



Skogsfond Baltikum

Pengar växer på träd

Nytäckning



Rapport



Viktig händelse



Risk och avkastningspotential

Kurspotential	Medel
Riskenivå	Låg
Kurs (sek)	1 090,0
Högsta/lägsta (12M)	1380/895
Antal Aktier	107 776,0
Börsvärde (SEKt)	117 476
Nettoskuld (SEKt)	16 129
Enterprise Value (SEKt)	133 605
Reuters/Bloomberg	SKOG.A
Listing	Nordic Growth Market

Estimat och värdering (SEK)

	2019	2020E	2021E	2022E
Intäkter	-	1 700	2 122	2 319
Mark HA		11 230	22 336	23 119
Avverkningsnetto		1,25	1,26	1,26
NAV (eur)	98,7	106,0	127,0	130,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Kursutveckling, 12 månader



Investerar i alternativt tillgångsslag

Skogsfond Baltikum har en strategi att förvärva, utveckla och avyttra skogsfastigheter i Baltikum. Baltisk skog är i regel billigare än svensk, och har flera andra attraktiva egenskaper som hög volymtillväxt. Skog ger exponering mot en realltillgång som skyddar mot inflation, och som vid välutförd förvaltning ger stabil återkommande avkastning. Skogsfond Baltikum skiljer sig mot ett traditionellt skogsbolag genom den uttalade avsikten att avyttra skogsfastighetsportföljen efter den planerade löptiden om åtta år. Utöver löpande kassaflöden från avyttring avser bolaget sälja skogsfastigheterna efter 8 år. Detta ger ytterligare en komponent som vi anser bidrar till en attraktiv avvägning mellan risk och avkastning. Skogsfond Baltikum har en målsättning om årlig ROE som efter kostnader uppgår till 7–9 %.

Goda förvärvsförutsättningar med erfaret team

Skogsfond Baltikum är just nu i en finansieringsperiod där bolaget ska ta in kapital till fastighetsförvärven genom nyemission. Pengarna ska användas till finansiering, där merparten av fastigheterna bedöms förvärvas under de inledande två åren av löptiden. Bolaget har ett erfaret rådgivningsteam med lång erfarenhet av både skogsinvesteringar och regionala förutsättningar och vi ser goda förutsättningar för att förvärva attraktiva fastigheter i Baltikum.

Attraktiv avkastning

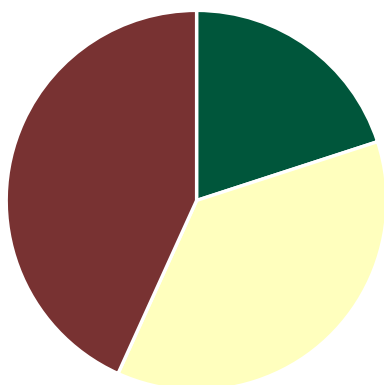
Vi bedömer ett förvärvspris om EUR 21 – 25 under förvärvsperioden. Viktiga aspekter av värderingen är nettotillväxten i skogen och portföljpremien vid slutet av löptiden. Vi antar att bruttotillväxten i skogen kommer uppgå till 4,7 %. Vi tror att avverkningskvoten kommer variera under löptiden men uppgå till 1,2 – 1,5. Vid fondens slutperiod bedömer vi att portföljen kan avyttras till en premie om 20 % baserat på m3-priset. Premien motiveras av ett ökande intresse av direktägande i skogsfastigheter bland institutioner och producerande företag, samt data från historiska transaktioner. Vi delar upp den bedömda avkastningen i två komponenter, portföljpremie och löpande förvaltning, som diskonteras till nuvärde med olika diskonteringsräntor. Vårt bedömda värde per aktie är 129 EUR. Vårt scenario ser en bedömd ROE om strax över 7 % under löptiden. Vi ser medelhög potential till låg risk.

Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
18/5/2020	Nyemission - teckningstiden inleds	-
27/8/2020	H1'20-rapport	-

Se sista sidan för disclaimer.

Skogsfond Baltikum – Avkastningskomponenter (estimat)



■ Löpande förvaltning ■ Tillväxt skog ■ Portföljpremie

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Skogsfond Baltikum – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	116 398	
Antal Utestående akter (m)	107 776,0	
Genomsnittligt antal aktier handlade	87	
Fritt handlade aktier	52,00%	
Största aktieägare	Röster	Aktier
Carl Olén	61,7%	32,9%
Johan Nellbeck	10,0%	5,3%
Fredrik Zetterström	9,0%	4,8%
Valerij Ginko	9,0%	4,8%
Ordförande	Fredrik Zetterström	
VD	Carl Olén	
CFO	-	
IR	Carl Olén	
Telefon / Internet	skogsfondbaltikum.se	
Nästa rapport	27 Aug 2020	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Investment case

Exponering mot alternativt tillgångslag

Investmentcase

Skogsfond Baltikum förvärvar och förvaltar skogstillgångar i Baltikum med avsikten att avyttra tillgångarna efter en förutbestämd tidsperiod om åtta år. Med en välutvecklad förvärvsstrategi och tillväxtfokuserat skogsbruk ska bolaget generera avkastning genom värdeökning på skogstillgångarna, löpande avkastning från avverkningar, samt prispremie vid försäljningen när skogsfastigheterna 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.

Affärsidé

Skogsfond Baltikum investerar i skogstillgångar i Baltikum. Målsättningen är att förvärva, utveckla och avyttra en konsoliderad skogsportfölj med fokus i Baltikum. Fonden är en alternativ investeringsfond vars aktie är noterad på Nordic Growth Market med en uppskattad löptid fram till och med 2026. Utsedd extern AIF-förvaltare av fonden är Baltic Asset Management (BAM). Skogsfond Baltikum bildades i december 2018 och huvudkontoret ligger i Stockholm. Fonden är just nu i en investeringsfas där man tar in kapital från investerare och banker med målsättning att sammanlagt ta in totalt EUR 50m. Per 2019-12-16 hade fonden tillförts ca EUR 10 m.

Planen är att bolaget i den första fasen till och med 2020 ska finansiera verksamheten, vilket sker genom en nyemission. 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. 2026 inleds en avyttringsfas där bolaget förbereder fastighetsportföljen för en potentiell avyttring. I det fall bolaget inte kan avyttra innehaven till vad man bedömer är tillräckligt attraktiva nivåer finns möjligheten att förlänga löptiden med upp till två år.

Skogsfond Baltikum fokuserar huvudsakligen på baltiska skogsfastigheter. Styrelsen har dock bedömt att i synnerhet Lettland erbjuder ett skogsbestånd med attraktiva prisnivåer. Historiska transaktioner av fastighetsportföljer med stora innehav i Lettland har genererat portföljpremier om upp till 45 % på priset per hektar jämfört med mindre, utspridda portföljer. Målsättningen är att en stor del av värdet som genereras ska komma från slutlig avyttring till en premie, men om fonden erbjuds ett bud på portföljen som bedöms attraktivt kan avyttring bli aktuell innan den planerade löptiden är över.

Fem faktorer för värdeskapande

Avkastningen för en skogsfastighet genereras av kassaflöden från avverkning och värdetillväxt i de underliggande tillgångarna. Utöver det kan vissa intäkter genereras genom exempelvis jakt- och jordbruksarrenden samt bidrag. Kassaflöden genereras av skogsnetto, som är skogsbruksintäkt minus drivningskostnad och skogsvårdskostnad. Skogsbruksintäkt är betalning för levererat virke efter betalning för avverkningsrätt. Affärsidén är att leverera avkastning genom värdeökning och skogsnetto under fondens löptid.

Skogsfond Baltikum har målsättningen att fonden ska uppnå en genomsnittlig årlig avkastning under fondens löptid om 7 – 9 % på kapitalet efter avgifter. Avkastningen ska uppnås genom att förvärva skogsfastigheter, utveckla portföljinneheten och slutligen realisera värdeökningen genom en försäljning. Fem faktorer framtagna av bolaget ska gemensamt bidra till den årliga avkastningen.

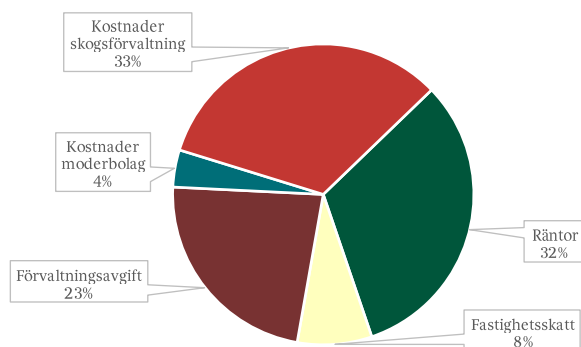
Den första faktorn är nettotillväxten av det befintliga skogsinneheten. En välvårdad skog i Baltikum kan uppvisa en årlig bruttovolymtillväxt om 5 %. Skogsfond Baltikum har själva bedömt att omkring hälften av tillväxten kan bli aktuell för avverkning under fondens löptid. Detta skulle medföra att nettotillväxten i skogsvolym uppgår till omkring 2,5 % årligen.

Den andra faktorn för resultatutvecklingen är värden som realiseras genom avverkningar. Skogsfond Baltikum bedömer att man potentiellt kan uppnå ett försäljningsvärde som uppgår till omkring 50 % mer än priset vid förvärvstillfället. Kvoten mellan försäljningspris och inköpspris bedömer Skogsfond Baltikum därmed potentiellt kan uppgå till 1,5x. Givet en avverkning om 2,5 % bedömer därmed bolaget att den årliga avverkningen kommer generera en avkastning om 3,5 %.

Den tredje faktorn är portföljpremium vid avyttring av skogsfastigheterna. Premien innebär att fastighetsbeståndet säljs till ett högre pris än inköpspriset. Historiska försäljningar av stora fastighetsportföljer i Baltikum har genererat stora portföljpremium när små fastigheter ackumuleras till större fastighetsbestånd. Premien motiveras som en ersättning för det jobb som krävs för att förvärva och ackumulera ett stort antal mindre fastigheter till en enhet, samtidigt som större fastighetsbestånd med rent geografisk närhet har lägre förvaltningskostnad per hektar. Stora aktörer som SCA, IKEA eller Södra behöver stora mängder skogsråvara i sin produktion och är därför intresserade av att säkra råvaruförsörjningen genom att förvärva större portföljer med skogsfastigheter. Den fjärde värdeskapande faktorn är belåning av inneheten av skogsfastigheter. Skogstillgångarna ska belånas för att ge ytterligare kapital som kan användas för förvärv och för att ge en ekonomisk hävstång. Belåningsgraden ska dock inte vid något tillfälle överskrida 30 %.

Som femte faktor ska bolaget implementera åtgärder för att effektivisera kostnadsstrukturen. Detta ska uppnås genom exempelvis effektiv hantering av skogsbeståndet, vilket möjliggörs av erfarna medarbetare. Vinstdelning på eventuell övervinst kommer att aktualiseras först när fonden avvecklas och vinsten kan utskiftas. Därmed har ledningen en incitamentsstruktur som är resultatbaserad, vilket ytterligare förstärker incitamenten för kostnadskontroll. Totala kostnader - inklusive förvaltningsavgiften - illustreras i Figur 1 nedan.

Figur 1: Kostnadsstruktur



Källa: Skogsfond Baltikum

Kostnadsstrukturen medför få fasta kostnader och Skogsfond Baltikum bedömer själva att de fasta kostnaderna kommer att uppgå till omkring 0,5 mkr per år. Avkastningsmålet efter avgifter är därmed inte beroende av att man lyckas köpa fastighetsbestånd enligt plan, och inte beroende av storleken på kapitalet som genereras i emissionen.

Förvärv

Skogsfond Baltikum ska förvärva mindre fastighetsbestånd och generera en ackumulerad portfölj med avsikten att sälja den till en portföljpremie efter fondens avslutade löptid. Potentiella skogsfastigheter identifieras och utvärderas utifrån tydliga förvärvskriterier. Efter en första filtrering gör bolaget en inventering på plats i den baltiska skogen. För att utvärdera en skogsfastighet tar man hänsyn till faktorer såsom bonitet (virkesproducerande förmåga, tillväxt), bärigheten i marken, ålder och trädslag på fastigheterna, samt närheten till väg och till industrier. Under 2019 och början av 2020 hade skogsfond Baltikum förvärvat totalt ca 5 300 hektar. Dessa förvärv består till två tredjedelar av små och mellanstora skogsportföljer och cirka en tredjedel av arealen av enskilda skogsfastigheter.

Avgifter, utdelning och avverkning

Utdelning kan ske löpande under fondens löptid eller vid verksamhetens avveckling efter den totala löptiden. När fonden delar ut vinstmedel kommer medlen att fördelas så att all avkastning upp till och med ett tröskelvärde om 3 % tillfaller A-aktieägarna. All eventuell avkastning som överskrider detta tröskelvärde kommer att fördelas så att 20 % tillfaller stamaktieägarna och 80 % A-aktieägarna. Vid en avveckling kommer fördelningen av utdelningen ta hänsyn till de eventuella utdelningarna under periodens löptid, samt utdelningen som distribueras vid avvecklingen - med andra ord den totala utbetalningen till aktieägarna under fondens löptid. Utöver avgiften för prestation över ett tröskelvärde tillkommer förvaltningsavgift som tas ut som en procentandel av det totala uppskattade värdet av skogsfastigheterna. Den årliga förvaltningsavgiften uppgår till 0,65 %.

Skogsinvesteringar

Traditionellt delas finansiella tillgångar i räntebärande och riskbärande tillgångar. Räntebärande tillgångar är normalt obligationer eller andra ränteinstrument, samtidigt som riskbärande tillgångar är exempelvis aktier, fastigheter eller alternativa tillgångar. Skogsfastigheter betraktas traditionellt som ett alternativt tillgångsslag.

Direktägande i skog medför normalt en relativt hög tröskel för minsta investering, vilket skapat ett behov av finansiella tillgångar kopplade till utvecklingen av skogspriser eller förvaltning. Fonder eller aktier ger därmed en exponering mot skog utan krav på särskilt stor investering. Intresset för skog som tillgång drivs på av flera faktorer. Som en realtillgång bidrar skogen med skydd mot inflationen. Tillväxten inom skog har låg eller ingen korrelation med aktie- eller räntemarknaden. Skog som tillgångsslag kan därmed bidra till en total diversifiering av en portfölj. Priserna på skog är dock inte helt oberoende av konjunktur – priserna gick ner under 1993 och 2001, även om rörelserna är mindre än andra riskfyllda tillgångar som aktier.

Under finanskrisen 2007 - 2008 blev värdeeffekterna för skogsfastigheter begränsade i förhållande till exempelvis utvecklingen på Stockholmsbörsen. 2008 – 2009 sjönk priserna för skogsfastigheter i Sverige med i genomsnitt 1 %. 2000 – 2007 steg skogsfastighetspriserna i Sverige med 56 %, och tillväxten avstannade något i samband med finanskrisen 2007 – 2008. Sammanfattningsvis kan investering i skog bidra med ett alternativt tillgångsslag som bidrar med ökade diversifieringsmöjligheter.

Det övergripande intresset för investeringar i skogsfastigheter drivs på av flera strukturella faktorer. Klimatförändringar driver på efterfrågan på alternativ till fossila energikällor. Prisutvecklingen drivs även på av faktorer såsom nybyggnationer. Inom flera områden ses fiberråvara som ett attraktivt alternativ till oljebaserade material såsom plast, vilket vidare har drivit på en ökad efterfrågan. Skogen som tillgång har dessutom under längre perioder genererat bättre avkastning än börsen, exempelvis under perioden 2000 – 2010 (Skogssällskapet, 2013). Välskött skog har en årlig tillväxttakt om 2 – 10 % och volymtillväxten har ingen korrelation med börsen, vilket gör tillgången attraktiv ur diversifieringsperspektiv.

Skog i Baltikum

De dominerande träslagen i Lettland är björk, tall och gran. Björk används normalt till bland annat möbler och golv. Björk är det tredje vanligaste trädslaget i Sverige, och det näst vanligaste trädslaget i Lettland. Gran är relativt mjuk och används därmed ofta till produktion av papper. Tall används

Tabell 1: Ägarförhållanden och tillväxt

Region	Skogsareal (M ha skog)	Andel av Östersjö- regionens skog	Varav privatägd Andel	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

till möbler, byggnadsvirke och golv. Tabell 1 nedan visar hur ägarförhållanden ser ut i Baltikum tillsammans med den genomsnittliga tillväxten senaste 24 månaderna.

Tabell 2 nedan återger volymtillväxt, och förhållande mellan avverkning och inköpspriser för Baltikum, Sverige och Finland för de senaste 24 månaderna. Baltikum har generellt en högre kvot mellan förvärvspris och avverkningspris, samtidigt som den årliga tillväxten är något högre. Den högre kvoten förklaras

bland annat av en lägre risk för exempelvis skadedjur eller skador orsakade av stormar. Utöver det präglas prissättningen av regionala faktorer och skiftande efterfrågan i olika regioner.

Tabell 2: Geografisk fördelning av tillväxt och prisnivåer

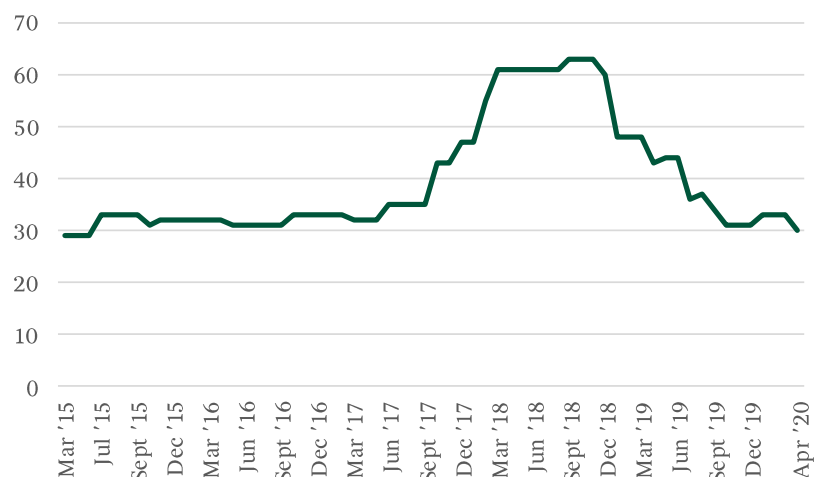
Region	Förvärvspris EUR / m3	Avverkningspris EUR / m3	Kvot	Volym m3 / HA	Årlig tillväxt m3 / HA
Lettland	23	28	1,22	95	7%
Litauen	20	29	1,45	130	5%
Estland	29	34	1,17	120	5%
Finland	34	36	1,06	113	5%
Norrland	35	36	1,03	115	4%
Svealand	51	39	0,76	130	4%
Götaland	68	41	0,60	145	4%

Källa: Skogsfond Baltikum, Erik Penser Bank

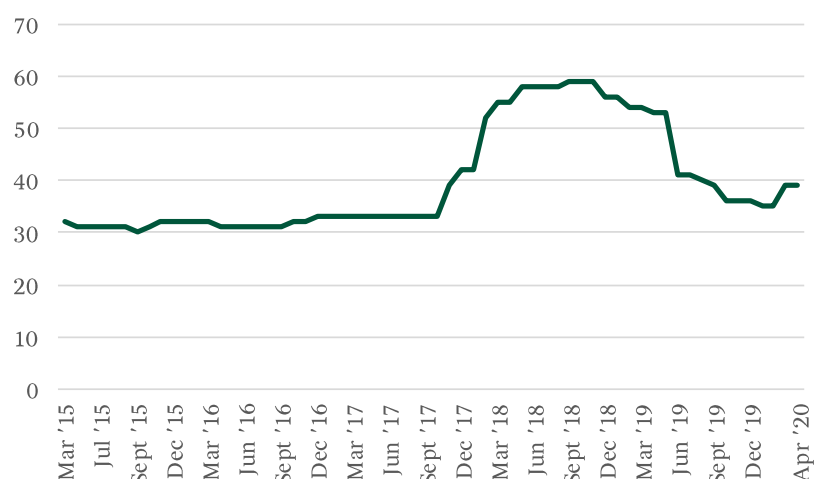
Prissättning på virkesmarknaden

Skogen i Baltikum är generellt billigare än svensk skog, vilket främst beror på ett lågt intresse hos privatpersoner att äga skog, samt att en stor del av skogen har sålts av och skapat stort utbud. Skogsskötseln i Sverige kan dessutom vara upp till tre gånger dyrare. Lettland har dock generellt en lägre standard i vägnäten, vilket påverkar möjligheterna att avverka. Kubikmeterpriset för massaved i Lettland är beroende av vilket träslag som avses. Lövmassaved från Lettland har ett marknadspris som för tillfället uppgår till ca EUR 39 / m3. Barrmassaved från Lettland har ett marknadspris som för tillfället uppgår till EUR 30 / m3. I och med att virkesmarknaden i Östersjöregionen till stor del är integrerad och gemensam är priset för samma sortiment likvärdigt, men sportpriserna kan avvika mellan Baltikum och Sverige. En livscykel för skog i Östersjöregionen kan vara mellan 8 och 120 år beroende på träslag och breddgrad.

Figur 2 och Figur 3 nedan illustrerar prisutvecklingen för barrmassaved och lövmassaved i Lettland sedan 2015. I likhet med andra råvarumarknader drivs prissättningen av marknadskrafterna, och prissättningen påverkas därmed av förändringar i efterfrågan. Prissättningen påverkas till stor del av den regionala prägeln på marknaden för massaved. Olika regionala förutsättningar för efterfrågan, utvinnandet av veden, transportmöjligheter och kvalitet på massan gör att priserna har stora regionala skillnader. Dessa faktorer bidrar till att skapa skillnader i kubikmeterpriset mellan exempelvis Sverige och Baltikum, men även inom Baltikum. Marknadspriserna som illustreras i Figur 2 & 4 nedan förutsätter att fastighetsbeståndet är relativt omfattande, eftersom mindre fragmenterade fastighetsbestånd genererar lägre värde.

Figur 2: Prisutveckling Barrmassaved

Källa: Skogssällskapet

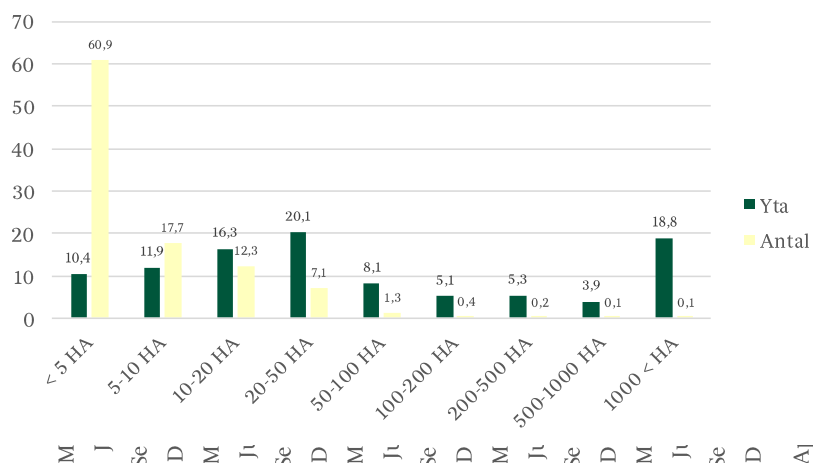
Figur 3: Prisutveckling Lövmassaved

Källa: Skogssällskapet

Investering i Lettland

Den lettiska skogsmarken saknar sten och stenblock och består av slät torvmark eller sedimentmark. Ägarförhållandena är tydligt dokumenterade genom lagfarter. Förutom att ha ett lägre pris är skogsfastigheter i Baltikum generellt sett små till ytan. Figur 4 visar hur lettisk skog fördelar sig mellan fastigheter. Figuren visar bland annat att mer än 60 % av fastigheterna består av fastigheter mindre än 5 hektar. 0,1 % av antalet fastigheter utgör skogsfastigheter som är större än 1 000 hektar. Sett till yta utgör fastigheter som är mindre än 20 hektar 38,6 % av ytan.

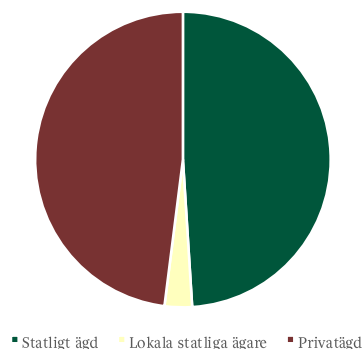
Figur 4: Skogsfastighetsfördelning Lettland (%)



Källa: Latvian Forest Sector in Facts & Figures 2020

Skogsfond Baltikum har ett huvudsakligt fokus på skogsfastigheter i Lettland. Värdet av den lettiska skogsexporten har mer än tredubblats sedan år 2000. 2015 uppgick värdet till drygt 20 miljarder kronor. Det lettiska skogsbeståndet består av 3 miljoner hektar skogsmark. Av det totala fastighetsbeståndet är ca 1,5 - 1,6 miljoner hektar privatägt. Markbeståndet ägs i stor utsträckning av stora aktörer såsom IKEA, Södra, Isac Brandberg, SCA och Dasos. I övrigt ägs 700 000 hektar av mellanstora till små bolag. Resterande skogsmark ägs av enskilda småägare som i genomsnitt innehar ungefär 50 hektar per ägare. Den del av marknaden som Skogsfond Baltikum fokuserar på är den som ägs av mellanstora till små bolag samt de fastigheter som ägs av småägare. Figur 5 illustrerar hur ägarfördelningen ser ut för det totala skogsbeståndet i Lettland.

Figur 5: Ägarstruktur lettisk skog

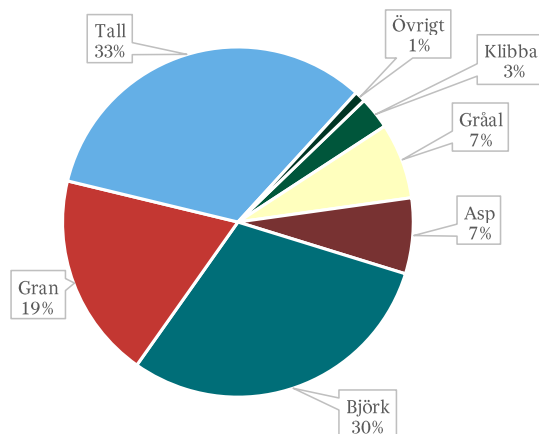


Källa: Latvian Forest Sector in Facts & Figures 2020

Skogsytan i Lettland tar upp ungefär 53 % av markytan, och andelen växer. De senaste åren har skogsindustrin i Lettland i genomsnitt avverkat 11 miljoner kubikmeter per år, vilket är mindre än den årliga ökningstakten, vilket gör skogsnäringen i Lettland långsiktigt hållbar. 2020 ägs 50 % av den lettiska skogen av staten, resten ägs av ca 135 000 privata skogsägare. Skogssektorn är en central aspekt av den lettiska ekonomin, och skogsskötsel, behandling av träråvara och möbeltillverkning motsvarar tillsammans omkring 5,1 % av BNP 2018.

Exporten av produkter inom träindustrin består bland annat av pappersmassa, timmer och virke samt möbler tillverkade i trä. Exporten av dessa produkter från Lettland har stigit sedan 90-talet och uppgick 2018 till EUR 2 609m. För pappersmassa är de största länderna för export Sverige och Finland. För färdigt virke är de största exportmarknaderna Storbritannien och Estland, samtidigt som de två största exportmarknaderna för möbler är Danmark och Tyskland. Figur 6 nedan visar hur träslagsfördelningen ser ut för lettisk skog.

Figur 6: Träslagsstruktur lettisk skog



Källa: *Latvian Forest Sector in Facts & Figures 2020*

Om man ser till fördelningen i Lettland kan man notera att omkring 30 % av skogsbeståndet är björk. Denna andel är relativt hög jämfört med Sverige där endast 12 % är björk. Sverige har istället ett större inslag av barrskog, där tall utgör 39 % och gran 19 % av skogsbeståndet. Lettland har dessutom större inslag av övriga lövträslag, där dom totalt uppgår till 18 %. För det svenska skogsbeståndet är motsvarande siffra 7 %.

Tillgänglig mark i Baltikum

Andelen mark i Baltikum i privat ägo minskar i takt med att företag i regionen fortsätter med förvärven av de fragmenterade fastighetsbestånden. I Lettland tilläts privat skogsägo vid självständigheten 1991 och sedan dess har det privata ägandet ökat i omfattning. Idag har svenska företag stora intressen i regionen och sju av tio av de största privata markägarna är svenska. Stora delar av förvärven har ägt rum de senaste tolv månaderna. Tabell 3 visar våra estimat av ägarfördelningen bland de största privata ägarna av skogsmark 2020 i Lettland. Södra Skogsägarna är den största privata skogsägaren, och SCA har växt snabbt genom två stora förvärv under 2019.

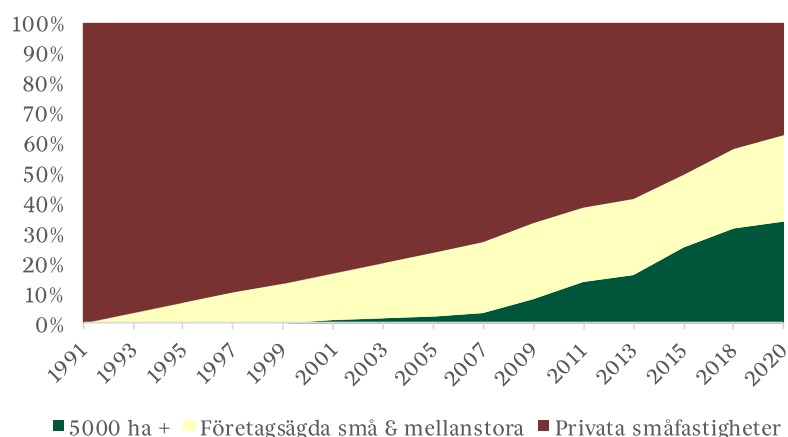
Tabell 3: Största privata ägare av lettisk skogsmark 2020 (estimat)

Ägare	Nationalitet	HA	Förvärv LTM
Södra Skogsägarna	SE	125 700	11 100
IKEA Group	SE	93 000	55 000
Isac Brandberg AB	SE	26 600	0
SCA	SE	20 000	20 000
Dasos Capital	FI	15 700	0
Skogssällskapet	SE	12 300	0
Latvijas Finieris	LV	8 500	500
Edgars Dupuzs	LV	7 900	n/a
Forestry	SE	6 700	100

Källa: ATL & Erik Penser Bank

Vi bedömer att det totala beståndet av privat skog i Lettland är ca 1,5 – 1,6 miljoner hektar. Fördelningen mellan stora fastigheter om 5 000 hektar eller mer, företagsägda små- och mellanstora bestånd och små fastigheter mindre än 50 hektar återges i Figur 7 nedan. Andelen som ägs av privata aktörer har minskat och endast ca 40 % av det totala beståndet bedöms ägas av privata, små aktörer som äger mindre än 50 hektar. Denna kontinuerligt minskande andel drivs på av ett ökat intresse för skogsförvärv i Baltikum. Det innebär att andelen skog tillgänglig för förvärv från privatpersoner kommer att minska kontinuerligt och vi bedömer därmed att det är en god strategi att prioritera förvärv under de kommande två åren.

Figur 7: Ägarfördelning lettisk skog



Källa: Erik Penser Bank

Portföljpremie

En central aspekt för den totala årliga avkastningen är förmågan att sälja den ackumulerade skogsfastighetsportföljen till en premie. Stora företag och institutionella investerare kan se fördelar i att direktäga skog i Baltikum och därmed är dom potentiella köpare av skogsportföljen. Premien som betalas jämfört med mindre fastigheter motiveras av att geografiskt fokuserade skogsfastigheter blir billigare att underhålla på grund av närheten, vilket medför stordriftsfördelar. Till stora aktörer med intresse inom regionen hör bland annat IKEA, SCA, Holmen och Södra. IKEA har sedan 2015 växt till att bli Lettlands näst största privata skogsägare. Utöver dessa aktörer finns ett intresse från stora fonder som exempelvis pensionsfonder som eftersöker mer hållbara, alternativa tillgångslag. För en pensionsfond utgör skogstillgångar ett bra komplement på grund av den hållbara prägeln samt den låga

korrelationen med andra tillgångsslag. Bolag med verksamhet i branscher som har låg ESG-prägel, exempelvis bolag som utvinner fossila bränslen kan även se skogsfastigheter som en metod för att skapa en bättre ESG-profil för verksamheten. Därmed utgör även oljebolag potentiella köpare av stora fastigheter i området.

De senaste åren har ett flertal stora portföljer i Lettland sålts och genererat premiumpris. Information kring fullständigt pris är ibland begränsat och värden som redovisas i transaktioner inkluderar inte alltid den fulla ersättningen som utgår för ett fastighetsbestånd. Vi bedömer dock att stora transaktioner, som exempelvis Bergviks försäljning till Södra 2019 såldes för en premie om ca 27 % sett till priset per kubikmeter i förhållande till förvärvspriset av mindre bestånd. Premien sett till hektarpriset uppgick enligt våra estimat till över 45 %.

Konkurrenter

Flera bolag har som verksamhet att förvärva, förvalta och även sälja vidare skogsfastigheter i Baltikum. För att utgöra en direkt konkurrent till Skogsfond Baltikum måste verksamheten huvudsakligen omfatta förvärv av små fastigheter, eftersom Skogsfond Baltikum skapar värde bland annat genom att ackumulera mindre fastighetsbestånd. Därmed är institutionella aktörer eller storbolag som investerar i skog inte alltid konkurrenter om samma mark, eftersom dessa aktörer föredrar stora skogsfastigheter med portföljer om tiotusentals hektar.

Bland börsnoterade företag finns Latvian Forest, ett svenskt bolag som har som huvudsaklig verksamhet att köpa upp skog i Lettland. Vid årsskiftet 19/20 hade Latvian Forest innehav i Lettland som uppgick till 3 816 hektar. Latvian Forest har till skillnad från Skogsfond Baltikum ingen uttalad strategi att sälja ackumulerade skogsfastigheter även om man historiskt sålt av stora fastigheter – exempelvis sålde bolaget mer än 10 000 hektar till SCA 2019. Priset vid transaktionen uppgick enligt våra estimat till ca EUR 26 per kubikmeter.

Silvestica Green Forest förvärvar skogsfastigheter i Sverige, Finland och Baltikum. Fonden äger bland annat ca 2 000 hektar i Sverige, 34 000 hektar i Finland, 14 000 hektar i Litauen samt 8 500 hektar i Lettland. Den huvudsakliga strategin är dock att långsiktigt förvalta skogen för att uppnå en stabil direktavkastning som främst genereras av skogsavverkning. Baltic Forest Fund är ett aktiebolag som direktinvesterar i baltisk skog utan hävstång. Geografiskt fokus är länderna runt Östersjön.

Historiska transaktioner

De senaste åren har stora fastighetsbestånd sålts till stora företag inom skogsindustrin eller stora institutionella investerare. Normalt genererar portföljtransaktionerna en prispremie eftersom stora aktörer primärt förvärvar stora portföljer med innehav som totalt uppgår till omkring 10 000 hektar. Skogsfond Baltikum själva lägger fram att små fastigheter under oktober 2019 förvärvades till ett pris om EUR 17 - 22 per skogskubik. Jämfört med aktuellt anskaffningsvärde har det under 2017 – 2019 sålts fastigheter till premier mot värdet av mindre skogsfastigheter.

Bergviks försäljning till Södra 2019 hör till en av de större transaktionerna i regionen de senaste tre åren. Transaktionen omfattade 111 000 hektar mark i Lettland, varav 80 300 hektar var skogsmark. Priset för skogsfastigheterna motsvarade ett kubikmeterpris om EUR 30. En annan transaktion av stora

fastighetsbestånd var IKEAs köp av företaget Foran Real Estate 2018 vilket medförde en portfölj om ca 55 000 hektar. Säljare var norska Storebrand. Enligt uppgifter från Skogsfond Baltikum uppgick priset i den transaktionen till ett kubikmeterpris om ca EUR 27.

2019 sålde svenska Livland Skog AB sitt fastighetsinnehav om ca 9 500 hektar skog i Lettland. Köpare av skogen var SCA och köpeskillingen uppgick till EUR 2,4m. Priset per kubikmeter uppgick till ca EUR 27. SCA köpte även 10 000 hektar skogsmark av Latvian Forest 2019. Köpeskillingen för förvärvet uppgick till EUR 26m. Priset motsvarar ett kubikmeterpris som uppgår till ca EUR 27.

Risker

Skogsinvesteringar generellt och investeringar i Baltikum specifikt är förenad med ett antal risker. Primära risker inom skogsindustrin som påverkar bolagets förmåga att generera vinst är bland annat priset på råvaran, som bland annat avgör vilket pris Skogsfond Baltikum kan avyttra sin avverkade skog till. Därmed är priset avgörande för den löpande avkastning som fonden genererar under löptiden.

Skogsfastigheter kan utsättas för skadedjursangrepp vilket skulle påverka fastighetsbeståndet negativt. Aspekter som extrem väderlek eller brand kan utgöra risker för tillväxten inom fastigheterna. Angrepp från skadedjur kan exempelvis medföra påtvingad avverkning. En förmildrande omständighet om man jämför svensk skog med den baltiska är att den baltiska huvudsakligen består av blandskog vilket motverkar spridningen av granbarkborre då mer än hälften av skogen är lövskog.

För investeringar i Baltikum finns inslag av politisk risk i form av potentiella regleringar eller förändringar i befintlig lagstiftning. Regleringar kan träda i kraft som potentiellt påverkar bolagets förmåga att förvärva fastigheter i Lettland. Länder i Baltikum har tidigare reglerat möjligheterna för investeringar i skogsfastigheter, exempelvis reglerades 2019 skogsägandet i Litauen. Efter årsskiftet infördes en lag som begränsar ägandet av skogsägande till maximalt 1500 hektar för privatpersoner och företag i Litauen. Däremot fick skogsägare behålla befintliga innehav. För att bemöta potentiella politiska regleringar har Skogsfond Baltikum strategin att vid händelse av begränsande politiska regleringar avbryta finansieringsarbetet och fördela eventuellt överskott till ägarna.

Portföljpremie

Värdeskapandet består av de fem aspekter som lyfts fram i värderingssegmentet. Relaterat till de fem komponenterna finns flera riskfaktorer. En stor del av värdegenereringen kommer från den potentiella portföljpremie som genereras när det ackumulerade fastighetsbeståndet säljs. Försäljningen kan ske efter den ursprungliga mållöptiden om 8 år, men Fastighetsfonden Baltikum kan sälja innehavet tidigare om ett attraktivt erbjudande uppstår. Fonden har även möjligheten att senarelägga försäljningen upp till två år. Bolaget bedömer själva att en portföljpremie kan bli substantiell och baserar uppskattningen på historiska transaktionspriser. Om man inte kan sälja fastighetsbeståndet till ett attraktivt pris finns det en risk att avkastningen blir lägre än målavkastningen. Därmed utgör prissättningen en väsentlig risk.

Sett till valutarisker har Skogsfond Baltikum full exponering mot EUR. Bolaget finansierar sig i SEK samtidigt som förvärv av skogsfastigheter och värdering

av skogsbeståndet sker i EUR. Detta medför att en starkt SEK/EUR medför negativ påverkan på resultatet. Företaget har valt att inte valutasäkra växelkurserna med motiveringen att valutaexponeringen i EUR är den omvända för många svenska investerare, och Skogsfond Baltikum menar att många investerare skulle minska sin totala valutaexponering mot EUR genom bolagets exponering.

Värdering

Förvärvsförmåga

Den tidsplan som finns kommunicerad ger att bolaget planerar att inleda åttaårsperioden med att förvärva skogsfastigheter under de första två åren 2019 - 2020. Under 2019 förvärvades ca 9 300 HA. I övrigt bedömer vi att förvärvsförmåga och tidig identifiering och värdering av attraktiva fastighetsbestånd ställer krav på erfarenhet både av skogsmarknaden generellt och de regionala förutsättningarna. Vi bedömer att bolagets rådgivningsteam med bred erfarenhet inom industrin samt bred erfarenhet av investeringar i Baltikum är en viktig faktor för förvärv till attraktiva priser. Skogsfond Baltikum har även förvärvat fastighetsbestånd under 2019 vilket ger underlag för priserna man kan förvärva till. Vi bedömer att Skogsfond Baltikum kommer att kunna förvärva fastighetsbestånd för ett pris som motsvarar EUR 21 - 25 per kubikmeter under förvärvsperioden och ha ett skogsbestånd om 30 000 – 35 000 HA 2022.

Portföljpremie

Vi har valt att bedöma premien på kubikmetermassan som Skogsfond Baltikum kan ackumulera till och med sista året av fondens löptid. Utifrån historiska transaktioner bedömer vi att premier som läggs på kubikmeterpriset för stora fastighetsportföljer är ca 10 – 30 %.

Latvian Forest är ett noterat svenskt bolag som förvärvar och förvaltar skogsfastigheter och bedriver skogsbruk i Lettland. Verksamheten skiljer sig mot Skogsfond Baltikum eftersom Latvian Forest inte har slutlig avyttring av fastighetsbestånden som uttalat syfte. Bolagen delar dock sin geografiska exponering. Latvian Forest äger per december 2019 sammanlagt 3 816 hektar med en uppskattad virkesvolym om 332 000 kubikmeter. Börsvärdet vid samma tidpunkt uppgick till ca 137 mkr. Vi bedömer att Latvian Forests skogsbestånd därmed värderas till strax under 35 EUR per kubikmeter. Värdet ger en indikation om priset för en stor fastighetssamling och även viss marginal för potentiella skillnader mellan ex trädslag i bolagens portföljer. Mot ett genomsnittligt förvärvspris om exempelvis EUR 25 per kubikmeter innebär ett värde om EUR 35 en premie om 40 %. Latvian Forest har dock övergått till IFRS och redovisar endast Eget Kapital, och återger därmed inte marknadsvärde för de underliggande tillgångarna. Därmed föreligger viss osäkerhet kring värderingen.

I våra beräkningar har vi utgått från en portföljpremie som uppgår till 20 % och baseras på kubikmeterpriset i EUR vid slutet av fondens löptid. Vi baserar antagande på historiska transaktioner, exempelvis Bergvik-Södra-transaktionen, och bedömda marknadsvärden hos listade jämförelsebolag. Eftersom förvärven primärt äger rum i den inledande fasen blir anskaffningsvärdet mindre känsligt för prisförändringar, medan avyttringen, som vi bedömer ligger 7 år fram i tiden, har större inslag av osäkerhet. Osäkerheten grundas i tidsaspekten och bör reflektera de risker som

förekommer i den långa tidsperioden. Vi anser därmed att 20 % är det värde som bäst återspeglar risken i prissättningen.

Försäljningskvot

Kvoten för inköpspris per kubikmeter i förhållande till avyttringspris har bolaget bedömt kan uppgå till 1,3x -1,5x. Historiska kvoter i Lettland har dock varit omkring 1,3, samtidigt som vi bedömer att kvoten för tillfället uppgår till strax över 1,2 x. Vi har bedömt att kvoten under perioden kommer att uppgå till mellan 1,2 – 1,5. Avverkningsnettot kommer sannolikt att stiga med tiden, då man genom avverkning och strategisk avverkning och plantering kan styra beståndet mot mer värdefulla träslag. Vi baserar antagandet på historiska förvärvskostnader, rådande marknadspris och bedömningar kring fördelningen mellan trädslagen i de förvärvade fastigheterna.

Hävtång

Våra estimat har baserats på en belåningsgrad om 30 %. Vi bedömer att bolaget har goda förutsättningar att få bankfinansiering och i vår beräkning har vi räknat med en totalt kapital om EUR 65 m, där banklån utgör 30 %. En belåningsgrad om 30 % skulle därmed innebära att ytterligare EUR 15m tillförs. Totalt bedömer vi därmed att bolaget kan erhålla 65 mkr före emissionskostnader. Som tidigare påpekat har bolaget en förhållandevis liten andel av fasta kostnader. Antaganden kring kapital från emissionen är därmed inte centralt för den bedömda avkastningen.

Avkastning för avverkad skog

Skogsfond Baltikum uppskattar att det förvärvade beståndet kan säljas med vinst. Därmed består avkastningen i skillnaden mellan förvärvad volym och avyttrad. Vi bedömer att avverkningsnettot för kubikmeterpriset, vilket är skillnaden mellan förvärvskostnad och försäljningskostnad, kommer att uppgå till 1,2 - 1,5x under fondens löptid. Bolaget bedömer att den lettiska skogen växer med ca 5 % per år. Samtidigt bedömer man med hänsyn till åldern på skogsbeståndet i Lettland att man kommer att kunna avverka ca 2,5 % per år. Därmed skulle bruttotillväxten uppgå till ca 2,5 %. Den historiska tillväxten är väldokumenterad och vi bedömer det som sannolikt att fastighetsinnehaven kommer uppvisa en genomsnittlig tillväxt i takt men den historiska, men har räknat med en bruttotillväxt om 4,7 %.

Värdetillväxten av skog som tillgång

Skogsbeståndet i Baltikum bedöms ha en värdetillväxt som i reella termer uppgår till 1,5 %. Vi bedömer tillväxtmålen som uppnåbara, motiverat av flera faktorer. Bland annat är övergången till fossilfria alternativ som är en stark drivare av efterfrågan på skog som tillgångsslag. Data sedan år 2000 visar att historiska reella värdeutvecklingen per år överskridit 1,5 % i genomsnitt.

Diskontering och avkastningskrav

Den ackumulerade kassan kommer vid periodens sluttid att justeras för överavkastningen över perioden. Bolaget genererar löpande kassaflöden under perioden som primärt kommer från avverkning, men vi bedömer att kassaflödena kommer att användas för att täcka löpande underhållskostnader och potentiella mindre förvärv även efter den ursprungliga förvärvsperioden som är till och med 2020.

En risk som vi behandlar i riskavsnittet är potentiella storleksmässiga begränsningar av skogsinnehav som införs från politiskt håll. Vi bedömer att en potentiell storleksmässig begränsning inte drabbar redan ackumulerade

skogsbestånd. Om begränsningen infaller efter att Skogsfond Baltikum köpt beståndet medför det att antalet stora portföljer begränsas eftersom nya stora portföljer inte kan ackumuleras. Detta kan potentiellt medför en ännu större premie på redan existerande stora portföljer, vilket i så fall kan verka till fördel för värdeutvecklingen.

Diskonteringsräntan för skog återspeglar låg risk, låg volatilitet i tillgångsslaget och stabila kassaflöden. Vidare bör diskonteringsräntan återspegla att det endast är en diskonteringsperiod till och med 2026.

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 ser en större säkerhet i de löpande kassaflödena jämfört med portföljpremien, bland annat på grund av tidsaspekten, och väljer därför att värdera segmenten separat och summera delarna för att generera ett sammantaget bolagsvärde. Baserat på de antaganden vi listat ovan når vi ett värde vid fondens planerliga sluttid 2026, och diskonterar sedan värdet för att generera ett bedömt nuvärde av bolaget. De två delarna diskonteras med olika diskonteringsräntor för att illustrera osäkerheten.

Vi bedömer att en stor del av kassaflödena från avverkning kommer att täcka de löpande kostnaderna och att vinsten återinvesteras i nya fastigheter. Därmed har vi räknat med att en begränsad eller ingen utdelning kommer att delas ut, utan istället användas till att förvärva mindre fastigheter under fondens löptid. Det bedömda värdet för förvaltningsdelen och realvärdeutvecklingen diskonteras med Lantmäteriets rekommenderade diskonteringsräntor justerat för regionala förutsättningar. Detta resulterar i en WACC om 2,2 %. Den låga diskonteringsräntan återspeglar också en lågräntemiljö samt att diskonteringsfönstret är till och med 2026. Vi gör antaganden om en bruttotillväxt om 4,7 %, återinvesterade vinster, och en portföljpremie om 20 % för kubikmeterbeståndet som bolaget ackumulerat till 2026. Utifrån dessa antaganden och bolagets marknadsvärde för tillfället handlas det värde som kommer från portföljpremie till en implicit WACC om 11,5 %.

Motiverat värde

Sett till den totala avkastningen som vi bedömer att bolaget kan generera och vårt bedömda inköpspris om EUR 22 - 24 per kubikmeter genereras mycket av avkastningen från den del som är portföljpremien. Vi har antagit att bolaget kan avyttra portföljen till ett kubikmeterpremium om 20 %. Om man exempelvis uppnår ett prispremium i nivå med den som uppgick vid Södra Bergvik-affären om 27 % är uppsidan mycket större. Vi anser att risken för en premie lägre än 20 % är begränsad, och att en implicit WACC om 11,5 % reflekterar en något för hög risk.

Vi anser att en WACC som bättre reflekterar risken är något lägre. 5 % är en diskonteringsränta närmare den som exempelvis används av SCA för diskonteringar av svenska skogsbestånd med horisont som är odefinierad. Portföljpremie samt övrig avkastning diskonteras därmed separat till räntor om 2,2 % respektive 5 %. Detta ger ett motiverat värde om 129 EUR per aktie. Ställt i relation till de uttalade avkastningsmålet om 7 – 9 % årligen justerat för avgifter medför våra estimat en avkastning som uppgår till 7,13 %.

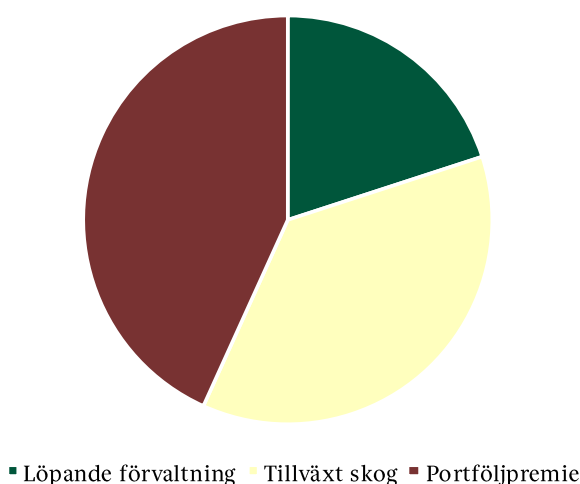
Värderingen är diskonterade framtida kassaflödesestimater. Därmed är värderingen känslig för antaganden kring diskonteringsräntan, och i synnerhet diskonteringen av portföljpremien i slutet av löptiden. Värderingen är även känslig för antagande kring den slutliga prisprenie per kubikmeter som kan genereras. Tabell 4 nedan visar känsligheten för antaganden kring diskontering och portföljpremie vid fondens slutliga löptid.

Tabell 4: Känslighetstabell för WACC och Portföljpremie (%)

Känslighetstabell						
Portföljpremie (%)	6%	117,52	109,52	102,11	95,24	88,87
	10%	123,14	115,14	107,73	100,86	94,48
	14%	128,75	120,75	113,34	106,47	100,1
	18%	134,37	126,37	118,95	112,1	105,7
	22%	139,9	131,9	124,57	117,7	111,32
	26%	145,6	137,6	130,19	123,31	116,93
	30%	151,2	143,21	135,8	128,93	122,55
		4%	5%	6%	7%	8%
WACC portföljpremie (%)						

Nedan återges hur avkastningen fördelas mellan den del som genereras av portföljpremie, värdeökning av tillgångsslaget, samt portföljpremie vid den slutliga avyttringen. Andelarna utgår från de antaganden om hävstång, avyttringsnetton och portföljpremie som varit utgångspunkten i vår värderingsansats. Avkastningen baseras på att kostnaderna delas upp relaterat till respektive komponent, där exempelvis kostnader för förvaltning tas mot förvaltningen, samtidigt som exempelvis räntekostnader läggs på hela portföljen.

Figur 8: Fördelning avkastningskomponenter



Slutligen återger Tabell 5 nedan hur den årliga totalavkastningen är beroende av portföljpremie. För våra antaganden om WACC, illustrerar tabellen hur estimerad årlig genomsnittlig ROE under perioden påverkas av slutlig portföljpremie.

Tabell 5: Avkastning och portföljpremie

Avkastningstabell	
Portföljpremie	Avg. est return
6%	5,20%
10%	5,80%
14%	6,30%
18%	6,90%
22%	7,40%
26%	7,80%
30%	8,30%

Värderingen är också känslig kring antaganden om bruttotillväxt skogstillgångarna. Tabell 6 nedan visar hur avkastningen är beroende av bruttotillväxten i skogen. Estimaten baseras på våra antaganden kring portföljpremie, WACC och avverkning per år.

Tabell 6: Avkastning och bruttotillväxt

Avkastningstabell	
Bruttotillväxt	Avg. est return
3%	6,80%
4%	7,00%
5%	7,20%
6%	7,35%
7%	7,60%
8%	7,78%

Ägare ledning & styrelse

Styrelse

Fredrik Zetterström är styrelseordförande. Grundade och var VD för Latvian Forest Company år 2010 – 2016 och är sedan länge senior projektledare inom corporate finance på G&W Fondkommission. Privat innehav 50 A-aktier. Carl Olén är VD och styrelseledamot. Carl har bakgrund som bland annat chefscontroller på Scania. Till övriga uppdrag hör fondförvaltare i Baltic Asset Management för Skogsfond Baltikum, styrelseordförande i Skogsfond Baltikums dotterbolag LatvijasMezu Agentura, styrelseordförande för skogsinvesteringsbolaget SIA Lettskogolen, styrelseledamot i förvärvs-och förvaltningsbolaget SIA Kupica, investeringsrådgivare i Forest Value AB samt styrelseledamot i Rockagården Vind AB. Carl äger 200 A-aktier. Valērijs Ginko är styrelseledamot. Valērijs har varit skogsansvarig för Latvian Forest Company AB 2010 – 2018 samt transaktionskonsult inom fastighets- och skogssektorn i Lettland. Till övriga uppdrag hör Styrelseordförande i Baltic Asset Management som förvaltar Skogsfond Baltikum, styrelseledamot i LatvijasMezu Agentura. Valērijs äger 50 A-aktier.

Ägare

Största ägaren är VD Carl Olén med 68 350 stamaktier och 200 A-aktier, via närstående samt bolag. Totalt kontrollerar Carl Olén 61,72 % av rösterna.

Resultaträkning (TEUR)

	2019-12-31
Nettoomsättning	0
Övriga intäkter	0
Kostnad sålda varor	0
Fastighetsskatt	0
Kostnader moderbolag	0
Skogsförvaltning	0
Förvaltningsavgift	0
Övriga kostnader	-114
Rörelseresultat (EBITDA)	-114
Avskrivningar	
Goodwillnedskrivningar	
Resultat (EBIT)	-114
Extraordinära Poster	
Justerat Resultat (EBIT)	
Finansnetto	-43
Resultat före skatt	-156
Nettoresultat (just)	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Kassaflödesanalys (TEUR)

	2019-12-31
Rörelseresultat	-114
Icke kassaflödespåverkande poster	7
Förändringar i rörelsekapital	-763
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-869
Investeringar	-1 267
Avyttringar	-
Fritt Kassaflöde	-2 136
Utdelningar	
Nyemission/återköp	10 049
Lånefinansiering och övriga justeringar	-352
Kassaflöde	7 561
Icke kassaflödespåverkande poster	
Nettoskuld (just)	(7 518)

Balansräkning (TEUR)

	2019-12-31
TILLGÅNGAR	
Skogsmark, övrig mark och biologiska tillgångar	1 873
Övriga anläggningstillgångar	19
Summa anläggningstillgångar	1 892
Övriga fordringar	1 030
Förutbetalda kostnader	6
Likvida medel	7 518
Summa omsättningstillgångar	8 554
SUMMA TILLGÅNGAR (TEUR)	10 446

Eget Kapital och skulder

Eget Kapital	10 154
Minoritetsintressen	
Summa Eget Kapital	
Avsättningar för nyttjanderättstillgångar	18,7
Pensionsavsättningar	
Uppskjutna skatteskulder	
Övriga långfristiga skulder	
Summa Långfristiga skulder	
Leverantörsskulder	215
Upplupna kostnader	56,9
Övriga kortfristiga skulder	1,4
Summa kortfristiga skulder	273
Summa Eget Kapital och skulder	10 446

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 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.

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. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. 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 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 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 fondhandlarförbundens 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.

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