

## Uppdatering: Kv1 2021

### SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

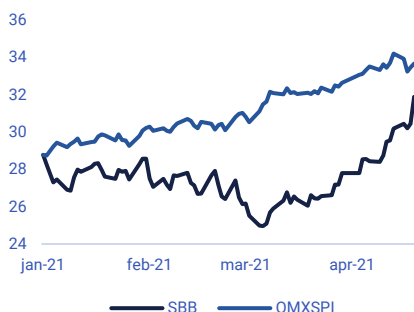
VD: Ilija Batljan  
 SO: Lennart Schuss  
[www.sbbnorden.se](http://www.sbbnorden.se)

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 32,75 kr  
 Marknadsvärde: 43 541 mkr (exkl. preferens och D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS  
 Refinitiv Eikon: SBBb.ST

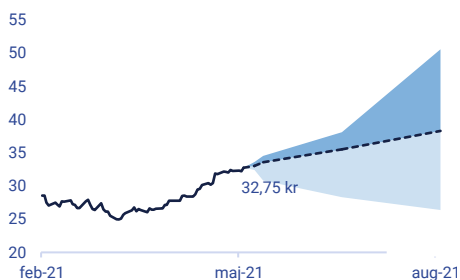
### AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	116,7	14,3	16,3	17,8

Källa: Refinitiv Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	26,4	38,3	50,6
Upp-/nedsida	-19%	17%	55%

Källa: Carlsquare prognoser

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

**Bertil Nilson**  
 Senior Equity Analyst

**Markus Augustsson**  
 Head of Equity Research

## Förbättrad intjäning och fortsatta värdeökningar

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden ("SBB") förbättrade sin löpande intjäningsförmåga under kv1/2021. Det motiverar en höjd rikt Kurs i Bas-scenariot till 38,3 kronor per stamaktie jämfört med tidigare 36,9 kronor.

### Ökad intjäningsförmåga och allt lägre direktavkastningskrav

SBB redovisade även denna gång större värdeökningar på fastigheterna än vi hade väntat (trots att vi hade reviderat upp våra prognoser innan rapporten). Denna gång är det dock samhällsfastigheterna som står för 93 procent av värdeökningen, trots att de endast utgör 77 procent av portföljens värde. Förra kvartalet stod bostäderna för större delen av värdetillväxten. Direktavkastningskravet på SBB:s fastighetsportfölj har rört sig nedåt med någon tiodels procent per kvartal och ligger nu på 4,3 procent enligt bolagets egna nyckeltalsdefinitioner.

Arbitraget att fortsätta expandera och förvärva fastigheter uppgår till cirka två procent räknat på det indirekta avkastningskravet på fastigheterna via börsvärderingen (3,24 procent) minus bolagets genomsnittsränta om 1,26 procent. På bokförda värden per 31 mars 2021 och räknat på överskottsgraden i förvaltningen de senaste tolv månaderna ökar direktavkastningen till 3,5 procent. Medan överskottsgraden de senaste tolv månaderna uppgick till 67 procent är målsättningen enligt kommunicerad intjäningsförmåga att få upp överskottsgraden i förvaltningen till 72 procent.

Bolaget siktar på att ha ett fastighetsvärde på 125 miljarder kronor om några år och är redan uppe i 105 miljarder kronor per 31 mars 2021. Bolaget kan nu tänka sig att expandera även utanför Norden. I Sverige gäller det att göra transaktioner med kommuner och landsting innan november 2021, eftersom det är ett valår 2022.

SBB hade en kassa på cirka 12,4 miljarder kronor jämte likvida placeringar (aktier) om cirka sex miljarder kronor per 31 mars 2021. Överlikviditeten drar ned bolagets intjäningsförmåga med cirka 150-160 miljoner kronor, vilket företagsledningens incitament att öka förvärvstempot. Det inkluderar nybyggnads- och renoveringsprojekt (fastighetsutveckling) som ger en allt bättre avkastning givet stigande fastighetsvärden.

Vi höjer det motiverade värdet för SBBs stamaktie i basscenariot till 38,3 kronor (tidigare 36,9 kronor). Det beror främst på en ökad intjäningsförmåga med den större fastighetsportföljen. Det motiverade värdet för stamaktien varierar från 26,4 kronor i ett Bear-scenario (tidigare 25,3 kronor) till 50,6 kronor i vårt Bull-scenario (tidigare 49,3 kronor).

### Nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 878	6 717	7 183
Driftnetto	1 265	3 479	4 699	5 386	5 761
Resultat före skatt	3 137	10 341	10 269	9 566	6 684
Resultat per stam-aktie (SEK)	3,30	5,74	5,61	4,93	3,22
P/E	7,2x	5,0x	5,8x	6,6x	10,2x
EK/aktie (exkl.hybrid) (SEK)	21,2	28,3	36,2	41,5	45,5
P/EK	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x	0,7x
Utdelning SEK/stam-aktie	0,60	1,00	1,10	1,20	1,30

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

SBB levererade återigen ett kvartal med högre värdeökningar på fastigheter än våra prognoser. Denna gång återfanns 93 procent av värdetillväxten inom Samhällsfastighetssegmentet, som utgjorde 77 procent av SBB:s fastighetsportfölj per 31 mars 2021. Förutom de 2,3 miljarder kronor i värdeökning som redovisades i kv1/2021, har ca 1,0 miljard kronor i värdetillväxt på transaktioner genomförda efter 31 mars 2021 identifierats. Det innebär att EPRA NAV i praktiken redan är 32 kronor per stam-aktie.

### EPRA NAV upp i 32 kronor per aktie

Detta första kvartal 2021 präglades av konsolideringen av Offentliga Hus som utgör knappt tio procent av SBB:s fastighetsportfölj efter förvärvets genomförande. Förutom två procent lägre hyresintäkter jämfört med vår prognos blev kostnaderna för drift och förvaltningsadministration högre än väntat. Det medförde att driftnettot hamnade tio procent lägre än vår prognos.

Resultatet från intresseföretag, värdeförändringar på fastigheter och derivat överraskade positivt. Värdetillväxten på 2,3 miljarder kronor under första kvartalet 2021 motsvarar omkring nio procents värdeökning i årstakt. Grunden för värdeuppskrivningarna är att transaktioner med bostäder och samhällsfastigheter görs till allt lägre direktavkastningskrav. En del av värdeökningen under det senaste året har också varit kopplat till bolagets egen fastighetsutvecklingsverksamhet. Målet är att investeringar i befintligt bestånd ska generera en värdetillväxt på minst 600 miljoner kronor per år. SBB:s fastighetsportfölj har också blivit attraktivare med en återstående löptid på hyreskontrakten om i genomsnitt nio år.

EPRA NAV (substansvärde efter återläggning av uppskjuten skatt och värdet av räntederivat, men med avdrag för goodwill) ökade till 31,23 kronor per stam-aktie i SBB per 31 mars 2021. Inkluderas de värdeökningar om 1036 miljoner kronor som har identifierats i det förvärvade beståndet efter bokslutsdagen stiger EPRA NAV till 32 kronor per stam-aktie.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) har på fyra år expanderat till att idag ha en fastighetsportfölj värd cirka 105 miljarder kronor med huvudsakligen statliga och kommunala hyresgäster. Genom nya köp av fastigheter som ger ett arbitrage i förhållande till lägre räntekostnader ökar bolagets intjäningsförmåga successivt. Ytterligare en komponent i bolagets intjäningsförmåga är om- och nybyggnation av samhällsfastigheter och bostäder.

### Utfall och prognos kv1, 2021 (MSEK)

	Kv1 2021A	Kv1 2021P	Differens
Hysesintäkter	1325	1357	-2%
Driftskostnader	-303	-257	18%
Underhåll	-63	-68	-8%
Förvaltningsadministration	-73	-51	43%
Fastighetsskatt	-28	-30	-7%
<b>Driftnetto</b>	<b>858</b>	<b>951</b>	<b>-10%</b>
Centraladministration	-66	-45	47%
Resultat från intresseföretag/JV	244	38	542%
<b>Resultat före finansiella poster</b>	<b>1036</b>	<b>944</b>	<b>10%</b>
Ränteintäkter och räntekostnader	-190	-173	10%
Kostnader förtidslösen lån	-40	0	n.m.
Valutakursdifferenser	-185	0	n.m.
Leasingkostnader	-6	-5	n.m.
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>615</b>	<b>766</b>	<b>-20%</b>
Värdeförändringar fastigheter	2339	1500	56%
Värdeförändringar derivat	163	0	n.m.
<b>Resultat före skatt</b>	<b>3117</b>	<b>2266</b>	<b>38%</b>
Aktuell skatt	-92	-91	2%
Uppskjuten skatt	-290	-376	-23%
<b>Periodens resultat</b>	<b>2735</b>	<b>1799</b>	<b>52%</b>
Omräkningsdifferenser	0	0	n.m.
<b>Periodens totalresultat</b>	<b>2735</b>	<b>1799</b>	<b>52%</b>
Vinst per stamaktie (kronor)	1,89	1,16	62%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Ökad lönsamhet i att renovera och bygga nytt

Den värdeökning med allt lägre direktavkastningskrav som vi har sett på den svenska fastighetsmarknaden gör det allt lönsammare att precis som SBB ägna sig åt fastighetsutvecklingsverksamhet. Det handlar om allt från att renovera bostäder och kunna höja hyresnivån som en följd av standardhöjningen till att bygga nya fastigheter inte minst för offentliga beställare som exempelvis Polismyndigheten och kommunala äldreboenden. Behoven på dessa områden är stora och växande. I Polismyndighetens fall handlar det om efter-sätta investeringar med brist på fängelseplatser. Men det kan också handla om att etablera nya polishus för att markera närvaro. Att andelen äldre i Sveriges befolkning ökar snabbt de närmaste åren är ett välkänt faktum. Kommunerna har uppmuntrat de äldre att bo kvar hemma allt längre, men denna utveckling kan inte drivas hur långt som helst.

Bostäder och samhällsfastigheter har klarat Covid-krisen bättre än hotell, handel och kontor

En omställning i vad som byggs på bostadssidan har skett sedan den senaste toppen 2017, då exklusiva bostadsrätter var högsta mode. Idag handlar det ofta om hyresbostäder där investeringsbidrag kan erhållas som ger en lönsamhet i projekten. Investerarens avkastningskrav på dessa bostäder i färdigt skick har ofta pressats ned till ett intervall mellan 2-3 procent. Till det kan läggas renovering för att höja hyran kopplad till en högre standard på lägenheterna.

Överskottsgraden i SBB:s fastighetsförvaltning uppgick till 64,8 procent under första kvartalet 2021 och 67,4 procent de senaste tolv månaderna. Enligt den kommunicerade intjäningsförmågan är målsättningen att överskottsgraden ska öka till 72 procent räknat på tolv månader framåt.

## Nyheter under kv1 2021 samt 1 april-5 maj 2021:

SBB fortsätter sin expansion och indikerar nu att bolaget kan tänka sig att expandera utanför Norden framöver. Bolagets expansion kan ske tack vare dess förbättrade finansiella styrka, där målet är en högre kreditrating och därmed lägre årliga räntekostnader. Detta uppnås bland annat genom emissioner av olika finansiella instrument.

En sammanfattning av viktiga händelser under och efter det första kvartalet 2021:

- Efter ett offentligt bud till samtliga ägare i Offentliga Hus (OH) har SBB gått vidare och förvärvat i stort sett samtliga aktier i OH. Per 31 mars 2021 ägde SBB 73 procent av aktierna i Offentliga Hus.
- SBB emitterade en Eurobond-obligation om 600 miljoner Euro (cirka sex miljarder kronor) till en ränta om EURIBOR plus 60 räntepunkter, det vill säga idag 0,6 procent ränta. Detta sänker också i genomsnittsräntan i SBB:s totala låneportfölj som hade en snittränta om 1,26 procent per 31 mars 2021.
- En bolagsstämma har tagit beslutet att låta lösa in resterande cirka 30 tusen preferensaktier i bolaget med avstämningsdag 23 april 2021.
- Bolaget kommer att emittera teckningsoptioner för att öka personalens incitament.
- SBB och den institutionella förvaltaren Kåpan har bildat ett samriskbolag för förvaltning och produktion av totalt 2 258 bostadslägenheter.
- I slutet av första kvartalet 2021 ingick SBB avsiktsförklaringar om försäljning av tre fastighetsportföljer med i huvudsak offentliga kontor till ett värde av cirka två miljarder kronor och med en realiserad värdeökning om cirka 240 miljoner kronor.
- Bolaget har låtit externvärdera fastigheter som förvärvats efter 31 mars 2021 och därvid kunnat konstatera att ytterligare cirka en miljard kronor kan tas fram i resultatmässiga värdeökningar från andra kvartalet 2021 och framåt.

## Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden har expanderat sin portfölj av samhällsfastigheter kraftigt de senaste fem åren, senast med övertagande av konkurrenterna Hemfosa och Offentliga Hus. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter, vilket har visat sig värdefullt i den nuvarande konjunkturavmattningen. Bolaget har ett bra arbitrage (cirka 2,0 procentenheter) mellan 3,24 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen (indirekt via börsvärderingen) och 1,26 procent i räntekostnader på koncernens lån. SBB-aktien är relativt lågt värderad på intjäningsförmågan och något högre i förhållande till sitt substansvärde. Vi höjer vår riktkurs för stamaktien till 38,3 kronor (tidigare 36,9 kronor).

### Samhällsfastigheter innebär ökad trygghet

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 105 miljarder kronor. SBB har under de senaste fem åren dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom sina segment (samhällsfastigheter och bostäder) samt har breddat sig mot övriga Norden. Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 71 procent i Sverige, cirka 19 procent i Norge, cirka nio procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 31 mars 2021.

Säkra och stabila offentliga hyresgäster med en god betalningsförmåga ger en låg risk.

Offentliga hyresgäster är säkra hyresbetalare med stora lokalbehov och som ofta sitter på långa hyreskontrakt (i genomsnitt nio års löptid i SBB:s kontraktportfölj). Dessa hyresgäster sitter ofta litet längre i sina lokaler som inte sällan är skraddarsydd för verksamheten och betalar i genomsnitt något mer i hyra jämfört med privata hyresgäster.

Offentliga hyresgäster ger fördelar som långa hyreskontrakt men också vissa risker som att lokalerna ofta är skraddarsydda

Skillnaden mellan segmentet för mer konjunkturkänsliga hyresgäster och offentliga hyresgäster har blivit tydligare i den konjunkturavmattning som inleddes i samband med utbrottet av Covid-pandemin i februari/mars 2020. Tidigare premierades bolag som ägde kontors- och butiksfastigheter i centrala Stockholm och Göteborg där hyresnivån steg snabbt i en stark konjunktur med brist på nya lokaler. Nu är läget det omvända med ett tryck nedåt på hyrorna i takt med att vakanserna inom dessa segment stiger. Samhällsfastigheter är däremot i stort sett opåverkade nuvarande omställning. Bostäder har fått en renässans som en andra arbetsplats i takt med att jobba-hemifrån-trenden har växt som en följd av pandemin. Den väntas bestå i viss omfattning även efter att nuvarande Covid-restriktionerna har släppts.

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

### Fastighetsutveckling

SBB har gradvis höjt sina mål för intjäning via fastighetsutveckling samt renoveringar av bostäder till totalt 1 800 miljoner kronor vilket motsvarar 1,35 kronor per SBB stamaktie räknat före skatt. Koncernen hade byggrätter motsvarande cirka 2,9 miljoner kvm och 42 000 lägenheter per 31 mars 2021. Tumregeln är att byggrätterna kan säljas för mellan 4 000 och 5 000 kronor per kvm alternativt generera ett resultat om 5-10 000 kronor per kvm i byggprojekt som genomförs av bolaget själva (vilket alltså är det mest lönsamma valet).

Årliga fastighetsutvecklingsresultat motsvarande en vinst om 1,35 kronor per stam-aktie i SBB

Att utveckla bostäder ger en mycket bra kalkyl för fastighetsägaren, med förvärv via byggrätter kring 5,5 procent direktavkastning och avyttringar inom intervallet 3,0 till 3,5 procent direktavkastning. Här spelar den senaste tidens värdeökning på bostadsfastigheter in vilket ökar värdetillväxten avsevärt efter genomförda projekt. Avkastningen på renoveringar av lägenheter brukar ligga inom intervallet 10-15 procent på obelånat kapital. I praktiken blir avkastningen omkring dubbelt så hög till följd av belåning.

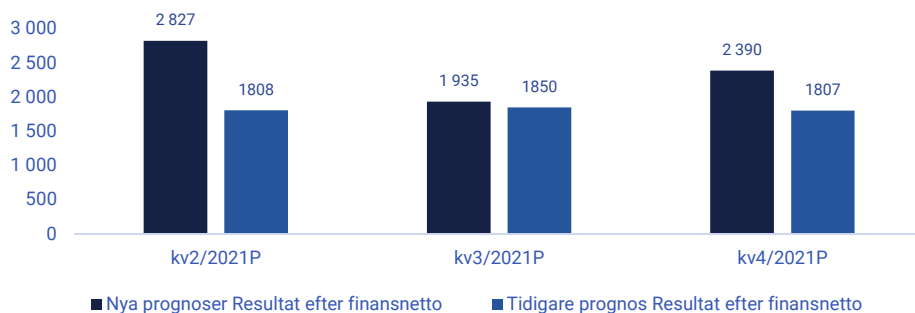
Mycket bra avkastning på bostadsutvecklingsprojekt efter värdeökningar och en ökad efterfrågan

Det finns en brist på bostäder, skolor, ålderdomshem och fängelser i Sverige samt bostäder främst i stor- och regionstäderna. Det kommer att innebära att SBB kan nyproducera samhällsfastigheter och teckna långa hyreskontrakt, med åtföljande värdetillväxt.

## Prognos för kv2-kv4 2021

Vi utgår från av bolaget kommunicerad intjäningsförmåga per 31 mars 2021. Vi höjer våra antaganden för värdeökningar på fastigheter ytterligare och behåller samtidigt tidigare antaganden om framtida fastighetsförvärv från bolagets sida.

### Prognosförändring, resultat efter finansnetto kv2/2021P-kv4/2021P (MSEK)

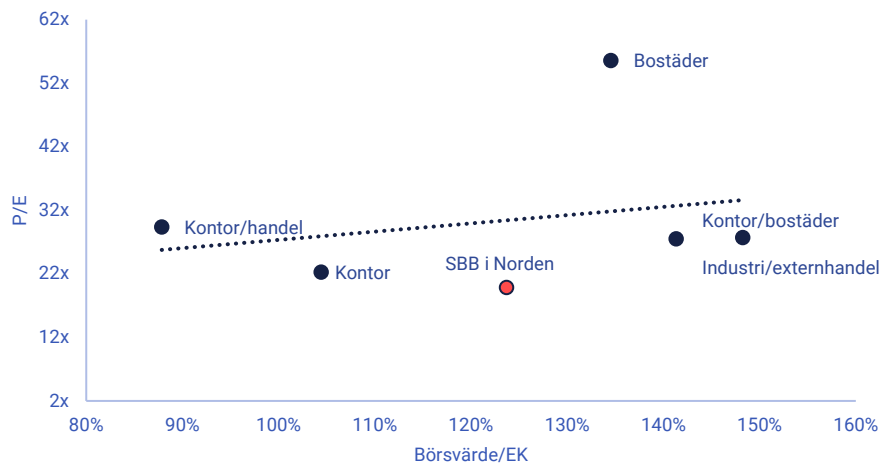


Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 30 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas jämförelsevis lågt, framför allt i förhållande till de svenska bostadsbolagen. Då skillnaden i nyckeltal mellan fastighetsbolagen är stor har vi använt median-värdena för respektive segment (kontor, bostäder osv) i grafen nedan.

### Nyckeltalsvärdering efter kategori av fastighetsbolag



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## SBB handlas fortfarande till rabatt jämfört med fastighetssektorn

SBB-aktien värderas till en substanspremie om 24 procent räknat efter tio procent latent skatt på övervärden fastigheter och med avdrag för goodwill på tillgångssidan i balansräkningen. Det är väsentligt lägre än fastighetssektorn där bolagen (aktierna) i genomsnitt handlas till 46 procent premie på substansen. P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter schablonskatt exklusive värdeförändringar) ligger SBB på P/E 20x jämfört med sektorns genomsnitt om 41x, alltså en rejäl rabatt. Då bostadsbolagen värderas mycket högt är fastighetssektorns oviktade medianvärden dock lägre, P/E 27x och 24 procent premie på substansvärdena. Den höga värderingen av bostadsbolagen är samtidigt relevant för SBB-aktiens del, då 17 procent av bolagets fastighetsportfölj värdemässigt består av bostäder.

Vi gör en sammanvägning av intjäningsförmåga, substansvärdering och kassaflödesvärdet (DCF) för att fastställa en riktkurs för SBB:s stamaktie.

Vi får en motiverad riktkurs om 38,3 kronor per stamaktie i basscenariot (tidigare 36,9 kronor/aktie). Den höjda riktkursen förklaras främst av en ökad intjäningsförmåga för SBB.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 26,4 kronor per stamaktie (tidigare 25,3 kronor/stamaktie).

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde om 50,6 kronor per stamaktie (tidigare 49,3 kronor/stamaktie).

### Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	1,7	1,7	1,7
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt)	27,1	21,7	32,5
<b>Motiverat värde, intjäning per aktie</b>	<b>46,6</b>	<b>37,3</b>	<b>55,9</b>
Substansvärde, SBB-aktien	26,1	20,8	31,3
Genomsnittlig P/JEK fastighetsbolag	146%	117%	175%
<b>Motiverad värdering på substans per aktie</b>	<b>38,0</b>	<b>24,3</b>	<b>54,8</b>
<b>Motiverat DCF-värde</b>	<b>27,6</b>	<b>19,1</b>	<b>36,0</b>
Applicerat på intjäning	40%	30%	50%
Applicerad vikt för substansvärde	30%	35%	25%
Applicerat värde på DCF-värde	30%	35%	25%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
<b>Värde per aktier i ett basscenario</b>	<b>38,3</b>	<b>26,4</b>	<b>50,6</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Räkenskaper och nyckeltal

### Resultaträkning Kv3 2020-Kv4 2021P (MSEK)

	Kv3 2020	Kv4 2020	Kv1 2021	Kv2 2021P	Kv3 2021P	Kv4 2021P
<b>Hysesintäkter</b>	<b>1 204</b>	<b>1 253</b>	<b>1 325</b>	<b>1 466</b>	<b>1 505</b>	<b>1 582</b>
Driftskostnader	-204	-244	-303	277	-229	-277
Underhåll	-76	-105	-63	-79	-85	-119
Förvaltningsadministration	-46	-67	-73	-44	-52	-76
Fastighetsskatt	-26	-27	-28	34	-29	-31
<b>Driftsnetto</b>	<b>852</b>	<b>810</b>	<b>858</b>	<b>1 654</b>	<b>1 109</b>	<b>1 079</b>
Centraladministration	-79	-51	-63	-50	-50	-51
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-8	-3	-3	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	27	102	244	38	39	40
<b>Rörelseresultat före värdeförändringar</b>	<b>792</b>	<b>858</b>	<b>1 036</b>	<b>1 642</b>	<b>1 098</b>	<b>1 068</b>
Finansnetto	-172	-193	-190	-160	-159	-167
Övriga finansiella kostnader	57	208	-231	-6	-3	-11
<b>Förvaltningsresultat</b>	<b>677</b>	<b>873</b>	<b>615</b>	<b>1 477</b>	<b>935</b>	<b>890</b>
Värdeförändringar fastigheter + upplösning goodwill	3 448	3 265	2 339	1 350	1 000	1 500
Värdeförändringar derivat	-2	61	163	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>4 123</b>	<b>4 199</b>	<b>3 117</b>	<b>2 827</b>	<b>1 935</b>	<b>2 390</b>
Aktuell skatt	-39	-73	-92	-113	-77	-96
Uppskjuten skatt	-945	-776	-290	-469	-321	-397
<b>Periodens resultat</b>	<b>3 139</b>	<b>3 350</b>	<b>2 735</b>	<b>2 244</b>	<b>1 537</b>	<b>1 897</b>
<b>Förvaltningsresultat efter betald skatt</b>	<b>638</b>	<b>800</b>	<b>523</b>	<b>1 363</b>	<b>858</b>	<b>794</b>
<b>Resultat hänförligt stam A och B</b>	<b>2 713</b>	<b>3 163</b>	<b>2 511</b>	<b>2 006</b>	<b>1 294</b>	<b>1 647</b>
<b>Resultat just. för värdeföränd., hänförligt till stam</b>	<b>-733</b>	<b>-163</b>	<b>9</b>	<b>656</b>	<b>294</b>	<b>147</b>

Källa: Bolagsinformation (utfall) och Carlsquare (prognoser).

**Resultaträkning, helår 2019-2023P (MSEK)**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Hysesintäkter</b>	<b>1 996</b>	<b>5 121</b>	<b>5 878</b>	<b>6 717</b>	<b>7 183</b>
Driftskostnader	-471	-987	-532	-608	-647
Underhåll	-115	-323	-347	-387	-421
Förvaltningsadministration	-104	-217	-245	-276	-289
Fastighetsskatt	-41	-115	-54	-61	-65
<b>Driftsnetto</b>	<b>1 265</b>	<b>3 479</b>	<b>4 699</b>	<b>5 386</b>	<b>5 761</b>
Centraladministration	-136	-224	-214	-205	-209
Förvärvs- och omstruktureringkostnader	-83	-52	-3	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	92	144	361	167	172
<b>Rörelseresultat före värdeförändringar</b>	<b>1 138</b>	<b>3 347</b>	<b>4 844</b>	<b>5 349</b>	<b>5 724</b>
Finansnetto	-380	-807	-676	-706	-762
Övriga finansiella kostnader	-113	-66	-251	-27	-27
<b>Förvaltningsresultat</b>	<b>645</b>	<b>2 474</b>	<b>3 917</b>	<b>4 616</b>	<b>4 934</b>
Värdeförändringar fastigheter	2 453	8 074	6 189	4 950	1 750
Värdeförändringar derivat	39	-207	163	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>3 137</b>	<b>10 341</b>	<b>10 269</b>	<b>9 566</b>	<b>6 684</b>
Aktuell skatt	-34	-164	-378	-383	-334
Uppskjuten skatt	-479	-1 093	-1 477	-1 588	-1 043
<b>Periodens resultat</b>	<b>2 624</b>	<b>9 084</b>	<b>8 413</b>	<b>7 595</b>	<b>5 307</b>
<b>Förvaltningsresultat efter betald skatt</b>	<b>611</b>	<b>2 310</b>	<b>3 538</b>	<b>4 233</b>	<b>4 600</b>
<b>Resultat hänförligt stam A och B</b>	<b>2 518</b>	<b>7 291</b>	<b>7 459</b>	<b>6 553</b>	<b>4 281</b>
<b>Resultat just. för värdeför. hänför. stam</b>	<b>26</b>	<b>-576</b>	<b>1 107</b>	<b>1 603</b>	<b>2 865</b>
<b>Tillväxt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Hysesintäkter	19%	157%	15%	14%	7%
Driftsnetto	18%	175%	35%	15%	7%
Rörelseresultat före värdeförändringar	16%	194%	45%	10%	7%
Förvaltningsresultat	101%	284%	58%	18%	7%
Resultat före skatt	65%	230%	-1%	-7%	-30%
Periodens resultat	55%	246%	-7%	-10%	-30%
<b>Marginaler</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Överskottsgrad	63%	68%	80%	80%	80%
EBIT-marginal före värdeförändringar	57%	65%	82%	80%	80%
Förvaltningsresultat-marginal	32%	48%	67%	69%	69%
Resultat före skatt-marginal	157%	202%	175%	142%	93%
Resultat efter skatt-marginal	131%	177%	143%	113%	74%

Källa: Bolagsinformation (utfall) och Carlsquare (prognoser).



**Balansräkning, helår 2019-2023P (MSEK)**

	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Immateriella anläggningstillgångar	6 687	6 319	6 325	6 325	6 325
Förvaltningsfastigheter	79 542	90 185	119 086	134 036	143 286
Nyttjanderätt tomträtt	445	614	596	596	596
Inventarier	21	22	29	34	42
<b>Summa materiella anläggningstillgångar</b>	<b>86 695</b>	<b>97 140</b>	<b>126 036</b>	<b>140 991</b>	<b>150 249</b>
Andel i intresseföretag/JV	909	2 867	2 378	2 545	2 718
Fordringar hos intressebol./JV	1 142	827	927	927	927
Derivat	73	129	223	223	223
Finansiella tillgångar, verk. värde	459	2 931	1 137	1 137	1 137
Andra långfristiga fordringar	24	0	443	650	866
<b>Summa finansiella anläggningstillgångar</b>	<b>2 607</b>	<b>6 753</b>	<b>5 108</b>	<b>5 483</b>	<b>5 871</b>
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>89 302</b>	<b>103 893</b>	<b>131 144</b>	<b>146 474</b>	<b>156 120</b>
Kundfordringar	53	91	10	-37	-30
Fordringar och intressebol./JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	791	2 398	259	-923	-767
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	158	243	62	-222	-185
<b>Summa kortfristiga fordringar</b>	<b>1 002</b>	<b>2 732</b>	<b>331</b>	<b>-1 182</b>	<b>-982</b>
Kortfristiga placeringar	1 041	0	5 992	5 992	5 992
Likvida medel	12 858	13 606	7 539	7 939	9 727
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>14 901</b>	<b>16 338</b>	<b>13 862</b>	<b>12 749</b>	<b>14 737</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>145 006</b>	<b>159 223</b>	<b>170 856</b>
<b>Summa Eget kapital</b>	<b>30 896</b>	<b>52 136</b>	<b>63 712</b>	<b>70 712</b>	<b>76 020</b>
Skulder till kreditinstitut	22 073	11 995	13 695	14 708	15 621
Obligationslån	23 720	34 663	43 112	46 303	49 176
Derivat	25	267	41	41	41
Uppskjutna skatteskulder	6 237	7 172	8 733	10 321	11 364
Skuld finansiell leasing	445	614	596	596	596
Övriga långfristiga skulder	22	1 020	1 190	1 991	2 824
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>52 522</b>	<b>55 731</b>	<b>67 367</b>	<b>73 960</b>	<b>79 621</b>
Skulder till kreditinstitut	3 912	69	2 660	2 857	3 035
Företagscertifikat	4 944	5 418	4 965	5 333	5 664
Obligationslån	1 442	3 121	3 114	3 345	3 552
Leverantörsskulder	131	117	143	135	133
Aktuella skatteskulder	126	166	239	226	222
Övriga skulder	8 822	2 098	1 385	1 311	1 289
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 408	1 375	1 420	1 344	1 322
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>20 785</b>	<b>12 364</b>	<b>13 927</b>	<b>14 550</b>	<b>15 216</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>145 006</b>	<b>159 223</b>	<b>170 856</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Balanslikviditet	5%	22%	2%	-8%	-6%
Likviditetsgrad	72%	132%	100%	88%	97%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	110%	97%	96%	103%
<b>Soliditet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Nettoskuld(-)/nettokassa (+)	-42 637	-42 274	-54 612	-59 211	-61 924
Nettoskuld/EBIT	37,5x	12,6x	11,3x	11,1x	10,8x
Nettoskuld/EK	138%	81%	86%	84%	81%
Skuld/EK	183%	107%	107%	103%	102%
Soliditet	30%	43%	44%	44%	44%
<b>Lönsamhetsmätt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Avkastning på eget kapital	23%	29%	16%	12%	8%
Avkastning på totalt kapital	14%	11%	9%	7%	5%
Avkastning på investerat kapital	10%	9%	7%	5%	3%

Källa: Bolagsinformation (utfall) och Carlsquare (prognoser).

**Kassaflöde, helår 2019-2023P (MSEK)**

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
<b>Den löpande verksamheten</b>					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	745	2 247	3 287	4 066	4 428
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-644	-1 720	2 642	1 513	-200
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	9 501	-7 522	-299	-171	-50
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	9 602	-6 995	5 630	5 408	4 178
<b>Investeringsverksamheten</b>					
Investeringar i fastigheter	-58 258	-15 386	-26 204	-10 000	-7 500
Försäljning av fastigheter	6 672	12 903	5 360	0	0
Investeringar/försäljning inventarier	-19	-3	-9	-5	-8
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-698	-1 626	479	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4 295	-73	-6	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	432	307	-95	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 459	-1 323	-4 046	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-13	44	-389	-207	-216
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-57 638</b>	<b>-5 156</b>	<b>-24 911</b>	<b>-10 212</b>	<b>-7 724</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>					
Apport-/kvittnings-/nyemission	13 406	2 784	1 610	1 000	0
Nettoemission hybridobligationer	2 444	12 481	397	0	0
Inlösta preferensaktier	-83	0	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	3	0	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-484	-855	-1 794	-1 595	0
Nettoförvärv minoritetsandelar	1 581	-2 356	1 063	0	0
Nettopptagning av lån	41 404	-185	11 698	5 000	4 500
Förändring övriga långfristiga skulder	2 467	1 052	192	801	833
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	<b>60 738</b>	<b>12 921</b>	<b>13 166</b>	<b>5 205</b>	<b>5 333</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>12 702</b>	<b>770</b>	<b>-6 115</b>	<b>401</b>	<b>1 787</b>
Likvida medel, periodens börj.	157	12 858	13 606	7 539	7 939
Valutakursändring i likvida medel	-1	-22	48	0	0
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>12 858</b>	<b>13 606</b>	<b>7 539</b>	<b>7 939</b>	<b>9 727</b>
<b>Nyckeltal</b>					
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	0,37x	0,44x	0,56x	0,61x	0,62x
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	0,01x	0,02x	0,02x	0,03x	0,03x
Utdelning kronor per stam-aktie	0,60	1,00	1,10	1,20	1,30

Källa: Bolagsinformation (utfall) och Carlsquare (prognoser).

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Markus Augustsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.