

Uppdatering: Kv2 2022

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

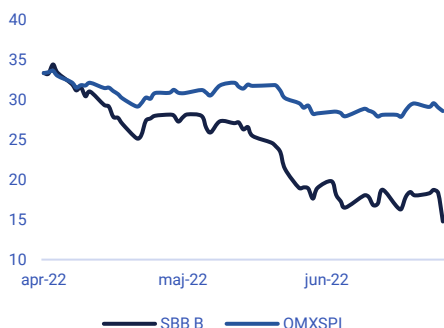
VD: Ilija Batljan
 SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 14,74 kr
 Marknadsvärde: 21 434 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBb.ST

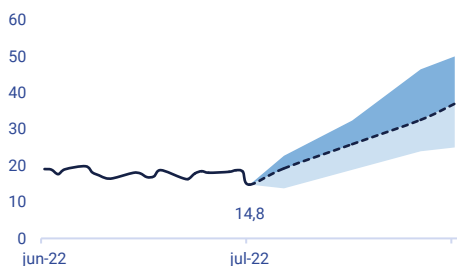
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	-64	-78	-76	-22

Källa: S&P Capital IQ

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	25	37	50
Upp-/nedsida	67%	150%	238%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Valuta- och värderingseffekter sänkte resultatet

SBB i Norden levererade ett resultat i linje med våra förväntningar på driftnettonivå från fastigheterna. Men längre ned i resultaträkningen bjöd kv2-rapporten på besvikelser i förhållanden till våra prognoser i form av negativa valutakursräkningseffekter samt värdeminskningar på bolagets fastigheter.

Ledande aktör inom samhällsfastigheter

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 157 miljarder kronor per 30 juni 2022. 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 och 24 procent i övriga Norden där de största innehaven finns i Norge.

Värdeminskning fastigheter 836 miljoner kronor i kv2

SBB redovisade minus 836 miljoner kronor i kv2 avseende värdeförändringar på bolagets fastigheter. Dessa värdeminskningar var hänförliga till bostäderna, medan samhällsfastigheterna fortsatte att utvecklas stabilt värdemässigt. Under första halvåret 2022 hamnade SBB därmed på 1,0% värdeökning i förhållande till det bokförda fastighetsvärdet den 31 december 2022. Motsvarande värdeökning för de ca 20 börsnoterade fastighetsbolag som hittills redovisat sina halvårsresultat är 2,7%.

Trendbrottet med stigande ränteläge syns i SBB-koncernens låneportfölj. Genomsnittsräntan ökade från 1,24 procent den 31 mars 2022 till 1,46 procent per 30 juni 2022. Bolaget kommer fortfarande att ha ett arbitrage beräknat som direktavkastning på fastigheterna minus räntekostnaden på lånen om drygt 2 procent. Men för att behålla och förhoppningsvis även förbättra sin kreditrating bestämde sig bolaget efter första kvartalet för att nettosälja fastigheter och aktier under resten av 2022. Företagsledningen avser även att sälja andelar i samriskbolag som Svenska Myndighetsbyggnader (samägt med Kåpan). Stigande räntor och högre byggkostnader gör slutligen att SBB kommer att minska på takten av nyproducerade bostäder, vilket för övrigt verkar vara en trend även bland många andra aktörer i detta marknadssegment.

SBB:s kassa minskade från ca 9,7 miljarder kronor per 31 mars 2022 till knappt 5,0 miljarder kronor per 30 juni 2022. Med hänsyn till de fastighetsförsäljningar som har genomförts efter halvårsskiftet men som kommer att avträdas under tredje kvartalet 2022 beräknas kassan vara återställd till omkring 10 miljarder kronor per 30 september 2022.

Lägre rikt Kurs från 47 till 37 kronor per stamaktie i Bas-scenariot

Efter att ha uppdaterat våra prognoser på SBB samt stämt av kv2-rapporterna från andra fastighetsbolag sjunker vår rikt Kurs för stam-aktien enligt vår Bas-scenario från tidigare 47 kronor till 37 kronor per aktie. Vår värderingsmodell bygger till två tredjedelar på jämförande nyckeltal med andra fastighetsaktier och till en tredjedel på en kassaflödesvärderingsmodell av bolaget. Vår rikt Kurs för SBB-aktien varierar från 25 kronor/aktie i Bear-scenariot till 50 kronor/aktie i Bull-scenariot.

Nyckeltal (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hysesintäkter	5 121	5 930	7 277	7 365	7 849
Driftnetto	3 479	4 047	4 879	4 913	5 251
Resultat efter finansnetto	10 341	29 294	3 828	9 515	11 079
Resultat per stam-aktie (SEK)	5,74	17,12	1,30	4,93	5,84
P/E	5,0x	3,9x	11,4x	3,0x	2,5x
EK/aktie (exkl.hybrid) (SEK)	28,0	42,5	41,9	45,9	50,8
P/EK	1,02x	1,56x	0,35x	0,32x	0,29x
Utdelning SEK/stam-aktie	1,00	1,32	1,45	1,60	1,75

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer på det andra kvartalet 2022

SBB: resultat för andra kvartalet 2022 blev ungefär som väntat på driftnettonivå, men sämre än väntat längre ned i resultaträkningen. De största resultatavvikelsena jämfört med våra prognoser var negativa valutaomräkningseffekter, större centrala administrationskostnader samt negativa värdeförändringar på bolagets fastigheter.

Ca 1,0% värdeökning under H1 mot sektorns omkring 2,7%

SBB:s hyresintäkterna blev 1878 miljoner kronor, vilket var 1 procent bättre än vår prognos.

Driftnettet från fastigheterna uppgick till 1290 miljoner kronor, vilket var 2 procent lägre än väntat.

Resultat efter finansnetto på minus 147 miljoner kronor var avsevärt sämre än vår prognos om plus 1245 miljoner kronor. Avvikelsena var främst hänförliga till höga centrala administrationskostnader (230 miljoner kronor) samt negativa valutakursdifferenser om 925 miljoner kronor. En mycket stor andel av de centrala administrationskostnader var dock av engångskaraktär, där bolagets målsättning är att ligga på 50 miljoner kronor per kvartal för denna kostnadspost.

Värdeförändringarna på SBB:s fastigheter under andra kvartalet 2022 blev minus 836 miljoner kronor, jämfört med vår prognos om plus 900 miljoner kronor. Genomsnittet för samtliga börsnoterade fastighetsbolag var en värdeökning på 1,4% av fastighetsvärdena under första kvartalet 2022. Av de bolag som hittills har rapporterat ligger genomsnittet nu på 1,3% värdeökning under kv2 och 2,7% värdeökning för första halvåret 2022. SBB hamnar med ca 1,5 miljarder kronor i värdeökning på fastigheterna under första halvåret 2022 lägre med ca 1,0 procent positiv värdeförändring. Som synes av nedanstående tabell var det bostäderna som värderades ned i SBB:s fastighetsportfölj under andra kvartalet 2022.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) har på ca fem år expanderat till att idag äga en fastighetsportfölj värd ca 157 miljarder kronor med främst statliga och kommunala hyresgäster. Därutöver äger SB via samriskbolag med andra aktörer (som till exempel Kåpan) fastigheter till ett värde av ytterligare ca 20 miljarder kronor. Bolaget har historiskt ökat sin intjäningsförmåga genom ett arbitrage mellan direktavkastningen på fastigheterna och låneräntan. Ytterligare en komponent i bolagets intjäningsförmåga är om- och nybyggnation av samhällsfastigheter och bostäder, med en omfattande portfölj av byggrätter.

Värdeförändring på SBB:s fastighetskategorier:

(Belopp i miljoner kronor)	H1:	kv1:	kv2:
Samhällsfastigheter	1931	558	1373
Bostäder	-521	1660	-2181
Övriga fastigheter	116	144	-28
Totalt	1526	2362	-836

Det långsiktiga substansvärdet EPRA NRV minskade till 42,7 kronor per stam-aktie i SBB per 30 juni 2022, jämfört med 46,1 kronor i EPRA NRV per stam-aktie per 31 mars 2022.

SBB-koncernens genomsnittliga räntekostnadsnivå ökade från 1,24 procent per 31 mars 2022 till 1,46 procent den 30 juni 2022. Trenden med allt lägre räntor har vänt uppåt mot stigande räntor för SBB och övriga fastighetssektorn sedan omkring årsskiftet 2021/2022.

Utfall och prognos kv2, 2022 (MSEK)

	Kv2 2022A	Kv2 2022P	Differens
Hysesintäkter	1878	1853	1%
Driftskostnader	-349	-312	12%
Underhåll	-90	-98	-8%
Förvaltningsadministration	-115	-90	27%
Fastighetsskatt	-34	-42	-18%
Driftnetto	1290	1311	-2%
Centraladministration	-230	-74	209%
Resultat från intresseföretag/JV	-76	275	-128%
Resultat före finansiella poster	984	1512	-35%
Ränteintäkter och räntekostnader	-199	-262	-24%
Kostnader förtidslösen lån	0	0	n.m.
Valutakursdifferenser	-925	0	n.m.
Leasingkostnader	-7	-5	39%
Resultat efter finansnetto	-147	1245	n.m.
Värdoförändr.fastigheter & res. bost. prod	-1021	900	n.m.
Värdoförändringar derivat	-1444	-95	n.m.
Resultat före skatt	-2612	2050	n.m.
Aktuell skatt	-152	-72	112%
Uppskjuten skatt	43	-236	n.m.
Periodens resultat	-2721	1742	n.m.
Omräkningsdifferenser	0	0	n.m.
Periodens totalresultat	-2721	1742	n.m.
Vinst per stamaktie (kronor)	-1,99	1,04	n.m.

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Nyheter under andra kvartalet och 1–14 juli 2022:

SBB har sålt fastigheter för netto ca 6,7 miljarder kronor under andra kvartalet 2022 för att sänka företagets belåning.

I juni avyttrade SBB sitt efterställda ägarlån i Svenska Myndighetsbyggnader till den andra delägaren i detta samriskbolag, Kåpan, för 1465 miljoner kronor (95 miljoner kronor lägre än nominellt belopp). Delägarna har enats om att Kåpan ska förvärva SBB:s 50 procent aktieandel i Svenska Myndighetsbyggnader. I SBB:s årsredovisning 2021 är denna andel bokförd i ca 1,7 miljarder kronor.

Efter 30 juni 2022 har SBB sålt sitt 25 procentiga ägarinnehav i Solon Eiendom Holding AS (som äger Solon Eiendom AS) till Obos.

Den 8 juli sålde SBB Amastens tidigare fastighetsportfölj i Finspång för 1350 miljoner kronor till Gladheim Fastigheter AB.

SBB har också tagit upp alternativ lånefinansiering dels på Euro-Obligationsmarknaden i form av så kallade Euro Schuldschein (skuldebrev på svenska) och den 13 juli i bolagets första private placement i USA i socialt, icke säkerställda obligationslån.

Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden har expanderat sin portfölj av samhällsfastigheter kraftigt de senaste åren. Samhällsfastigheter har en lägre motpartsrisk än kommersiella fastigheter. SBB har ett bra arbitrage (cirka 2,3 procent) mellan 3,8 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen och 1,5 procent i räntekostnader på koncernens lån. Vår riktkurs för SBB-aktien sjunker från 47 till 37 kronor i Bas-scenariot vid denna avstämning. Det beror på att vår värderingsmodell till två tredjedelar är en multipel-jämförelse med andra fastighetsaktier som också fallit i värde på senare tid, men även aktiens DCF-värde har enligt upp vår bedömning minskat under tiden.

Samhällsfastigheter ger en ökad trygghet

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj bokförd i ca 157 miljarder kronor per 30 juni 2022. SBB har under de senaste drygt fem åren dominerat den svenska transaktionsmarknaden inom segmenten samhällsfastigheter och bostäder samt har breddat sig mot övriga Norden. Värdemässigt fördelade sig SBB:s fastighetsvärde cirka 76 procent i Sverige, cirka 16 procent i Norge, cirka sju procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 30 juni 2022.

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

Offentliga hyresgäster är säkra hyresbetalare med stora lokalbehov. Dessa hyresgäster sitter ofta på långa hyreskontrakt (i genomsnitt elva års löptid i SBB:s kontraktportfölj). Kommunala och statliga hyresgäster brukar dessutom sitta litet längre i sina lokaler som inte sällan är skräddarsydd för verksamheten. De brukar också i genomsnitt betala något mer i hyra jämfört med privata hyresgäster.

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

Skillnaden mellan segmentet för mer konjunkturkänsliga och offentliga hyresgäster blev tydligare i den konjunkturavmattning som pågick från februari/mars 2020 fram till den tidiga hösten 2021. Även dagens läge med stigande inflation och räntor kommer sannolikt att leda till en konjunkturavmattning. 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 marknaden i balans och det finns inget större tryck uppåt på hyresnivåerna mer än de som orsakas av inflationsomräkningar från och med 1 januari 2023. Samhällsfastigheter är i stort sett opåverkade av denna förändring (med undantag av offentliga kontor, som SBB har minskat på senare tid).

Stabila hyresgäster premieras i osäkra tider.

P/e 7 ggr på justerad vinst per aktie före värdeutvecklingsvinster

Vid sidan av sin intjäningsförmåga kopplat till driftnettot från bolagets fastigheter minus räntekostnader motsvarande 2,8 kronor per stam-aktie, har SBB dessutom satt mål om att årligen ta fram vinster via fastighetsutveckling och transaktioner motsvarande ytterligare 2,7 kronor per stam-aktie. Totalt alltså ca 5,5 kronor per stam-aktie vilket ger ett p/e-tal på knappt 3 ggr räknat på dagens kursnivå i SBB (!). Dock är den faktiska överskottsgraden i bolagets förvaltning fortfarande lägre än den målsatta. Justerat för den faktiska överskottsgraden och centrala administrationskostnader (som antas sjunka till ca 70 miljoner kronor per kvartal framöver) uppgår SBB:s vinst per aktie till 2,17 kronor per stam-aktie enligt våra beräkningar. Det motsvarar P/E 7 ggr givet dagens aktiekurs omkring 15 kronor för stamaktien.

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. En viktig förutsättning är att utgående ”gammal” hyra i SBB-fastigheterna i genomsnitt endast är 50–60 procent av det som kan uppnås efter renovering och/eller nyproduktion.

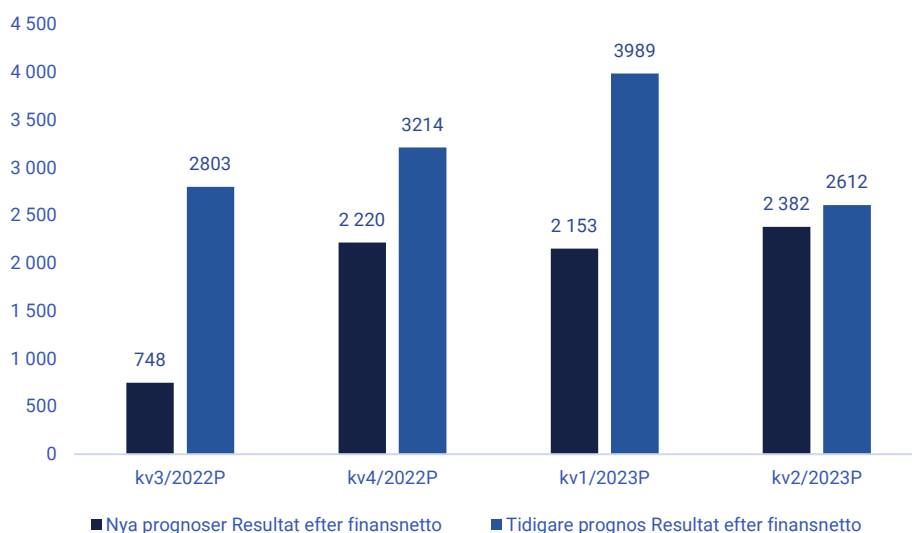
Det finns en brist på bostäder, skolor, ålderdomshem och fängelser i Sverige samt bostäder främst i stor- och regionstäderna. Det kommer att innebära att SBB kan nyproducera samhällsfastigheter och teckna långa hyreskontrakt, med åtföljande värdetillväxt.

Dock så har stigande byggkostnader gjort det mindre lönsamt och mer riskfyllt att bygga nya bostäder för tillfället. Bolaget har därför beslutat att dra ned på denna produktionstakt under 2022. Antalet bostadsbyggrätter (lägenheter) som SBB äger har minskat från ca 73 000 per 31 december 2021 till ca 71 000 den 30 juni 2022.

Ändrade prognoser för kv3/2022-kv2 /2023

Vi har i våra prognoser utgått från bolagets kommunicerade intjäningsförmåga för förvaltningsfastigheterna per 30 juni 2022. Förändringarna i resultat efter finansnetto-prognoserna jämfört med vår senaste analysuppdatering den 28 april efter kv1-rapporten avser främst värdeförändringar. Vi har nu antagit minus 500 miljoner kronor i värdeförändringar under kv3/2022, plus 1 miljard kronor under kv4/2022, plus 1,05 miljard kronor under kv1/2023 samt plus ca 1,1 miljard kronor under kv2/2023.

Prognosförändring, resultat efter finansnetto kv3 2022-kv2 2023P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 37 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien värderas lägre än den övriga fastighetssektorn räknat efter såväl intjäningsförmåga som substansvärde.

Bostadsbolagen värderas i genomsnitt till ett omkring tre ggr högre P/E-tal än SBB. Det är litet märkligt med tanke på att bostadsandelen i SBB:s portfölj värdemässigt uppgick till 36 procent per 30 juni 2022.

Då skillnaden i nyckeltal mellan fastighetsbolagen och de olika kategorierna är betydande har vi använt genomsnittsvärdena för respektive segment (kontor, bostäder osv) i grafen nedan. Hotell-sektorn består endast av ett bolag, Pandox.

Nyckeltalsvärdering efter kategori av fastighetsbolag



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Nedjusterad riktkurs i SBB:s stamaktie till 37 kronor i Bas-scenariot

SBB-aktien värderas till en substansrabatt om 50 procent beräknat efter fem procent latent skatt på övervärden fastigheter. Då har vi reducerat SBB:s substansvärde med det undervärde på ca 3 miljarder kronor som finns i bolagets intressebolagsandel i JM, räknat på dagens aktiekurs i JM. Den svenska börsnoterade fastighetssektorn värderas efter de senaste månadernas kursnedgång till i genomsnitt 17 procent rabatt på sina substansvärden (som i några fall har justerats av Carlsquare avseende goodwill, hybridobligationer, marknadsvärden på aktieposter mm).

P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter 10 procent schablonskatt exklusive värdeförändringar på fastigheter och derivat) ligger SBB på P/E 9x jämfört med sektorns på 20x mätt som ett genomsnitt.

Vi gör liksom tidigare en sammanvägning av intjäningsförmåga, substansvärdering och det diskonterade kassaflödesvärdet med $33^{1/3}$ procent vikt vardera för att komma fram till en riktkurs för SBB:s stamaktie.

Vi får en motiverad riktkurs om 37 kronor per stamaktie i basscenariot (tidigare 47 kronor/aktie).

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 25 kronor per stamaktie (tidigare 36 kronor/stamaktie). I DCF-värderingen enligt detta scenario antar vi att kassaflödena från rörelsen blir 85 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde på 50 kronor per stamaktie (tidigare 67 kronor/stamaktie). I DCF-värderingen enligt Bull-scenariot antar vi att kassaflödena från rörelsen blir 115 procent av nivåerna från Bas-scenariot.

Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	2,2	2,2	2,2
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt och median)	19,9	15,9	23,9
Motiverat värde, intjäning per aktie	43	35	52
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	37,0	29,6	44,5
P/NAV fastighetsbolag (genomsnitt och median)	83%	67%	100%
Motiverad värdering på substans per aktie	31	20	44
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	36	19	53
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%
Värde per aktier i ett basscenario	37	25	50

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv3 2021-Kv2 2023P (MSEK)

	Kv3 2021	Kv4 2021	Kv1 2022	Kv2 2022	Kv3 2022P	Kv4 2022P	Kv1 2023P	Kv2 2023P
Hysesintäkter	1 459	1 695	1 831	1 878	1 792	1 776	1 801	1 827
Driftskostnader	-215	-347	-455	-349	-264	-364	-448	-340
Underhåll	-71	-110	-85	-90	-87	-115	-84	-88
Förvaltningsadministration	-50	-122	-103	-115	-116	-117	-118	-120
Fastighetsskatt	-35	-34	-35	-34	-34	-35	-35	-35
Driftsnetto	1 089	1 082	1 153	1 290	1 291	1 145	1 116	1 245
Centraladministration	-38	-52	-64	-213	-70	-69	-68	-67
Förvärvs- och omstruktureringskostnader	-11	-46	-13	-17	0	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	187	2 229	434	-76	233	350	269	318
Rörelseresultat före värdeförändringar	1 227	3 212	1 510	984	1 454	1 426	1 318	1 496
Finansnetto	-186	-201	-249	-199	-199	-199	-204	-209
Övriga finansiella kostnader	-46	241	185	-932	-7	-7	-10	-7
Förvaltningsresultat	995	3 253	1 446	-147	1 248	1 220	1 103	1 280
Värdeförändringar fastigheter, goodwill-justering & resultat för bostadsprod.	4 577	9 144	2 367	-1 021	-500	1 000	1 050	1 103
Värdeförändringar derivat	115	1 151	-341	-1 444	0	0	0	0
Resultat före skatt	5 687	13 548	3 472	-2 612	748	2 220	2 153	2 382
Aktuell skatt	-55	-87	-132	-152	-26	-78	-75	-83
Uppskjuten skatt	-1 629	-1 156	-401	43	-86	-255	-248	-274
Periodens resultat	4 003	12 305	2 939	-2 721	636	1 887	1 830	2 025
Vinst per aktie (SEK)	2,68	8,63	1,86	-1,99	0,28	1,14	1,10	1,23
Förvaltningsresultat efter betald skatt	940	3 166	1 314	-299	1 222	1 142	1 028	1 196
Resultat hänförlig stam A och B	3 817	12 530	2 709	-2 889	412	1 656	1 600	1 794
Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam	-871	2 231	683	-424	912	656	550	691

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

Resultaträkning, helår 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hysesintäkter	5 121	5 930	7 277	7 365	7 849
Driftskostnader	-987	-1 114	-1 432	-1 446	-1 540
Underhåll	-323	-322	-377	-383	-409
Förvaltningsadministration	-217	-317	-451	-481	-501
Fastighetsskatt	-115	-130	-138	-142	-148
Driftsnetto	3 479	4 047	4 879	4 913	5 251
Centraladministration	-224	-290	-416	-266	-250
Förvärvs- och omstrukturingskostnader	-52	-86	-30	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	144	2 814	941	1 224	1 286
Rörelseresultat före värdeförändringar	3 347	6 485	5 374	5 872	6 287
Finansnetto	-807	-737	-846	-852	-951
Övriga finansiella kostnader	-66	-58	-761	-29	-30
Förvaltningsresultat	2 474	5 690	3 767	4 990	5 305
Värdeförändr. fastigheter & resultat bostadsprod.	8 074	21 117	1 846	4 526	5 775
Värdeförändringar derivat	-207	2 487	-1 785	0	0
Resultat före skatt	10 341	29 294	3 828	9 515	11 079
Aktuell skatt	-164	-247	-388	-333	-388
Uppskjuten skatt	-1 093	-3 446	-699	-1 094	-1 274
Periodens resultat	9 084	25 601	2 741	8 088	9 417
Förvaltningsresultat efter betald skatt	2 310	5 443	3 379	4 657	4 917
Resultat hänförligt stam A och B	7 291	23 697	1 888	7 164	8 487
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	-576	93	1 827	2 971	3 100
Tillväxt	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Hysesintäkter	157%	16%	23%	1%	7%
Driftsnetto	175%	16%	21%	1%	7%
Rörelseresultat före värdeförändringar	194%	94%	-17%	9%	7%
Förvaltningsresultat	284%	130%	-34%	32%	6%
Resultat före skatt	230%	183%	-87%	149%	16%
Periodens resultat	246%	182%	-89%	195%	16%
Marginaler	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Överskottsgrad	68%	68%	67%	67%	67%
EBIT-marginal före värdeförändringar	65%	109%	74%	80%	80%
Förvaltningsresultat-marginal	48%	96%	52%	68%	68%
Resultat före skatt-marginal	202%	494%	53%	129%	141%
Resultat efter skatt-marginal	177%	432%	38%	110%	120%

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

Balansräkning, helår 2020-2024P (MSEK)

	2 020	2021	2022P	2023P	2024P
Immateriella anläggningstillgångar	6 319	6 066	5 874	5 874	5 874
Förvaltningsfastigheter	90 185	149 335	154 900	168 046	184 298
Nyttjanderätt tomträtt	614	639	690	690	690
Inventarier	22	48	45	45	45
Summa materiella anläggningstillgångar	97 140	156 088	161 509	174 655	190 907
Andel i intresseföretag/JV	2 867	16 373	15 615	16 839	18 125
Fordringar hos intressebol./JV	827	3 885	2 751	2 751	2 751
Derivat	129	547	1 217	1 217	1 217
Finansiella tillgångar, verk. värde	2 931	4 530	2 671	2 671	2 671
Andra långfristiga fordringar	0	207	20	-80	-185
Summa finansiella anläggningstillgångar	6 753	25 542	22 274	23 398	24 579
Summa anläggningstillgångar	103 893	181 630	183 783	198 053	215 487
Kundfordringar	91	219	45	49	-1
Fordringar og intressebol./JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	279	174	174	174
Övriga fordringar	2 398	1 959	1 298	1 400	137
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	243	540	365	390	86
Summa kortfristiga fordringar	2 732	2 997	1 882	2 013	396
Kortfristiga placeringar	0	53	413	413	413
Likvida medel	13 606	9 837	14 032	13 044	9 626
Summa omsättningstillgångar	16 338	12 887	16 327	15 470	10 435
Summa tillgångar	120 231	194 517	200 110	213 523	225 921
Summa Eget kapital	52 136	82 971	80 582	86 562	93 652
Skulder till kreditinstitut	11 995	21 974	34 321	35 631	37 224
Obligationslån	34 663	51 919	51 981	56 108	61 124
Derivat	267	30	623	623	623
Uppskjutna skatteskulder	7 172	10 428	11 069	12 164	13 438
Skuld finansiell leasing	614	639	690	690	690
Övriga långfristiga skulder	1 020	292	304	304	304
Summa långfristiga skulder	55 731	85 282	98 989	105 520	113 403
Skulder till kreditinstitut	69	1 758	1 518	1 773	2 082
Företagscertifikat	5 418	11 169	4 399	4 874	5 452
Obligationslån	3 121	1 175	3 707	4 005	4 367
Leverantörsskulder	117	181	515	509	338
Aktuella skatteskulder	166	418	600	590	303
Övriga skulder	2 098	9 530	7 005	6 950	5 288
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 375	2 033	2 796	2 740	1 036
Summa kortfristiga skulder	12 364	26 264	20 540	21 442	18 866
Summa eget kapital och skulder	120 231	194 517	200 110	213 523	225 921
Likviditet	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Balanslikviditet	22%	11%	9%	9%	2%
Likviditetsgrad	132%	49%	79%	72%	55%
Kassa/kortfristiga skulder	110%	38%	70%	63%	53%
Soliditet	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	-42 274	-78 744	-82 171	-89 624	-100 901
Nettoskuld/EBIT	12,6x	12,1x	15,3x	15,3x	16,1x
Nettoskuld/EK	81%	95%	102%	104%	108%
Skuld/EK	107%	107%	120%	119%	118%
Soliditet	43%	43%	40%	41%	41%
Lönsamhetsmått	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Avkastning på eget kapital	29%	49%	3%	10%	11%
Avkastning på totalt kapital	11%	25%	3%	5%	6%
Avkastning på investerat kapital	9%	22%	1%	4%	4%

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

Kassaflöde, helår 2020-2024P (MSEK)

	2020	2021	2022P	2023P	2024P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	2 247	2 415	3 564	3 433	3 631
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-1 720	21	1 002	-131	1 618
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	-7 522	2 184	991	-126	-3 825
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	-6 995	4 620	5 557	3 175	1 424
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-15 386	-55 899	-10 863	-10 775	-13 097
Försäljning av fastigheter	12 903	20 241	6 848	2 155	2 619
Investeringar/försäljning inventarier	-3	-31	1	0	0
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-1 626	-9 234	1 512	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-73	0	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	307	-3 049	1 137	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 323	180	1 651	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	44	-169	190	100	104
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-5 156	-47 962	475	-8 520	-10 373
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	2 784	0	0	0	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	12 481	1 893	-10	0	0
Inlösta preferensaktier	0	-20	0	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	0	58	0	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-855	-1 846	-2 602	-2 109	-2 327
Nettoförvärv minoritetsandelar	-2 356	2 528	-24	0	0
Nettopptagning av lån	-185	32 355	3 821	6 465	7 858
Förändring övriga långfristiga skulder	1 052	4 579	-3 097	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	12 921	39 546	-1 912	4 357	5 532
Periodens kassaflöde	770	-3 796	4 120	-988	-3 418
Likvida medel, periodens börj.	12 858	13 606	9 837	14 032	13 044
Valutakursändring i likvida medel	-22	27	75	0	0
Likvida medel vid periodens slut	13 606	9 837	14 032	13 044	9 626
Nyckeltal					
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	0,44x	0,41x	0,49x	0,47x	0,46x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	0,02x	0,01x	0,02x	0,02x	0,02x
Utdelning kronor per stam-aktie	1,00	1,32	1,45	1,60	1,75

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

Friskrivning

Carlsquare AB, 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.