

Uppdatering: Kv3 2021

SAMHÄLLSBYGGNADSBOLAGET (PUBL)

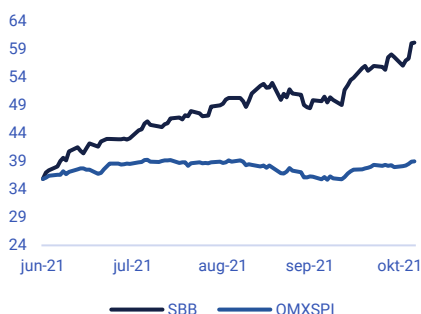
VD: Ilija Batljan
 SO: Lennart Schuss
www.sbbnorden.se

Lista: Nasdaq Stockholm Large Cap

Aktie, senast: 60,18 kr
 Marknadsvärde: 85 868 mkr (exkl. D-aktier)

Bloomberg: SBBB:SS
 Reuters Eikon: SBBb.ST

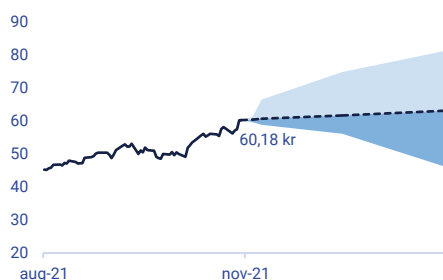
AKTIEUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Avkastning, %	113,7	110,0	83,8	19,1

Källa: Thomas Reuters Eikon

VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Värde per aktie	46,3	63,0	81,0
Upp-/nedsida	-23%	5%	35%

Källa: Carlsquare

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilson
 Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
 Head of Equity Research

Värdeökning och projekt lyfter resultatet

Med en värdeökning på fastighetsbeståndet på närmare 4,6 miljarder kronor under kv3 2021 överträffade Samhällsbyggnadsbolaget i Norden ("SBB") våra prognoser om 1,5 miljarder kronor väsentligt. Vi höjer vår riktkurs i basscenariot till 63,0 kronor per stamaktie jämfört med tidigare 57,4 kronor.

Ledande aktör inom samhällsfastigheter

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 125 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 77 procent i Sverige och 23 procent i övriga Norden. Nu håller bolaget på att få en infrastruktur på plats med sikten på ett första fastighetsförvärf i Tyskland under 2022.

Nio procent värdeökning på bostäderna

Änu en gång överträffade värdeökningstakten i SBB:s fastighetsbestånd våra prognoser. Värdeökningen uppgick till knappt 4,6 miljarder kronor under kv3 2021, motsvarande 3,9 procent av portföljvärdet per 30 juni 2021. Värdeökningen på bostäderna låg på mycket höga nio procent, medan den betydligt större samhällsfastighetsdelen nådde två procent värdeökning under kv3 2021. SBB har också identifierat övervärden på 1465 miljoner kronor i transaktioner som har genomförts efter 30 september 2021. Vi räknar med att bolaget kommer att redovisa dessa som positiva värdeförändringar på fastigheter under kv4 2021. Det medför att vi höjer vår värdeökningsskatt för fastigheterna till totalt 3 miljarder kronor under kv4 (tidigare 2 miljarder kronor).

Koncernen har reducerat sin genomsnittliga räntekostnad till 1,11 procent per 30 september 2021, vilket är två räntepunkter lägre än per 30 juni 2021. Det ger ett arbitrage på 2,9 procent jämfört med direktavkastningskravet på bolagets fastighetsbestånd. Denna direktavkastning har sjunkit till 4,0 procent per 30 september 2021 till följd av värdeuppgången på fastigheterna. Avkastningsarbitraget ger möjligheter till fortsatta värdebidrivande förvärf för bolaget framöver. Bostäderna ökade sin andel av portföljvärdet från 24 till 26 procent under kv3 2021. Här har bolaget byggrätter för 64 000 nya lägenheter, så detta segment kommer att växa också genom nyproduktion. Det finns också mycket att göra inom samhällsfastighetssegmentet med byggnation av kommunalhus, äldreboende, polishus etc. Hyresavtalens längd med SBBs offentliga hyresgäster är cirka nio år. Som en del av intjäningsförmågan presterade fastighetsutvecklingsidan ett resultat på cirka 2,7 miljarder kronor för årets nio första månader.

SBB hade en kassa på cirka 12,9 miljarder kronor jämte likvida placeringar om cirka 3,9 miljarder kronor per 30 september 2021. Överlikviditeten drar ned bolagets intjäningsförmåga med 144 miljoner kronor i årstakt. Det ger företagsledningens incitament att öka förvärvstempot.

Bättre intjäningsförmåga motiverar högre rikturs

Vi höjer det motiverade värdet för SBB:s stamaktie i basscenariot till 63,0 kronor (tidigare 57,4 kronor). Det motiveras med en bättre intjäningsförmåga, vilket även slår igenom i kassaflödesberäkningen av aktiens värde. Det motiverade värdet för stamaktien varierar från 46,3 kronor i ett Bear-scenario (tidigare 43,6 kronor) till 81,0 kronor i ett Bull-scenario (tidigare 72,4 kronor).

Nyckeltal (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 796	7 221	8 794
Driftnetto	1 265	3 479	4 029	5 065	6 167
Resultat före skatt	3 137	10 341	19 736	12 497	11 629
Resultat per stam-aktie (SEK)	3,30	5,74	10,47	7,09	6,33
P/E	7,2x	5,0x	5,8x	8,5x	9,5x
EK/aktie (exkl.hybrid) (SEK)	21,2	28,3	36,8	41,2	47,2
P/EK	1,1x	1,0x	1,6x	1,5x	1,3x
Utdelning SEK/stam-aktie	0,60	1,00	1,10	1,32	1,40

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Uppföljning och kommentarer på det tredje kvartalet

Medan vi hade överskattat den löpande intjäningsförmågan i form av hyresintäkter och driftnetto under tredje kvartalet 2021, blev resultatandelar i intressebolag och än mer värdeökning på SBBs fastigheter högre än våra prognoser. EPRA NAV ökar till cirka 35,58 kronor per stam-aktie inklusive identifierade värdeökningvinster på fastigheter som har förvärvats efter 30 september 2021.

9 procent värdeökning på bostäder i tredje kvartalet

Bolagets hyresintäkter för tredje kvartalet 2021 kom in 7 procent lägre än våra prognoser, medan driftnetto understeg våra prognoser med 6 procent. Överskottsgraden nådde 75 procent i kv3 2021, vilket är en mycket hög siffra. För de första nio månaderna 2021 blev överskottsgraden 70 procent, vilket är mer i linje med bolagets långsiktiga målsättning.

Resultat efter finansnetto på 995 miljoner kronor understeg vår prognos med 3 procent. En positiv avvikelse var resultatandelar från intressebolag som översteg våra förväntningar (187 miljoner kronor jämfört med 116 miljoner kronor). Från kv3/2021 ingår SBB:s resultatandel i JM i SBB-koncernens resultat. SBB har ökat sin ägarandel i JM från 20 procent per 30 juni till 25 procent per 30 september 2021.

Det blev stora värdeförändringar på koncernens fastigheter (4578 miljoner kronor) även i kv3 2021. Det motsvarar 3,9 procent värdeökning i förhållande till bokfört värde på fastighetsportföljen per 30 juni 2021. Därtill har bolaget identifierat ännu inte realiserade positiva värdeförändringar om 1465 miljoner kronor på transaktioner tecknade efter 30 september 2021.

Koncernens genomsnittliga räntekostnadsnivå minskade något från 1,13 procent per 30 juni till 1,11 procent per 30 september 2021. SBB är ett av de fastighetsbolag som lånar billigast bland de svenska fastighetsbolagen.

Samhällsbyggnadsbolaget i Norden (SBB) har på knappt fem år expanderat till att idag ha en fastighetsportfölj värd cirka 125 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 kv3, 2021 (MSEK)

	Kv3 2021A	Kv3 2021P	Differens
Hyresintäkter	1459	1573	-7%
Driftskostnader	-215	-240	-10%
Underhåll	-71	-89	-21%
Förvaltningsadministration	-50	-54	-8%
Fastighetsskatt	-35	-32	9%
Driftnetto	1089	1158	-6%
Centraladministration	-49	-60	-18%
Resultat från intresseföretag/JV	187	116	62%
Resultat före finansiella poster	1227	1213	1%
Ränteintäkter och räntekostnader	-186	-189	-2%
Kostnader förtidslösen lån	-3	0	n.m.
Valutakursdifferenser	-39	0	n.m.
Leasingkostnader	-4	-3	31%
Resultat efter finansnetto	995	1021	-3%
Värdeförändringar fastigheter	4577	1500	205%
Värdeförändringar derivat	115	0	n.m.
Resultat före skatt	5687	2521	126%
Aktuell skatt	-55	-50	9%
Uppskjuten skatt	-1629	-328	397%
Periodens resultat	4003	2143	87%
Omräkningsdifferenser	61	0	n.m.
Periodens totalresultat	4064	2143	90%
Vinst per stamaktie (kronor)	2,68	1,26	112%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Hög tillväxt och värdeökningar på fastigheter

SBB fortsätter att leverera resultat från samtliga delar av koncernen; förvaltningen, fastighetsutveckling samt transaktioner. Fastighetsutveckling 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. För närvarande har koncernen mer än 3 000 bostäder under produktion. Fastighetsutvecklingsdelen bidrog med cirka 2,7 miljarder kronor till SBBs resultat för januari-september 2021 om totalt cirka 15,7 miljarder kronor före skatt.

Fastighetsutveckling bidrar med stora värdeökningar och organisk tillväxt av SBB-koncernens fastighetsbestånd.

Värdeökningen på SBB-koncernens fastigheter under kv3 2021 kan delas upp på ca 2 procent värdeförändring på samhällsfastigheterna och övriga fastigheter (74% av det totala portföljvärdet per 30 september 2021) samt ca 9% värdeförändring på bostäderna (26% av fastighetsportföljen). För bostäderna förklaras den höga värdeökningen av en yield-sänkning från uppskattningsvis 3,00 procent till 2,75 procent, vilket ger en mycket stor hävstångseffekt på värdena. Sett på de senaste tolv månaderna har direktavkastningskravet för SBB-koncernens fastighetsportfölj minskat från ca 4,5 procent till ca 4,0 procent, vilket representerar en årlig värdeökningstakt på omkring 11 procent.

Nyheter under tredje kvartalet samt 1 oktober-4 november 2021:

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

- SBB köpte i tre affärer 27 fastigheter i Stockholm, Västerås och Helsingborg med årliga hyresintäkter om 76 miljoner kronor och ett driftnetto på 58 miljoner kronor. 85 procent av hyresintäkterna kommer från offentliga hyresgäster, medan 15 procent är bostäder.
- Den 27 juli förvärvade SBB 15 procent av aktierna i Arlanda Stad Holding för 564 miljoner kronor. Hälften av köpeskillingen finansierades genom en emission av knappt 6,3 miljoner nya SBB stam B-aktier till en teckningskurs om 45 kronor per aktie.
- SBB byggstartade 161 klimatsmarta lägenheter i Skellefteå.
- Genom förvärv av samhällsfastigheter i Vejle, Randers, Århus och Ålborg för cirka 380 miljoner DKK utökades SBBs bestånd i Danmark. Förvärvet ökar de årliga hyresintäkterna med 23 miljoner DKK per år.
- SBB ska bygga en solpark tillsammans med El av Sol i Hallstahammar med 10 GWh kapacitet. Anläggningen beräknas vara färdigställd under andra halvåret 2022. 10 GWh motsvarar 5 procent av SBB-koncernens elförbrukning och tar bolaget ett steg närmare målet att bli klimatpositiva till 2030.
- Ett nytt polishus i Örnköldsvik om 9 000 kvm beräknas stå klart 2025. I samband med det tecknade SBB ett 15-årigt hyresavtal med Polisen avseende denna nybyggnation.
- Ett bestånd om 40 000 kvm samt byggrätter om 20 000 kvm BTA i Umeå förvärvades av SBB med Balticgruppen och Gazette som säljare.
- 70 procent av aktierna i Riksbyggens hyresrättsbolag Unobo tillträdde av SBB den 1 oktober. Köpet adderar årliga hyresintäkter på 432 miljoner kronor till SBB-koncernen.
- SBB sålde 36 fastigheter, huvudsakligen belägna på mindre orter i södra Sverige för 570 miljoner kronor, vilket översteg den senaste värderingen med cirka 10 procent. Frånträde av denna fastighetsportfölj sker under fjärde kvartalet 2021.
- SBB bygger 80 nya bostäder i Höganäs. Bostäderna byggs i trä och med halva energiförbrukningen jämfört med kraven enligt Boverkets byggregler.
- Ytterligare 1465 miljoner kronor har identifierats i värdeökningar på av SBB köpta men per 30 september 2021 ännu inte tillträdde fastigheter. Det handlar om samhällsfastigheter med långa hyreskontrakt (32 år) samt nyproducerade bostäder. Dessa 1465 miljoner kronor kommer sannolikt att redovisas i resultaträkningen som positiva värdeförändringar på fastigheter under kv4 2021.

Investment case, prognoser och värdering

SBB i Norden har expanderat sin portfölj av samhällsfastigheter kraftigt de senaste fem åren, bland annat genom 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 2,9 procent) mellan 4,0 procent i direktavkastning på fastighetsportföljen (indirekt via börsvärderingen) och 1,1 procent i räntekostnader på koncernens lån. Men SBB-aktien har gått starkt under 2021 och är inte lika lågt värderad som tidigare. Vi höjer vår riktkurs för stamaktien i Bas-scenariot till 63,0 kronor (tidigare 57,4 kronor).

Samhällsfastigheter innebär ökad trygghet

SBB i Norden har under sin VD och huvudägare Ilija Batljan byggt upp en fastighetsportfölj värd cirka 125 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 77 procent i Sverige, cirka 14 procent i Norge, cirka åtta procent i Finland och cirka en procent i Danmark per 30 september 2021. Nu håller bolaget på att få en infrastruktur på plats med sikten på ett första fastighetsförvärv i Tyskland under 2022.

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 blev tydligare i den konjunkturavmattning som pågick från februari/mars 2020 fram till den tidiga hösten 2021. 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 minskat på senare tid). Bostäder har fått en renässans som en andra arbetsplats när 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 i samband med kapitalmarknadsdagen den 10 september 2021 mellan 2 000 och 2 500 miljoner kronor. Det motsvarar 1,26-1,58 kronor per SBB stamaktie räknat efter 10 procent schablonskatt. Koncernen hade byggrätter inklusive JV-samarbeten motsvarande 64 000 lägenheter per 30 september 2021. Till det kan läggas 36 200 lägenheter indirekt via JM (varav SBB:s andel via aktieinnehav uppgick till 25 procent). Räknat på en genomsnittlig lägenhetsstorlek på 70 kvadratmeter och en resultatpotential på 10 000 kronor per kvadratmeter handlar det om en vinstpotential på storleksordningen 37 miljarder kronor fördelat över fem år och räknat med ett årligt avkastningskrav om 12 procent.

Årliga fastighetsutvecklingskostnader motsvarande en vinst om 1,26-1,58 kronor per stam-aktie i SBB

Tumregeln har tidigare varit att byggrätterna 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 byggrätter 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.

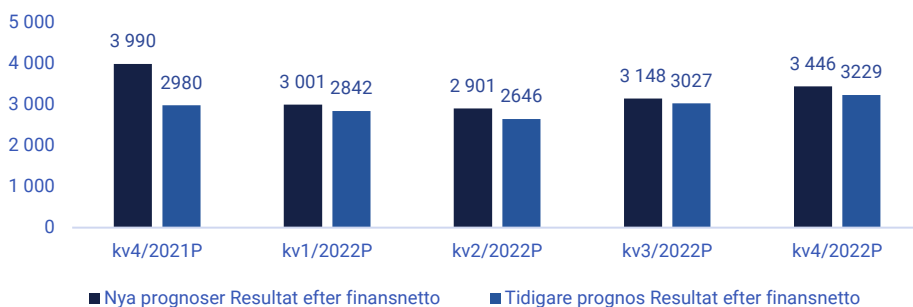
Mycket bra avkastning på bostadsutvecklingsprojekt efter värdeökningar och en ökad efterfrågan

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 kv4/2021-kv4/2022

Vi utgår från av bolaget kommunicerad intjäningsförmåga per 30 september 2021. Vi höjer våra antaganden för värdeökningar på fastigheter samt resultatandelar från intressebolag. I våra kv3 2021-preview som publicerades den 25 oktober.

Prognosförändring, resultat efter finansnetto kv4/2021P-kv4/2022P (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

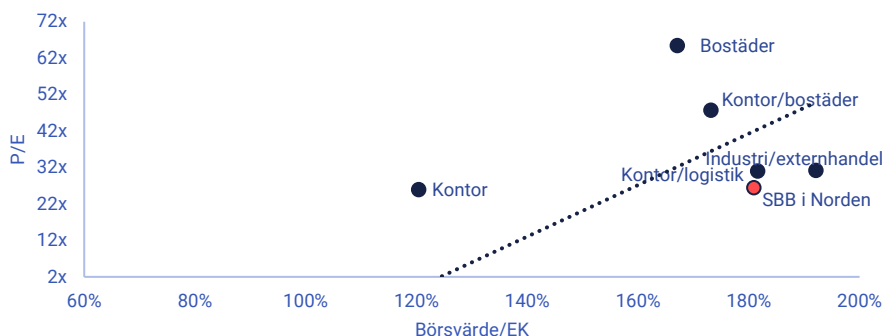
Värdering

Vi har sammanställt nyckeltalen för 34 noterade fastighetsbolag på Stockholmsbörsen. Nedanstående graf illustrerar att SBB-aktien fortfarande värderas lägre än den övriga svenska fastighetssektorn räknat efter intjäningsförmågan. Däremot är så inte längre fallet när vi mäter börsvärde dividerat med substansvärde (justerat eget kapital). Där har SBB-aktien hunnit ikapp övriga fastighetssektorn.

Noterbart är att inte bara de renodlade bostadsbolagen utan även blandade kontors- och bostadsbolag som Balder, Trianon och Wallenstam i genomsnitt värderas väsentligt högre än SBB räknat på intjäningsförmågan. SBB har ändå en fastighetsportfölj som till 26 procent värdemässigt utgjordes av bostäder per 30 september 2021. Andelen bostäder kan dessutom öka genom färdigställd nyproduktion.

Då skillnaden i nyckeltal mellan fastighetsbolagen är stor har vi använt median-värdena för respektive segment i sektorn (kontor, bostäder osv) i grafen nedan.

Nyckeltalsvärdering efter kategori av fastighetsbolag



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Uppjusterad riktkurs i SBB:s stamaktie till 63 kronor i Bas-scenariot

SBB-aktien värderas till en substanspremie om 81 procent räknat efter tio procent latent skatt på övervärden fastigheter. Det är högre än den svenska fastighetssektorn som helhet, där bolagen (aktierna) som ett medianvärde handlas till 45 procent premie på substansen. Däremot är det oviktade genomsnittet en substanspremie på 76 procent för sektorn som helhet.

P/E-talsmässigt (värdering av resultat efter 10 procent schablonskatt exklusive värdeförändringar på fastigheter och derivat) ligger SBB på P/E 26x jämfört med sektorns median på 33x, alltså en väsentlig rabatt.

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

Vi kommer fram till en motiverad rikt Kurs om 63,0 kronor per stamaktie i basscenariot (tidigare 57,4 kronor/aktie). Den höjda rikt kursen förklaras av ökade värden på samtliga tre värderingsparametrar.

I ett mer återhållsamt Bear-scenario beräknas ett motiverat värde om 46,3 kronor per stamaktie (tidigare 43,6 kronor/stamaktie).

I ett optimistiskt Bull-scenario beräknas ett motiverat värde om 81,0 kronor per stamaktie (tidigare 72,4 kronor/stamaktie).

Värdering (kronor)

	Bas	Bear	Bull
Intjäningsförmåga per aktie (10% skatt)	2,3	2,3	2,3
P/E-tal för fastighetsbolag (genomsnitt)	32,8	26,3	39,4
Motiverat värde, intjäning per aktie	75,5	60,4	90,6
Substansvärde, SBB-aktien (10% skatt på övervärden)	31,7	25,4	38,0
Genomsnittlig P/JEK fastighetsbolag	145%	116%	173%
Motiverad värdering på substans per aktie	45,8	29,3	66,0
Motiverat DCF-värde (+/-15% på kassaflödet)	67,7	49,0	86,4
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	63,0	46,3	81,0

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare

Räkenskaper och nyckeltal

Resultaträkning Kv3 2020-Kv4 2021P (MSEK)

	Kv1 2021	Kv2 2021	Kv3 2021	Kv4 2021P	Kv1 2022P	Kv2 2022P
Hysesintäkter	1 325	1 451	1 459	1 561	1 654	1 752
Driftskostnader	-303	-249	-215	-274	-371	-295
Underhåll	-63	-78	-71	-118	-77	-93
Förvaltningsadministration	-73	-72	-50	-75	-89	-85
Fastighetsskatt	-28	-33	-35	-30	-34	-39
Driftsnetto	858	1 018	1 089	1 064	1 083	1 239
Centraladministration	-63	-137	-38	-50	-50	-51
Förvärvs- och omstrukturingskostnader	-3	-26	-11	0	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	244	154	187	161	164	167
Rörelseresultat före värdeförändringar	1 036	1 010	1 227	1 175	1 196	1 356
Finansnetto	-190	-161	-186	-180	-190	-200
Övriga finansiella kostnader	-231	-22	-46	-5	-6	-5
Förvaltningsresultat	615	827	995	990	1 001	1 151
Värdeförändringar fastigheter + upplösning goodwill	2 339	5 057	4 577	3 000	2 000	1 750
Värdeförändringar derivat	163	1 058	115	0	0	0
Resultat före skatt	3 117	6 942	5 687	3 990	3 001	2 901
Aktuell skatt	-92	-13	-55	-40	-30	-29
Uppskjuten skatt	-290	-371	-1 629	-583	-438	-424
Periodens resultat	2 735	6 558	4 003	3 368	2 533	2 449
Förvaltningsresultat efter betald skatt	523	814	940	950	971	1 122
Resultat hänförligt stam A och B	2 511	4 839	3 817	3 255	2 424	2 340
Resultat just. för värdeförändringar, hänförligt till stam	9	-1 276	-871	255	424	590

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

Resultaträkning, helår 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hysesintäkter	1 996	5 121	5 796	7 221	8 794
Driftskostnader	-471	-987	-1 041	-1 270	-1 546
Underhåll	-115	-323	-330	-403	-499
Förvaltningsadministration	-104	-217	-270	-329	-393
Fastighetsskatt	-41	-115	-126	-154	-188
Driftsnetto	1 265	3 479	4 029	5 065	6 167
Centraladministration	-136	-224	-288	-203	-207
Förvärvs- och omstruktureringkostnader	-83	-52	-40	0	0
Resultat från intresseföretag/JV	92	144	746	676	696
Rörelseresultat före värdeförändringar	1 138	3 347	4 448	5 538	6 656
Finansnetto	-380	-807	-717	-821	-1 007
Övriga finansiella kostnader	-113	-66	-304	-20	-21
Förvaltningsresultat	645	2 474	3 427	4 697	5 629
Värdeförändringar fastigheter + upplösning goodwill	2 453	8 074	14 973	7 800	6 000
Värdeförändringar derivat	39	-207	1 336	0	0
Resultat före skatt	3 137	10 341	19 736	12 497	11 629
Aktuell skatt	-34	-164	-200	-125	-116
Uppskjuten skatt	-479	-1 093	-2 873	-1 824	-1 698
Periodens resultat	2 624	9 084	16 664	10 547	9 814
Förvaltningsresultat efter betald skatt	611	2 310	3 227	4 572	5 512
Resultat hänförligt stam A och B	2 518	7 291	14 426	10 110	9 039
Resultat just. för värdeför. hänför. stam	26	-576	-1 883	2 310	3 155
Tillväxt	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Hysesintäkter	19%	157%	13%	25%	22%
Driftsnetto	18%	175%	16%	26%	22%
Rörelseresultat före värdeförändringar	16%	194%	33%	25%	20%
Förvaltningsresultat	101%	284%	39%	37%	20%
Resultat före skatt	65%	230%	91%	-37%	-7%
Periodens resultat	55%	246%	83%	-37%	-7%
Marginaler	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Överskottsgrad	63%	68%	70%	70%	70%
EBIT-marginal före värdeförändringar	57%	65%	77%	77%	76%
Förvaltningsresultat-marginal	32%	48%	59%	65%	64%
Resultat före skatt-marginal	157%	202%	340%	173%	132%
Resultat efter skatt-marginal	131%	177%	287%	146%	112%

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	133 090	166 686	204 041
Nyttjanderätt tomträtt	445	614	616	616	616
Inventarier	21	22	46	51	59
Summa materiella anläggningstillgångar	86 695	97 140	140 062	173 663	211 026
Andel i intresseföretag/JV	909	2 867	11 096	18 504	25 932
Fordringar hos intressebol./JV	1 142	827	3 527	3 527	3 527
Derivat	73	129	205	205	205
Finansiella tillgångar, verk. värde	459	2 931	1 357	1 357	1 357
Andra långfristiga fordringar	24	0	84	-339	-778
Summa finansiella anläggningstillgångar	2 607	6 753	16 269	23 254	30 242
Summa anläggningstillgångar	89 302	103 893	156 331	196 917	241 269
Kundfordringar	53	91	61	65	71
Fordringar och intressebol./JV	0	0	0	0	0
Finansiella tillgångar, verk. värde	0	0	0	0	0
Övriga fordringar	791	2 398	774	870	1 004
Förutbet. Kostnader och upplup. Intäkter	158	243	551	574	606
Summa kortfristiga fordringar	1 002	2 732	1 386	1 508	1 680
Kortfristiga placeringar	1 041	0	3 869	3 869	3 869
Likvida medel	12 858	13 606	13 293	8 815	3 824
Summa omsättningstillgångar	14 901	16 338	18 549	14 193	9 373
Summa tillgångar	104 203	120 231	174 879	211 110	250 642
Summa Eget kapital	30 896	52 136	70 781	79 689	88 212
Skulder till kreditinstitut	22 073	11 995	13 189	15 803	18 981
Obligationslån	23 720	34 663	52 619	60 852	70 859
Derivat	25	267	118	118	118
Uppskjutna skatteskulder	6 237	7 172	9 970	11 794	13 492
Skuld finansiell leasing	445	614	616	616	616
Övriga långfristiga skulder	22	1 020	5 627	18 239	31 891
Summa långfristiga skulder	52 522	55 731	82 139	107 423	135 957
Skulder till kreditinstitut	3 912	69	406	914	1 532
Företagscertifikat	4 944	5 418	8 449	9 397	10 549
Obligationslån	1 442	3 121	2 235	2 830	3 553
Leverantörsskulder	131	117	234	233	232
Aktuella skatteskulder	126	166	160	159	158
Övriga skulder	8 822	2 098	8 744	8 739	8 731
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	1 408	1 375	1 732	1 726	1 718
Summa kortfristiga skulder	20 785	12 364	21 960	23 998	26 473
Summa eget kapital och skulder	104 203	120 231	174 879	211 110	250 642
Likviditet	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Balanslikviditet	5%	22%	6%	6%	6%
Likviditetsgrad	72%	132%	84%	59%	35%
Kassa/kortfristiga skulder	67%	110%	78%	53%	29%
Soliditet	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoskuld (-)/nettokassa (+)	-42 637	-42 274	-60 352	-77 728	-98 396
Nettoskuld/EBIT	37,5x	12,6x	13,6x	14,0x	14,8x
Nettoskuld/EK	138%	81%	85%	98%	112%
Skuld/EK	183%	107%	110%	113%	120%
Soliditet	30%	43%	40%	38%	35%
Lönsamhetsmått	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Avkastning på eget kapital	23%	29%	32%	15%	12%
Avkastning på totalt kapital	14%	11%	17%	8%	6%
Avkastning på investerat kapital	10%	9%	13%	7%	5%

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

Kassaflöde, helår 2019-2023P (MSEK)

	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Den löpande verksamheten					
Kassaflöde från den löpande verksamheten	745	2 247	2 510	3 896	4 816
Ökning (-)/Minskning (+) av rörelsefordringar	-644	-1 720	1 353	-122	-172
Ökning (+)/Minskning (-) av rörelseskulder	9 501	-7 522	2 598	-13	-18
Kassaflöde efter förändring i rörelsekapital	9 602	-6 995	6 461	3 761	4 627
Investeringsverksamheten					
Investeringar i fastigheter	-58 258	-15 386	-34 748	-25 796	-31 355
Försäljning av fastigheter	6 672	12 903	8 215	0	0
Investeringar/försäljning inventarier	-19	-3	-27	-5	-8
Investeringar i intresseföretag/joint ventures	-698	-1 626	-7 185	-6 732	-6 732
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4 295	-73	0	0	0
Förändring av fordringar hos intresseföretag/JV	432	307	-2 697	0	0
Förändring av finansiella tillgångar	-1 459	-1 323	-1 184	0	0
Förändring av kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0
Förändring av andra långfristiga fordringar	-13	44	-59	422	440
Kassaflöde från investeringsverksamheten	-57 638	-5 156	-37 686	-32 111	-37 656
Finansieringsverksamheten					
Apport-/kvittnings-/nyemission	13 406	2 784	0	0	0
Nettoemission hybridobligationer/konvertibler	2 444	12 481	2 669	2 580	3 136
Inlösta preferensaktier	-83	0	-20	0	0
Nettoemission teckningsoptioner	3	0	58	0	0
Utdelning aktier och hybridobligation	-484	-855	-1 850	-4 222	-4 431
Nettoförvärv minoritetsandelar	1 581	-2 356	538	4	4
Nettoupptagning av lån	41 404	-185	21 232	12 898	15 678
Förändring övriga långfristiga skulder	2 467	1 052	8 444	12 612	13 652
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	60 738	12 921	31 071	23 872	28 038
Periodens kassaflöde	12 702	770	-154	-4 478	-4 991
Likvida medel, periodens börj.	157	12 858	13 606	13 293	8 815
Valutakursändring i likvida medel	-1	-22	20	0	0
Likvida medel vid periodens slut	12 858	13 606	13 472	8 815	3 824
Nyckeltal					
Kassaflöde, löp. verk/nettoomsätt.	0,37x	0,44x	0,43x	0,54x	0,55x
Kassaflöde, löp. verk/tillgångar	0,01x	0,02x	0,01x	0,02x	0,02x
Utdelning kronor per stam-aktie	0,60	1,00	1,10	1,32	1,40

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.