -2,6 | 12,0 | 2,2 | 28,9 | -358,3 | 24,4 | 21,8 | 12,6 | 48,5 | 30,7 | 25,9 | -14,9 |
| Vinstmarginal, justerad | -29,9 | 3,8 | -45,6 | 8,3 | -405,0 | 9,3 | -29,1 | -27,0 | 35,1 | 5,2 | -363,0 | -45,0 |
| Skattesats | NM | 9,1 | NM | 0,0 | NM | 18,0 | NM | NM | 11,4 | 64,6 | NM | NM |

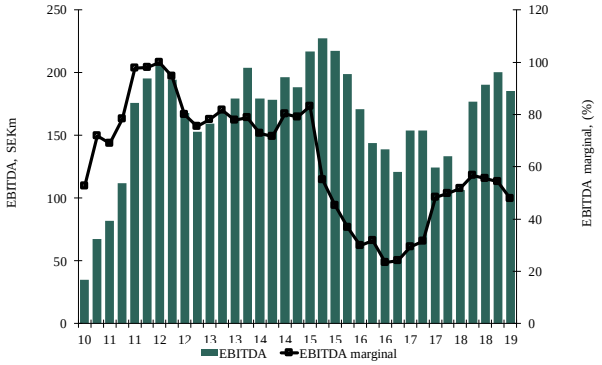
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde



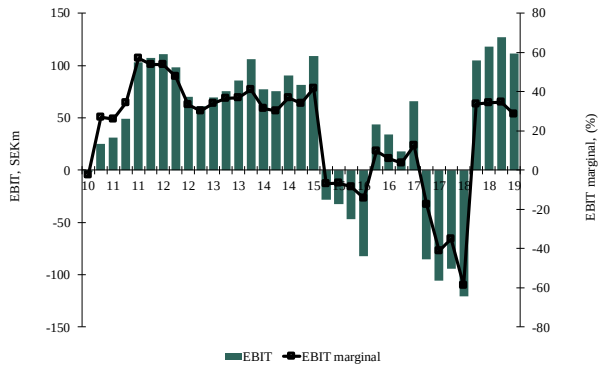

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde



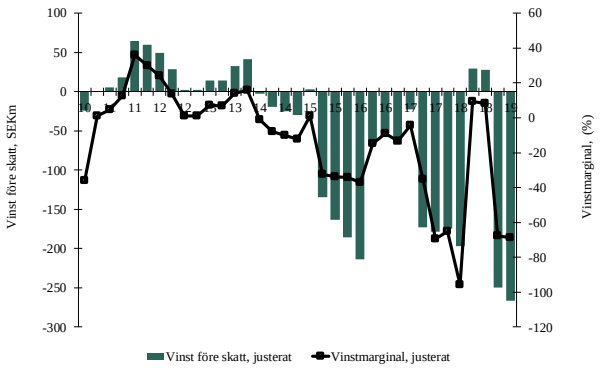

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde




Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

## Arise – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde




Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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 fö 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 frånsäger 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.

**Potential och risk**

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

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.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolvmånadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50% Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi 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%.

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 Exchang 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, son 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 anställda 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