



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Skog | Sweden | 30 October 2020

Skogsfond Baltikum

Substansvärdet ökar i kvartalet

Högre substansvärde

Skogsfond Baltikum har ett substansvärde per aktie om 104,7 EUR vid utgången av tredje kvartalet, vilket motsvarar ca 1107 kr. Vid halvårsskiftet uppgick motsvarande NAV till 102,4 EUR, vilket vid tidpunkten motsvarade ~ 1 070 kr. NAV ökar därmed med 37 kr där förstärkningen av EUR/SEK under perioden bidrar med 11 kr av substansvärdet och 26 kr är ökade investeringar. Senast betalt om 1010 kr ger en rabatt om ca 9 % mot NAV.

Fortsatta förvärv under perioden

Vi bedömer att förvärvstakten under H2'20 kan uppgå till ca 2 500 HA i Litauen och Lettland, givet en kassa om EUR 5,3m vid periodens ingång. Massapriserna i regionen har sjunkit, primärt för barrskog. Skogsfond Baltikum avverkar i nuläget inga delar av beståndet, därför begränsas betydelsen av minskade priser för barrmassa. En stor andel av innehavet i regionen är björk, där priserna varit stabila.

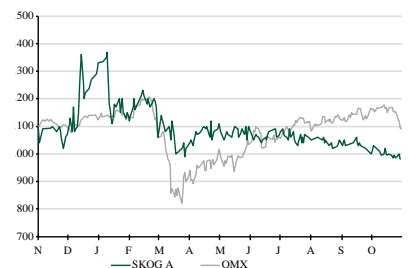
Fortsatt potential

Vi bedömer att bolaget långsiktig kan fortsätta förvärva planenligt, och hittills har förvärven varit i linje med våra estimat. Vi diskonterar den bedömda portföljpremien och avkastningen från den löpande förvaltningen separat och ser ett motiverat värde om 127 - 131 EUR per aktie, vilket motsvarar 1 310 - 1 350 kr och är oförändrat från senaste publikationen. Vi ser låg risk i aktien.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)			Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		20e	21e	22e	Motiverat värde	1,310.00 - 1,350.00	
EPS, just 21e	0	0	0.0%	Sales,m	0	2,509	2,736	Current price	SEK1,010.00
EPS, just 22e	0	0	0.0%					Riskenivå	Low

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	0.1m
Market cap	147
Nettoskuld	(2)
EV	145
Free Float	52.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	59.0(k)
Reuters/Bloomberg	SKOGA:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

hjalmar.jernstrom@penser.se
Analysavdelningen



Sammanfattning

Substansvärdet ökar i kvartalet

Investment Case

Skogsfond Baltikum förvärvar och förvaltar skogstillgångar i Baltikum med avsikten att avyttra tillgångarna efter en förutbestämd tidsperiod om åtta år. Med en välutvecklad förvävsstrategi och tillväxtfokuserat skogsbruk ska bolaget generera avkastning genom värdeökning på skogstillgångarna, löpande avkastning från avverkningar, samt prispremie vid försäljningen när den ackumulerade portföljen av skogsfastigheter slutligen avyttras. Affärsidén bygger på det portföljpremium som uppstår när stora företag eller institutioner betalar mer för stora välstrukturerade skogsfastighetsbestånd jämfört med små enskilda skogsfastigheter.

Bolags profil

Skogsfond Baltikum är en alternativ investeringsfond som investerar i skogsfastigheter i Baltikum. Fonden är en alternativ investeringsfond vars aktie är noterad på Nordic Growth Market med en uppskattad löptid fram till och med 2026. Verksamheten i Skogsfond Baltikum inleddes 2019 och huvudkontoret ligger i Stockholm. Planen är att bolaget i den första fasen till och med 2021 ska finansiera verksamheten, vilket sker genom nyemission samt bankfinansiering. Samtidigt kommer Skogsfond Baltikum arbeta aktivt med förvärv av skogsfastigheter under perioden fram till och med år 2021. År 2021 - 2025 kommer bolaget att arbeta med utveckling och förvaltning av de förvärvade fastigheterna. Det konsoliderade skogsinnehavet planeras avyttras år 2026.

Värdering

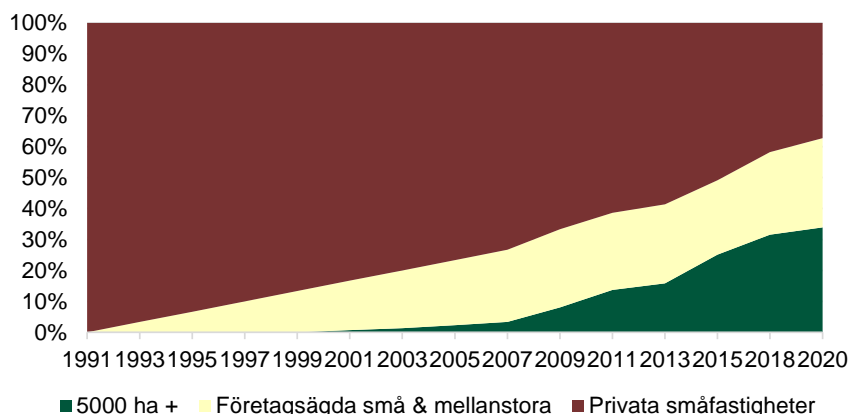
Vi bedömer att Skogsfond Baltikum kommer kunna förvärva fastigheter för ett pris som motsvarar EUR 23-24 per kubikmeter under förvävsperioden. En viktig aspekt av värdegenereringen kommer från portföljpremien som vi beräknar som en procentandel av kubikmeterpriset. Noterade bolag inom samma segment värderas enligt våra estimat till EUR 35 per kubikmeter. Vi har räknat med en premie om 20 %, vilket återspeglar den risk som föreligger med hänsyn till att avyttringen ligger ca 7 år fram i tiden. Vi tror att bolaget kan uppnå en kvot mellan förvärv och avverkning om 1,2 - 1,5 under perioden, där man senare under löptiden kan uppnå den högre kvoten. Vi baserar antagandet på historiska förvärvskostnader, rådande marknadspris och bedömningar kring fördelningen mellan trädslagen i de förvärvade fastigheterna. Vi räknar vidare med en bruttotillväxt i skogsfastigheterna som motsvarar 4,7 % per år, samtidigt som man kan avverka ca 2,5 % per år.

I vår värderingsansats har vi valt att dela upp värderingen avkastningen som bolaget genererar från löpande avverkning tillsammans med värdeutvecklingen på tillgången i reella termer, och portföljpremien, och summera värdet av de två komponenterna. Vi diskonterar den löpande förvaltningen till en ränta om 2,2 %, och portföljpremien till en diskonteringsränta om 5 %. Detta ger ett motiverat värde om 127-131 EUR per aktie vilket med rådande växelkurs motsvarar 1 310-1 350 kr.

Motiverat värde

1 310 - 1 350 kr

Graf 1: Fördelning skogsbestånd

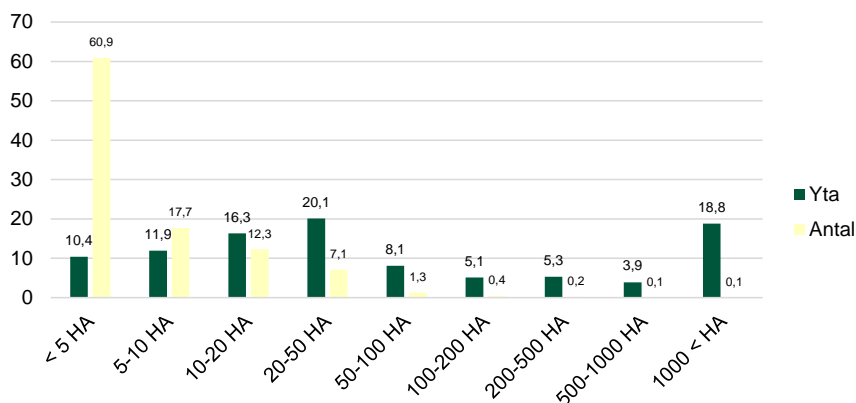


Fragmenterat skogsbestånd

Graf 1 återger hur den historiska fördelningen mellan stora och små fastigheter utvecklats. Den tillgängliga andelen skogsfastigheter har minskat kontinuerligt och vi bedömer att ett fokus på förvärv kommande år är en god strategi.

Graf 2 återger det lettiska skogsbeståndet och fördelningen mellan skogsfastigheter. Grafen illustrerar att beståndet är förhållandevis fragmenterat och där många av fastighetsbestånden är mycket små.

Graf 2: Skogsfastigheter Lettland



Tabell 1 illustrerar att de olika marknaderna har olika tillväxtförutsättningar. Lettland och Litauen har en tillväxt som historiskt varit i linje med eller högre än tillväxten i övriga marknader.

Prisutveckling

I Lettland har priset på lövmassaved kretsat kring 37-39 EUR / M3 senaste månaderna, samtidigt som barrmassaved har varit stabilt kring 30-31 EUR / M3. Litauens lövmassaved har stigit något sedan bottennoteringen i juli och har priser kring 38 EUR / M3. Barrmassaveden har tappat från 34 EUR / M3 ned mot 25 EUR / M3.

Tabell 1: Data per geografisk marknad

Region	Skogsareal (M ha skog)	Andel av Östersjö-regionens skog	Varav privatägd	Årlig tillväxt /ha (m3)
Lettland	3	6%	50%	6,50
Litauen	1,9	4%	38%	6,70
Estland	1,9	4%	57%	6,30
Finland	23	43%	67%	4,52
Sverige	23,5	44%	83%	5,11

Källa: Skogsfond Baltikum, Erik Penser Bank

Resultaträkning (TEUR)

	H1'20
Nettoomsättning	6
Råvaror och förnödenheter	-8
Övriga externa kostnader	-154,1
Personalkostnader	-8,0
EBITDA	-164,1
Avskrivningar	-4,1
Goodwillnedskrivningar	0,0
Resultat (EBIT)	-168,2
Extraordinära Poster	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	-168,2
Finansiella intäkter	0,0
Finansiella kostnader	-95,0
Resultat före skatt	-257,0
Värdeförändring skog	1 464,0
Nettoresultat (just)	1 201,2

Resultaträkning (TEUR)

	2019	2020e	2021e	2022e
Nettoomsättning	0,00	0,00	2 509	2 736
Råvaror och förnödenheter	0,00	0,00	0	0
Övriga externa kostnader	-102,80	-251,00	-1 046,8	-1 333,8
Personalkostnader	-3,80	-16,00	-16,0	-16,0
EBITDA	-106,60	-267,00	1 446,2	1 386,2
Avskrivningar	-7,20	-8,00	-8,0	-8,0
Goodwillnedskrivningar	0,00	0,00	0,0	0,0
Resultat (EBIT)	-113,80	-275,00	1 438,16	1 378,24
Extraordinära Poster	0,00	0,00	0,00	0,00
Justerat Resultat (EBIT)	-113,80	-275,00	1 438,16	1 378,24
Finansiella intäkter	0,20	0,00	0,00	0,00
Finansiella kostnader	-42,80	-220,00	-245,0	-270,0
Resultat före skatt	-156,40	-495,00	1 193,16	1 108,24
Värdeförändring skog	613,10	2 285,40	2 437,76	4 400,00
Nettoresultat (just)	456,70	1 790,40	3 630,92	5 508,24

Kassaflödesanalys

	H1'20
Rörelseresultat	-168,2
Avskrivningar	4,1
Betalade räntor	-10,3
Valutadifferenser	0,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-174,4
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	904,9
Investeringar i mark	-5 038,0
Investeringar i biologiska anläggningstillgångar	-5 235,0
Investeringar i maskiner och inventarier	-0,5
Investeringar i nyttjanderättigheter	0,0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-10 273,5
Nyemission/återköp	4 500,5
Kapitalanskaffningskostnader	-357,7
Lånefinansiering och övriga justeringar	3 288,0
Kassaflöde från finansiering	7 430,8
Kassaflöde	-2 112,2
Icke kassaflödespåverkande poster	-84,7
Likvida medel	5 321,4

Kassaflödesanalys

	2019	2020e	2021e	2022e
Rörelseresultat	-113,8	-275,0	1 438,2	1 378,2
Justeringsposter	7,2	-20,0	-20,0	-20,0
Valutadifferenser	0,2	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-106,4	-295,0	1 418,2	1 358,2
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	-762,5	703,0	0,0	0,0
Kassaflöde från löpande verksamhet efter rörelsekapital	-868,9	408,0	1 418,2	1 358,2
Investeringar i mark	-624,0	-7 313,3	-11 440,0	-6 440,0
Investeringar i biologiska anläggningstillgångar	-635,5	-7 922,7	-10 560,0	-5 560,0
Investeringar i maskiner och inventarier	-0,4	0,0	0,0	0,0
Investeringar i nyttjanderättigheter	-7,2	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-1 259,9	-15 236,0	-22 000,0	-12 000,0
Nyemission/återköp	10 049,3	4 500,5	19 000,0	0,0
Kapitalanskaffningskostnader	-352,2	-357,7	-715,4	0,0
Upptagande av lån	0,0	4 403,0	6 000,0	6 000,0
Kassaflöde från finansiering	9 697,1	8 545,8	24 284,6	6 000,0
Kassaflöde	7 568,3	-6 282,2	3 702,8	-4 641,8
Icke kassaflödespåverkande poster	-42,8	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	7 518,3	1 236,1	4 938,9	297,1

Balansräkning

	2019A	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR				
Nyttjanderättigheter	0,0	15,0	0,0	0,0
Mark och skog	1 872,6	20 155,8	45 455,8	59 255,8
Inventarier	0,4	0,0	0,0	0,0
Summa anläggningstillgångar	1 873,0	20 170,8	45 455,8	59 255,8
Tecknat aktiekapital	1 022,9	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga fordringar	6,8	0,0	0,0	0,0
Likvida medel	7 518,3	1 236,1	4 938,9	297,1
Summa omsättningstillgångar	8 548,0	1 236,1	4 938,9	297,1
SUMMA TILLGÅNGAR	10 421,0	21 406,9	50 394,7	59 552,9
Eget Kapital och skulder				
Eget Kapital	10 153,8	16 790,4	39 894,2	43 052,4
Minoritetsintressen	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital	10 153,8	16 790,4	39 894,2	43 052,4
Långfristiga finansiella skulder	0,0	4 500,5	10 500,5	16 500,5
Summa Långfristiga skulder	0,0	4 500,5	10 500,5	16 500,5
Leverantörsskulder	215,0	116,0	0,0	0,0
Övriga skulder	52,2	0,0	0,0	0,0
Skatteskulder	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa kortfristiga skulder	267,2	116,0	0,0	0,0
Summa Eget Kapital och skulder	10 421,0	21 406,9	50 394,7	59 552,9

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.

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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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