

## Uppdatering: Kv2 2021

### SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

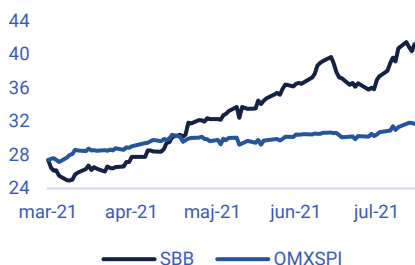
VD: Ilija Batljan  
 SO: Lennart Schuss  
[www.sbbnorden.se](http://www.sbbnorden.se)

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 41,26 kr  
 Marknadsvärde: 54 854 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS  
 Reuters Eikon: SBBb.ST

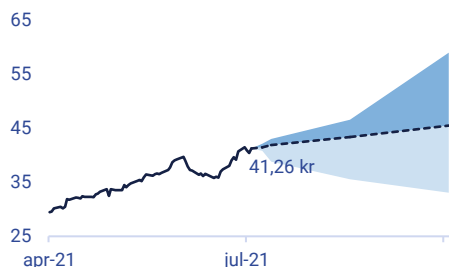
### AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	58,8	44,1	48,1	6,0

Källa: Thomas Reuters Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	33,1	45,5	59,0
Upp-/nedsida	-20%	10%	43%

Källa: Carlsquare

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

**Bertil Nilson**  
 Senior Equity Analyst

**Markus Augustsson**  
 Head of Equity Research

## Rekordstora värdeökningar på bostäder

Med en värdeökning på fastighetsbeståndet om 5,1 miljarder kronor under andra kvartalet 2021 överträffade Samhällsbyggnadsbolaget i Norden ("SBB") våra prognoser om 1,35 miljarder kronor kraftigt. Vi höjer vår rikt Kurs i basscenariot till 45,5 kronor per stamaktie jämfört med tidigare 41,0 kronor.

### Potential i byggrättsvärden allt mer i fokus

Återigen överträffade värdeökningstakten i SBB:s fastighetsbestånd våra förväntningar. Bolaget redovisade en värdetillväxt om 5,1 miljarder kronor under kv2, 2021, motsvarande 4,5 procent av portföljvärdet. Men medan Samhällsfastigheter som står för 69 procent av portföljvärdet hade en värdeökning på måttliga 0,9 procent, stod bolagets bostäder för 4,2 miljarder kronor av värdeökningen eller 18 procent på bostädernas tidigare värden. Även om siffran är mycket hög har investerarnas intresse för bostäder också varit mycket stort under perioden. Avkastningskraven sjunker allt mer understödda av en generös bankutlåning, ned mot oftast inom intervallet 2,50 till 2,75 procent. SBB har vidare identifierat övervärden på cirka 1,25 miljarder kronor i transaktioner som har genomförts efter 30 juni 2021. Vi räknar med att bolaget kommer att redovisa detta som värdeökning på fastigheter under kv3, 2021.

Bolaget har också lyckats pressa ned sin genomsnittliga räntekostnad till 1,13 procent. Det ger ett arbitrage på cirka 3,2 procent jämfört med direktavkastningskravet på bolagets fastighetsbestånd och ger alltså möjligheter till fortsatta värdedrivande förvärv framöver. Fokus förefaller förskjutats mot bostadssidan. Men det finns fortfarande mycket att göra även på samhällsfastighetssegmentet med nordiska offentliga hyresgäster, inte minst nybyggnation av kommunalhus, äldreboende, polishus etcetera. De långa hyresavtalen (i dag har bolagets hyresavtalsportfölj en genomsnittlig återstående löptid om cirka nio år) blir allt mer värd i dagens lågränteklimat.

SBB hade en kassa på cirka 11,9 miljarder kronor jämte likvida placeringar om cirka 4,2 miljarder kronor per 30 juni 2021. Överlikviditeten drar ned bolagets intjäningsförmåga med 135 miljoner kronor i årstakt, vilket ger företagsledningens incitament att öka förvärvstempot. Under presentation efter kv2, 2021-rapporten visade ledningen på den stora värdeökningspotentialen i bolagets byggrättsportfölj, där det årliga resultatmålet om 1,4 miljarder kronor har överträffats redan efter sex månader.

Vi höjer det motiverade värdet för SBB:s stamaktie i basscenariot till 45,5 kronor (tidigare 41,0 kronor). Det motiveras med en bättre intjäningsförmåga där antagna fastighetsutvecklingsvinster har lagts in kassaflödesvärderingen. Men även relativvärderingen mot övriga svenska börsnoterade fastighetssektorn motiverar en högre rikt Kurs för SBB-aktien. Det motiverade värdet för stamaktien varierar från 33,1 kronor i ett Bear-scenario (tidigare 26,8 kronor) till 59,0 kronor i vårt Bull-scenario (tidigare 56,6 kronor).

### Nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hyresintäkter	1 996	5 121	6 000	6 991	7 596
Driftnetto	1 265	3 479	4 159	4 882	5 304
Resultat före skatt	3 137	10 341	15 554	11 378	10 129
Resultat per stam-aktie (SEK)	3,30	5,74	8,23	5,78	5,05
P/E	7,2x	5,0x	5,0x	7,1x	8,2x
EK/aktie (exkl.hybrid) (SEK)	21,2	28,3	35,7	41,0	44,7
P/EK	1,1x	1,0x	1,2x	1,0x	0,9x
Utdelning SEK/stam-aktie	0,60	1,00	1,10	1,20	1,30

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

Det blev ännu ett kvartal där vi (trots uppjusterade prognoser) väsentligt hade underskattat värdeökningstakten i SBB:s fastighetsportfölj (5,1 miljarder kronor under kv2/2021). Denna gång låg lejonparten av värdeökningarna inom bostadssegmentet, vilket stöds av den höga premievärderingen av renodlade bostadsbolag på Stockholmsbörsen. EPRA NAV per aktie låg dock ganska oförändrat på cirka 31 kronor per stamaktie den 30 juni 2021. Det beror på utspädning av en förtidskonverterad konvertibel.

### Bostäder är glödhet

Bolagets hyresintäkter och driftnetto för andra kvartalet 2021 kom in 4 procent högre än våra prognoser. Överskottsgraden nådde 70 procent, vilket är en mycket hög siffra i sektorn. Driftskostnaderna (främst uppvärmning) brukar dock säsongsmässigt vara lägre under senvåren och sommaren.

Resultat från intresseföretag avvek positivt jämfört med våra prognoser. Från kv3/2021 ingår SBB:s 20 procentiga resultatandel i JM i SBB-koncernens resultat.

Samtidigt var de centrala administrationskostnader ovanligt höga i kv2/2021. Det förklaras främst av att transaktionskostnader belastade resultatet. Bolaget gjorde transaktioner motsvarande 17 miljarder kronor under kv2/2021 och det är den främsta förklaringen till att bolaget nu höjer guidningen för intjäningsförmågan 12 månaders rullande framåt.

Viktigt är att bolaget lyckats få ned den genomsnittliga räntekostnadsnivån till 1,13 procent per 30 juni 2021. Det gör att SBB nu är ett av de fastighetsbolag som lånar billigast bland de svenska bolagen, inräknat de bostadsinriktade företagen. Den främsta orsaken till de allt lägre räntekostnaderna är att bolaget kunnat låna kostnadseffektivt på Euroobligationsmarknaden. Att ha tillgång till en billig finansiering är närmast avgörande i den kapitalintensiva fastighetssektorn och ger SBB ett fortsatt expansionsutrymme.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) har på fyra och ett halvt år expanderat till att idag ha en fastighetsportfölj värd cirka 117 miljarder kronor med huvudsakligen statliga och kommunala hyresgäster. Via nya köp av fastigheter som ger ett arbitrage relativt lägre räntekostnader ökar bolagets intjäningsförmåga gradvis. Ytterligare en komponent i bolagets intjäningsförmåga är om- och nybyggnation av samhällsfastigheter och bostäder. Detta understöds av en stor portfölj med främst bostadsbyggrätter.

### Utfall och prognos kv2, 2021 (MSEK)

	Kv2 2021A	Kv2 2021P	Differens
Hysesintäkter	1451	1391	4%
Driftskostnader	-249	-263	-5%
Underhåll	-78	-75	4%
Förvaltningsadministration	-72	-42	73%
Fastighetsskatt	-33	-33	2%
<b>Driftnetto</b>	<b>1018</b>	<b>978</b>	<b>4%</b>
Centraladministration	-162	-50	225%
Resultat från intresseföretag/JV	154	38	304%
<b>Resultat före finansiella poster</b>	<b>1010</b>	<b>966</b>	<b>5%</b>
Ränteintäkter och räntekostnader	-161	-160	1%
Kostnader förtidslösen lån	-128	0	n.m.
Valutakursdifferenser	111	0	n.m.
Leasingkostnader	-5	-6	n.m.
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>827</b>	<b>800</b>	<b>3%</b>
Värdoförändringar fastigheter	5057	1350	275%
Värdoförändringar derivat	1058	300	n.m.
<b>Resultat före skatt</b>	<b>6942</b>	<b>2450</b>	<b>183%</b>
Aktuell skatt	-13	-98	-87%
Uppskjuten skatt	-371	-407	-9%
<b>Periodens resultat</b>	<b>6558</b>	<b>1946</b>	<b>237%</b>
Omräkningsdifferenser	-554	0	n.m.
<b>Periodens totalresultat</b>	<b>6004</b>	<b>1946</b>	<b>209%</b>
Vinst per stamaktie (kronor)	3,64	1,20	202%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Ett ökat fokus på värdet av byggrättsportföljen

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. 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 går inte att driva 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 jämfört med den senaste pristoppen 2017, då exklusiva bostadsrätter var högsta mode. Idag handlar det ofta om hyresbostäder där investeringsbidrag kan erhållas som ger en extra lönsamhet i projekten. Investerarens avkastningskrav på dessa bostäder i färdigt skick har ofta pressats ned till ett intervall mellan två och tre procent.

## Nyheter under kv2/2021 samt 1-15 juli 2021:

SBB har köpt och sålt fastigheter i högt tempo liksom tidigare, till allt högre värden. Detta har kunnat vidimerats genom de transaktioner som har genomförts.

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

- I juni köpte SBB en kontrollpost motsvarande cirka 20,1 procent av röster och kapital i JM. Säljare var det norska fastighetsutvecklingsbolaget Obos.
- Efter att kontrollera 98 procent av aktiekapitalet i Offentliga Hus (OH) påkallade SBB tvångsinlösen av utestående aktier i OH.
- SBB avyttrade sin aktiepost i norska fastighetsbolaget Entra (efter en tidigare budstrid med Balder och Castellum) för 3,14 miljarder NOK. Värdeökningen för SBB:s del under innehavstiden på ungefär ett halvår blev cirka 300 miljoner kronor.
- I slutet av juni förvärvades 70 procent av aktierna i Riksbyggens hyresrättsbolag, Unobo för strax över två miljarder kronor. Unobo äger 5 368 lägenheter i storstads- och universitetsorter i Sverige. Riksbyggen kvarstår som ägare till resterande 30 procent.
- I juni lämnades ett erbjudande med 20,65 procent kontant premie till innehavarna av den tvingande konvertibeln med förfall år 2023 och med ett nominellt värde om totalt 2,75 miljarder kronor. Erbjudandet accepterades till 97 procent, vilket innebar att cirka 88,7 miljoner SBB stam-aktie B emitterades, samtidigt som bolaget sparar in 187 miljoner kronor i årliga räntekostnader.
- SBB sålde fastigheter för cirka tre miljarder kronor under kv2, 2021 till värden som översteg de senaste värderingarna med tio procent.
- Samtidigt gjorde bolaget fastighetsförvärv för 12 miljarder kronor under andra kvartalet 2021.
- Efter 30 juni 2021 har SBB gjort externvärderingar på ingångna, ännu inte tillträdna fastighetsförvärv som visar på ett orealiserat övervärde om cirka 1,25 miljarder kronor.

## 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 3,2 procent) mellan 4,3 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen (indirekt via börsvärderingen) och 1,1 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 i Bas-scenariot till 45,5 kronor (tidigare 41,0 kronor).

### Samhällsfastigheter innebär ökad trygghet

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 117 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 76 procent i Sverige, cirka 15 procent i Norge, cirka åtta procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 30 juni 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 pågått från februari/mars 2020 fram till nu på grund av Covid-pandemin. 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 ökar. Samhällsfastigheter är i stort sett opåverkade av denna omställning (med undantag av offentliga kontor, som SBB har avyttrat på senare tid). Bostäder har fått en renässans som en andra arbetsplats i takt med att jobba-hemifrån-trenden har vunnit terräng. 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 1,27 kronor per SBB stamaktie räknat före skatt. Koncernen hade bygggrätter motsvarande cirka 2,9 miljoner kvadratmeter och 42 000 lägenheter per 30 juni 2021. Inklusivt planerad och pågående produktion ökar SBB:s portfölj av nya lägenheter till cirka 59 000 stycken. Till det kan läggas 37 000 lägenheter indirekt via JM (varav SBB:s andel via aktieinnehav uppgår till cirka 20 procent). Räknat på en genomsnittstorlek om 70 kvadratmeter och en resultatpotential på 10 000 kronor per kvadratmeter handlar det alltså om en vinstpotential på storleksordningen 30 miljarder kronor fördelat över fem år och med ett årligt avkastningskrav om 12 procent.

Årliga fastighetsutvecklingskostnader motsvarande en vinst om 1,27 kronor per stam-aktie i SBB

Tumregeln har tidigare varit att bygggrätterna kan säljas för mellan 4 000 till 5 000 kronor per kvadratmeter, alternativt generera ett resultat om mellan 5 000 till 10 000 kronor per kvadratmeter i byggprojekt som genomförs av bolaget själva (vilket är det mest lönsamma valet). Till följd av den fortsatta värdeökningen på bostäder har vinstmöjligheterna förbättrats markant. Framför allt gäller det för den som har finansiering och kan genomföra projektet och sedan sälja dem alternativt behålla dem och boka in värdestegringsvinsten.

Att utveckla bostäder ger en mycket bra kalkyl för fastighetsägaren, med förvärv via bygggrätter kring 5,5 procent direktavkastning och avyttringar inom intervallet 2,5 till 3,5 procent direktavkastning. 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.

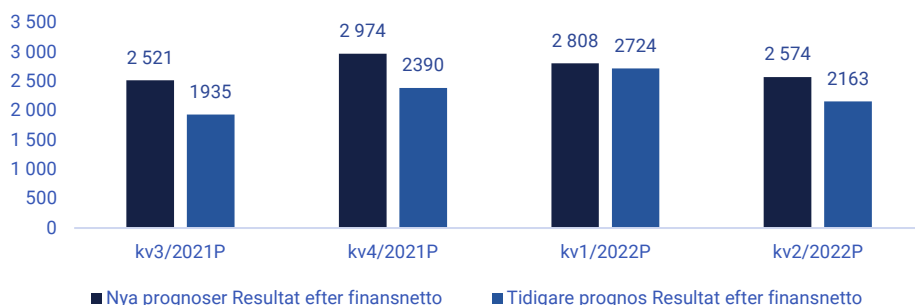
Mycket bra avkastning på bostadsutvecklingsprojekt efter värdeökningar och en ökad efterfrågan

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 kv3/2021-kv2/2022

Vi utgår från av bolaget kommunicerad intjäningsförmåga per 30 juni 2021. Vi höjer våra antaganden för värdeökningar på fastigheter samt resultatandelar från intressebolag och behåller samtidigt tidigare antaganden om framtida fastighetsförvärv från bolagets sida.

### Prognosförändring, resultat efter finansnetto kv3/2021P-kv2/2022P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

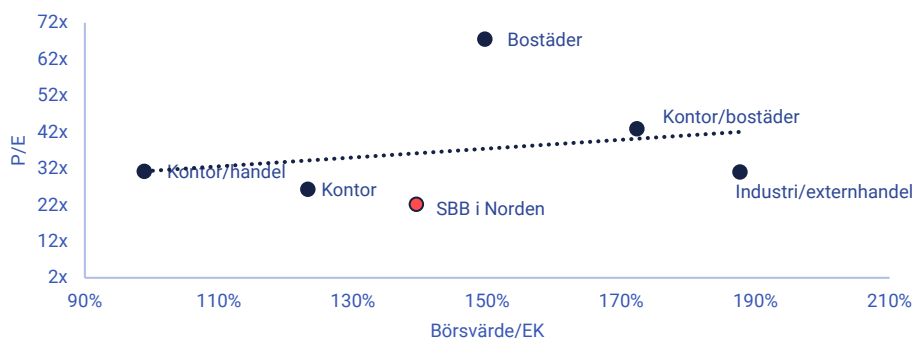
## Värdering

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. Bolagets intjäningsförmåga fortsätter att vara ett relativt större trumfkort än substansvärdet.

Noterbart är att de blandade kontors- och bostadsbolagen (Balder, Trianon och Wallenstam) i genomsnitt värderas väsentligt högre än SBB vars fastighetsportfölj till 76 procent utgörs av samhällsfastigheter och övrigt, medan bostadsandelen uppgår till 24 procent.

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

## Uppjusterad rikt Kurs i SBB:s stamaktie till 45,5 kronor i Bas-scenariot

SBB-aktien värderas till en substanspremie om 39 procent räknat efter tio procent latent skatt på övervärden fastigheter. Det är något lägre än den svenska fastighetssektorn som helhet, där bolagen (aktierna) i genomsnitt handlas till 48 procent premie på substansen.

P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter schablonskatt exklusive värdeförändringar) ligger SBB på P/E 22x jämfört med sektorns genomsnitt om 34x, alltså en väsentlig rabatt.

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

Vi kommer fram till en motiverad riktkurs om 45,5 kronor per stamaktie i basscenariot (tidigare 41,0 kronor/aktie). Den höjda riktkursen förklaras främst av ett högre DCF-värde för SBB med större fastighetsutvecklingsvinster inkluderade i våra prognoser samt till en mindre del av en högre relativ värdering av övriga börsnoterade svenska fastighetsbolag.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 33,1 kronor per stamaktie (tidigare 26,8 kronor/stamaktie).

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde om 59,0 kronor per stamaktie (tidigare 56,6 kronor/stamaktie).

### Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	1,8	1,8	1,8
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt)	33,7	27,0	40,5
<b>Motiverat värde, intjäning per aktie</b>	<b>61,7</b>	<b>49,3</b>	<b>74,0</b>
Substansvärde, SBB-aktien	29,0	23,2	34,8
Genomsnittlig P/JEK fastighetsbolag	148%	119%	178%
<b>Motiverad värdering på substans per aktie</b>	<b>43,0</b>	<b>27,5</b>	<b>61,9</b>
<b>Motiverat DCF-värde</b>	<b>31,8</b>	<b>22,4</b>	<b>41,2</b>
Applicerat på intjäning	33%	33%	33%
Applicerad vikt för substansvärde	33%	33%	33%
Applicerat värde på DCF-värde	33%	33%	33%
Total vikt för båda värderingarna	100%	100%	100%
<b>Värde per aktier i ett basscenario</b>	<b>45,5</b>	<b>33,1</b>	<b>59,0</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

## Räkenskaper och nyckeltal

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

	Kv3 2020	Kv4 2020	Kv1 2021	Kv2 2021	Kv3 2021P	Kv4 2021P
<b>Hysesintäkter</b>	<b>1 204</b>	<b>1 253</b>	<b>1 325</b>	<b>1 451</b>	<b>1 573</b>	<b>1 651</b>
Driftskostnader	-204	-244	-303	-249	-240	-289
Underhåll	-76	-105	-63	-78	-89	-124
Förvaltningsadministration	-46	-67	-73	-72	-54	-79
Fastighetsskatt	-26	-27	-28	-33	-32	-32
<b>Driftsnetto</b>	<b>852</b>	<b>810</b>	<b>858</b>	<b>1 018</b>	<b>1 158</b>	<b>1 125</b>
Centraladministration	-79	-51	-63	-137	-60	-60
Förvärvs- och omstruktureringsskostnader	-8	-3	-3	-26	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	27	102	244	154	116	118
<b>Rörelseresultat före värdeförändringar</b>	<b>792</b>	<b>858</b>	<b>1 036</b>	<b>1 010</b>	<b>1 213</b>	<b>1 183</b>
Finansnetto	-172	-193	-190	-161	-189	-197
Övriga finansiella kostnader	57	208	-231	-22	-3	-11
<b>Förvaltningsresultat</b>	<b>677</b>	<b>873</b>	<b>615</b>	<b>827</b>	<b>1 021</b>	<b>974</b>
Värdeförändringar fastigheter + upplösning goodwill	3 448	3 265	2 339	5 057	1 500	2 000
Värdeförändringar derivat	-2	61	163	1 058	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>4 123</b>	<b>4 199</b>	<b>3 117</b>	<b>6 942</b>	<b>2 521</b>	<b>2 974</b>
Aktuell skatt	-39	-73	-92	-13	-50	-59
Uppskjuten skatt	-945	-776	-290	-371	-328	-387
<b>Periodens resultat</b>	<b>3 139</b>	<b>3 350</b>	<b>2 735</b>	<b>6 558</b>	<b>2 143</b>	<b>2 528</b>
<b>Förvaltningsresultat efter betald skatt</b>	<b>638</b>	<b>800</b>	<b>523</b>	<b>814</b>	<b>971</b>	<b>915</b>
<b>Resultat hänförligt stam A och B</b>	<b>2 713</b>	<b>3 163</b>	<b>2 511</b>	<b>4 839</b>	<b>1 795</b>	<b>2 170</b>
<b>Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam</b>	<b>-733</b>	<b>-163</b>	<b>9</b>	<b>-1 276</b>	<b>295</b>	<b>170</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>6 000</b>	<b>6 991</b>	<b>7 596</b>
Driftskostnader	-471	-987	-1 081	-1 244	-1 350
Underhåll	-115	-323	-355	-402	-445
Förvaltningsadministration	-104	-217	-279	-320	-341
Fastighetsskatt	-41	-115	-125	-143	-156
<b>Driftsnetto</b>	<b>1 265</b>	<b>3 479</b>	<b>4 159</b>	<b>4 882</b>	<b>5 304</b>
Centraladministration	-136	-224	-320	-244	-249
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-83	-52	-29	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	92	144	632	495	510
<b>Rörelseresultat före värdeförändringar</b>	<b>1 138</b>	<b>3 347</b>	<b>4 442</b>	<b>5 133</b>	<b>5 565</b>
Finansnetto	-380	-807	-737	-829	-909
Övriga finansiella kostnader	-113	-66	-268	-26	-26
<b>Förvaltningsresultat</b>	<b>645</b>	<b>2 474</b>	<b>3 437</b>	<b>4 278</b>	<b>4 629</b>
Värdeförändringar fastigheter	2 453	8 074	10 896	7 100	5 500
Värdeförändringar derivat	39	-207	1 221	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>3 137</b>	<b>10 341</b>	<b>15 554</b>	<b>11 378</b>	<b>10 129</b>
Aktuell skatt	-34	-164	-215	-228	-203
Uppskjuten skatt	-479	-1 093	-1 375	-1 479	-1 317
<b>Periodens resultat</b>	<b>2 624</b>	<b>9 084</b>	<b>13 964</b>	<b>9 671</b>	<b>8 610</b>
<b>Förvaltningsresultat efter betald skatt</b>	<b>611</b>	<b>2 310</b>	<b>3 222</b>	<b>4 050</b>	<b>4 427</b>
<b>Resultat hänförligt stam A och B</b>	<b>2 518</b>	<b>7 291</b>	<b>11 315</b>	<b>8 200</b>	<b>7 168</b>
<b>Resultat just. för värdeför. hänför. stam</b>	<b>26</b>	<b>-576</b>	<b>-802</b>	<b>1 100</b>	<b>1 870</b>
<b>Tillväxt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Hysesintäkter	19%	157%	17%	17%	9%
Driftsnetto	18%	175%	20%	17%	9%
Rörelseresultat före värdeförändringar	16%	194%	33%	16%	8%
Förvaltningsresultat	101%	284%	39%	24%	8%
Resultat före skatt	65%	230%	50%	-27%	-11%
Periodens resultat	55%	246%	54%	-31%	-11%
<b>Marginaler</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Överskottsgrad	63%	68%	69%	70%	70%
EBIT-marginal före värdeförändringar	57%	65%	74%	73%	73%
Förvaltningsresultat-marginal	32%	48%	57%	61%	61%
Resultat före skatt-marginal	157%	202%	259%	163%	133%
Resultat efter skatt-marginal	131%	177%	233%	138%	113%

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

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

	2 019	2020	2021P	2022P	2023P
Immateriella anläggningstillgångar	6 687	6 319	6 310	6 310	6 310
Förvaltningsfastigheter	79 542	90 185	127 845	144 945	162 445
Nyttjanderätt tomträtt	445	614	594	594	594
Inventarier	21	22	49	54	62
<b>Summa materiella anläggningstillgångar</b>	<b>86 695</b>	<b>97 140</b>	<b>134 798</b>	<b>151 903</b>	<b>169 411</b>
Andel i intresseföretag/JV	909	2 867	7 333	7 828	8 338
Fordringar hos intressebol./JV	1 142	827	2 264	2 264	2 264
Derivat	73	129	160	160	160
Finansiella tillgångar, verk. värde	459	2 931	1 534	1 534	1 534
Andra långfristiga fordringar	24	0	337	442	550
<b>Summa finansiella anläggningstillgångar</b>	<b>2 607</b>	<b>6 753</b>	<b>11 628</b>	<b>12 228</b>	<b>12 847</b>
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>89 302</b>	<b>103 893</b>	<b>146 426</b>	<b>164 131</b>	<b>182 258</b>
Kundfordringar	53	91	129	219	225
Fordringar och intressebol./JV	0	0	2 318	2 318	2 318
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	791	2 398	1 552	3 827	3 983
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	158	243	886	1 434	1 471
<b>Summa kortfristiga fordringar</b>	<b>1 002</b>	<b>2 732</b>	<b>4 884</b>	<b>7 797</b>	<b>7 997</b>
Kortfristiga placeringar	1 041	0	4 189	4 189	4 189
Likvida medel	12 858	13 606	12 367	14 230	11 782
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>14 901</b>	<b>16 338</b>	<b>21 440</b>	<b>26 216</b>	<b>23 968</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>167 866</b>	<b>190 347</b>	<b>206 226</b>
<b>Summa Eget kapital</b>	<b>30 896</b>	<b>52 136</b>	<b>68 295</b>	<b>75 815</b>	<b>81 072</b>
Skulder till kreditinstitut	22 073	11 995	9 108	10 121	11 580
Obligationslån	23 720	34 663	50 773	53 964	58 560
Derivat	25	267	140	140	140
Uppskjutna skatteskulder	6 237	7 172	8 473	9 952	11 269
Skuld finansiell leasing	445	614	594	594	594
Övriga långfristiga skulder	22	1 020	3 589	5 660	7 815
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>52 522</b>	<b>55 731</b>	<b>72 676</b>	<b>80 431</b>	<b>89 958</b>
Skulder till kreditinstitut	3 912	69	4 806	5 003	5 286
Företagscertifikat	4 944	5 418	7 158	7 526	8 055
Obligationslån	1 442	3 121	2 988	3 219	3 551
Leverantörsskulder	131	117	404	691	689
Aktuella skatteskulder	126	166	538	1 019	1 015
Övriga skulder	8 822	2 098	7 308	10 094	10 073
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 408	1 375	3 693	6 550	6 528
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>20 785</b>	<b>12 364</b>	<b>26 895</b>	<b>34 101</b>	<b>35 196</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>104 203</b>	<b>120 231</b>	<b>167 866</b>	<b>190 347</b>	<b>206 226</b>
<b>Likviditet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Balanslikviditet	5%	22%	18%	23%	23%
Likviditetsgrad	72%	132%	80%	77%	68%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	110%	62%	54%	45%
<b>Soliditet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	-42 637	-42 274	-58 870	-62 007	-71 655
Nettoskuld/EBIT	37,5x	12,6x	13,3x	12,1x	12,9x
Nettoskuld/EK	138%	81%	86%	82%	88%
Skuld/EK	183%	107%	110%	106%	108%
Soliditet	30%	43%	41%	40%	39%
<b>Lönsamhetsmätt</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>
Avkastning på eget kapital	23%	29%	27%	14%	11%
Avkastning på totalt kapital	14%	11%	14%	7%	6%
Avkastning på investerat kapital	10%	9%	10%	6%	5%

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	2 784	3 555	3 916
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-644	-1 720	-2 143	-2 913	-200
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	9 501	-7 522	6 815	6 410	-50
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	9 602	-6 995	7 457	7 052	3 666
<b>Investeringsverksamheten</b>					
Investeringar i fastigheter	-58 258	-15 386	-32 875	-10 000	-12 000
Försäljning av fastigheter	6 672	12 903	7 304	0	0
Investeringar/försäljning inventarier	-19	-3	-29	-5	-8
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-698	-1 626	-3 819	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4 295	-73	9	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	432	307	-1 434	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 459	-1 323	-1 730	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-13	44	-315	-105	-109
<b>Kassaflöde från investeringsverksamheten</b>	<b>-57 638</b>	<b>-5 156</b>	<b>-32 890</b>	<b>-10 110</b>	<b>-12 117</b>
<b>Finansieringsverksamheten</b>					
Apport-/kvittnings-/nyemission	13 406	2 784	750	1 000	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	2 444	12 481	2 544	0	0
Inlösta preferensaktier	-83	0	-20	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	3	0	58	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-484	-855	-1 608	-3 152	-3 352
Nettoförvärv minoritetsandelar	1 581	-2 356	520	0	0
Nettoupptagning av lån	41 404	-185	19 366	5 000	7 200
Förändring övriga långfristiga skulder	2 467	1 052	2 567	2 071	2 155
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	<b>60 738</b>	<b>12 921</b>	<b>24 178</b>	<b>4 919</b>	<b>6 003</b>
<b>Periodens kassaflöde</b>	<b>12 702</b>	<b>770</b>	<b>-1 256</b>	<b>1 862</b>	<b>-2 448</b>
Likvida medel, periodens börj.	157	12 858	13 606	12 367	14 230
Valutakursändring i likvida medel	-1	-22	17	0	0
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>12 858</b>	<b>13 606</b>	<b>12 367</b>	<b>14 230</b>	<b>11 782</b>
<b>Nyckeltal</b>					
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	0,37x	0,44x	0,46x	0,51x	0,52x
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	0,01x	0,02x	0,02x	0,02x	0,02x
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.